

农业银行(601288)

存款优势带动息差回升，资产质量持续改善

买入(维持)

投资要点

■ **四季度盈利能力全面提升，负债成本优势带动净息差持续回升。**利润增长逐季提速。17 年实现归母净利润 1929.62 亿，同比增长 4.9%，其中 Q4 单季度同比增长 10.68%，增速较 Q3 大幅提升 5.79pc；拨备前利润增速为 7.8%，Q4 单季同比增速高达 16.9%，核心盈利能力大幅改善。**收入端：利息净收入稳步增长，手续费收入继续下滑。**营业收入同比增长 6.1%，其中 Q4 单季度同比增长 7.3%，较 Q3 提升 2.83pc。全年来看，规模增长及净息差回升驱动利息净收入同比增长 11%。手续费及佣金净收入同比下降 19.8%，其中，银行卡和电子银行业务收入同比增长 12.9%和 46.1%，预计 18 年代理财政部委托资产处置业务基数效应带来的负面拖累消失后，中收有望企稳回升。**成本优势带动 Q4 净息差大幅提升。**17 年农行净息差 2.28%，较上半年提升 4bps。期初期末余额口径测算，Q4 单季度净息差环比提升 6bps，其中贷款利率较上半年提升 3bps 至 4.26%，存款成本反而下降 2bps 至 1.34%，主要由于低成本负债来源稳定、活期存款占比上升至 58.3%；叠加之前期付息率较高的部分定期存款到期后重定价的影响，定期存款成本下降，驱动净息差进一步回升。

■ **贷款向零售倾斜，投资端增配债券，活期存款占比提升。**资产端：贷款向零售端倾斜，同业资产规模稳定，债券投资大幅增加。17 年末总资产规模为 21.05 万亿，较 9 月末增长 0.62%。其中贷款新投放 760 亿。结构上来看，Q4 个人贷款投放新增 1529 亿，占比较 9 月末提升 1.96pc 至 37.31%；**投资端增配债券。**从投资类资产明细来看，17 年，农行投资类资产（债券+应收款项类投资）增加 8211 亿；其中增配 5600 亿政府债券，937 亿的金融机构债券和 787 亿的公共实体及准政府债券。**负债端：四季度存款（时点数据）有所下降，但活期存款增加 900 亿左右。**17 年末存款总额约为 16.19 万亿，较 9 月末下降 1759 亿，其中定期存款下降约 3280 亿，或由于部分高成本定期存款到期。活期存款新增约 900 亿，占比提升 1.17pc 至 58.28%，低成本负债规模来源稳定。同业负债四季度净增加 2644 亿，占比提升 1.31pc 至 8%，但仍处于较低水平。

■ **核销处置力度加大促进资产质量改善，拨备覆盖率提升至 200%以上。**不良余额与占比连续三个季度双降，主因核销力度持续加大。17 年末不良率为 1.81%，较 9 月末下降 0.16pc；不良余额为 1940.32 亿，相比 9 月末下降 158 亿；主要由于核销力度加大，17 年核销金额共计 943 亿，较 16 年多核销 115 亿。其中，县域不良贷款率为 2.17%，较 9 月末大幅下降 0.45pc。关注类贷款占比较 6 月末下降 0.35pc 至 3.27%。逾期及逾期 90 天以上贷款占比分别为 2.1%/1.3%，较 6 月末分别下降 0.52pc/0.62pc。**拨备覆盖率继续领跑国有大行，满足 7 号文“最优档”。**资产质量指标显著向好的情况下，拨备覆盖率较 9 月末继续提升 14.08pc 至 208.4%。根据银监会 7 号文三个指标测算，农行“不良/逾期 90 天以上贷款占比”约为 146%，“核销及转出/加回核销及转出的新增不良贷款”约为 164%、资本充足率为 13.74%（此前受制于此项指标），各项指标均满足“最优档”。

■ **盈利预测与投资评级：**农业银行业绩稳定增长，息差回升、负债优势显著，盈利能力增强。核销处置力度加大，不良贷款余额与不良率连续三个季度净减少，资产质量指标全线向好。拨备覆盖领跑国有大行，定增若完成可补充核心一级资本，为未来发展打开空间。预计 18/19/20 年其归母净利润分别为 2078.43/2283.14/2535.57 亿，BVPS 为 4.78/5.48/6.26 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，金融监管力度超预期。

2018 年 3 月 27 日

证券分析师 马婷婷

执业证书编号：

S0600517040002

021-60199607

研究助理 蒋江松媛

021-60199790

jiangjsy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.82
一年最低/最高价	3.08/4.82
市净率(倍)	0.87
流通 A 股市值 (百万元)	1,123,290

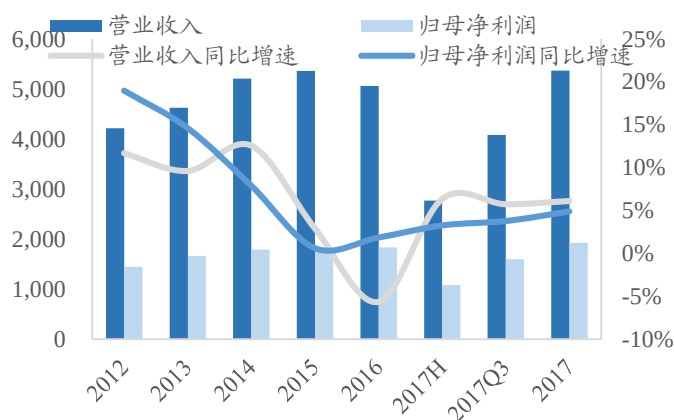
基础数据

每股净资产(元)	4.15
资本负债率(%)	93.21
总股本(百万股)	324,794
流通 A 股(百万股)	294,055

相关研究

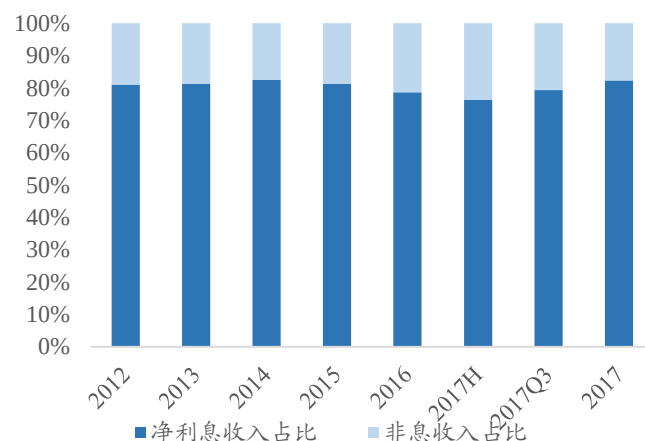
1. 银行：加息对银行影响几何？定价能力、经营行为变化、股价表现 20180311
2. 银行业专题报告：换个角度看银行的业绩和估值 20171213
3. 农业银行三季报点评：资产质量改善力度最大，业绩弹性高 20171031

图表 1: 农业银行收入和利润增速 (亿元)



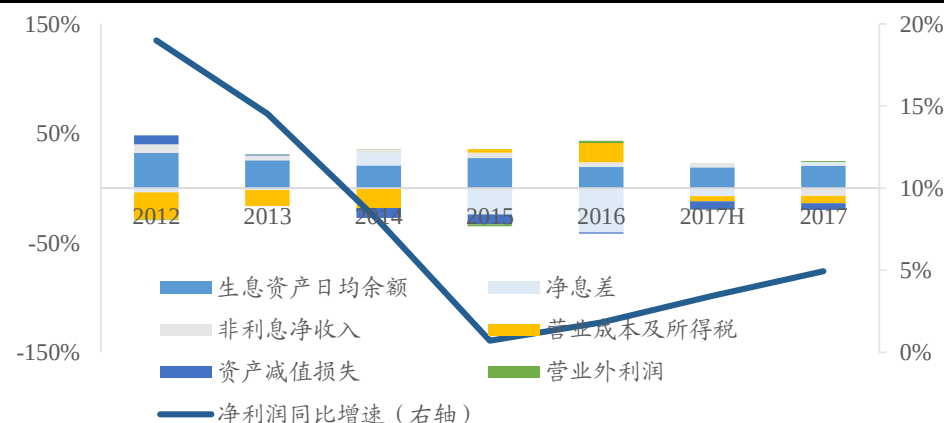
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 农业银行利息收入和非息收入占比



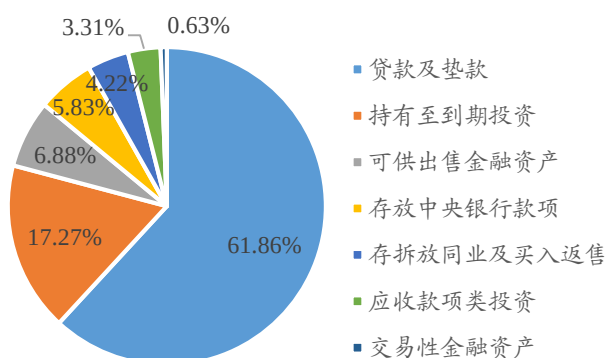
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 农业银行净利润拆分



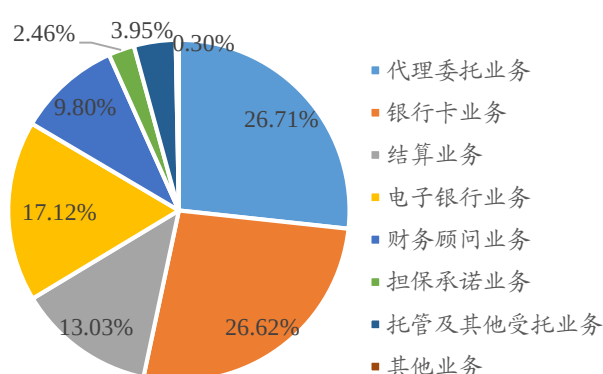
资料来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 农业银行利息收入结构



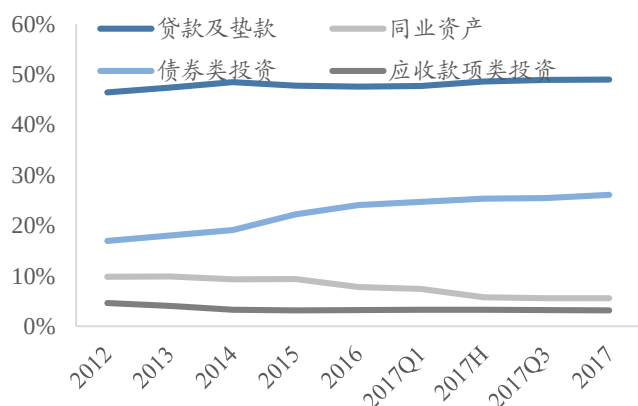
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 农业银行手续费及佣金收入结构



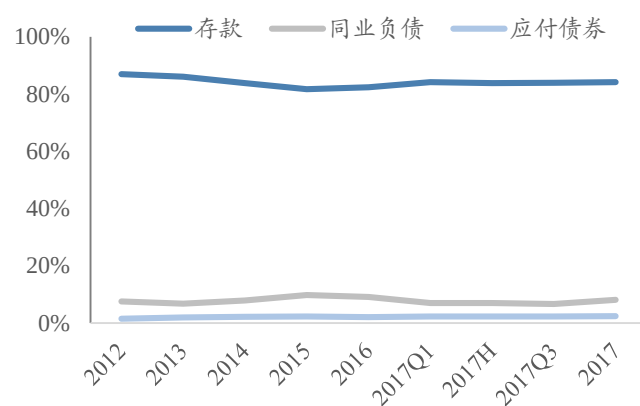
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 农业银行资产端配置情况



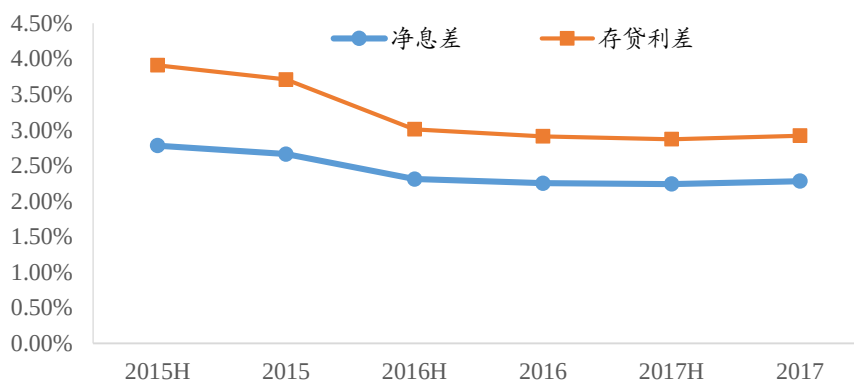
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 农业银行负债端配置情况



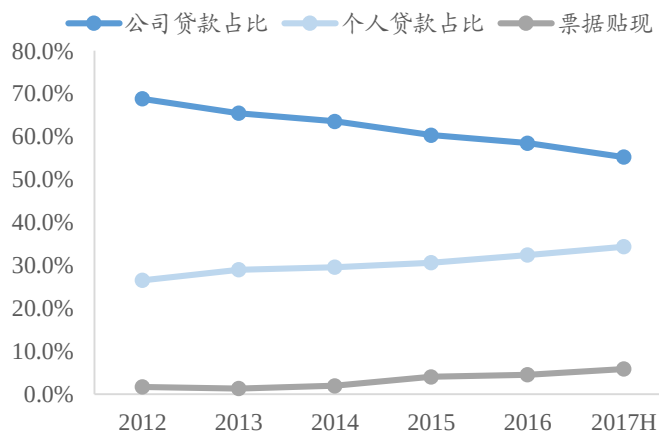
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 8: 农业银行净息差走势



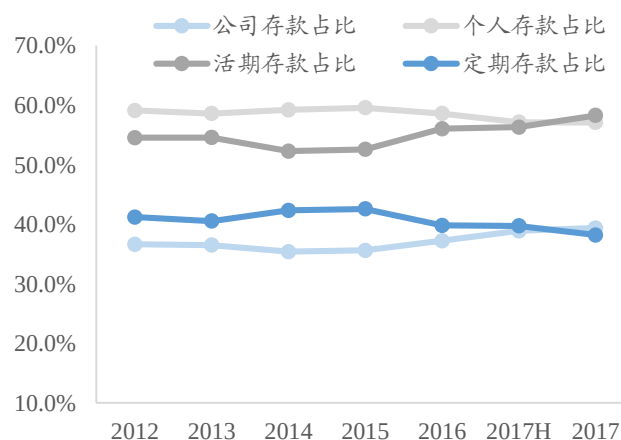
资料来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 9: 农业银行贷款结构



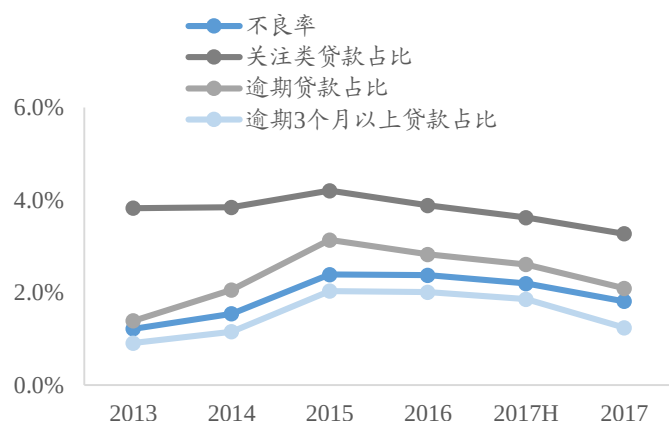
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 10: 农业银行存款结构



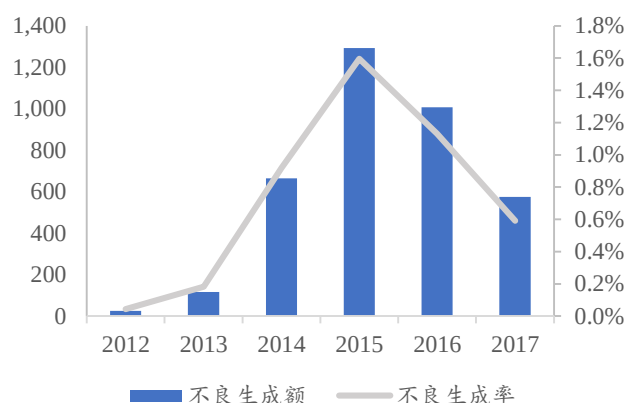
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 11: 农业银行资产质量情况



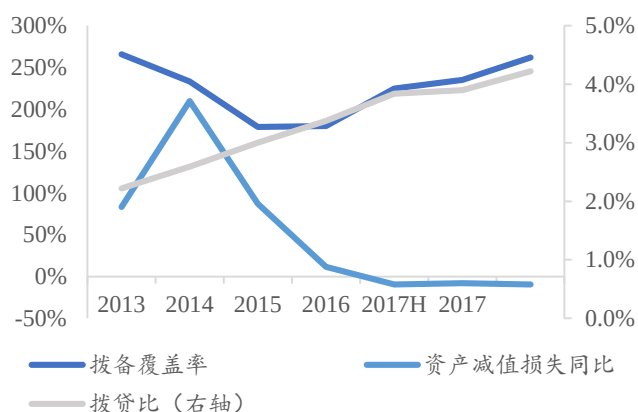
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 12: 农业银行不良生成压力



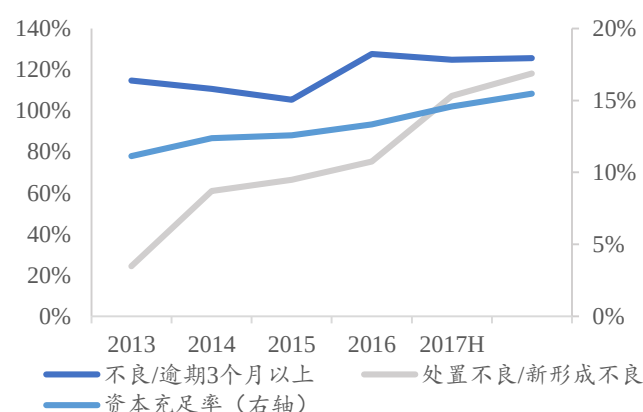
数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 13: 农业银行拨备计提情况



数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 14: 农业银行 7 号文拨备监管下三大指标情况



数据来源: 公司年报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

农业银行财务预测表（单位：百万元）

每股指标	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	0.59	0.64	0.70	0.78	净利息收入	441,930	485,204	531,680	586,269
BVPS	4.15	4.78	5.48	6.26	净手续费收入	72,903	74,361	78,079	84,325
P/E	6.43	5.97	5.43	4.89	其他非息收入	654	654	654	654
P/B	0.92	0.80	0.70	0.61	营业收入	515,487	560,219	610,413	671,248
业绩增长率	2017A	2018E	2019E	2020E	税金及附加	(4,953)	(12,020)	(13,356)	(14,954)
净利息收入	11.01%	9.79%	9.58%	10.27%	业务及管理费	(177,010)	(186,768)	(197,398)	(210,358)
净手续费收入	-19.83%	2.00%	5.00%	8.00%	营业外净收入	4,120	4,120	4,120	4,120
营业收入	3.61%	8.68%	8.96%	9.97%	拨备前利润	337,644	365,551	403,780	450,056
拨备前利润	7.85%	8.27%	10.46%	11.46%	资产减值损失	(98,166)	(107,604)	(119,723)	(133,807)
归母净利润	4.90%	7.71%	9.85%	11.06%	税前利润	239,478	257,947	284,056	316,249
盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E	所得税	(46,345)	(49,919)	(55,540)	(62,467)
净息差（测算）	2.19%	2.23%	2.26%	2.29%	税后利润	193,133	208,028	228,516	253,782
生息资产收益率	3.54%	3.63%	3.67%	3.70%	归母净利润	192,962	207,843	228,314	253,557
计息负债成本率	1.54%	1.56%	1.58%	1.60%	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
ROAA	0.95%	0.95%	0.97%	0.99%	存放央行	2,896,619	3,128,349	3,409,900	3,750,890
ROAE	14.04%	13.57%	13.05%	12.74%	同业资产	1,175,900	1,168,328	1,219,985	1,318,409
成本收入比	34.34%	33.34%	32.34%	31.34%	贷款总额	10,720,611	11,899,878	13,268,364	14,860,568
资产质量	2017A	2018E	2019E	2020E	贷款减值准备	(404,300)	(436,241)	(482,408)	(541,632)
不良贷款余额	194,032	186,360	187,100	192,720	贷款净额	10,316,311	11,463,638	12,785,956	14,318,935
不良贷款净生成率	0.59%	0.58%	0.57%	0.55%	证券投资	6,152,743	6,327,601	6,571,574	6,896,031
不良贷款率	1.81%	1.57%	1.41%	1.30%	其他资产	511,809	550,337	597,665	654,893
拨备覆盖率	208.37%	234.08%	257.83%	281.05%	资产合计	21,053,382	22,638,252	24,585,080	26,939,158
拨贷比	3.77%	3.67%	3.64%	3.64%	存款余额	16,194,279	17,489,821	19,063,905	20,970,296
资本情况	2017A	2018E	2019E	2020E	同业负债	1,574,580	1,527,062	1,502,783	1,503,291
资本充足率	13.74%	14.31%	14.74%	15.28%	应付债券	475,017	465,517	474,827	484,324
一级资本充足率	11.26%	12.01%	12.62%	13.31%	负债合计	19,623,985	21,001,406	22,720,342	24,821,323
核心一级资本充足率	10.63%	11.42%	12.08%	12.81%	股东权益合计	1,429,397	1,636,846	1,864,738	2,117,834
风险加权系数	59.87%	59.87%	59.79%	58.79%	负债及股东权益合计	21,053,382	22,638,252	24,585,080	26,939,158

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

备注：盈利预测暂未考虑再融资

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>