

农业银行 (601288)

公司研究/简评报告

负债优势下息差企稳，资产质量良好

—2017 年报业绩点评

简评报告/银行

2018 年 03 月 27 日

一、事件概述

农业银行 3 月 26 日公布《2017 年年度报告》，全年实现归母净利润 1930 亿元，同比增加 4.9%；存款余额 16.2 万亿，同比 7.7%；贷款余额 10.7 万亿，同比 10%。

二、分析与判断

➤ 规模推动业绩，贷款结构均衡，债券规模扩大

业绩驱动因子来看，2017 年推动业绩的首要因素是规模扩张 (YoY:8.2%)，其中，贷款增长 (YoY:10.7%) 与债券投资 (YoY:15.4%) 是规模扩张的主因。贷款中，对公 (YoY:15%，占比 55%) 服务于供给侧改革，个贷 (YoY:20%，占比 35%) 主要为住房按揭。公司贷款与个人贷款在拉动贷款增长上作用相当。债券投资中，持有至到期投资较上年末增加 6000 亿，主要是 2017 年债券市场收益率经历了多次较大幅度的上行，公司在利率高点加大债券配置力度，债券投资组合规模有所扩大。

➤ 息差企稳提振业绩，非息收入同比下降

2017 年净息差 2.28% (YoY:3BP)，提振业绩。全年四季度单季净息差环比依次为 -4BP/2BP/2BP/2BP，息差回升并企稳。主要是由于公司巩固低成本存款优势，活期存款占比上升，加之前期付息率较高的部分定期存款到期后重定价，存款平均付息率较 2016 年下降 13 个基点。尽管生息资产收益率同比降低 3BP，但负债成本的优势使得息差返正且维持稳定。非息收入是拉低业绩的主因，其中手续费及佣金净收入同比减少 19.8%，主要由代理业务手续费的减少所致。

➤ 不良确认加速，资产质量稳健

2017 年公司不良率 1.81%，同比下降 0.56 个百分点。下半年不良净生成为 0.31%，与上半年持平；而下半年 90 天以上逾期贷款生成率较上半年低了近 50BP，逾期贷款总额持续减少。四季度或加大不良认定力度。全年核销 943 亿，同比增加 115 亿；且下半年核销水平是上半年的 2.3 倍。公司对消化不良态度积极。拨备覆盖率 208.37%，较上年末增加 35 个百分点。拨备的提升是拉低业绩的重要因素。

三、盈利预测与投资建议

公司估值在五大行中仅略高于中国银行，且处于历史底部，负债端优势显著，息差企稳，资产质量良好。给予谨慎推荐评级，预计 18-20 年 BVPS 分别为 4.6/5.1/5.5 元，对应 PB0.8/0.8/0.7。

四、风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	5370.41	5852.84	6194.33	6213.30
增长率 (%)	6.13%	8.98%	5.83%	0.31%
归属母公司股东净利润 (亿元)	1929.62	1992.50	2064.45	2160.57
增长率 (%)	4.90%	3.26%	3.61%	4.66%
每股收益 (元)	0.58	0.61	0.64	0.67
PE (现价)	6.59	6.23	6.01	5.74
PB	0.92	0.83	0.76	0.69

资料来源：公司公告、民生证券研究院

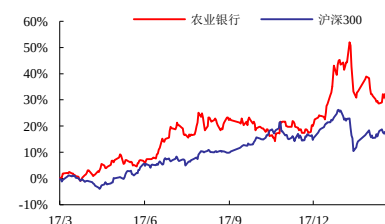
谨慎推荐 首次评级

交易数据

2018-3-26

收盘价 (元)	3.82
近 12 个月最高/最低	4.75/3.25
总股本 (百万股)	324,794
流通股本 (百万股)	294,055
流通股比例 (%)	90.54
总市值 (亿元)	12,322
流通市值 (亿元)	11,233

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：林加力

执业证号：S0100116120026

电话：021-60876702

邮箱：linjiali@mszq.com

研究助理：王弓

执业证号：S0100117010009

电话：010-85127535

邮箱：wanggong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (亿元)	17A	18E	19E	20E	项目 (亿元)	17A	18E	19E	20E
净利息收入	4419.30	4843.29	5139.70	5139.77	贷款总额	107206.1	116854.6	121528.8	123865.9
手续费及佣金	729.03	787.48	832.56	851.45	同业资产	11759.00	11994.18	11754.30	11994.18
其他收入	222.08	222.08	222.08	222.08	证券投资	61527.43	65122.60	67299.11	69475.62
营业收入	5370.41	5852.84	6194.33	6213.30	生息资产	205415.7	221494.2	241499.1	263432.9
营业税及附加	(49.53)	(43.15)	(46.1)	(47.52)	非生息资产	5118.09	6685.67	7289.51	7951.57
业务管理费	(1770.1)	(1931.4)	(1982.2)	(1988)	总资产	210533.8	228179.9	248788.6	271384.5
拨备前利润	3376.44	3703.91	3991.74	4003.18	客户存款	161942.7	178137.0	195950.7	215545.8
计提拨备	(981.66)	(1147.16)	(1342.7)	(1230)	其他计息负债	25155.44	25630.46	26152.98	26727.75
税前利润	2394.78	2556.75	2648.99	2772.23	非计息负债	9141.62	8680.50	9461.62	10320.86
所得税	(463.45)	(562.48)	(582.78)	(609.8)	总负债	196239.8	212448.0	231565.3	252594.4
净利润	1929.62	1992.50	2064.45	2160.57	股东权益	14293.97	15731.89	17223.27	18790.08
每股指标 (元)					收入增速				
每股净利润	0.58	0.61	0.64	0.67	净利润	4.90%	3.26%	3.61%	4.66%
每股拨备前利润	1.04	1.14	1.23	1.23	拨备前利润	7.85%	9.70%	7.77%	0.29%
每股净资产	4.15	4.59	5.05	5.53	税前利润	5.67%	6.76%	3.61%	4.65%
每股总资产	64.82	70.25	76.60	83.56	营业收入	6.13%	8.98%	5.83%	0.31%
P/E	6.59	6.23	6.01	5.74	净利息收入	11.01%	9.59%	6.12%	0.00%
P/PPOP	3.67	3.35	3.11	3.10	手续费及佣金	-19.83%	8.02%	5.72%	2.27%
P/B	0.92	0.83	0.76	0.69	营业费用	3.34%	7.77%	2.50%	0.34%
利率指标					规模增速				
净息差(NIM)	2.24%	2.27%	2.22%	2.04%	生息资产	8.16%	7.83%	9.03%	9.08%
净利差	2.09%	2.12%	2.10%	1.92%	贷款余额	10.00%	9.00%	9.00%	9.00%
贷款利率	4.31%	4.37%	4.46%	4.46%	同业资产	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
存款利率	1.39%	1.39%	1.39%	1.39%	证券投资	15.36%	5.84%	3.34%	3.23%
生息资产收益率	3.59%	3.64%	3.61%	3.42%	其他资产	2.93%	2.93%	2.93%	2.93%
计息负债成本率	1.49%	1.51%	1.51%	1.50%	计息负债	7.64%	8.91%	9.00%	9.08%
盈利能力					存款	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
ROAA	0.99%	0.94%	0.91%	0.91%	同业负债	-5.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ROAE	14.61%	13.77%	13.37%	13.35%	股东权益	8.16%	10.06%	9.48%	9.10%
拨备前利润率	1.74%	1.75%	1.77%	1.68%	资本状况				
资产质量					资本充足率	13.74%	12.75%	12.04%	11.66%
不良贷款率	1.81%	2.28%	2.21%	2.21%	核心资本充足率	11.26%	9.87%	8.86%	8.78%
拨备覆盖率	208.37%	169.40%	183.5%	190.9%					

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国内贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

林加力，银行业研究助理，浙江大学会计学硕士，曾供职于联想集团、浦发银行总行。擅长商业银行业务、货币信贷政策、宏观经济形式的分析研究。

王弓，银行业研究助理，经济学博士，在《管理世界》等国内期刊发表过多篇研究成果，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。