

农业银行(601288)/银行

 农业银行 18 年 1 季报点评：
 负债端优势，资产向好，增速超预期

评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

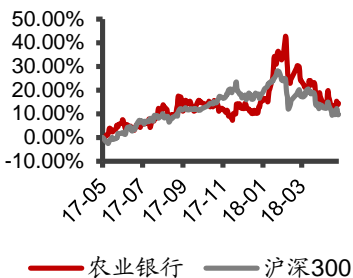
电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	324,794
流通股本(百万股)	294,055
市价(元)	3.81
市值(百万元)	1,227,626
流通市值(百万元)	1,120,351

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 农行 17 年报点评：负债优势显著，资产质量改善明显
- 2 农业银行 2017 年三季度报点评：资产质量改善明显，存款优势持续

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(百万元)	524,561	497,503	515,487	557,486	608,281
增长率 yoy%	3.3%	-5.2%	3.6%	8.1%	9.1%
净利润	180,582	183,941	192,962	204,696	220,045
增长率 yoy%	0.6%	1.9%	4.9%	6.1%	7.5%
每股收益(元)	0.55	0.55	0.58	0.62	0.66
净资产收益率	16.11%	14.53%	14.04%	13.54%	13.13%
P/E	6.94	6.90	6.57	6.18	5.74
PEG	-	-	-	-	-
P/B	1.09	1.00	0.92	0.82	0.74

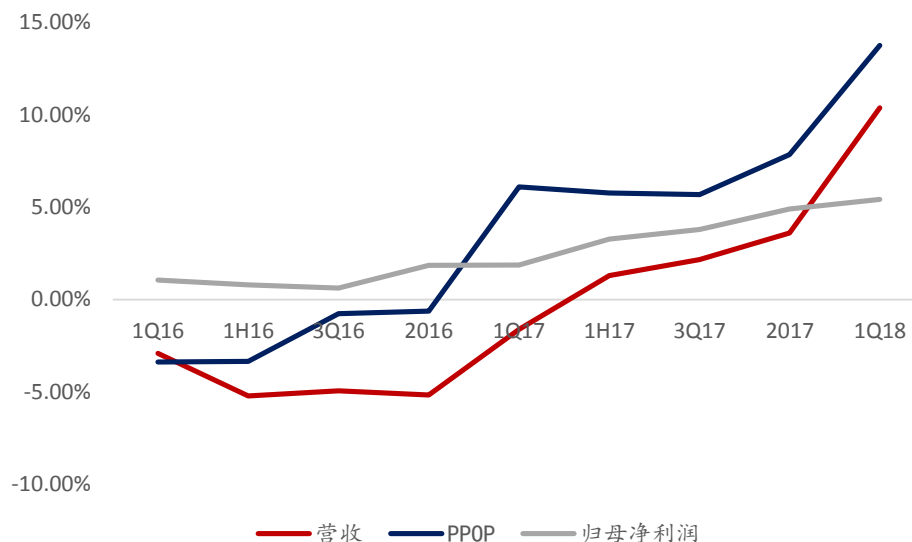
备注：

投资要点

- **亮点：1、营收和 PPOP 两位数高增，分别同比+10.4%、13.8%。2、计息负债成本管控能力良好，付息率 1 季度环比下行 1bp。3、资产质量持续向好，不良率下降明显。不足：1、“表观”净息差环比下降：由于新会计准则影响，净息差环比可比性不强。2、手续费环比下降(-8%)。**
- **财报概览：营收和 PPOP 实现两位数增长，归母净利润增速平稳高增。1 Q17-1Q18 营收、拨备前利润、归母净利润同比增长-1.6/1.3/2.2/3.6/10.4、6.1/5.8/5.7/7.9/13.8、1.9/3.3/3.8/4.9/5.4。**
- **1Q18 业绩增长拆分：规模、息差、成本、税收正向贡献业绩；非息、拨备负向贡献。边际变化：1、正向贡献因子中，息差正向贡献程度提升，规模、成本正向贡献程度减弱，税收由 4 季度负向贡献转为正向贡献；2、负向贡献因子中，非息对业绩负向贡献力度减弱，拨备的负向贡献力度增强。**
- **投资建议：公司 2018、2019E PB 0.82X/0.74X；PE 6.18X/5.74X（国有银行 PB 0.86X/0.75X；PE 6.74X/6.32X），公司在管理上持续改善，负债成本优势突出，资产质量拐点趋势明显，是我们重点推荐的银行个股，近期重点推荐，继续看好。**
- **风险提示：经济下滑超预期。**

- 财报概览：营收和 PPOP 实现两位数增长，归母净利润增速平稳高增。1Q17-1Q18 营收、拨备前利润、归母净利润同比增长 -1.6/1.3/2.2/3.6/10.4、6.1/5.8/5.7/7.9/13.8、1.9/3.3/3.8/4.9/5.4。

图表：农业银行业绩同比增速



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 1Q18 业绩增长拆分：规模、息差、成本、税收正向贡献业绩；非息、拨备负向贡献。边际变化：1、正向贡献因子中，息差正向贡献程度提升，规模、成本正向贡献程度减弱，税收由 4 季度负向贡献转为正向贡献；2、负向贡献因子中，非息对业绩负向贡献力度减弱，拨备的负向贡献力度增强。

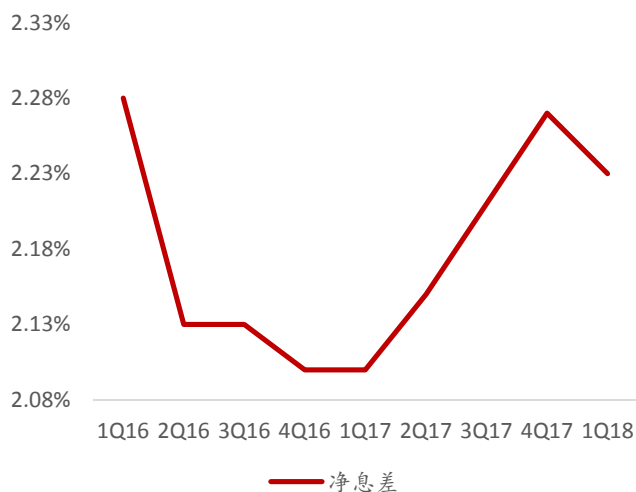
图表：农业银行业绩增长拆分（累积同比）

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18
规模增长	10.06%	9.85%	9.77%	8.88%	7.19%
净息差扩大	(8.58%)	(3.63%)	(1.00%)	2.13%	6.64%
非息收入	(3.09%)	(4.91%)	(6.61%)	(7.40%)	(3.45%)
成本	7.72%	4.47%	3.52%	4.24%	3.39%
拨备	(6.30%)	(4.45%)	(3.99%)	(2.18%)	(10.29%)
税收	2.41%	2.11%	2.18%	(0.74%)	2.37%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

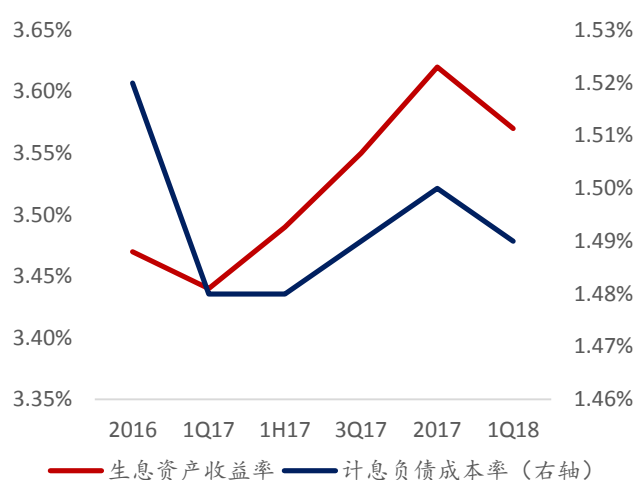
- 我们测算的时点未剔除 I9 影响单季年化净息差数值 2.23%，环比下行 4bp（有 I9 扰动，可比性不强）。从收益率和付息率拆分看，单季年化生息资产收益率受 I9 影响环比下降 5bp，同时负债端成本管控优势进一步凸显，环比下降 1bp 至 1.49%，预计县域金融业务贡献突出。

图表：农业银行累积年化净息差



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：农业银行收益付息率



来源：公司财报，中泰证券研究所

- 资产端规模与结构：贷款高增。**
 - 规模增速：**1 季度总生息资产环比+2.2%，其中贷款环比+4.0%，且个人贷款增速环比+4.6%；债券投资规模压降，同业资产增速较小。
 - 结构变动：**贷款占比稳步提升，个贷占比提升 0.2 个百分点至 37.6%。贷款占比总生息资产比例环比上升 0.89 个百分点至 52.3%。

图表：农业银行生息资产环比增长

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18
生息资产	3.88%	1.14%	1.81%	1.04%	2.21%
贷款	4.04%	2.96%	2.23%	0.71%	3.98%
-企业贷款	(3.41%)	9.28%	(5.22%)	5.31%	(2.46%)
-个人贷款	5.17%	4.70%	4.41%	4.12%	4.56%
债券投资	6.64%	3.53%	1.92%	2.52%	(1.13%)
存放央行	0.75%	1.91%	1.23%	(0.65%)	2.92%
同业资产	(1.33%)	(21.47%)	(1.08%)	0.49%	1.81%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：农业银行生息资产结构

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18
贷款	50.50%	51.40%	51.62%	51.45%	52.34%
对公贷款/贷款	57.26%	62.57%	58.40%	60.88%	57.74%
个人贷款/贷款	34.80%	35.39%	36.14%	37.37%	37.57%
票据/贷款	3.61%	2.04%	1.50%	1.75%	1.01%
债券投资	28.40%	29.07%	29.10%	29.53%	28.56%
存放央行	13.58%	13.69%	13.61%	13.38%	13.47%
同业资产	7.52%	5.84%	5.67%	5.64%	5.62%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **负债规模增速与结构：核心负债占比进一步提升，优势凸显。**1、**规模增速：存款规模增速较高、环比 4.1%**。同业负债有压降，通过细项数据拆分看，主要是同业存放和卖出回购缩减，环比-6.1%、-71.6%。**2、结构变动：存款占比提升 1.1 个百分点至 87.7%**，从存款内部结构看，定期存款占比环比微升至 39%。主动负债方面，同业负债占比下降。

图表：农业银行计息负债规模环比增速

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18
计息负债	4.42%	0.99%	1.36%	0.71%	2.84%
存款	6.14%	0.90%	1.65%	(1.07%)	4.14%
发债	15.49%	(1.86%)	2.58%	5.24%	21.92%
同业负债	(11.02%)	2.61%	(1.56%)	16.14%	(11.92%)

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：农业银行计息负债结构

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18
存款	87.95%	87.86%	88.11%	86.55%	87.65%
--活期/存款总额	55.78%	56.38%	57.11%	58.36%	57.49%
--定期/存款总额	40.75%	40.18%	39.80%	38.57%	38.96%
同业负债	9.58%	9.74%	9.46%	10.91%	9.34%
发债	2.47%	2.40%	2.43%	2.54%	3.01%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **净非息收入受净手续费收入影响增速下滑。**1 季度净非息收入同比-2.5%，但占比总营收 18.7%，环比上升 4.4 个百分点。**1、净手续费收入同比 -8.2%**，增速回升但仍较四大行偏弱。占比总营收环比提升 2.1 个百分点至 16.2%。**2、净其他非息收入同比+63.3%**，主要是汇兑损益高增 +1391%。其他方面，公允价值+投资收益同比负增-82%，主要为公允价值变动损益拖累。
- **成本管控能力较好：**单季年化成本收入比同比下降 2.3%至 27.05%。业务及管理费增速较小，1Q18 同比增长 1.7%。
- **资产质量改善。**1、**不良率 1.74%**，大幅环比下降 7bp。**2、存量拨备对不良的覆盖能力增强**，1Q18 未剔除 I9 影响的拨备覆盖率 238.8%、4.16%，环比上升 30.4%、0.39%。
- **核心一级资本充足率受 I9 影响环比下降。**I9 影响下净资产下降 1.7%。1Q18 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 10.47%、11.08%、13.77%，环比变动-16、-18、3 个百分点。
- **前十大股东变动情况：1、增持：**香港中央结算（代理人）有限公司、中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪分别增持 0.01%、0.09%至 9.41%、0.28%。**2、减持：**证金公司减持 1.51%至 0.32%。

- 风险提示：经济下滑超预期

图表：农业银行盈利预测表

每股指标	2016A	2017A	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
PE	6.90	6.57	6.18	5.74	净利息收入	398,104	441,930	489,892	543,989
PB	1.00	0.92	0.82	0.74	手续费净收入	90,935	72,903	67,071	63,717
EPS	0.55	0.58	0.62	0.66	营业收入	497,503	515,487	557,486	608,281
BVPS	3.81	4.15	4.66	5.16	业务及管理费	(175,013)	(177,010)	(186,758)	(200,733)
每股股利	0.17	0.18	0.19	0.20	拨备前利润	313,070	337,644	364,330	400,512
盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	拨备	(86,446)	(98,166)	(111,366)	(128,548)
净息差	2.16%	2.20%	2.24%	2.24%	税前利润	226,624	239,478	252,965	271,965
贷款收益率	4.41%	4.32%	4.40%	4.40%	税后利润	184,060	193,133	204,901	220,291
生息资产收益率	3.57%	3.56%	3.69%	3.71%	归属母公司净利润	183,941	192,962	204,696	220,045
存款付息率	1.46%	1.34%	1.40%	1.42%	资产负债表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
计息负债成本率	1.57%	1.51%	1.63%	1.66%	贷款总额	9,719,639	10,720,611	12,007,084	13,447,934
ROAA	0.99%	0.95%	0.92%	0.90%	债券投资	5,333,535	6,152,743	6,829,545	7,717,386
ROAE	14.53%	14.04%	13.54%	13.13%	同业资产	1,526,665	1,175,900	1,175,900	1,211,177
成本收入比	35.18%	34.34%	33.50%	33.00%	生息资产	19,279,885	20,837,376	22,985,799	25,587,628
业绩与规模增长	2016A	2017A	2018E	2019E	资产总额	19,570,061	21,053,382	23,299,445	25,527,558
净利息收入	-8.7%	11.0%	10.9%	11.0%	存款	15,038,001	16,194,279	17,489,821	18,889,007
营业收入	-5.2%	3.6%	8.1%	9.1%	同业负债	1,954,949	2,040,527	2,448,632	2,889,386
拨备前利润	-0.6%	7.8%	7.9%	9.9%	发行债券	388,215	475,017	570,020	684,024
归属母公司净利润	1.9%	4.9%	6.1%	7.5%	计息负债	17,381,165	18,709,823	20,508,474	22,462,418
净手续费收入	10.2%	-19.8%	-8.0%	-5.0%	负债总额	18,248,470	19,623,985	21,702,089	23,769,754
贷款余额	9.09%	10.30%	12.00%	12.00%	股本	324,794	324,794	324,794	324,794
生息资产	9.9%	8.1%	10.3%	11.3%	归属母公司股东权益	1,318,193	1,426,415	1,594,128	1,754,310
存款余额	11.08%	7.69%	8.00%	8.00%	所有者权益总额	1,321,591	1,429,397	1,597,356	1,757,804
计息负债	11.4%	7.6%	9.6%	9.5%	资本状况	2016A	2017A	2018E	2019E
资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	资本充足率	13.04%	13.74%	14.09%	14.28%
不良率	2.37%	1.81%	1.59%	1.46%	核心资本充足率	10.38%	10.63%	11.18%	11.56%
拨备覆盖率	173%	208%	235%	260%	杠杆率	14.81	14.73	14.59	14.52
拨贷比	4.12%	3.77%	3.73%	3.79%	RORWA	1.61%	1.58%	1.57%	1.58%
不良净生成率	1.13%	0.59%	0.60%	0.60%	风险加权系数	60.58%	59.87%	57.89%	56.53%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。