

# 农业银行 (601288)

证券研究报告  
2018年06月26日

## 定增落地利好明显，低估值构筑安全边际

### 事件：

农业银行6月25日发布公告，证监会核准其非公开发行不超过274.7亿股新股。

### 点评：

#### 大股东高价增持彰显信心

定增参与方主要为农行大股东，包括汇金公司、财政部和烟草公司及其子公司，三者合计定增比例超过90%。此外，新华保险等属战略持股。大股东以显著高于市价的价格大幅增持（发行底价3.97元/股，高于25日A股收盘价12.5%，高于H股收盘价27.8%）。我们认为，大股东以较高价格参与定增，彰显其对农行及银行业发展的坚定信心。

#### 定增不动用二级市场资金，无需担忧资金面扰动

定增参与方为大股东或长期财务投资者，财政部、汇金公司、烟草公司都不投资于二级市场股票，对二级市场资金面影响较小，无需担忧。

#### 业绩向好，息差与不良持续改善

1Q18净利润增速达5.43%，较17年提升0.53个百分点，业绩增速延续上行趋势。1Q18计提资产减值损失339.72亿元，同比增加103.43亿元，在资产质量改善拨备计提压力减轻情况下，却主动加大了拨备计提。若拨备计提规模与1Q17保持一致，则1Q18“实际”净利润增速达19.4%。

我们认为，农行改善持续性仍较好。**17年关注贷款与逾期贷款余额与比例双降**。17年末关注贷款率3.27%，较年中下降35bps；逾期贷款余额及比例较年中双降作为前瞻指标，预示着农行未来资产质量有望进一步改善；息差方面，亦在改善的通道之中，主要受益于低成本且较为稳定的负债端优势。随着贷款利率及债券投资票息上升，资产端收益率有望明显上升，净息差持续改善。

考虑当前较高的拨备水平，在不良和息差双改善之下，公司盈利释放空间逐步增大。加之，拨备新规出台后，农行或享受最低拨备监管线（120%拨备覆盖率和1.5%拨贷比），也将进一步增大盈利释放空间。

#### 投资建议：定增落地，低估值构筑安全边际，看50%空间

定增补充约1000亿资本，可提升核心一级资本0.8个百分点（较1Q18），为公司未来规模扩张和资产布局赢得更大空间。在公司基本面向好背景下，盈利水平有望逐步提升，不必过度担心资本增厚伴随的短期杠杆拉低效应。我们预计公司18/19年净利润增速分别9.1%/12.4%，BVPS分别为4.54/5.19元/股，考虑基本面持续向好，给予1.2倍18年PB，目标价5.45元/股，较当前有超50%的上行空间，维持买入评级。

**风险提示：**资产质量显著恶化；资金成本抬升超预期等。

### 投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.53元
目标价格	5.45元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	294,055.29
流通A股股本(百万股)	294,055.29
A股总市值(百万元)	1,038,015.19
流通A股市值(百万元)	1,038,015.19
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	93.24
一年内最高/最低(元)	4.82/3.43

### 作者

**廖志明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070001  
liaozhiming@tfzq.com

**林瑾璐** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090002  
linjinlu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《农业银行-季报点评:规模与息差驱动，业绩增速上行》 2018-05-02
- 2 《农业银行-年报点评报告:低成本负债优势显著，Q4盈利双位数高增》 2018-03-27
- 3 《农业银行-公司点评:定增靴子落地，基本面向好超预期》 2018-03-13

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	5060	5370	5968	6572	7239
增长率(%)	(5.6)	6.1	11.1	10.1	10.1
归属母公司股东净利润(亿元)	1839	1930	2105	2366	2667
增长率(%)	1.9	4.9	9.1	12.4	12.7
每股收益(元)	0.57	0.59	0.60	0.68	0.76
市盈率(P/E)	6.23	5.94	5.87	5.22	4.63
市净率(P/B)	0.93	0.85	0.78	0.68	0.60

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	3981	4419	5045	5622	6260	净利润增速	1.9%	4.9%	9.1%	12.4%	12.7%
手续费及佣金	909	729	693	693	693	拨备前利润增速	-2.8%	11.1%	15.7%	13.3%	13.0%
其他收入	170	222	230	258	286	税前利润增速	-1.8%	5.7%	10.0%	18.3%	12.7%
营业收入	5060	5370	5968	6572	7239	营业收入增速	-5.6%	6.1%	11.1%	10.1%	10.1%
营业税及附加	(114)	(50)	(37)	(39)	(43)	净利息收入增速	-8.7%	11.0%	14.2%	11.4%	11.3%
业务管理费	(1750)	(1770)	(1823)	(1878)	(1934)	手续费及佣金增速	10.2%	-19.8%	-5.0%	0.0%	0.0%
拨备前利润	3196	3551	4107	4655	5261	营业费用增速	-1.9%	1.1%	3.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(864)	(982)	(1257)	(1271)	(1418)	<b>规模增长</b>					
税前利润	2266	2395	2633	3115	3512	生息资产增速	9.8%	8.1%	9.2%	9.9%	10.0%
所得税	(426)	(463)	(527)	(748)	(843)	贷款增速	9.1%	10.3%	11.0%	12.0%	12.0%
净利润	1839	1930	2105	2366	2667	同业资产增速	-8.8%	-23.0%	-2.0%	0.0%	0.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	18.2%	15.4%	10.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	97196	107206	118999	133279	149272	其他资产增速	9.9%	-10.2%	16.7%	-2.6%	-2.7%
同业资产	15267	11759	11524	11524	11524	计息负债增速	11.4%	7.6%	8.3%	8.6%	8.6%
证券投资	53335	61527	67680	74448	81893	存款增速	11.1%	7.7%	8.2%	8.5%	8.5%
生息资产	192799	208374	227478	249990	274965	同业负债增速	2.3%	-5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	6905	6203	7237	7050	6859	股东权益增速	9.1%	8.2%	17.0%	13.7%	13.6%
总资产	195701	210534	230260	252110	276272	<b>存款结构</b>					
客户存款	150380	161943	175222	190116	206276	活期	56.1%	58.4%	58.36%	58.36%	58.36%
其他计息负债	23432	25155	27350	29817	32602	定期	40.3%	38.6%	38.57%	38.57%	38.57%
非计息负债	8673	9142	10970	13164	15797	其他	3.6%	3.1%	3.07%	3.07%	3.07%
总负债	182485	196240	213542	233097	254674	<b>贷款结构</b>					
股东权益	13216	14294	16719	19013	21597	企业贷款(不含贴现)	59.7%	60.9%	56.88%	56.88%	56.88%
<b>每股指标</b>						个人贷款	34.4%	37.4%	42.37%	42.37%	42.37%
每股净利润(元)	0.57	0.59	0.60	0.68	0.76	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	0.98	1.09	1.17	1.33	1.50	不良贷款率	2.37%	1.81%	1.52%	1.35%	1.26%
每股净资产(元)	3.81	4.15	4.54	5.19	5.93	正常	93.74%	94.92%	96.78%	96.83%	96.88%
每股总资产(元)	60.25	64.82	65.79	72.03	78.94	关注	3.88%	3.27%	3.22%	3.17%	3.12%
P/E	6.23	5.94	5.87	5.22	4.63	次级	0.59%	0.36%			
P/PPOP	3.59	3.23	3.01	2.65	2.35	可疑	1.56%	1.23%			
P/B	0.93	0.85	0.78	0.68	0.60	损失	0.22%	0.22%			
P/A	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	拨备覆盖率	173.40%	208.37%	246.45%	274.11%	295.55%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.25%	2.28%	2.32%	2.36%	2.39%	资本充足率	13.04%	13.74%	14.02%	14.35%	14.73%
净利差(Spread)	2.10%	2.15%	2.25%	2.35%	2.45%	核心资本充足率	10.38%	10.63%	11.10%	11.60%	12.14%
贷款利率	4.38%	4.26%	4.43%	4.58%	4.73%	资产负债率	93.25%	93.21%	92.74%	92.46%	92.18%
存款利率	1.47%	1.34%	1.39%	1.44%	1.49%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.71%	3.68%	3.88%	4.03%	4.18%	总股本(亿)	3247.94	3247.94	3499.83	3499.83	3499.83
计息负债成本率	1.61%	1.53%	1.61%	1.66%	1.71%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.99%	0.95%	0.96%	0.98%	1.01%						
ROAE	15.53%	14.93%	14.34%	13.89%	13.70%						
拨备前利润率	1.71%	1.75%	1.86%	1.93%	1.99%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com