

农业银行(601288)/银行

 农业银行：
定增获批，股东溢价 15%，股息率 5.5%，重点推荐

评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

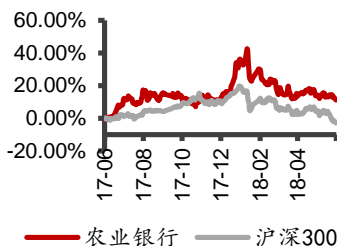
电话：

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)	3.46
市值(百万元)	1,111,384
流通市值(百万元)	1,017,431

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%	3.30%	-5.16%	3.61%	8.15%	9.11%
净利润	180,582	183,941	192,962	204,696	220,045
增长率 yoy%	0.62%	1.86%	4.90%	6.08%	7.50%
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	6.31	6.27	5.97	5.62	5.22
PEG	-	-	-	-	-
P/B	0.99	0.91	0.83	0.74	0.67

备注：

投资要点

- **融资方式较好，大股东溢价 15% 认购。** 大股东（汇金、财政部）等比例认购；剩下比例基本由烟草集团认购，锁定期三年；基本不动用二级市场资金，同时认购价格比 A 股股价高 15%。能提升公司核心一级资本充足率 0.76%，支撑公司业务发展、规模扩张。
- **基本面稳健上行：1、资产质量稳健向好，不良双降、不良认定严格且未来不良压力小、拨备对不良的覆盖能力进一步增强。2、负债端优势明显，净息差相对优势明显。** 农行卡位县域经济，存款具备中长期优势；资产端利率上行平稳，结构调整利于其上升。**3、管理在持续改善。**
- **稳健收益的优秀品种：低估值、高 ROE、高股息率。** 1、农业银行当前估值处于历史底部，从 PB-ROE 看，公司性价比极高。2、股息率在上市银行中最高，目前股息率 5.5%，农行基本面稳健上行，股息率能持续保持高位。3、金融去杠杆后，无风险收益率会下降，基本面稳健和股息率高的股票，估值是会被提升的。
- **投资建议：我们认为银行板块估值已在底部，在金融“供给侧改革”背景下，最看好大型银行（农、工、建、招），其中最看好农业银行，市场预期偏低。** 公司 2018E、2019E PB 0.74X/0.67X；PE 5.62X/5.22X（国有银行 PB 0.78X/0.69X；PE 6.52X/6.19X。
- **风险提示：经济下滑超预期。**

- 6月25日农行非公开发行不超274.7亿股新股获证监会核准，定增价3.97元/股，年内将完成发行。

一、大股东溢价认购，体现对公司及行业发展的信心

- **溢价认购。**定增18年内将完成，定增价格3.97元/股，高于6.26日A股收盘价14.7%；高于H股收盘价29.7%。
- **大股东（汇金、财政部）等比例认购，**表明大股东看好农行的持续发展，会持续持有。烟草集团是新进股东，认购剩余的大部分股份，36个月限售期，是财务投资者。基本不动用二级市场资金，没有市场担心的“抽血效应”或增加未来银行股的供给。

图表：本次融资拟认购金额及占比情况

发行对象	拟认购金额（元）	占比	1Q18 持股占比
汇金公司	40,026,900,000	40.03%	40.03%
财政部	39,213,000,000	39.21%	39.21%
中国烟草总公司	10,000,000,000	10.00%	
上海海烟投资管理有限公司	5,000,000,000	5.00%	
中维资本	3,000,000,000	3.00%	
中国烟草总公司湖北省公司	2,000,000,000	2.00%	
新华保险	760,100,000	0.76%	
合计	100,000,000,000	1	

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

二、ROE 虽有摊薄但资本金夯实，盈利可期

- **ROE 摊薄 3.2%：**按照净利润同比6%增速测算，对净资产收益率摊薄3.2个百分点。短期来看对ROE是有摊薄的，但中长期看资本夯实保证了公司的持续盈利能力。

图表：定增对ROE影响测算（百万元）

	发行前	发行后	摊薄
税后利润	204,901	204,901	
17年所有者权益	1,429,397	1,429,397	
18年所有者权益	1,597,356	1,697,356	
ROE	13.54%	13.11%	-3.2%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **资本金夯实**：定增后将提升公司核心一级资本充足率 0.76 个百分点，支撑公司业务发展、规模扩张。

图表：资本充足率补充情况（百万元）

项目	发行前（1Q18）	发行后	Δ
核心一级资本	1,373,344	1,473,344	
一级资本	1,453,250	1,553,250	
资本净额	1,806,183	1,906,183	
风险加权资产合计	13,119,257	13,119,257	
核心一级资本充足率	10.47%	11.23%	0.76%
一级资本充足率	11.08%	11.84%	0.76%
资本充足率	13.77%	14.53%	0.76%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **其他财务指标测算**：发行后 BVPS、EPS 较发行前分别降幅约 1.1、7.2 个百分点，估值将提升。测算方式：1、融资 1000 亿，17 年底每股净资产 4.15 元/股，除息为 3.97 元/股，则计算得发行股数 251.89 亿。2、假设 18 年底完成定增，18 年的净利润增速按同比增长 6% 进行测算。

图表：定增对财务指标影响测算（百万元）

	发行前	发行后	变动幅度
归母净利润	204,696	204,696	
优先股息	4600	4600	
净资产	1,514,229	1,614,229	
股本	324,794	349,983	
BVPS	4.66	4.61	-1.07%
EPS	0.62	0.57	-7.20%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

三、基本面稳健上行：资产质量稳健向好、净息差相对优势明显、管理在持续改善

1、资产质量稳健向好

- **不良双降、加回核销的不良净生成率也在下降**。17 年以来农业银行均保持了不良率和不良余额的同步下降，加回核销的不良净生成率也稳定在一个较低的水平。

图表：农业银行不良下降较多

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18
不良率	2.33%	2.19%	1.97%	1.81%	1.68%
不良余额	235,758	228,431	209,834	194,032	186,952
不良净生成率	0.80%	0.31%	0.61%	0.53%	

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **对不良的认定严格且未来不良的压力减小。**农行的逾期 90 天以上占比不良一直低于 100%，且 17 年降幅较大，反映了农行对不良认定的严格。关注类占比反映贷款成为不良的可能性，而农行的关注类占比呈下降趋势，显示了未来不良的压力减小。

图表：农业银行未来不良压力较小

	2016	1H17	2017
逾期 90 天以上占比	84.52%	84.68%	68.53%
关注类占比	3.88%	3.62%	3.27%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **拨备对不良的覆盖能力增强且在可比同业中最优。**17 年底农行拨备覆盖率达 208%，环比提升 14 个百分点，远高于可比同业，有较高的安全边际。

图表：农业银行拨备对不良的覆盖能力强

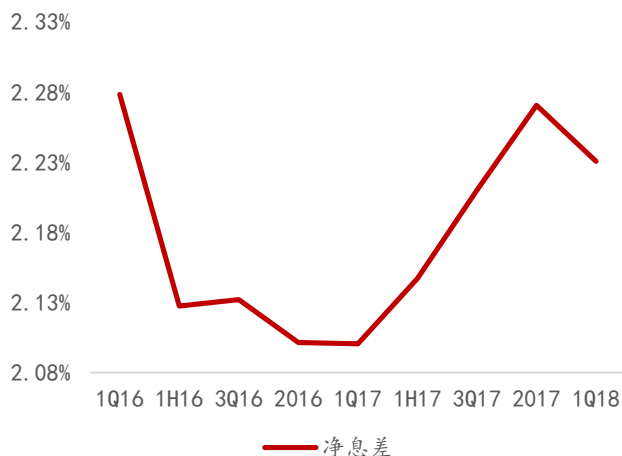
	1Q17	1H17	3Q17	2017
拨备覆盖率	173.60%	181.80%	194.29%	208.37%
拨贷比	4.05%	3.99%	3.83%	3.77%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

2、负债端优势明显，净息差相对优势明显

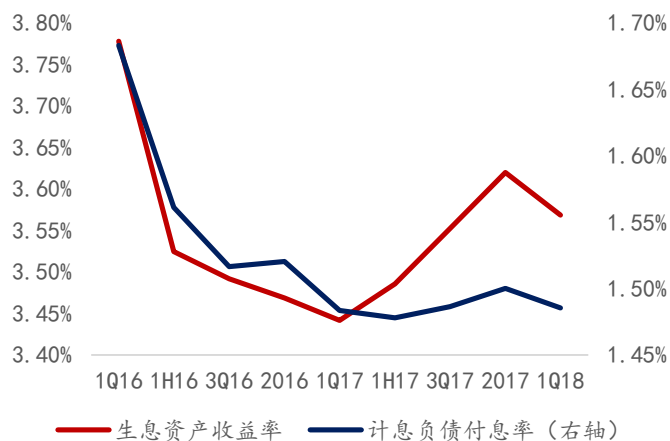
- **17 年息差回升显著，负债端优势显著、资产端平稳上行共同驱动。**1Q18 净息差和资产收益率有新会计准则扰动，与前期不可比，在此不分析；但负债端情况来看，在存款压力较大的背景下，农行负债付息率还实现了环比下降 1 个 bp，负债端的优势显著。

图表：农业银行单季年化净息差



来源：公司财报，中泰证券研究所

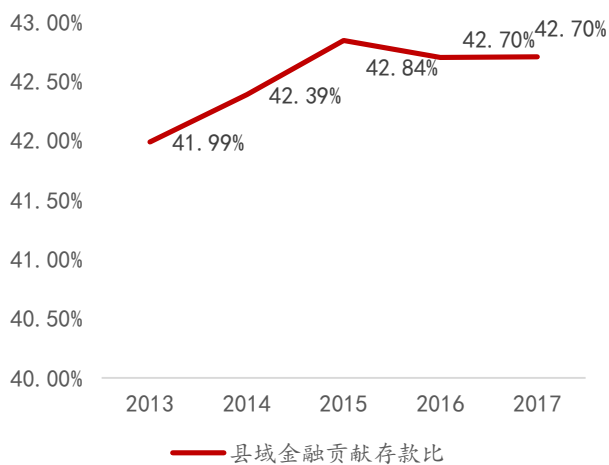
图表：农业银行收益付息率



来源：公司财报，中泰证券研究所

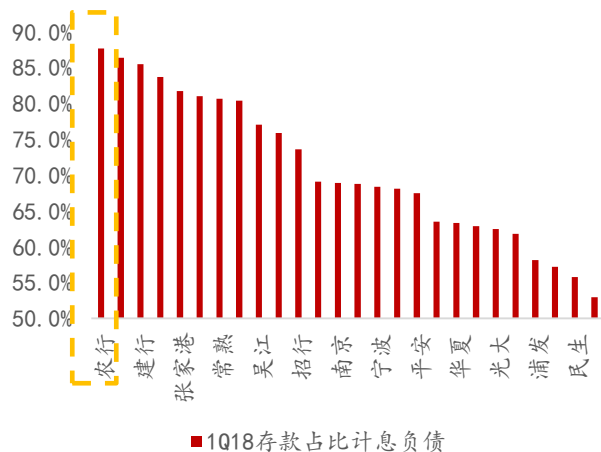
- 农行卡位县域经济，存款具备中长期优势；资产端利率上行平稳，结构调整利于其上升。负债端：**
 - 农行深耕县域，具有较深的护城河，县域金融连续 5 年稳定贡献存款在 43% 左右。
 - 存款相对优势显著，存款占比上市银行中最高、1Q18 高达 87.6%，活期存款占比位列上市银行前列、17 年底活期占比总存款 58.4%，在上市银行中排第 5 位。**资产端或受益重定价和结构调整整体收益继续上行：**
 - 1、2-4 季度将有 35% 的存量贷款将完成重定价，若这部分贷款签订期在 15-17 年期间（根据流动性结构计算，3 年以内占比约 43%），则收益率上行正向贡献息差。
 - 2、农行新增贷款偏好将向信用卡分期和个人消费贷倾斜，这部分收益率高于按揭和大部分对公贷款，高收益资产占比提升也将拉动资产端收益上行。

图表：县域金融连续 5 年稳定贡献存款



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：存款占比上市银行中最高



来源：公司财报，中泰证券研究所

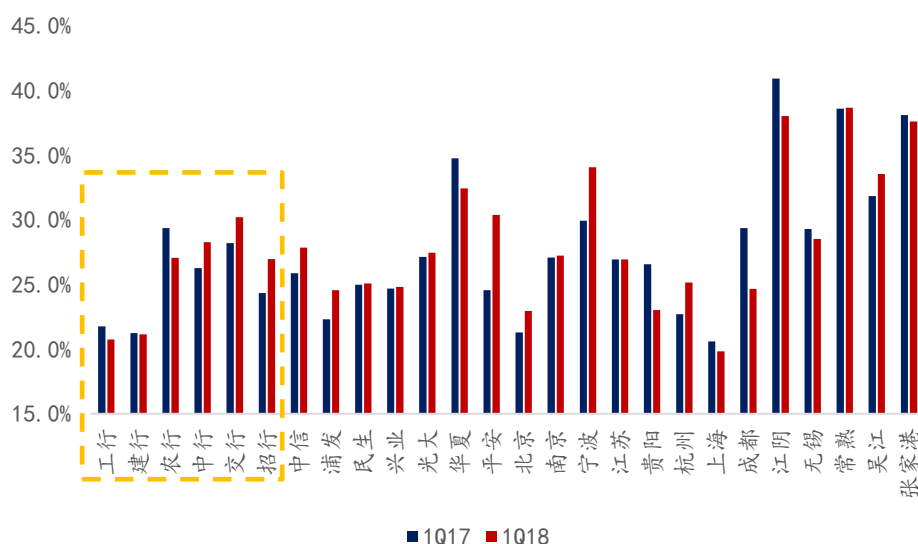
图表：农业银行重定价与流动性结构

		1 个月以内	1-3 个月	3-12 个月	1-5 年	5 年以上
贷款重定价占比		44.3%	16.3%	34.9%	2.5%	2.1%
	已逾期	1 个月以内	1-3 个月	3-12 个月	1-5 年	5 年以上
剩余期限	0.9%	3.9%	5.3%	19.2%	23.0%	47.7%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

3、管理在持续改善

- **公司管理逐步改善**，成本收入比自 17 年来持续下降，降幅在可比同业中最大，截至 1Q18 绝对值已由 17 年初的高位降至中游水平。

图表：农业银行成本收入比降幅大


资料来源：公司财报，中泰证券研究所

四、稳健收益的优秀品种：低估值、高 ROE、高股息率

- **股息率在上市银行中最高**，展望 18 年，农行基本面稳健向上、盈利能力进一步增强，保持较高的股息率无虞甚或随利润的释放空间增加、有提升的可能。我们对公司 18 年的利润增长乐观，公司不良包袱卸下，拨备计提压力减小，利润有进一步的释放空间。从股利支付率看，公司 17 年为 30.74%，在可比同业居中，随着利润释放和拨备计提压力缓解，公司有能力提升分红比例。

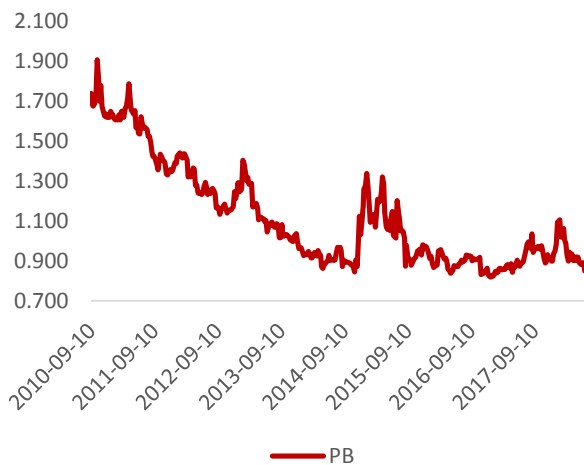
图表：农行股息率在上市银行中最高



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

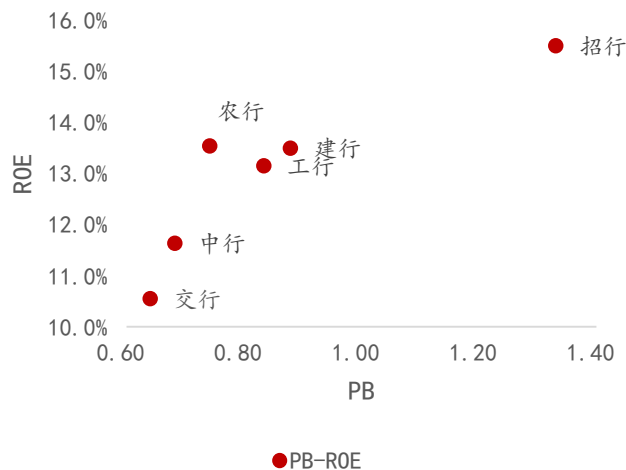
- 当前估值处于历史底部，从PB-ROE看，公司性价比极高。公司当前股价对应18E PB为0.74X，从纵向看，处于历史估值底部；横向看，PB-ROE性价比极高，18年ROE为13.5%，在可比同业中最高。中长期来看，无风险收益率会下降，基本面稳健的股票，估值是会被提升的，看好农行资本金补充后的持续盈利能力。

图表：农业银行PB处于历史低位



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：农业银行性价比极高



来源：公司财报，中泰证券研究所

- 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	6.31	6.27	5.97	5.62	净利息收入	398,104	441,930	489,892	543,989
PB	0.99	0.91	0.83	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	-8.72%	11.01%	10.85%	11.04%	存款	15,038,001	16,194,279	17,489,821	18,889,007
营业收入	-5.16%	3.61%	8.15%	9.11%	同业负债	1,954,949	2,040,527	2,448,632	2,889,386
拨备前利润	-0.62%	7.85%	7.90%	9.93%	发行债券	388,215	475,017	570,020	684,024
归属母公司净利润	1.86%	4.90%	6.08%	7.50%	计息负债	17,381,165	18,709,823	20,508,474	22,462,418
净手续费收入	10.16%	-19.83%	-8.00%	-5.00%	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	9.85%	8.08%	10.31%	11.32%	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	11.36%	7.64%	9.61%	9.53%	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	173.28%	208.42%	235.16%	260.29%	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。