

拨备前利润高增长，资产质量持续改善

买入（维持）

投资要点

■ **拨备前利润高增长，盈利能力稳步增强。**利润增长逐季提速，拨备前利润（PPOP）增速大幅提升。农行上半年实现归母净利润1157.9亿，同比增长6.63%；Q2单季度来看，同比增长7.9%，增速较Q1提升2.5pc；PPOP同比增速高达19.1%，较Q1大幅提升5.34pc，核心盈利能力进一步增强。营收端：非息收入表现亮眼带动营收增速提升，Q2净利息收入增速放缓。上半年实现营业收入3063亿，同比增长10.6%。其中Q2单季度增长17%，增速较Q1提升12pc。具体来看，上半年净利息收入同比增长10.7%，较Q1略降3.2pc，预计由于二季度生息资产规模增长放缓导致。非息净收入同比增长10.4%，手续费及佣金净收入上半年同比增长2.8%，增速自17年以来首次由负转正，其中，Q2单季度增速高达19.2%。主要由于银行卡和电子银行业务收入表现较好，上半年分别同比增长14%和38%；而代理业务手续费收入下降17%，主要受资管新规影响。此外，I9准则切换导致部分金融工具收益变动计入其他非息收入中，带动投资收益相比去年同期增加68亿。衍生金融工具公允价值变动收益上升，带动公允价值变动损益相比去年同期增加55亿。

■ **贷款利率大幅提升带动息差上行，核心负债成本优势明显。**上半年净息差为2.35%，较17年上升7bps。主要由于资产端的贷款利率整体上升13bps，其中对公和个贷利率分别上升4bps和11bps；而票据和境外贷款虽然规模占比相对较小（不到5%），但利率分别上升140bps和60bps，对贷款利率提升亦有拉动作用。负债端，在行业存款竞争加剧的情况下，存款成本较17年末仅上升1bp至1.35%，仍处于行业较低水平。低成本负债优势明显，支撑净息差回升。

■ **资产负债结构：个贷投放力度加大，投资端大幅增配债券，核心负债来源稳定。**资产端，信贷投放向零售端倾斜，大幅压缩同业存款，债券投资规模大幅增长。6月末，总资产规模较3月末增长1.3%至21.92万亿。贷款稳步增长，较3月末增长2.8%至11.5万亿。二季度新增的3156亿贷款中，47%投向个人贷款，对公（未考虑境外贷款）仅占36%。信贷资源继续向个贷倾斜，仍以住房按揭贷款为主，占比接近80%。投资类资产中，上半年增持2050亿政府债，减配890亿同业存款。负债端，核心负债来源稳定，活期存款占比维持高位。6月末，总负债规模约为20.4万亿，较3月末增长近1%。存款余额16.94万亿，较3月末增长750亿。但活期存款规模增加1255亿，占比较一季度提升0.5pc至58%，预计占比在可比银行中仍为最高。在二季度同业利率较低的环境下，同业负债规模增加1837亿。同业存单余额（wind测算）较3月末增360亿至1522亿，但“同业存单+同业负债”占总负债的比重仍处于较低水平。

■ **资产质量：核销力度加大促进资产质量持续改善，拨备安全垫进一步夯实。**不良余额与占比连续五个季度双降，主因核销力度加大。6月末，不良率为1.62%，较3月末继续下降6bps。不良余额1859亿，较3月末净减少近11亿。主要由于核销力度加大，上半年共核销396亿，较去年同期多核销112亿。加回核销及转出的不良生成率为0.59%，处于较低水平。关注类贷款占比较17年末下降0.17pc至3.1%。逾期指标继续全面好转，不良认定保持严格。6月末，逾期及逾期90天以上贷款占比分别为1.83%/1.18%，较17年末分别下降0.26pc/0.06pc，余额也均呈现下降趋势。不良/逾期90天以上贷款为138%，继续保持审慎的不良认定。拨备覆盖率继续提升。上半年新增拨备计提1406亿，较去年同期多提275亿左右。资产质量持续改善下，拨备覆盖率较3月末提升10pc至248.4%，预计仍领跑国有大行。

■ **盈利预测与投资评级：**农业银行息差回升、负债优势显著，拨备前利润高增长，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五个季度净减少，资产质量指标全线向好。拨备覆盖率领跑国有大行，定增若完成后有效补充核心一级资本，为未来发展打开空间。预计18/19/20年其归母净利润分别为2080.7/2287.8/2540.4亿，BVPS为4.52/5.18/5.9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08月28日

证券分析师 马婷婷

执业证号：S0600517040002

021-60199607

matt@dwzq.com.cn

研究助理 蒋江松媛

021-60199793

jiangjsy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.62
一年最低/最高价	3.25/4.59
市净率(倍)	0.85
流通A股市值(百万元)	1064480.16

基础数据

每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	92.84
总股本(百万股)	349983.03
流通A股(百万股)	294055.29

相关研究

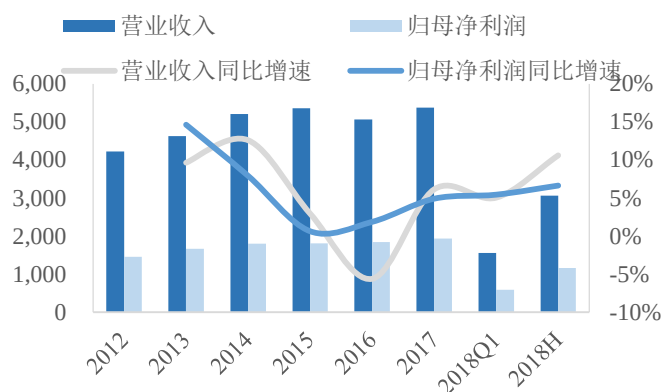
1、《农业银行(601288)：定增落地，打开未来发展空间》

2018-06-26

2、《农业银行年报点评：存款优势带动息差回升，资产质量持续改善》2018-03-27

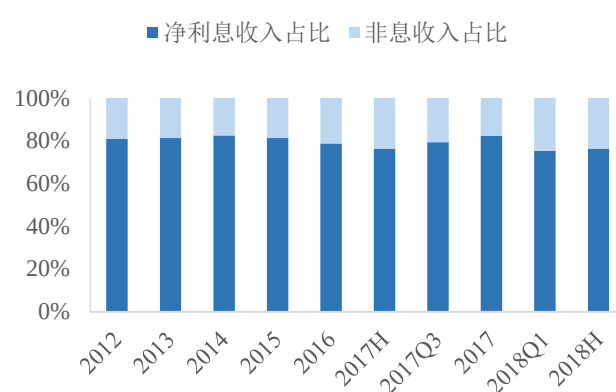
3、《农业银行点评：定增缓解资本补充压力，对资金面冲击有限》2018-03-12

图 1：农业银行收入和利润增速（亿元）



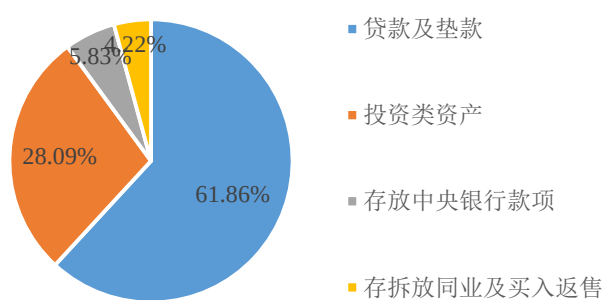
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 2：农业银行利息收入和非息收入占比



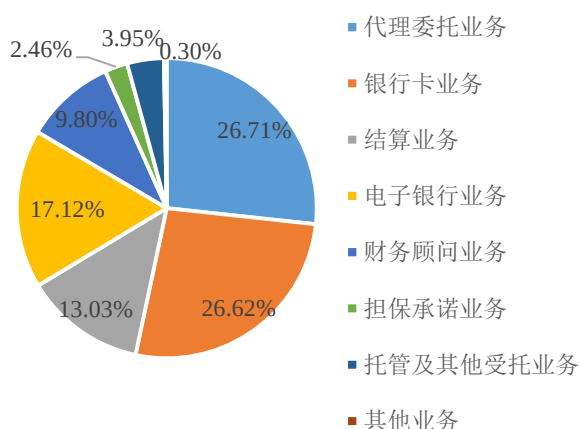
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 3：农业银行利息收入结构



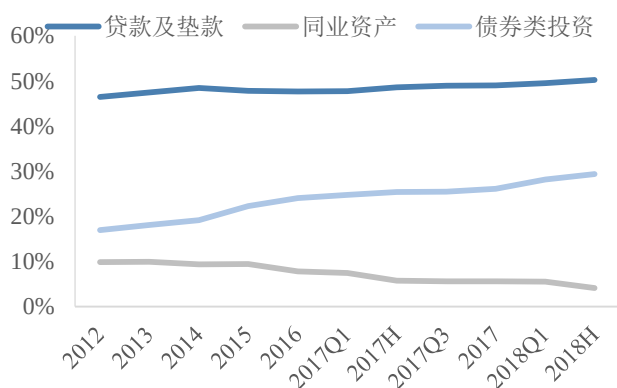
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 4：农业银行手续费及佣金收入结构



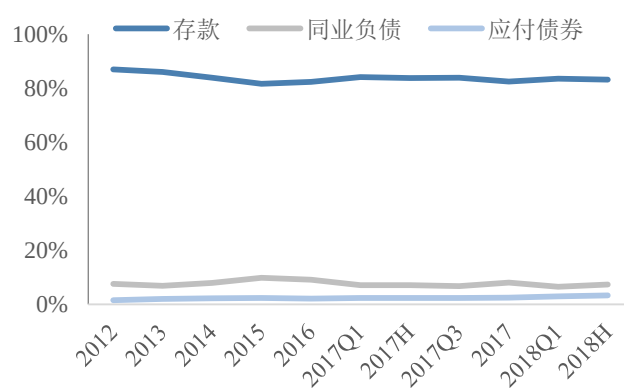
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 5：农业银行资产端配置情况



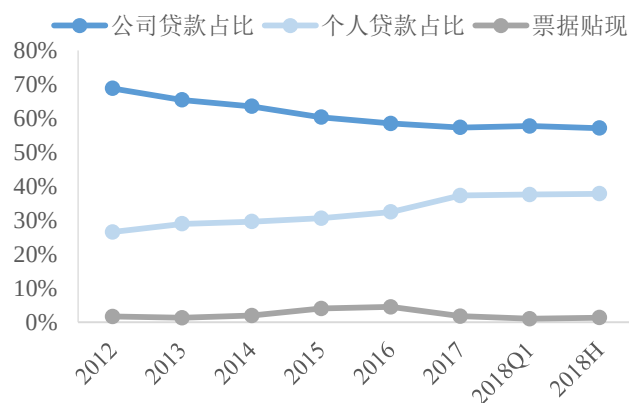
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 6：农业银行负债端情况



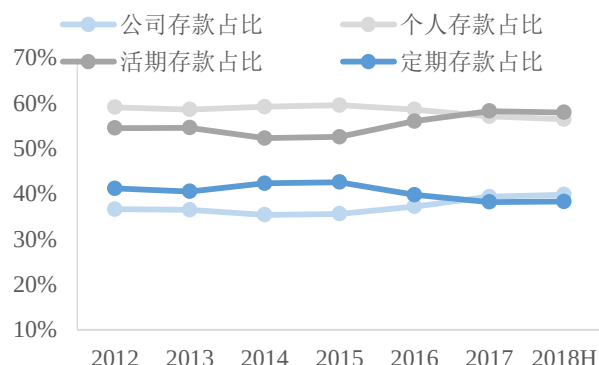
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 7：农业银行贷款结构



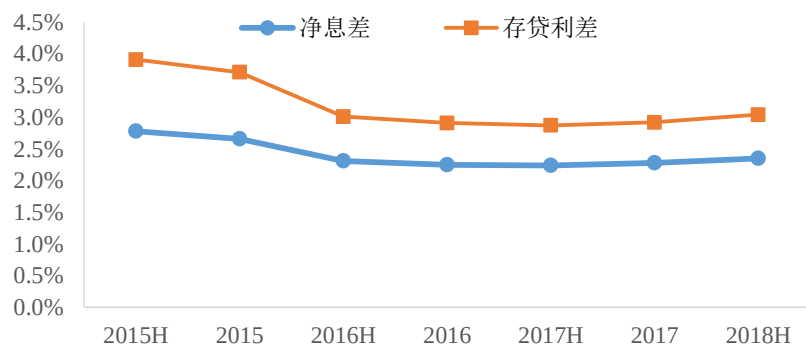
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 8：农业银行存款结构



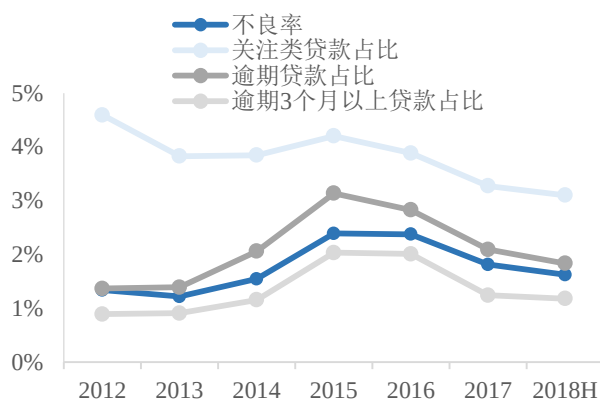
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 9：农业银行净息差走势



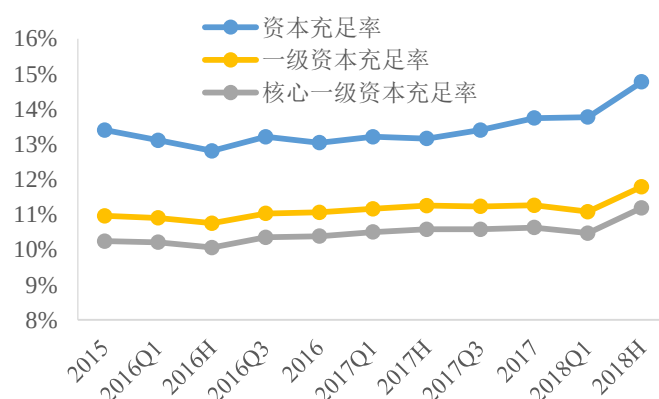
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 10：农业银行资产质量情况



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 11：农业银行资本充足情况



数据来源：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	0.60	0.66	0.73	净利息收入	441,930	485,622	532,530	587,142
BVPS	4.15	4.52	5.18	5.90	净手续费收入	72,903	74,361	78,079	84,325
P/E	6.09	6.07	5.52	4.97	其他非息收入	654	654	654	654
P/B	0.87	0.80	0.70	0.61	营业收入	515,487	560,637	611,263	672,122
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%	9.89%	9.66%	10.26%	业务及管理费	(177,010)	(186,907)	(197,673)	(210,632)
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%	8.76%	9.03%	9.96%	拨备前利润	337,644	365,829	404,355	450,656
拨备前利润	7.85%	8.35%	10.53%	11.45%	资产减值损失	(98,166)	(107,604)	(119,723)	(133,807)
归母净利润	4.90%	7.83%	9.95%	11.04%	税前利润	239,478	258,225	284,632	316,848
盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E	所得税	(46,345)	(49,973)	(55,653)	(62,586)
净息差（测算）	2.19%	2.23%	2.26%	2.29%	税后利润	193,133	208,252	228,979	254,263
生息资产收益率	3.54%	3.63%	3.67%	3.70%	归母净利润	192,962	208,068	228,776	254,038
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%	13.48%	12.90%	12.61%	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	6,351,323	6,595,747	6,920,672
不良贷款率	1.81%	1.57%	1.41%	1.30%	其他资产	511,809	550,928	598,267	655,507
拨备覆盖率	208.37%	234.08%	257.83%	281.05%	资产合计	21,053,382	22,662,565	24,609,856	26,964,413
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%	14.47%	14.90%	15.43%	应付债券	475,017	465,517	474,827	484,324
一级资本充足率	11.26%	12.17%	12.78%	13.46%	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%	11.58%	12.23%	12.95%	股东权益合计	1,429,397	1,661,159	1,889,514	2,143,090
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	22,662,565	24,609,856	26,964,413

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

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>