

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

## 资产质量持续改善, 拨备前利润快速增长

——农业银行(601288)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

买入(维持)

18 市场数据 (2018-08-29)

发布日期: 2018 年 08 月 30 日

收盘价(元)	3.64
一年内最高/最低(元)	4.82/3.25
沪深 300 指数	3386.57
市净率(倍)	0.89
总市值(亿元)	12,739.38
流通市值(亿元)	10,703.61

#### 基础数据 (2018-6-30)

每股净资产(元)	4.24
总资产(亿元)	219,208.51
所有者权益(亿元)	15,652.26
净资产收益率(%)	8.36
总股本(亿股)	3,499.83
H 股(亿股)	307.39

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

- 《农业银行(601288)分析报告: 2010-2017 年业绩如何变迁, 对未来有何启示?》 2018-03-30
- 《农业银行(601288)公司点评: 资产质量显著改善, 定增缓解资本压力》 2018-03-13
- 《农业银行(601288)季报点评: 利息净收入增速提升, 资产质量改善显著》 2017-10-31

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

#### 投资要点:

**事件:** 农业银行发布 2018 年上半年度报告。18H1, 公司实现营业收入 3063.02 亿元 (+10.60%, YoY); 实现归母净利润 1157.89 亿元 (+6.63%, YoY)。18H1 末, 公司不良贷款率为 1.62%, 较 17 年末下降 0.19 个百分点。

- **营业收入与拨备前利润快速增长。** 18H1, 公司营业收入同比增长 10.60%, 较 Q1 提升 5.64 个百分点。其中, 利息净收入增速较 Q1 下降 3.18 个百分点至 10.65%, 主要原因是资产端收益率下降致净息差同比增速放缓; 手续费及佣金净收入增速较 Q1 提升 10.95 个百分点至 2.76%, 预计为代理、结算、财务顾问等业务手续费降幅收窄所致; 其他非息收入同比增长 24.46%, 主要为新会计准则实施及衍生金融工具公允价值变动所致。因收入端增长强劲, 18H1 公司拨备前利润大幅增长 16.72%, 为四大行中最快速增长。
- **资产质量持续改善, 拨备覆盖率明显提升。** 18H1 末, 公司不良贷款率较 Q1 末进一步下降 0.13 个百分点至 1.62%, 改善幅度明显好于行业整体水平。资产质量前瞻性指标亦明显改善, 18H1 末, 公司关注类贷款与逾期贷款占比分别较 17 年末下降 0.17 与 0.3 个百分点至 3.10% 与 1.8%。公司逾期 90 天以上贷款/不良贷款为 0.75, 不良真实性明显好于行业平均水平。18H1 末, 公司拨备覆盖率较 17 年末大幅提升 40.06 个百分点至 248.40%, 为四大行中最高水平。
- **资产收益率环比下降, 净息差环比收窄。** 据测算, Q2 公司资产平均收益率环比下降 6bp, 负债平均成本率环比上升 2bp, 受此影响, 公司 18H1 净息差同比增速较 Q1 放缓 15.68 个百分点至 4.91%。18Q2 以来, 银行流动性较为充裕, 市场利率大幅下降, 目前利率下行或已由负债端向资产端传导。综合考虑资产端及负债端利率变化情况, 预计公司下半年净息差将稳定在 2.35% 左右, 净息差对 18 年全年利息净收入仍是正面贡献。
- **投资建议。** 预计公司 18-19 年 BVPS 为 4.42 与 4.85 元, 以 8 月 29 日 3.64 元的收盘价计算, 对应 PB 分别为 0.82 与 0.75 倍。截止 8 月 29 日, 公司 PB (LF) 为 0.89 倍, 与银行业整体估值水平接近。中期看, 公司收入端及资产质量改善幅度明显好于行业平均水平, 长期看, 公司客户基础与核心负债具备明显优势, 维持公司“买入”投资评级。

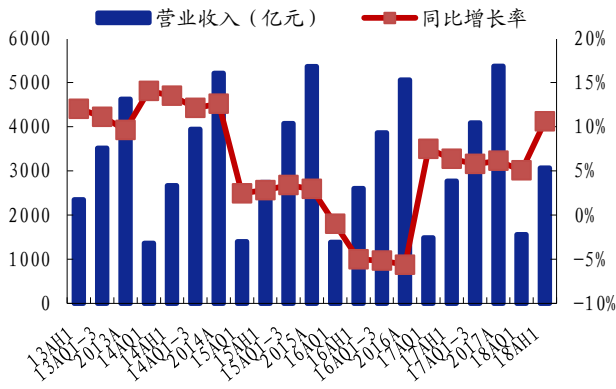
**风险提示:** 资产质量大幅恶化, 资产收益率大幅下行。

地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼  
邮编： 200122

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	506,016	537,041	607,982	637,463	682,656
增长比率	-5.62%	6.13%	13.21%	4.85%	7.09%
净利润(百万元)	184,060	193,133	208,742	229,132	251,623
增长比率	1.82%	4.93%	8.08%	9.77%	9.82%
EPS(元)	0.57	0.59	0.60	0.65	0.72
市盈率(倍)	6.43	6.13	6.10	5.56	5.06
BVPS(元)	3.81	4.15	4.42	4.85	5.33
市净率(倍)	0.96	0.88	0.82	0.75	0.68

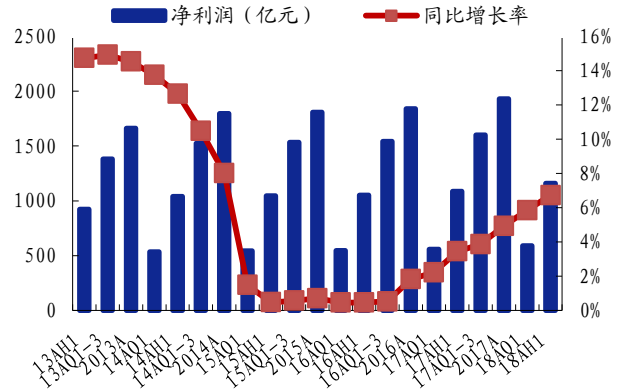
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2013-18 年公司营业收入及增速



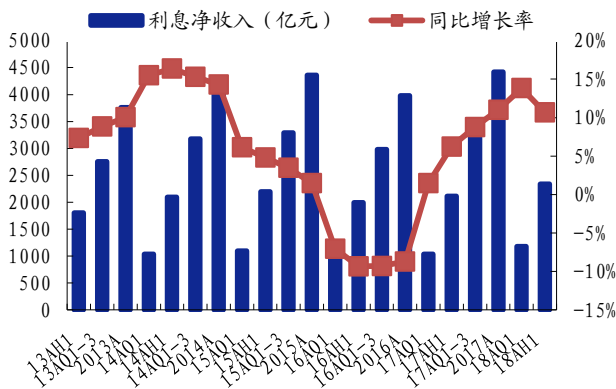
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2013-18 年公司净利润及增速



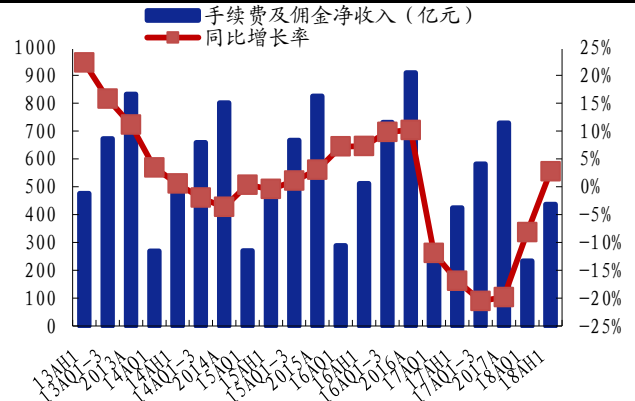
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2013-18 年公司利息净收入及增速



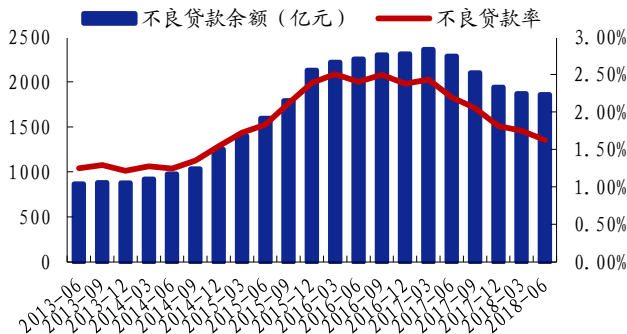
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2013-18 年公司手续费及佣金净收入及增速



资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2013-18 年公司不良贷款余额及不良贷款率



资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 2013-18 年公司净息差及增速



资料来源: 中原证券, Wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放央行	2,811,653	2,896,619	3,040,482	3,200,382	3,368,690	EPS (摊薄)	0.57	0.59	0.60	0.65	0.72
同业资产	1,526,665	1,175,900	920,204	968,598	1,019,537	BVPS	3.81	4.15	4.42	4.85	5.33
证券投资	5,333,535	6,152,743	6,374,313	6,406,528	6,439,622	P/E	6.43	6.13	6.10	5.56	5.06
贷款总额	9,719,639	10,720,611	12,042,478	13,033,030	14,105,059	P/B	0.96	0.88	0.82	0.75	0.68
贷款损失准备	400,275	404,300	490,749	550,316	613,942						
贷款净额	9,319,364	10,316,311	11,551,728	12,482,714	13,491,117	<b>盈利能力</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
生息资产总额	19,391,492	20,945,873	22,377,477	23,608,537	24,932,909	ROAA	0.98%	0.95%	0.96%	0.99%	1.02%
总资产	19,570,061	21,053,382	22,578,904	23,827,084	25,178,013	ROAE	14.51%	14.06%	13.66%	13.39%	13.36%
同业负债	1,663,897	1,574,580	1,962,273	1,938,000	1,912,837	净利差 (SPREAD)	1.99%	2.02%	2.07%	2.10%	2.11%
存款	15,038,001	16,194,279	17,379,662	18,293,661	19,255,728	净息差 (NIM)	2.16%	2.19%	2.24%	2.25%	2.26%
应付债券	388,215	475,017	740,618	909,884	1,117,835	信贷成本	0.94%	0.97%	1.18%	1.10%	0.98%
付息负债	17,090,113	18,243,876	20,082,553	21,141,546	22,286,400	成本收入比	34.59%	32.96%	31.27%	32.80%	33.68%
总负债	18,248,470	19,623,985	20,944,103	22,031,944	23,206,613	所得税有效税率	18.78%	19.35%	19.23%	19.18%	19.16%
少数股东权益	3,398	2,982	4,331	4,384	4,261						
母公司所有者权益	1,318,193	1,426,415	1,630,470	1,790,756	1,967,139	<b>资产质量</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
						不良贷款率	2.37%	1.81%	1.52%	1.42%	1.40%
<b>利润表(百万)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	不良贷款净生成率	0.19%	-0.36%	-0.10%	0.02%	0.09%
利息收入	657,190	713,699	782,504	839,573	893,051	拨备覆盖率	173.40%	208.37%	268.78%	296.54%	310.45%
利息支出	259,086	271,769	300,419	325,424	344,021	拨备/贷款总额	4.12%	3.77%	4.08%	4.22%	4.35%
利息净收入	398,104	441,930	482,085	514,149	549,030						
手续费净收入	90,935	72,903	76,733	83,325	90,479	<b>资本</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他非息收入	16,977	22,208	33,503	39,989	43,147	资本充足率	13.04%	13.74%	14.64%	14.56%	14.72%
营业收入	506,016	537,041	607,982	637,463	682,656	核心资本充足率	10.38%	10.63%	11.17%	11.31%	11.63%
营业费用与税金	186,462	181,963	196,241	216,405	237,768	杠杆倍数	14.81	14.73	13.80	13.26	12.76
资产减值损失	86,446	98,166	133,383	137,566	133,626						
营业利润	224,595	235,358	257,794	283,493	311,261	<b>业绩增长率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
营业外收支净额	2,029	4,120	661	0	0	利息净收入	-8.72%	11.01%	9.09%	6.65%	6.78%
利润总额	226,624	239,478	258,455	283,493	311,261	营业收入	-5.62%	6.13%	13.21%	4.85%	7.09%
所得税	42,564	46,345	49,713	54,361	59,638	拨备前利润	-1.89%	7.23%	17.29%	7.64%	5.66%
净利润	184,060	193,133	208,742	229,132	251,623	净利润	1.82%	4.93%	8.08%	9.77%	9.82%
母公司所有者利润	183,941	192,962	208,775	229,056	251,800						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。