

2018年09月03日

农业银行 (601288.SH)

## 农业银行：不良改善超预期，负债端优势明显 ——2018年中报业绩点评

■ **业绩概述：**农业银行2018年上半年营业收入同比增长10.6%，超出我们预期；归母净利润同比增长6.6%，符合我们预期。

■ **边际变化点评如下：**

1. 不良实现“双降”，资产质量明显改善。农业银行Q2不良率为1.62%，环比Q1下降6bp；不良贷款余额较Q1末减少10.57亿元；关注率为3.10%，较年初下降17bp；逾期率为1.83%，较年初下降26bp；上半年不良生成率（加回核销）为0.59%，环比2017H2下降2bp。资产质量改善主要是因为不断优化信贷结构，继续压降过剩产能风险敞口，预计下半年资产质量将保持平稳向好的格局。
2. 零售存款利率同比下降，负债优势明显。上半年存款平均付息率为1.35%，同比下降1bp，主要是因为零售存款付息率同比下降14bp，负债端的优势使得公司Q2净息差仅环比微降1bp。
3. 非息收入大增驱动营收增速显著回升。农行Q2单季度手续费及佣金收入同比增速为19.17%（Q1为-8.19%），其他非息收入同比增速为300.52%（Q1为-23.91%）。信用卡业务、债券牛市的影响下，驱动非息收入取得较高的增长，但预计下半年这块业务增速或将放缓。

■ **投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价4.74元。我们预计公司2018年-2020年的收入增速分别为10.44%、11.12%、11.67%，净利润增速分别为8.60%、9.09%、10.10%；给予买入-A的投资评级，6个月目标价为4.74元，相当于2018年1.0XPB、7.3XPE。

■ **风险提示：**中美贸易摩擦升级；银行继续惜贷；表外非标处置失当引发风险

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	497,503	515,487	569,327	632,628	706,457
(+/-) %	-5.16%	3.61%	10.44%	11.12%	11.67%
拨备前利润	313,070	337,644	382,004	424,384	474,023
(+/-) %	-0.62%	7.85%	13.14%	11.09%	11.70%
净利润	183,941	192,962	209,549	228,605	251,704
(+/-) %	1.86%	4.90%	8.60%	9.09%	10.10%
每股净收益 (元)	0.57	0.59	0.65	0.70	0.77
每股净资产 (元)	3.81	4.15	4.74	5.25	5.82

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净资产收益率 (%)	14.55%	14.06%	13.76%	13.42%	13.41%
总资产收益率 (%)	0.98%	0.95%	0.96%	0.96%	0.98%
风险加权资产收益率 (%)	1.55%	1.53%	1.58%	1.58%	1.61%
市盈率	6.43	6.13	5.64	5.17	4.70
市净率	0.95	0.88	0.77	0.69	0.63
股息率 (%)	4.67%	4.90%	5.32%	5.80%	6.39%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

国有银行

投资评级 买入-A

首次评级

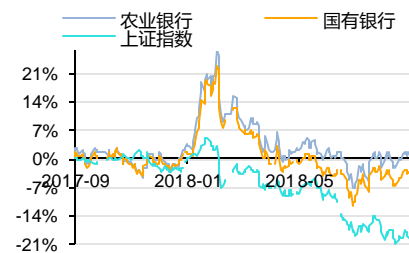
6个月目标价：4.74元

股价 (2018-09-03) 3.64元

交易数据

总市值 (百万元)	1,273,938.24
流通市值 (百万元)	1,070,361.27
总股本 (百万股)	349,983.03
流通股本 (百万股)	294,055.29
12个月价格区间	3.31/4.75元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	2.54	12.64	18.14
绝对收益	0.83	1.11	-1.06

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

图 1：农业银行 2018 年中报业绩概览

单位：百万元	2017Q2	2018Q2	YoY(%)	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	QoQ(%)
拨备前利润	177,907	206,957	16.3%	88,886	70,851	105,318	101,639	-3.5%
母公司净利润	108,593	115,789	6.6%	51,417	32,952	58,736	57,053	-2.9%
<b>市场预期</b>								
EPS (未年化)	0.33	0.33		0.16	0.10	0.18	0.16	
BVPS (未年化)	3.93	4.24		4.08	4.15	4.25	4.24	
净利息收入	211,323	233,833	10.7%	112,937	117,670	117,481	116,352	-1.0%
生息资产 (期初期末平均)	19,878,564	18,458,558	-7.1%	20,549,210	20,839,329	21,175,808	18,688,492	-11.7%
净息差 (期初期末口径)	2.13%	2.53%	41bp	2.20%	2.26%	2.22%	2.49%	27bp
净息差 (日均余额口径)	2.24%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	46,243	56,808	22.8%	17,174	10,140	26,975	29,833	10.6%
手续费净收入	42,465	43,637	2.8%	15,672	14,766	23,386	20,251	-13.4%
其他非息收入	3,778	13,171	248.6%	1,502	(4,626)	3,589	9,582	167.0%
业务及管理费	78,407	81,699	4.2%	41,786	56,817	39,081	42,618	9.1%
成本收入比	30.44%	28.11%	-2.3pc	32.12%	44.45%	27.05%	29.15%	2.1pc
资产拨备支出	44,697	65,405	46.3%	26,926	26,543	33,972	31,433	-7.5%
信贷拨备支出	41,455	140,626	239.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	0.82%	2.54%	171bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	24,540	25,576	4.2%	10,488	11,317	12,306	13,270	7.8%
有效税率	18.42%	18.07%	-0.4pc	16.93%	25.54%	17.25%	18.90%	1.7pc
<b>规模指标：</b>								
总资产	20,573,586	21,920,851	6.5%	20,923,117	21,053,382	21,639,047	21,920,851	1.3%
生息资产余额	20,365,636	15,971,242	-21.6%	20,732,784	20,945,873	21,405,742	15,971,242	-25.4%
其中：贷款净额	9,996,639	11,001,367	10.1%	10,236,912	10,316,311	10,701,186	11,001,367	2.8%
同业资产	1,182,940	896,922	-24.2%	1,170,193	1,175,900	1,197,202	896,922	-25.1%
债券投资	5,888,748	647,628	-89.0%	6,001,735	6,152,743	6,082,940	647,628	-89.4%
总负债	19,215,145	20,351,140	5.9%	19,513,757	19,623,985	20,175,420	20,351,140	0.9%
付息负债余额	18,329,726	19,490,953	6.3%	18,578,410	18,709,823	19,241,343	19,490,953	1.3%
其中：吸收存款	16,104,949	16,939,933	5.2%	16,370,168	16,194,279	16,864,890	16,939,933	0.4%
同业负债	1,784,791	1,882,833	5.5%	1,756,890	2,040,527	1,797,307	1,882,833	4.8%
发行债券	439,986	668,187	51.9%	451,352	475,017	579,146	668,187	15.4%
所有者权益	1,355,200	1,565,226	15.5%	1,405,981	1,426,415	1,459,992	1,565,226	7.2%
总股本	324,794	349,983	7.8%	324,794	324,794	324,794	349,983	7.8%
<b>重点关注：</b>								
不良贷款	228,431	185,895	-18.6%	209,834	194,032	186,952	185,895	-0.6%
关注贷款	376,854	355,266	-5.7%	n.a	350,815	n.a	355,266	n.a
逾期贷款	271,496	209,984	-22.7%	n.a	224,066	n.a	209,984	n.a
不良贷款率	2.19%	1.62%	-57bp	1.97%	1.81%	1.68%	1.62%	-6bp
不良真实生成率	0.53%	0.59%	5bp	0.57%	0.63%	0.44%	0.70%	26bp
不良核销转出率	24.54%	40.78%	16.2pc	58.64%	61.92%	39.14%	44.03%	4.9pc
不良真实生成额	25,917	31,430	21.3%	14,893	16,681	11,908	19,522	63.9%
不良核销转出额	28,320	39,567	39.7%	33,490	32,483	18,988	20,579	8.4%
拨备覆盖率	181.80%	248.40%	66.6pc	194.29%	219.72%	238.75%	248.40%	9.7pc
拨贷比	3.99%	4.03%	4bp	3.83%	3.77%	4.00%	4.03%	2bp
资本充足率	13.16%	14.77%	161bp	13.40%	13.74%	13.77%	14.77%	100bp
核心资本充足率	11.25%	11.79%	54bp	11.23%	11.26%	11.08%	11.79%	71bp
ROAE	16.2%	15.5%	-0.8pc	14.9%	9.3%	16.3%	15.1%	-1.2pc

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2: 财务数据预测及估值汇总

财务预测(单位:百万元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>利润表</b>						
净利息收入	436,140	398,104	441,930	475,330	530,671	594,884
净手续费收入	82,549	90,935	72,903	73,997	76,956	81,574
其他非息收入	5,872	8,464	654	20,000	25,000	30,000
<b>营业收入</b>	<b>524,561</b>	<b>497,503</b>	<b>515,487</b>	<b>569,327</b>	<b>632,628</b>	<b>706,457</b>
税金及附加	(29,075)	(11,449)	(4,953)	(6,139)	(6,802)	(7,368)
业务及管理费	(178,443)	(175,013)	(177,010)	(182,185)	(202,441)	(226,066)
营业外净收入	(2,014)	2,029	4,120	1,000	1,000	1,000
<b>拨备前利润</b>	<b>315,029</b>	<b>313,070</b>	<b>337,644</b>	<b>382,004</b>	<b>424,384</b>	<b>474,023</b>
资产减值损失	(84,172)	(86,446)	(98,166)	(121,538)	(140,232)	(161,159)
<b>税前利润</b>	<b>230,857</b>	<b>226,624</b>	<b>239,478</b>	<b>260,465</b>	<b>284,152</b>	<b>312,864</b>
所得税	(50,083)	(42,564)	(46,345)	(50,791)	(55,410)	(61,008)
<b>税后利润</b>	<b>180,774</b>	<b>184,060</b>	<b>193,133</b>	<b>209,674</b>	<b>228,742</b>	<b>251,855</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>180,582</b>	<b>183,941</b>	<b>192,962</b>	<b>209,549</b>	<b>228,605</b>	<b>251,704</b>
<b>资产负债表</b>						
存放央行	2,587,057	2,811,653	2,896,619	3,270,597	3,532,244	3,814,824
同业资产	1,673,984	1,526,665	1,175,900	1,255,202	1,341,171	1,434,411
贷款总额	8,909,918	9,719,639	10,720,611	12,007,084	12,967,651	13,940,225
贷款减值准备	(403,243)	(400,275)	(404,300)	(475,931)	(551,005)	(639,274)
贷款净额	8,506,675	9,319,364	10,316,311	11,531,153	12,416,646	13,300,951
证券投资	4,512,047	5,333,535	6,152,743	6,097,829	6,665,986	7,367,557
其他资产	511,630	578,844	511,809	675,785	730,729	790,566
<b>资产合计</b>	<b>17,791,393</b>	<b>19,570,061</b>	<b>21,053,382</b>	<b>22,830,566</b>	<b>24,686,776</b>	<b>26,708,309</b>
同业负债	1,687,063	1,954,949	2,040,527	2,220,847	2,432,549	2,673,289
存款余额	13,538,360	15,038,001	16,194,279	17,489,821	18,889,007	20,400,128
应付债券	382,742	388,215	475,017	500,000	500,000	500,000
其他负债	971,343	867,305	914,162	996,749	1,076,194	1,162,592
<b>负债合计</b>	<b>16,579,508</b>	<b>18,248,470</b>	<b>19,623,985</b>	<b>21,207,417</b>	<b>22,897,750</b>	<b>24,736,009</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>1,211,885</b>	<b>1,321,591</b>	<b>1,429,397</b>	<b>1,623,148</b>	<b>1,789,026</b>	<b>1,972,300</b>
<b>业绩增长</b>						
净利息收入增速	1.45%	-8.72%	11.01%	7.56%	11.64%	12.10%
净手续费增速	3.03%	10.16%	-19.83%	1.50%	4.00%	6.00%
净非息收入增速	13.51%	12.42%	-26.00%	27.79%	8.47%	9.43%
拨备前利润增速	4.93%	-0.62%	7.85%	13.14%	11.09%	11.70%
归属母公司净利润增速	0.62%	1.86%	4.90%	8.60%	9.09%	10.10%
<b>盈利能力</b>						
ROAE	16.12%	14.55%	14.06%	13.76%	13.42%	13.41%
ROAA	1.07%	0.98%	0.95%	0.96%	0.96%	0.98%
RORWA	1.64%	1.55%	1.53%	1.58%	1.58%	1.61%
生息率	4.24%	3.54%	3.51%	3.49%	3.56%	3.64%
付息率	1.90%	1.57%	1.49%	1.47%	1.47%	1.47%
净利差	2.34%	1.97%	2.02%	2.02%	2.09%	2.17%
净息差	2.60%	2.15%	2.19%	2.18%	2.25%	2.33%
成本收入比	34.02%	35.18%	34.34%	32.00%	32.00%	32.00%
<b>资本状况</b>						
资本充足率	13.40%	13.04%	13.74%	14.47%	14.48%	14.51%
核心资本充足率	10.96%	11.06%	11.26%	11.58%	11.81%	12.04%
风险加权系数	61.75%	60.59%	59.87%	61.00%	61.00%	61.00%
股息支付率	30.00%	30.02%	30.01%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>资产质量</b>						
不良贷款余额	212,867	230,834	194,032	193,253	208,051	222,145
不良贷款净生成率	1.60%	1.13%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%
不良贷款率	2.39%	2.37%	1.81%	1.61%	1.60%	1.59%
拨备覆盖率	189%	173%	220%	246%	265%	288%

拨贷比	4.53%	4.12%	3.77%	3.96%	4.25%	4.59%
<b>流动性</b>						
贷存比	65.81%	64.63%	66.20%	68.65%	68.65%	68.33%
贷款/总资产	50.08%	49.67%	50.92%	52.59%	52.53%	52.19%
平均生息资产/平均总资产	99.48%	99.23%	99.30%	99.30%	99.20%	99.36%
<b>每股指标</b>						
EPS	0.56	0.57	0.59	0.65	0.70	0.77
BVPS	3.48	3.81	4.15	4.74	5.25	5.82
每股股利	0.17	0.17	0.18	0.19	0.21	0.23
<b>估值指标</b>						
P/E	6.55	6.43	6.13	5.64	5.17	4.70
P/B	1.05	0.95	0.88	0.77	0.69	0.63
P/PPOP	3.75	3.78	3.50	3.09	2.79	2.49
股息收益率	4.58%	4.67%	4.90%	5.32%	5.80%	6.39%

资料来源: Wind、安信证券研究中心

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034