

农业银行 (601288)

证券研究报告
2018年10月31日

3Q18 业绩：业绩进一步改善，不良延续下降

事件：10月30日，农行披露了3Q18业绩。3Q18实现归母净利润1716.11亿元，YoY+7.25%；营收4574.48亿元，YoY+12.01%；年化ROE达15.94%。期末不良贷款率1.60%，较年初下降21BP；期末资产规模达22.70万亿元，贷款余额11.78万亿元，资本充足率14.99%。

点评：
规模扩张与非息收入驱动，业绩增速进一步上行

规模扩张与非息收入驱动。受益于资产规模（3Q18同比增速达8.5%）扩张及息差走阔，3Q18利息净收入达3554亿元，同比增长9.6%。由于电子银行与银行卡业务收入增长，3Q18手续费及佣金净收入同比增长7.3%，增速较1H18的2.8%显著提升。

3Q18净利润增速达7.25%，较1H18提升0.62个百分点，Q3单季度净利润同比增速达8.6%，业绩增速延续上行趋势。3Q18计提资产减值损失1032亿元，同比增加315.77亿元，在资产质量改善情况下却主动加大了拨备计提力度。**3Q18拨备前利润增速达15.3%，较1H18上升2.1个百分点。**

不良率延续下降，拨备充足

不良率延续下降。3Q18不良贷款1882.6亿元，较年初下降57.7亿元，不良贷款率较年初下降21BP至1.60%，与其他大行接近，且仍处于下降通道。3Q18拨贷比达4.08%，为四大行最高水平，拨备充足。

逾期贷款率较低，资产质量压力较小。1H18逾期贷款率仅1.83%，且得益于过去几年信贷结构的持续调整，农行不良高发行业贷款占比下降而低风险的房贷占比提升，农行资产质量压力较小。

负债成本优势显著，贷款增长较快

负债成本率优势显著。据测算，3Q18付息负债成本率1.48%，保持较低水平，负债成本优势明显。3Q18存款达17.3万亿元，同比增长5.7%，负债中存款占比82.1%，存款中活期占比达57.8%。测算，农行3Q18净息差2.20%，较1H18上升3BP。

贷款增长较快，资产规模扩张加快。3Q18贷款达11.78万亿，同比增速达10.6%，增长较快。3Q18资产规模同比增速达8.5%，较1H18提升明显。

投资建议：重申买入评级，目标价5.45元/股

我们认为，农行负债成本优势显著，客户基础雄厚，信贷结构较好，抵御经济下行能力较强。基于规模稳健扩张以及非息收入平稳增长等假设，由于三季报显示农行主动明显加大拨备计提力度，我们对其18/19年净利润增速预测由此前的9.1%/12.4%略微下调至7.9%/10.0%。

农行3Q18业绩靓丽，重申买入评级，目标估值1.2倍18PB，对应股价5.45元/股，上行空间大。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量恶化；息差明显收窄风险等。

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	3.84元
目标价格	5.45元

基本数据

A股总股本(百万股)	319,244.21
流通A股股本(百万股)	294,055.29
A股总市值(百万元)	1,225,897.77
流通A股市值(百万元)	1,129,172.33
每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	92.84
一年内最高/最低(元)	4.82/3.25

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

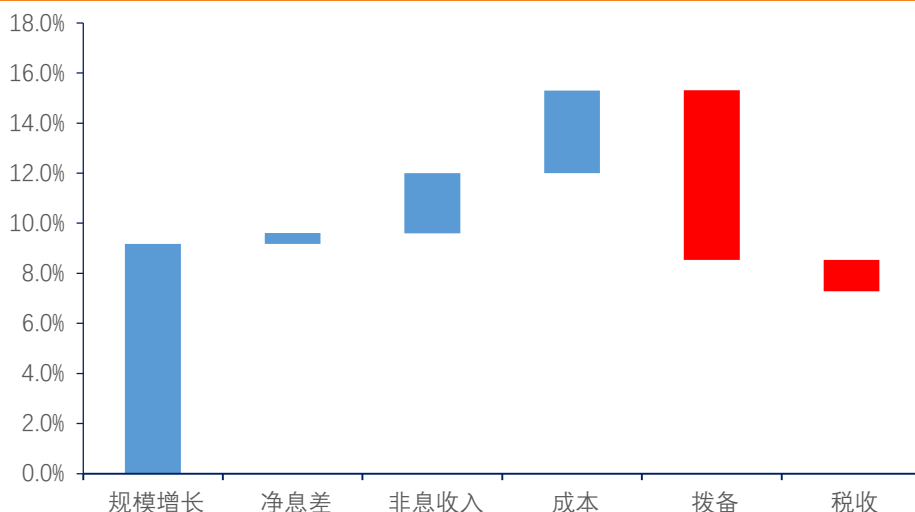
- 《农业银行-半年报点评:拨备前利润高增，资产质量进一步向好》 2018-08-29
- 《农业银行-公司点评:定增落地利好明显，低估值构筑安全边际》 2018-06-26
- 《农业银行-季报点评:规模与息差驱动，业绩增速上行》 2018-05-02

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	5060	5370	6091	6569	7078
增长率(%)	(5.6)	6.1	13.4	7.8	7.8
归属母公司股东净利润(亿元)	1839	1930	2083	2291	2535
增长率(%)	1.9	4.9	7.9	10.0	10.7
每股收益(元)	0.57	0.59	0.60	0.65	0.72
市盈率(P/E)	6.78	6.46	6.45	5.87	5.30
市净率(P/B)	1.01	0.93	0.85	0.74	0.65

资料来源：wind，天风证券研究所

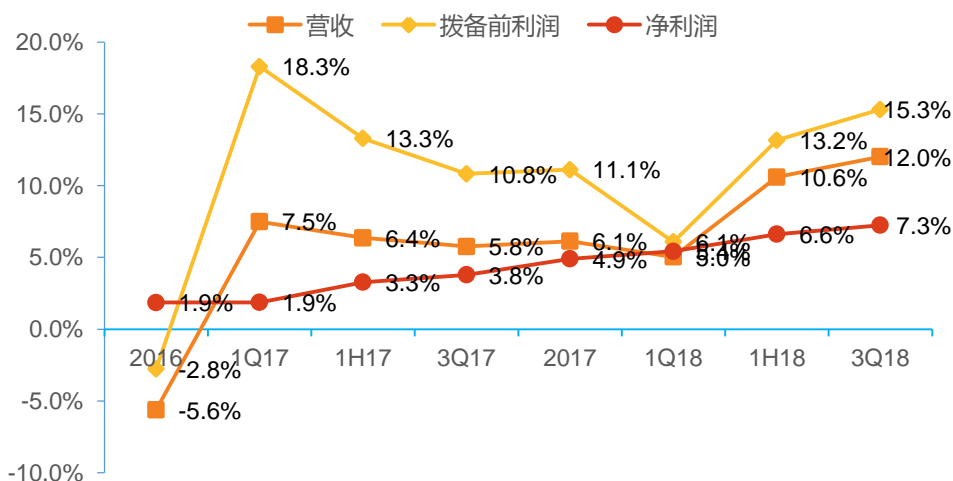


图 1：农行 3Q18 业绩驱动因子主要为规模扩张、非息收入与成本控制



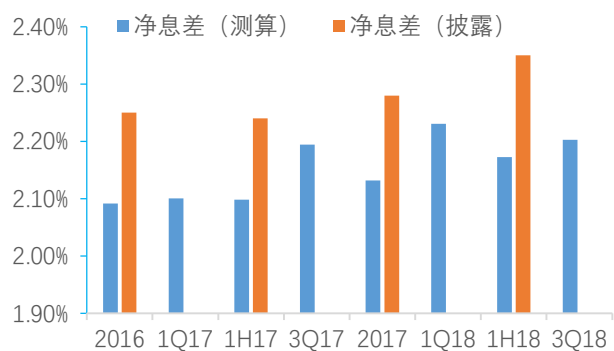
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 2：农行 3Q18 业绩靓丽，营收、拨备前利润与净利润增速均进一步走高



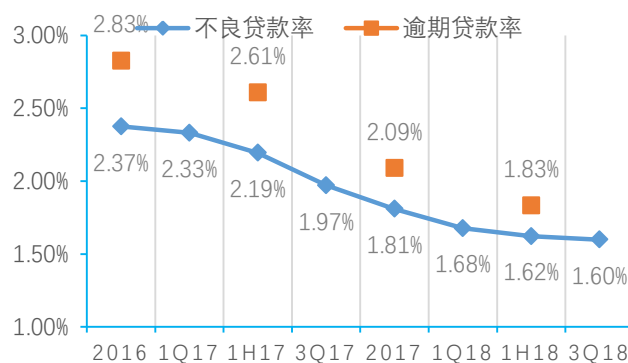
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 3：农行 3Q18 净息差（测算）较 1H18 略微上升



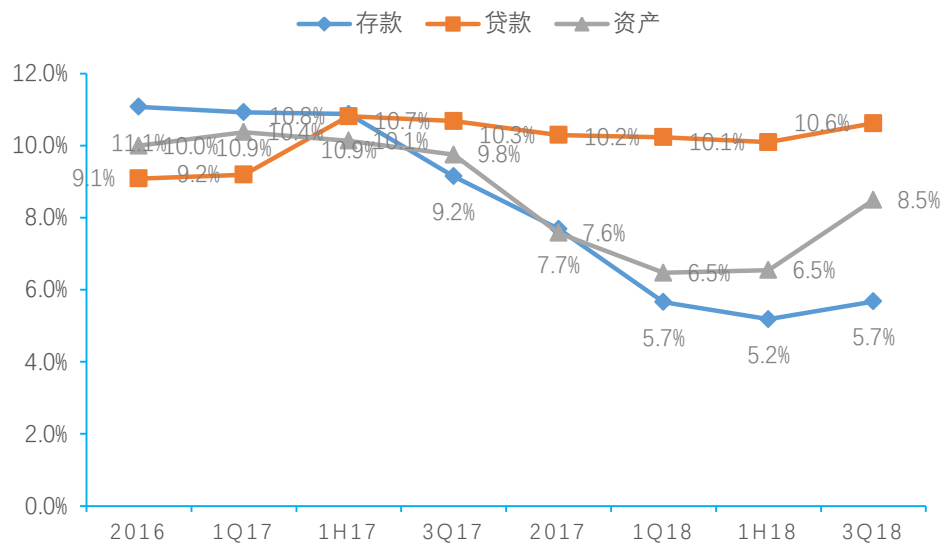
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 4：农行资产质量延续改善，18Q3 不良贷款率降至 1.60%



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 5：农行 18Q3 资产规模增速明显上升，贷款增长较快



资料来源：上市银行定期报告，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
利润表						收入增长					
净利息收入	3981	4419	4978	5400	5852	净利润增速	1.9%	4.9%	7.9%	10.0%	10.7%
手续费及佣金	909	729	693	693	693	拨备前利润增速	-2.8%	11.1%	18.6%	9.6%	9.3%
其他收入	170	222	420	476	534	税前利润增速	-1.8%	5.7%	8.8%	15.8%	10.7%
营业收入	5060	5370	6091	6569	7078	营业收入增速	-5.6%	6.1%	13.4%	7.8%	7.8%
营业税及附加	(114)	(50)	(38)	(39)	(42)	净利息收入增速	-8.7%	11.0%	12.6%	8.5%	8.4%
业务管理费	(1750)	(1770)	(1841)	(1915)	(1991)	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	4212	4615	5045	营业费用增速	-1.9%	1.1%	4.0%	4.0%	4.0%
计提拨备	(864)	(982)	(1363)	(1305)	(1352)	规模增长					
税前利润	2266	2395	2606	3017	3338	生息资产增速	9.8%	8.1%	8.7%	8.3%	8.4%
所得税	(426)	(463)	(521)	(724)	(801)	贷款增速	9.1%	10.3%	10.0%	9.0%	9.0%
净利润	1839	1930	2083	2291	2535	同业资产增速	-8.8%	-23.0%	-2.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	18.2%	15.4%	10.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	97196	107206	117927	128540	140109	其他资产增速	9.9%	-10.2%	4.2%	10.7%	11.9%
同业资产	15267	11759	11524	11524	11524	计息负债增速	11.4%	7.6%	7.2%	7.3%	7.3%
证券投资	53335	61527	67680	74448	81893	存款增速	11.1%	7.7%	7.0%	7.0%	7.0%
生息资产	192799	208374	226406	245251	265802	同业负债增速	2.3%	-5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	6905	6203	6464	7154	8005	股东权益增速	9.1%	8.2%	16.9%	13.4%	13.0%
总资产	195701	210534	228308	247334	268200	存款结构					
客户存款	150380	161943	173279	185408	198387	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	211598	228389	246785	贷款结构					
股东权益	13216	14294	16710	18945	21415	企业贷款(不含贴现)	59.7%	60.9%	56.88%	56.88%	56.88%
每股指标						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	0.65	0.72	资产质量					
每股拨备前利润(元)	0.98	1.09	1.20	1.32	1.44	不良贷款率	2.37%	1.81%	1.53%	1.44%	1.39%
每股净资产(元)	3.81	4.15	4.54	5.17	5.88	正常	93.74%	94.92%	96.78%	96.83%	96.88%
每股总资产(元)	60.25	64.82	65.23	70.67	76.63	关注	3.88%	3.27%	3.22%	3.17%	3.12%
P/E	6.78	6.46	6.45	5.87	5.30	次级	0.59%	0.36%			
P/PPOP	3.90	3.51	3.19	2.91	2.66	可疑	1.56%	1.23%			
P/B	1.01	0.93	0.85	0.74	0.65	损失	0.22%	0.22%			
P/A	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	拨备覆盖率	173.40%	208.37%	252.37%	273.95%	288.09%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.25%	2.28%	2.29%	2.29%	2.29%	资本充足率	13.04%	13.74%	14.01%	14.30%	14.63%
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%	11.09%	11.55%	12.04%
贷款利率	4.38%	4.26%	4.43%	4.58%	4.73%	资产负债率	93.25%	93.21%	92.68%	92.34%	92.02%
存款利率	1.47%	1.34%	1.39%	1.44%	1.49%	其他数据					
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%						
盈利能力											
ROAA	0.99%	0.95%	0.95%	0.96%	0.98%						
ROAE	15.53%	14.93%	14.20%	13.48%	13.11%						
拨备前利润率	1.71%	1.75%	1.92%	1.94%	1.96%						

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