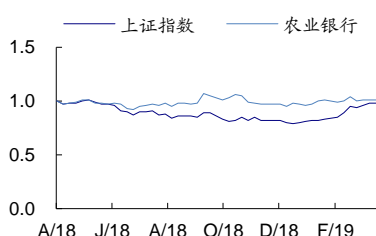


证券研究报告—动态报告
金融
银行
农业银行(601288)
买入
2018 年报点评

(维持评级)

2019 年 03 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	349,983/294,055
总市值/流通(百万元)	1,305,437/1,096,826
上证综指/深圳成指	3,091/9,907
12 个月最高/最低(元)	3.94/3.25

相关研究报告:

《农业银行-601288-2018 年三季报点评:存款优势突出,拨备进一步夯实》——2018-10-31
 《农业银行-601288-2018 年中报点评:盈利能力企稳,资产质量稳定》——2018-08-29
 《农业银行-601288-重大事件快评:大股东溢价定增彰显信心》——2018-06-26
 《农业银行-601288-2011 年报点评:战略稳健,增长温和》——2012-03-23
 《农业银行-601288-规模扩张放缓,不良继续双降》——2011-10-26

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163

E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

资产质量平稳

● 农业银行披露 2018 年报

农业银行 2018 年实现归母净利润 2028 亿元,同比增长 5.1%。

● 资产减值损失计提增加拖累 ROA

2018 年 ROE13.0%, 同比下降 1.0 个百分点, 少部分原因是受二季度定增影响(加权平均 ROE 同比也下降了接近一个百分点), 更多是因为 ROA 下降导致。2018 年 ROA0.92%, 同比下降 2bps, 核心原因是资产减值损失计提增加, 利息净收入/平均资产(我们将 FVPL 投资收益还原为利息收入)同比上升, 对 ROA 形成正贡献。

● 资产减值损失增加系加大不良确认处置导致, 资产质量平稳

从资产质量各项指标来看, 年末不良贷款率 1.59%, 环比下降 1bp, 基本持平; 年末关注率 2.74%, 较年中下降 36bps; 逾期率 1.70%, 较年中下降 13bps; 不良/逾期 90 天以上贷款 154%, 较年中上升 16 个百分点; 下半年不良生成率 0.85%, 同比上升 23bps (由于农行贷款损失准备细项披露方式改变, 本期计算的不良生成率是用历史口径估计, 可能存在误差)。整体来看, 我们认为公司在下半年进一步加大了不良确认和处置力度(也因此导致了资产减值损失/平均资产的上升), 资产质量实际上保持平稳。

● 净息差同比回升, 环比有所回落

全年净息差同比上升 5bps 改善明显, 但四季度净息差较三季度有所下降, 主要受负债成本上升影响。从半年度数据来看, 下半年日均余额净息差 2.30%, 比上半年下降了 5bps。净息差回落由存款成本上升以及存款占比下降双重因素导致, 其中存款成本上升归因于各类型存款成本都在上升, 而存款增长方面, 下半年个人存款日均余额较上半年的增长相对较慢。

● 投资建议

农业银行的基本面保持稳定, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济形势持续走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

盈利预测和财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	537,041	598,588	638,970	670,968	717,410
(+/-%)	6.1%	11.5%	6.7%	5.0%	6.9%
净利润(百万元)	193,133	202,631	211,457	221,016	233,719
(+/-%)	4.9%	4.9%	4.4%	4.5%	5.7%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.57	0.59	0.62	0.65
总资产收益率(ROA)	0.94%	0.92%	0.91%	0.89%	0.88%
净资产收益率(ROE)	14.0%	13.0%	12.1%	11.6%	11.4%
市盈率(PE)	6.8	6.6	6.3	6.0	5.7
P/PPoP	3.9	3.4	3.1	3.0	2.8
市净率(PB)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司资产增速、净息差、资产质量三大重要驱动因素的相关指标变化情况如下：

表 1：关键驱动因素相关指标变化

	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31
生息资产同比增速	9.9%	8.2%	6.2%	6.7%	8.3%	8.0%
净息差（单季，期初期末值）	2.24%	2.30%	2.26%	2.20%	2.25%	2.21%
不良贷款率	1.97%	1.81%	1.68%	1.62%	1.60%	1.59%
拨备覆盖率	194%	208%	239%	248%	255%	252%

	2016/6/30	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31
关注贷款率	4.17%	3.88%	3.62%	3.27%	3.10%	2.74%
逾期率	3.23%	2.83%	2.61%	2.09%	1.83%	1.70%
不良/逾期 90 天以上贷款	110%	118%	118%	146%	138%	154%
不良生成率（半年度，年化）	1.16%	1.09%	0.54%	0.62%	0.59%	0.85%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表 2：估值表

收盘日：	收盘价	ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2019/3/30	(元)	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
601398.SH 工商银行	5.57	14.0%	13.4%	12.7%	2.8%	4.1%	3.9%	0.97	0.88	0.81	7.0	6.8	6.5
601288.SH 农业银行	3.73	14.0%	13.0%	12.1%	4.9%	5.1%	4.4%	0.97	0.82	0.75	6.8	6.6	6.3
601988.SH 中国银行	3.77	12.0%	11.8%	11.2%	4.8%	4.5%	3.9%	0.79	0.73	0.68	6.7	6.4	6.2
600036.SH 招商银行	33.92	16.3%	15.8%	16.0%	13.0%	14.8%	14.3%	1.92	1.69	1.49	12.2	10.8	9.5
601166.SH 兴业银行	18.17	14.5%	14.0%	13.5%	6.2%	8.7%	6.4%	0.97	0.86	0.77	6.8	6.2	5.8
600016.SH 民生银行	6.34	13.7%	13.1%	12.5%	4.1%	4.7%	3.5%	0.75	0.69	0.62	5.7	5.4	5.2
600000.SH 浦发银行	11.28	13.7%	12.5%	11.6%	2.2%	3.1%	2.5%	0.84	0.75	0.68	6.3	6.1	6.0
601998.SH 中信银行	6.29	10.8%	10.6%	10.1%	2.3%	4.6%	4.2%	0.84	0.77	0.71	7.5	7.1	6.8
000001.SZ 平安银行	12.82	10.9%	10.8%	10.5%	2.6%	7.0%	6.9%	1.09	1.00	0.90	9.9	9.2	8.6
601818.SH 光大银行	4.10	10.8%	10.7%	10.4%	6.7%	6.0%	5.6%	0.75	0.69	0.63	6.7	6.3	5.9
600015.SH 华夏银行	8.25	12.4%	11.4%	9.8%	0.7%	1.8%	2.1%	0.86	0.77	0.60	6.7	6.6	6.4
601169.SH 北京银行	6.20	12.2%	11.0%	10.9%	5.2%	7.4%	6.3%	0.83	0.77	0.71	7.3	6.8	6.3
601009.SH 南京银行	7.91	15.0%	15.2%	15.4%	17.0%	13.7%	11.8%	1.17	1.03	0.91	7.3	6.3	5.7
002142.SZ 宁波银行	21.24	17.5%	16.9%	15.3%	19.5%	19.9%	17.9%	2.20	1.71	1.46	12.1	10.1	8.5
600919.SH 江苏银行	7.13	13.0%	11.2%	11.2%	11.9%	10.6%	9.5%	0.90	0.81	0.72	6.9	6.3	5.7
601128.SH 常熟银行	7.50	12.3%	13.2%	14.5%	21.5%	22.3%	17.8%	1.59	1.44	1.29	13.2	10.8	9.2
平均		13.2%	12.7%	12.2%	7.5%	8.2%	7.1%	1.06	0.94	0.84	7.9	7.3	6.7

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	6.6	6.3	6.0	5.7	净利息收入	477,760	515,015	543,637	586,430
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6	利息收入	784,724	832,472	879,781	946,105
P/PPoP	3.4	3.1	3.0	2.8	利息支出	306,964	317,456	336,145	359,675
市值/总资产(A股)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	资产准备支出	136,898	154,333	164,762	180,763
股息收益率(税后)	4.7%	4.9%	5.1%	5.4%	拨备后净利息收入	340,862	360,683	378,874	405,668
					手续费净收入	78,141	81,268	84,644	88,293
每股指标 (元)					其他经营净收益				
EPS	0.57	0.59	0.62	0.65		42,687	42,687	42,687	42,687
BVPS	4.54	4.96	5.40	5.86	营业净收入	598,588	638,970	670,968	717,410
PPoPPS	1.11	1.19	1.25	1.34	营业费用	211,474	223,459	233,156	247,819
DPS	0.17	0.18	0.19	0.20	营业外净收入	1,458	1,458	1,458	1,458
盈利驱动					拨备前利润				
存款增长	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%		387,114	415,511	437,812	469,591
贷款增长	11.1%	10.0%	8.0%	8.0%	总利润	251,674	262,636	274,508	290,287
存贷比	69%	71%	71%	72%	所得税	49,043	51,179	53,493	56,567
盈利资产增长	8.0%	6.5%	7.1%	7.1%	少数股东利润	-152	-152	-152	-152
贷款收益率	4.41%	4.37%	4.33%	4.33%	净利润	202,631	211,457	221,016	233,719
债券收益率	3.35%	3.28%	3.15%	3.15%	资产负债表 (百万元)				
资产生息率	3.67%	3.63%	3.60%	3.61%	现金及存放同业	929,468	875,041	854,240	825,240
存款成本率	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	央行准备金	2,805,107	3,001,464	3,211,567	3,436,377
负债付息率	3.56%	3.21%	3.04%	3.04%	拆放金融企业	103,274	97,227	94,916	91,693
净息差(NIM)	2.23%	2.25%	2.22%	2.24%	贷款	11,461,542	12,561,690	13,549,696	14,613,754
净利差(SPREAD)	2.10%	2.12%	2.09%	2.11%	贷款拨备	-452,083	-543,298	-603,691	-671,904
非利息收入比重	20%	19%	19%	18%	债券投资	6,885,075	7,086,609	7,590,179	8,128,742
费用收入比(含税金及附加)	35.3%	35.0%	34.7%	34.5%	固定资产	152,452	151,074	150,392	150,052
拨备支出/平均贷款	1.26%	1.28%	1.26%	1.28%	递延税款净额	97,751	97,751	97,751	97,751
有效所得税率	19%	19%	19%	19%	其他资产	174,802	203,720	236,560	271,292
收入盈利增长					盈利资产	22,184,466	23,622,031	25,300,597	27,095,806
净利息收入增长	8.1%	7.8%	5.6%	7.9%	总资产	22,609,471	24,074,577	25,785,300	27,614,901
手续费收入增长	7.2%	4.0%	4.2%	4.3%	金融企业存放	2,168,159	2,085,321	2,231,294	2,387,484
营业净收入增长	11.5%	6.7%	5.0%	6.9%	存款	17,346,290	18,560,530	19,859,767	21,249,951
拨备前利润增长	16.1%	7.3%	5.4%	7.3%	应付款项	639,562	679,860	727,450	778,371
净利润增长	4.9%	4.4%	4.5%	5.7%	发行债券	780,673	928,027	992,988	1,062,498
资产盈利能力					付息负债	20,295,122	21,573,878	23,084,049	24,699,933
RoAE	13.0%	12.1%	11.6%	11.4%	总负债	20,934,684	22,253,737	23,811,499	25,478,304
RoAA	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	实收资本	349,983	349,983	349,983	349,983
RoAA(拨备前)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	公积金	173,556	173,556	173,556	173,556
RoRWA	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	一般准备	239,190	247,997	257,203	266,936
资产质量					未分配利润	652,944	769,413	891,456	1,021,557
不良资产率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	少数股东权益	4,493	4,493	4,493	4,493
拨备覆盖率	252%	260%	267%	276%	所有者权益	1,674,787	1,820,839	1,973,801	2,136,597
拨备余额/全部贷款	3.8%	4.1%	4.3%	4.4%	贷款结构				
资本					企业贷款	58%			
资本充足率	15%	14%	14%	14%	票据贴现	3%			
一级资本充足率	12%	12%	12%	13%	个人贷款	39%			
财务杠杆(倍)	13.5	13.2	13.1	12.9	存款结构				
风险加权资产比重	61%	61%	61%	61%	企业活期	27%			
核心一级资本充足率	11.6%	11.8%	12.0%	12.1%	企业定期	11%			
					储蓄活期	31%			
					储蓄定期	26%			
					其他存款	5%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032