

农业银行 (601288)

 证券研究报告
 2019年04月29日

中收增速亮眼，资产质量优化

事件：4月25日，农业银行披露19年一季度。营收1730.3亿，YoY +11.0%；拨备前利润1317.0亿，YoY +14.0%；归母净利润612.5亿，YoY +4.3%；ROE达14.96% (年化)；不良率1.53%，拨备覆盖率263.9%。

点评：

中收增速亮眼，成本收入比显著下降

营收同比增速显著回升。1Q19 营收 YoY +11.0% (1Q18 为 5.0%)，显著回升。1Q19 净利息收入 YoY +1.4%，而其他非息收入 YoY +64.7%，或源于 19 下口径调整。二者合并来看，则 YoY +8.6%，可近似看作对净利息收入增速的还原。**19Q1 中收增速大幅回升。**尽管资管新规的影响贯穿 18 年，但农行 18 年中收仍同比增长 7.2%。系因代理业务(理财和代销)在中收占比不高，18 年为 23%。电子银行+银行卡手续费同比增加 79 亿，代理业务仅下滑 18 亿，故中收整体正增长。或受到理财回暖及银行卡、电子银行收入增长的叠加影响，1Q19 净手续费收入 292 亿，YoY +24.9%。**成本收入比显著下降。**1Q19 成本收入比 23.12%，同比 1Q18 下降 1.95 pct，比 18 年全年下降 8.15 pct。

存款增速稳步回升，支撑资产端扩张加快

贷款和投资增速均显著回升。对公贷款增速回升更为显著，19Q1 对公贷款 YoY +13.6% (高于 1Q18 的 10.2%)，比年初增 6.1% (18 年全年仅增 11.4%)。受监管趋严等影响，18 年投资增速仅 11.9%；而 1Q19 显著回升，YoY +15.1%，高出 1Q18 达 8.1 pct。**存款增速也稳步回升。**存款季度 YoY 已在 18Q2 触底于 5.2%，19Q1 回升至 8.2%，同比 18Q1 高出 2.54 pct。19Q1 存款余额比年初增长 5.2% (18Q1 为 4.1%，18 全年为 7.1%)。其中，**活期存款增速较高。**尽管近年来揽储竞争加剧，业内对以结构性存款为代表的高息定期存款依赖度提高。但 16-18 各年，农行活期存款增速始终高于定期。19Q1 活期存款增速仍高于定期 2.9 pct，揽储相对优势保持，负债端成本优势凸显。

不良率下降、拨备增厚，1200 亿永续债或进一步充实资本

不良率继续下降。19Q1 不良率 1.53%，较 18 年末下降 6BP。经过数年的消化，18 年底农行不良率仅高出其他 4 家大行 (不含邮储) 12BP，19Q1 有望进一步向可比同业均值回归。19Q1 拨备覆盖率 263.9%，较年初提升 11.8 pct，自 16 年的 173.4% 后触底回升，已累计提升 90.5 pct，安全垫充足。**1200 亿永续债已在路上。**19 年 3 月底公告，拟发行不超过 1200 亿永续债。若成功发行，将补充其他一级资本 83BP (以 19Q1 时 RWA 计)，资本约束瓶颈从 19Q1 末一级资本充足率的 2.44 pct，转为核心一级资本充足率的 2.89 pct。用于 2-3 年的业务扩张问题不大，也进一步满足了未来 TLAC 要求。

投资建议：存款增速稳步回升，中收增速亮眼

中收增速大幅回升，支撑营收稳健增长；**存款增速稳步回升，支撑资产端扩张加快；成本收入比显著下降。**预计 19-21 年归母净利润增速为 5.3%/5.8%/6.2%，对应 EPS 为 0.61/0.65/0.69 元，货币政策微调边际上利好大行息差，给予目标估值 1 倍 19 年 PB，目标价 4.98 元，**维持买入评级。**

风险提示：民企/小微指标使息差和资产质量承压；宏观环境不确定性加强。

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	3.72 元
目标价格	4.98 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)	1,187,588.46
流通 A 股市值(百万元)	1,093,885.69
每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	92.66
一年内最高/最低(元)	3.96/3.25

作者

廖志明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
余金鑫	联系人
yujinxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

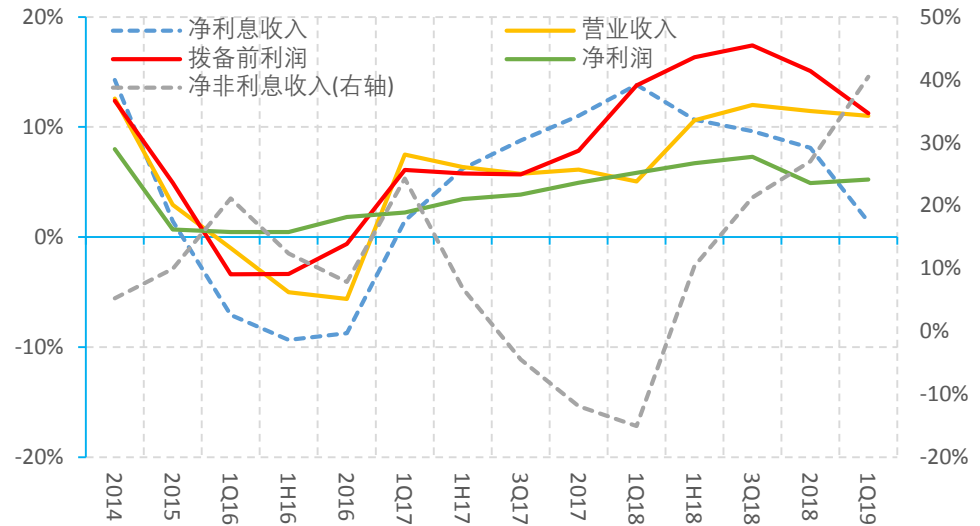
相关报告

- 《农业银行-年报点评报告:息差优势保持，不良继续出清》2019-03-30
- 《农业银行-季报点评:3Q18 业绩：业绩进一步改善，不良延续下降》2018-10-31
- 《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

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	5370	5986	6679	7125	7641
增长率(%)	6.1	11.5	11.6	6.7	7.2
归属母公司股东净利润(亿元)	1930	2028	2136	2260	2400
增长率(%)	4.9	5.1	5.3	5.8	6.2
每股收益(元)	0.59	0.58	0.61	0.65	0.69
市盈率(P/E)	6.26	6.42	6.10	5.76	5.42
市净率(P/B)	0.90	0.82	0.75	0.66	0.59

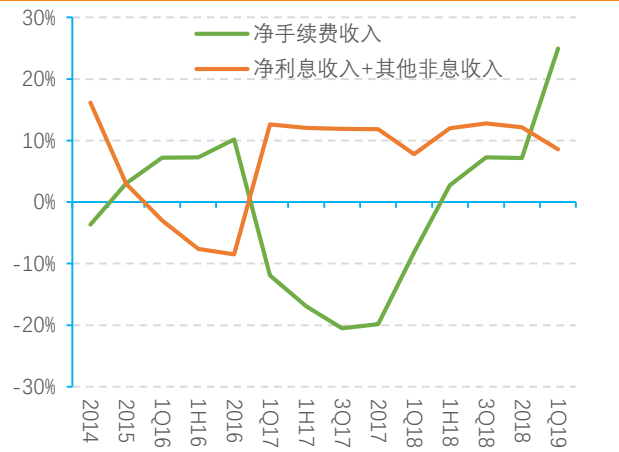
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：19Q1 中收增速大幅提升、净利息收入(还原)增速稳健，共同支撑营收及 PPOP 稳步增长



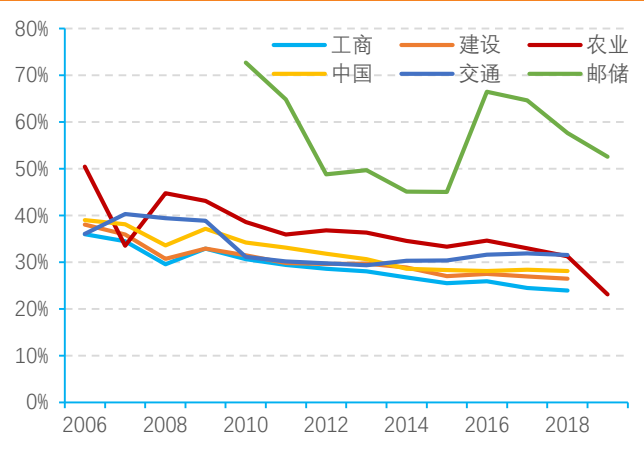
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：收入同比增速：净利息收入和其他非息收入合并后增速稳健



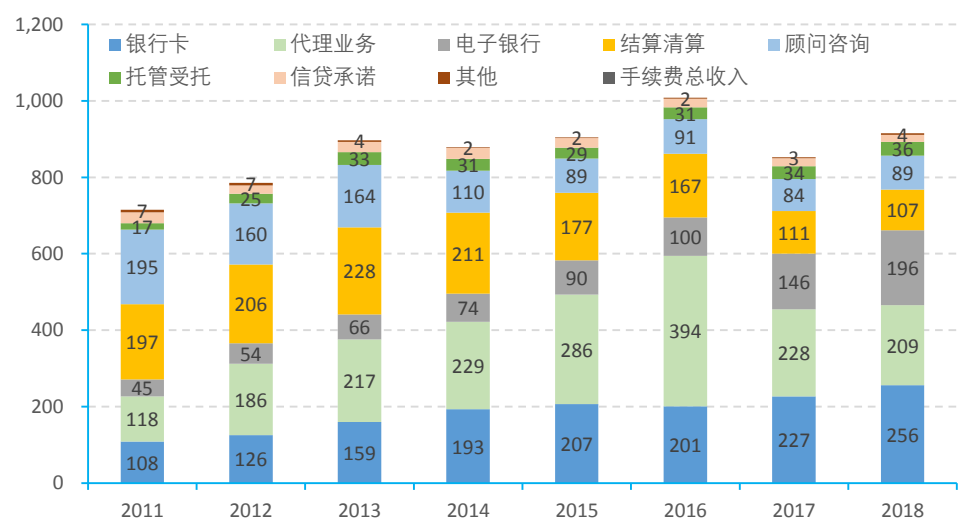
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：19Q1 农行成本收入比显著下降，与其他 4 家大行差距或收窄

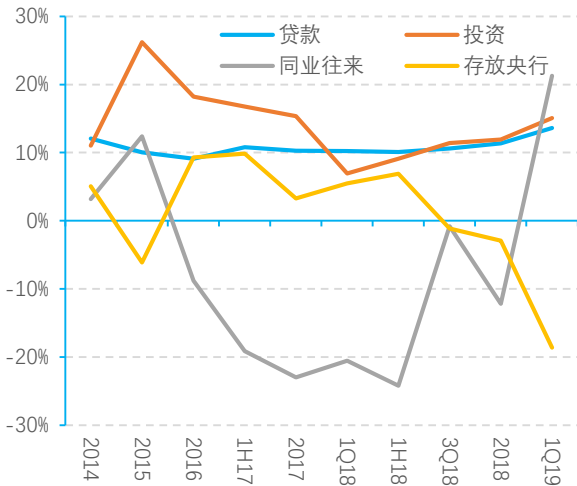


资料来源：公司财报，天风证券研究所

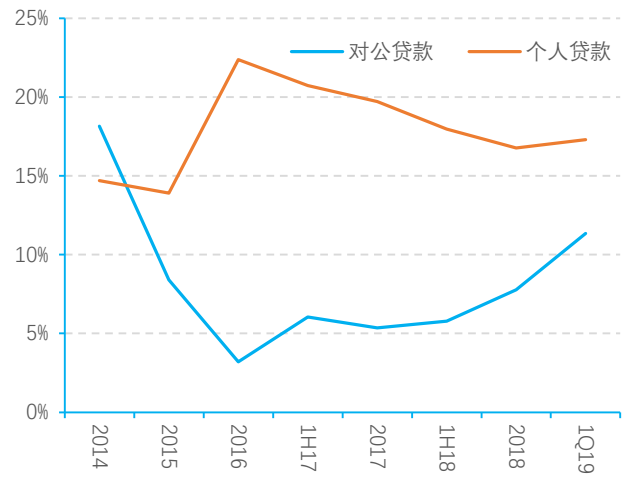
图 4：农行手续费及佣金收入结构——18 年 YoY +7.2%，19Q1 YoY +24.9%，大幅回升 (亿元)



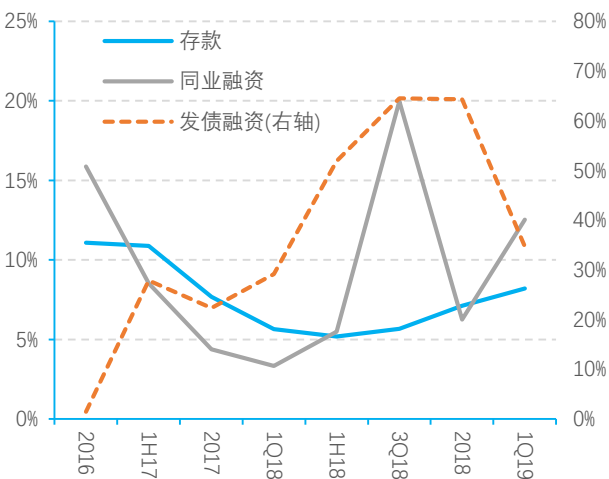
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：生息资产端同比增速——19Q1 贷款及投资增速显著回升


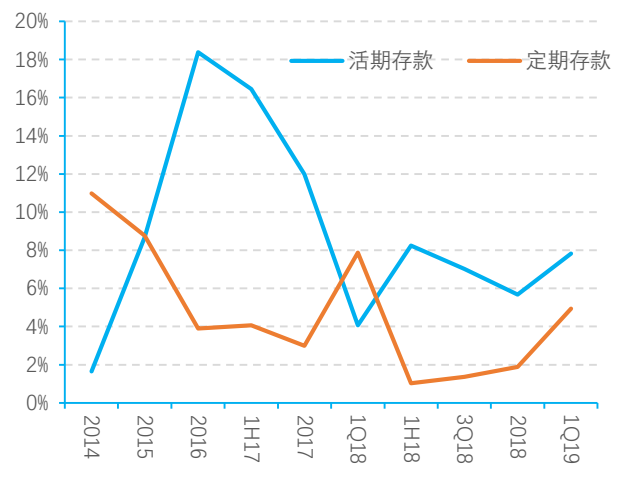
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：对公/个贷增速——19Q1 对公贷款增速上行更为显著


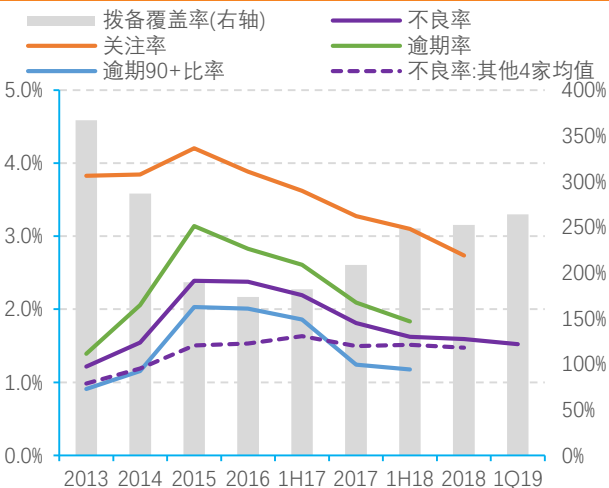
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：生息资产端同比增速——19Q1 存款同比增速稳步提升


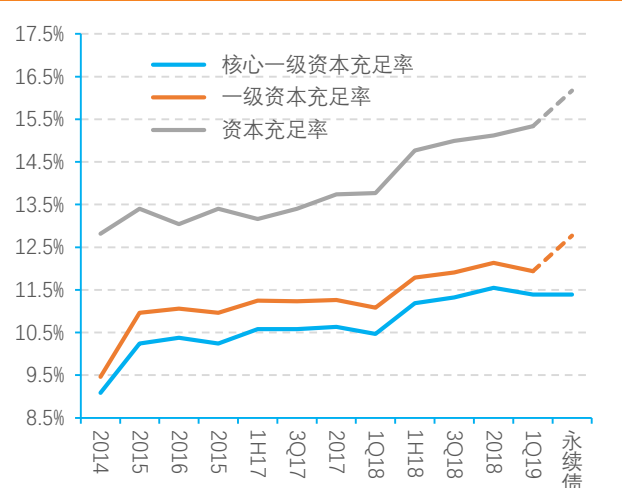
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：活期/定期存款增速——活期增速显著较高（除 18Q1 外）


资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 9：不良率继续下降，拨备覆盖率有所提升


资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10：1200 亿永续债若成功发行将有效拓展资本空间


资料来源：公司财报，天风证券研究所

注，虚线表示若 1200 亿永续债成功发行后的资本充足率

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长					
净利息收入	4419	4778	5398	5767	6201	净利润增速	4.9%	5.1%	5.3%	5.8%	6.2%
手续费及佣金	729	781	813	853	896	拨备前利润增速	11.1%	14.4%	14.4%	7.4%	8.2%
其他收入	222	427	468	504	543	税前利润增速	5.7%	5.1%	11.6%	6.2%	5.9%
营业收入	5370	5986	6679	7125	7641	营业收入增速	6.1%	11.5%	11.6%	6.7%	7.2%
营业税及附加	(50)	(53)	(67)	(71)	(76)	净利息收入增速	11.0%	8.1%	13.0%	6.8%	7.5%
业务管理费	(1770)	(1872)	(1966)	(2064)	(2167)	手续费及佣金增速	-19.8%	7.2%	4.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	3551	4061	4647	4990	5397	营业费用增速	1.1%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(982)	(1369)	(1626)	(1751)	(1928)	规模增长					
税前利润	2395	2517	2808	2981	3156	生息资产增速	8.1%	8.3%	8.0%	8.5%	8.5%
所得税	(463)	(490)	(674)	(723)	(758)	贷款增速	10.3%	11.4%	10.0%	9.0%	9.0%
净利润	1930	2028	2136	2260	2400	同业资产增速	-23.0%	-12.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	15.4%	11.9%	7.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	107206	119407	131348	143169	156054	其他资产增速	-10.2%	-14.5%	33.8%	45.9%	40.5%
同业资产	11759	10327	10327	10327	10327	计息负债增速	7.6%	8.5%	8.6%	9.3%	9.5%
证券投资	61527	68851	73670	81037	89141	存款增速	7.7%	7.1%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产	208374	225655	243769	264378	286860	同业负债增速	-5.4%	2.1%	-2.0%	0.0%	0.0%
非生息资产	6203	5306	7097	10354	14547	股东权益增速	8.2%	17.2%	9.1%	12.3%	11.6%
总资产	210534	226095	245663	269059	295101	存款结构					
客户存款	161943	173463	189075	206091	224639	活期	58.4%	57.6%	57.58%	57.58%	57.58%
其他计息负债	25155	29488	31289	34717	39050	定期	38.6%	36.7%	36.69%	36.69%	36.69%
非计息负债	9142	6396	7035	7739	8513	其他	3.1%	5.7%	5.74%	5.74%	5.74%
总负债	196240	209347	227399	248547	272202	贷款结构					
股东权益	14294	16748	18264	20512	22900	企业贷款(不含贴现)	60.9%	60.6%	60.60%	60.60%	60.60%
每股指标						个人贷款	37.4%	39.2%	39.17%	39.17%	39.17%
每股净利润(元)	0.59	0.58	0.61	0.65	0.69	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.09	1.16	1.33	1.43	1.54	不良贷款率	1.81%	1.59%	1.43%	1.34%	1.27%
每股净资产(元)	4.15	4.54	4.98	5.62	6.30	正常	94.92%	95.45%	97.32%	97.37%	97.42%
每股总资产(元)	64.82	64.60	70.19	76.88	84.32	关注	3.27%	2.73%	2.68%	2.63%	2.58%
P/E	6.3	6.4	6.1	5.8	5.4	次级	0.36%	0.38%			
P/PPOP	3.4	3.2	2.8	2.6	2.4	可疑	1.23%	1.06%			
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	损失	0.22%	0.15%			
P/A	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	拨备覆盖率	208.37%	256.11%	276.71%	296.02%	318.41%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.28%	2.33%	2.30%	2.27%	2.25%	资本充足率	13.74%	15.12%	15.15%	15.31%	15.46%
净利差(Spread)	2.15%	2.20%	2.22%	2.24%	2.26%	核心资本充足率	10.63%	11.55%	11.81%	12.16%	12.49%
贷款利率	4.26%	4.40%	4.45%	4.50%	4.55%	资产负债率	93.21%	92.59%	92.57%	92.38%	92.24%
存款利率	1.34%	1.39%	1.39%	1.39%	1.39%	其他数据					
生息资产收益率	3.68%	3.82%	3.84%	3.86%	3.88%	总股本(亿)	3247.94	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83
计息负债成本率	1.53%	1.62%	1.64%	1.66%	1.68%						
盈利能力											
ROAA	0.95%	0.93%	0.90%	0.88%	0.85%						
ROAE	14.93%	13.81%	12.82%	12.19%	11.51%						
拨备前利润率	1.75%	1.86%	1.97%	1.94%	1.91%						

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