

2019年05月09日

农业银行 (601288.SH)

业绩增速平稳，资产质量继续改善

—农业银行2019年一季度点评

- **业绩概述：**农业银行2019年一季度营业收入同比增长11.01%，归母净利润同比增长4.28%，总体符合预期。
- **资产质量趋势不错。**农行2019年一季度最大的亮点在于资产质量仍有较大幅度的改善。不良率为1.53%，环比去年四季度下降6bp，延续了从2016年四季度以来下降趋势；同时拨备覆盖率为263.93%，处于五大行最高水平，环比去年四季度上升11.75个百分点，抵御风险能力进一步增强。

农行净表计划成效在逐步显现，未来业绩看点仍在存量问题出清，以工行、建行、中行2018年末平均不良率1.47%为标准，农行未来资产质量至少还有6bp的改善空间，再进一步考虑到公司较高的拨备覆盖率、较低的风险偏好，投资价值将明显提升。

- **非息收入驱动营收增速提升。**农行今年一季度营收增长11.01%，较2018年四季度同比增速提升1.3个百分点，从驱动因素看，非息收入贡献较大，具体来看：

一是2019年一季度息差环比仍在下行，2018年以来农行净息差呈现逐季度下降的态势，因此，息差同比去年一季度下行幅度更大。我们预计，今年一季度资产端收益率上行动能已不足，但负债端，特别是存款利率上行幅度更大，拖累净利息收入增长，展望今年全年，资产端收益率将稳中有降，而存款成本易上难下的格局短期难以缓解，农行息差预计将维持逐步下降的态势。

二是手续费及佣金收入增长提速，预计电子商务手续费以及信用卡增速仍维持较高水平，理财业务拖累作用减弱，增速降幅在边际收窄。

三是其他非息收入同比增速为64.69%，主要受到债券投资收益、汇率波动导致外汇相关业务的汇兑收益增加影响。

- **存款增长势头较好。**农行一季报亮点之三在于存款增长6.35%，超过去年全年的水平，主要是个人存款、定期存款拉动，预计受益于公司零售转型战略推进，零售贷款占比环比提升0.4个百分点至57.5%，定期存款占比环比提升0.6个百分点至37.8%。

总体来看，农行2019年一季度可圈可点。在行业景气度下行压力加大的背景下，仍有不错的业绩表现，展望今年全年，我们维持农行营收与净利润增速预计将小幅下行的判断。

- **投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价4.56元。我们预计公

公司快报

证券研究报告

国有银行

投资评级 买入-A

维持评级

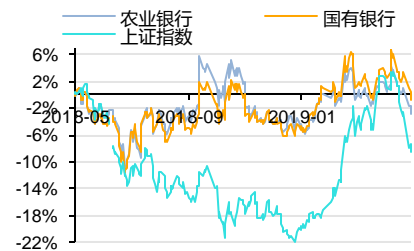
6个月目标价：4.56元

股价(2019-05-08) 3.61元

交易数据

总市值(百万元)	1,263,438.75
流通市值(百万元)	1,061,539.61
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	3.31/3.94元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.07	-13.48	6.61
绝对收益	-4.75	-2.96	-1.86

张宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519030001
zhangyu6@essence.com.cn

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

农业银行：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/黄守宏

2018-09-03

司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 8.16%、8.48%、6.99%，净利润增速分别为 6.18%、5.69%、5.57%，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 4.56 元，相当于 2019 年 0.9X PB。

■ 风险提示：息差大幅度下行

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	515,487	579,644	626,945	680,110	727,676
(+/-) %	3.61%	12.45%	8.16%	8.48%	6.99%
拨备前利润	337,644	388,572	420,366	456,002	487,820
(+/-) %	7.85%	15.08%	8.18%	8.48%	6.98%
净利润	192,962	202,783	215,311	227,562	240,237
(+/-) %	4.90%	5.09%	6.18%	5.69%	5.57%
每股净收益 (元)	0.59	0.58	0.66	0.70	0.74
每股净资产 (元)	4.15	4.54	5.07	5.57	6.10

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净资产收益率 (%)	14.06%	13.10%	12.68%	12.59%	12.16%
总资产收益率 (%)	0.95%	0.93%	0.92%	0.90%	0.88%
风险加权资产收益率 (%)	1.53%	1.48%	1.51%	1.48%	1.45%
市盈率	6.08	6.23	5.45	5.15	4.88
市净率	0.87	0.79	0.71	0.65	0.59
股息率 (%)	4.94%	4.82%	5.51%	5.82%	6.15%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1: 农业银行 2019 年一季报业绩概览

单位: 百万元	2018Q1	2019Q1	YoY(%)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	QoQ(%)
拨备前利润	105,318	117,159	11.2%	101,639	106,294	75,321	117,159	-29.1%
母公司净利润	58,736	61,251	4.3%	57,053	55,822	31,172	61,251	-44.2%
市场/国君预测								
EPS (未年化)	0.18	0.18		0.16	0.16	0.09	0.18	
BVPS (未年化)	4.25	4.72		4.24	4.43	4.54	4.72	
净利息收入	117,481	119,113	1.4%	116,352	121,582	122,345	119,113	0.6%
生息资产 (期初期末平均)	20,398,617	19,059,329	-6.6%	18,688,492	16,191,544	16,416,813	16,797,282	1.4%
净息差 (期初期末口径)	2.22%	2.84%	62bp	2.49%	3.00%	2.98%	2.84%	-2bp
净息差 (日均余额口径)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	26,975	38,973	44.5%	29,833	28,910	16,166	38,973	-44.1%
手续费净收入	23,386	29,218	24.9%	20,251	18,725	15,779	29,218	-15.7%
其他非息收入	3,589	9,755	171.8%	9,582	10,185	387	9,755	-96.2%
业务及管理费	39,081	40,009	2.4%	42,618	43,684	61,817	40,009	41.5%
成本收入比	27.05%	25.31%	-1.7pc	29.15%	29.03%	44.63%	25.31%	15.6pc
资产拨备支出	33,972	42,495	25.1%	31,433	37,795	33,698	42,495	-10.8%
信贷拨备支出	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	12,306	12,543	1.9%	13,270	12,671	10,796	12,543	-14.8%
有效税率	17.25%	16.80%	-0.4pc	18.90%	18.50%	25.94%	16.80%	7.4pc
规模指标:								
总资产	21,639,047	23,657,926	9.3%	21,920,851	22,700,325	22,609,471	23,657,926	-0.4%
生息资产余额	21,405,742	17,172,784	-19.8%	15,971,242	16,411,846	16,421,779	17,172,784	0.1%
其中: 贷款净额	10,701,186	12,155,507	13.6%	11,001,367	11,295,070	11,461,542	12,155,507	1.5%
同业资产	1,197,202	1,451,875	21.3%	896,922	1,160,758	1,032,742	1,451,875	-11.0%
债券投资	6,082,940	622,704	-89.8%	647,628	597,350	643,245	622,704	7.7%
总负债	20,175,420	21,920,411	8.6%	20,351,140	21,065,457	20,934,684	21,920,411	-0.6%
付息负债余额	19,241,343	21,249,923	10.4%	19,490,953	20,150,056	20,094,478	21,249,923	-0.3%
其中: 吸收存款	16,864,890	18,447,181	9.4%	16,939,933	17,299,684	17,145,646	18,447,181	-0.9%
同业负债	1,797,307	2,022,692	12.5%	1,882,833	2,107,763	2,168,159	2,022,692	2.9%
发行债券	579,146	780,050	34.7%	668,187	742,609	780,673	780,050	5.1%
所有者权益	1,459,992	1,732,411	18.7%	1,565,226	1,630,380	1,670,294	1,732,411	2.4%
总股本	324,794	349,983	7.8%	349,983	349,983	349,983	349,983	0.0%
重点关注:								
不良贷款	186,952	192,705	3.1%	185,895	188,258	190,002	192,705	0.9%
关注贷款	n.a	n.a	n.a	355,266	n.a	326,419	n.a	n.a
逾期贷款	n.a	n.a	n.a	209,984	n.a	202,932	n.a	n.a
不良贷款率	1.68%	1.53%	-15bp	1.62%	1.60%	1.59%	1.53%	-1bp
不良真实生成率	0.44%	0.96%	51bp	0.70%	1.14%	2.89%	0.96%	175bp
不良核销转出率	39.14%	54.46%	15.3pc	44.03%	65.18%	177.01%	54.46%	111.8pc
不良真实生成额	11,908	28,572	139.9%	19,522	32,655	85,055	28,572	160.5%
不良核销转出额	18,988	25,869	36.2%	20,579	30,292	83,311	25,869	175.0%
拨备覆盖率	238.75%	263.93%	25.2pc	248.40%	254.94%	252.18%	263.93%	-2.8pc
拨贷比	4.00%	4.02%	1bp	4.03%	4.08%	4.01%	4.02%	-6bp
资本充足率	13.77%	15.34%	157bp	14.77%	14.99%	15.12%	15.34%	13bp
核心资本充足率	11.08%	11.94%	86bp	11.79%	11.91%	12.13%	11.94%	22bp
ROAE	16.3%	14.4%	-1.9pc	15.1%	14.0%	7.6%	14.4%	-6.4pc

资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 2: 财务数据预测及估值汇总

财务预测(单位:百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						
净利息收入	398,104	441,930	477,760	520,678	565,592	609,778
净手续费收入	90,935	72,903	78,141	81,267	84,517	87,898
其他非息收入	8,464	654	23,743	25,000	30,000	30,000
营业收入	497,503	515,487	579,644	626,945	680,110	727,676
税金及附加	-11,449	-4,953	-5,330	-6,956	-7,472	-8,000
业务及管理费	-175,013	-177,010	-187,200	-200,622	-217,635	-232,856
营业外净收入	2,029	4,120	1,458	1,000	1,000	1,000
拨备前利润	313,070	337,644	388,572	420,366	456,002	487,820
资产减值损失	-86,446	-98,166	-136,898	-152,739	-173,147	-189,210
税前利润	226,624	239,478	251,674	267,628	282,855	298,610
所得税	-42,564	-46,345	-49,043	-52,187	-55,157	-58,229
税后利润	184,060	193,133	202,631	215,440	227,698	240,381
归属母公司净利润	183,941	192,962	202,783	215,311	227,562	240,237
资产负债表						
存放央行	2,811,653	2,896,619	2,805,107	3,462,735	3,739,753	4,038,934
同业资产	1,526,665	1,175,900	1,032,742	1,097,443	1,167,234	1,242,554
贷款总额	9,719,639	10,720,611	11,940,685	12,895,940	13,863,135	14,902,870
贷款减值准备	-400,275	-404,300	-479,143	-566,853	-667,140	-778,101
贷款净额	9,319,364	10,316,311	11,461,542	12,329,087	13,195,995	14,124,769
证券投资	5,333,535	6,152,743	643,245	6,567,052	7,252,293	8,010,456
其他资产	578,844	511,809	6,666,835	715,485	773,409	836,289
资产合计	19,570,061	21,053,382	22,609,471	24,171,802	26,128,684	28,253,002
同业负债	1,954,949	2,040,527	2,168,159	2,368,601	2,596,687	2,857,244
存款余额	15,038,001	16,194,279	17,145,646	18,517,298	19,998,681	21,598,576
应付债券	388,215	475,017	780,673	500,000	500,000	500,000
其他负债	867,305	914,162	840,206	1,054,709	1,139,016	1,230,770
负债合计	18,248,470	19,623,985	20,934,684	22,440,607	24,234,385	26,186,590
股东权益合计	1,321,591	1,429,397	1,674,787	1,731,194	1,894,299	2,066,412
业绩增长						
净利息收入增速	-8.72%	11.01%	8.11%	8.98%	8.63%	7.81%
净手续费增速	10.16%	-19.83%	7.18%	4.00%	4.00%	4.00%
净非息收入增速	12.42%	-26.00%	38.51%	4.30%	7.76%	2.95%
拨备前利润增速	-0.62%	7.85%	15.08%	8.18%	8.48%	6.98%
归属母公司净利润增速	1.86%	4.90%	5.09%	6.18%	5.69%	5.57%
盈利能力						
ROAE	14.55%	14.06%	13.10%	12.68%	12.59%	12.16%
ROAA	0.98%	0.95%	0.93%	0.92%	0.90%	0.88%
RORWA	1.55%	1.53%	1.48%	1.51%	1.48%	1.45%
生息率	3.54%	3.51%	4.33%	4.10%	3.67%	3.65%
付息率	1.57%	1.49%	1.57%	1.49%	1.59%	1.58%
净利差	1.97%	2.02%	2.76%	2.61%	2.08%	2.07%
净息差	2.15%	2.19%	2.56%	2.57%	2.26%	2.25%
成本收入比	35.18%	34.34%	32.30%	32.00%	32.00%	32.00%
资本状况						
资本充足率	13.04%	13.74%	15.12%	15.02%	14.92%	14.80%
核心资本充足率	11.06%	11.26%	12.13%	11.66%	11.81%	11.92%
风险加权系数	60.59%	59.87%	60.65%	61.00%	61.00%	61.00%
股息支付率	30.02%	30.01%	30.01%	30.00%	30.00%	30.00%
资产质量						
不良贷款余额	230,834	194,032	190,002	205,351	219,832	235,675
不良贷款净生成率	1.13%	0.59%	0.58%	0.59%	0.59%	0.59%
不良贷款率	2.37%	1.81%	1.59%	1.59%	1.59%	1.58%
拨备覆盖率	173%	220%	252%	276%	303%	330%

拨贷比	4.12%	3.77%	4.01%	4.40%	4.81%	5.22%
流动性						
贷存比	64.63%	66.20%	69.64%	69.64%	69.32%	69.00%
贷款/总资产	49.67%	50.92%	52.81%	53.35%	53.06%	52.75%
平均生息资产/平均总资产	99.23%	99.30%	85.58%	86.46%	99.49%	99.70%
每股指标						
EPS	0.57	0.59	0.58	0.66	0.70	0.74
BVPS	3.81	4.15	4.54	5.07	5.57	6.10
每股股利	0.17	0.18	0.17	0.20	0.21	0.22
估值指标						
P/E	6.37	6.08	6.23	5.45	5.15	4.88
P/B	0.95	0.87	0.79	0.71	0.65	0.59
P/PPOP	3.75	3.47	3.25	2.79	2.57	2.40
股息收益率	4.71%	4.94%	4.82%	5.51%	5.82%	6.15%

资料来源: Wind、安信证券研究中心预测

■ 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

张宇声明, 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
	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	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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