

2019年06月28日

农业银行 (601288.SH)

农行扎根县域，普惠金融发展空间广阔

—农业银行2019年反向路演活动点评

■ **事件：**农业银行于2019年6月12日—13日在浙江省温州市举办了反向路演活动，就农行小微与三农业务发展情况进行了介绍，并且实地进行调研参观。我们点评如下：

■ **小微业务未来发展空间较为广阔。**

一方面，政策形势发生变化。央行、银保监会以及各个部委均出台了一系列支持普惠型小微的措施，旨在使银行能享受到小微发展的政策红利。

另一方面，市场格局在发生变化。①小微客户群体庞大。国家市场监督管理总局的数据显示，2018年，全国市场主体当年新增2150万户，其中小微企业和个体工商户市场占比超90%。②客户结构发生变化。供给侧改革推动产业结构升级，市场竞争力强的“专精特新”中小微企业正在孕育成长。③金融科技带来的巨大变化。传统银行发放每一笔小微贷款平均运营成本为2000元，而通过互联网技术手段，每笔小微贷款平均运营成本仅2.3元。

■ **农行在小微领域优势更加突出。**

做普惠金融的前提是基于物理网点的下沉，通过线下模式形成成熟的风控模式，再慢慢发展到线上；或者基于大数据，通过现有客户的消费记录、资金流状况进行动态打分，形成风控系统。

农行基于早年扎根县域、乡镇的网点优势，对普惠客群的熟悉程度更高，客户经理与客户的了解程度更深，在普惠领域相较于其他大行、股份行、城商行形成先发优势。目前农行主要竞争对手为当地农信社；其他大行、股份行在乡镇一级网点很少，不构成竞争。

■ **农行如何做小微？**

设立场景。①县域B端重点在县域专业市场、园区和产业链金融方面实现突破。②县域C端优先选择县域景区、社区、商圈开展试点。③县域G端把农村集体“三资平台”作为主打项目，并向全国推广。我们从农行浙江分行当地的实践来看，基于场景的普惠贷款可持续性不错，不良率也低，有望形成可复制的经验。

打造产品。产品是获客的重要载体，也是客户信息流、资金流汇聚的焦点，农行在三农领域重点打造了惠农e贷、惠农e付、惠农e商来服务三农客群。

构建渠道。基于场景的普惠仅是第一步，第二步便是如何通过线下

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(2019-06-27) **3.62元**

交易数据

总市值(百万元)	1,266,938.58
流通市值(百万元)	1,064,480.16
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	3.31/3.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.66	3.64	3.09
绝对收益	1.95	2.78	9.61

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：业绩增速平稳，资产质量继续改善 —— 农业银行2019年一季报点评/张宇 2019-05-09
- 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

模式形成成熟的风控模式并运用到线上，批量化获客。农行有三个做法：①优化布局，增强线下功能；②丰富入口，打造线上优势；③加强协同，强化远程服务。

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：**农行小微贷款资产质量显著恶化、净息差大幅度下滑、小微业务开展不及预期

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	6.09	6.25	5.46	5.17	4.89
市净率	0.87	0.80	0.71	0.65	0.59
股息率 (%)	4.93%	4.80%	5.49%	5.81%	6.13%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图 1：盈利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	6.39	6.09	6.25	5.46	5.17	4.89
P/B	0.95	0.87	0.80	0.71	0.65	0.59
P/PP0P	3.76	3.48	3.26	2.80	2.58	2.41
股息收益率	4.70%	4.93%	4.80%	5.49%	5.81%	6.13%

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
	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
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@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