

农业银行 (601288): 负债低成本优势仍显著, 不良平稳向好

——农业银行 2019 年半年报点评

2019 年 09 月 03 日

强烈推荐/首次

农业银行 公司报告

报告摘要:

事件: 8 月 30 日农业银行公布 1H19 财报: 实现归母净利润 1214.5 亿元, YoY+4.9%; 营收 3231.8 亿元, YoY+5.5%, 年化 ROE 14.57%, 同比降低 2.15 个百分点。19 年 6 月末, 总资产 23.98 万亿, 不良率 1.43%, 拨备覆盖率 278.38%, 核心一级资本充足率 11.13%。

点评:

存款低成本优势显著, 且可持续。 负债端付息率低于行业平均, 低成本的优势明显。总量上, 大量县镇网点带来公司存款优势, 低成本存款总量庞大, 6 月末存款余额占计息负债 85.84%; 存款结构方面, 由于公司客户主账户更多, 低成本的活期存款占比在大行中绝对领先 (1H19 活期占比 56.99%, 上市行中仅次于招行)。在当前存款定期化趋势下, 行业短期存款成本整体边际上行; 但农行的较高活期存款占比, 带来的低成本优势可持续。

县域金融竞争优势持续强化。 公司县域业务领先, 1H19 县域金融营收占比 36%。6 月末, 县域对公存款占总存款 12.1%, 县域个人存款占比 29.11%, 县域存款贡献显著。息差较高, 县域贷款平均收益率 4.59% (高于平均贷款利率), 存款平均付息率 1.51% (低于平均存款利率)。不良率 1.82%, 较上年末降 26BP。

数字化转型赋能传统业务。 在传统三农领域, 借助科技形成较农商行和互联网金融企业的相对优势。利用大数据技术加速内外部数据整合, 客户覆盖和业务效率实现较好扩展。上半年, 线上融资金额 3436 亿, 较年初增 138%; 场景建设方面, 围绕消费零售、民生政务、产业链三大领域新增场景 2600 多个; 县域线上融资“惠农 e 贷”余额 1847 亿, 较年初增 81 亿。随着数字化转型工作机制和技术队伍的建立, 技术赋能效果将更显著, 传统县域金融竞争优势可持续。

服务实体经济质效提升, 普惠贷款收益合理、风控审慎。 上半年, 公司信贷优先投向普惠金融、三农县域、民营企业及国民经济补短板领域, 定价综合考虑资金成本、运营成本、担保方式的差异化。6 月末, 普惠小微贷款较上年末增 36.45%, 高于总贷款增速 27.65 个百分点; 普惠小微贷款利率 4.68%, 高于平均贷款利率 18BP, 保持合理收益水平。确保普惠贷款风控审慎, 加强风险补偿、风险分担。

资产质量平稳改善, 拨备覆盖率大幅提升, 安全垫充足。 1H19 不良率 1.43%, 环比一季度下降 10BP; 关注贷款率 2.42%, 较年初下降 31BP。主要是公司启动净表计划后, 积极调整信贷结构、加大核销力度取得的阶段性成果。不良认定趋严, 90 天以上逾期/不良同比下降 6.91 个百分点至 65.69%, 为五大行最低水平。拨备覆盖率 278.38%, 较年初提高 26.2 个百分点。下半年, 净表计划将继续推进, 公司稳健资产质量可持续。

投资建议: 行业短期存款成本虽边际上行, 但公司负债端存款低成本的优势可持续; 资产质量稳健、风控审慎, 信贷结构持续优化; ROE 有望维持平稳。预计 19/20 年净利润增速 4.9%/4.8%, 给予公司 0.85 倍 19 年 PB 目标估值, 对应股价 4.23 元, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 经济失速下行导致资产质量恶化; 监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	5370	5986	6650	7068	7561
增长率 (%)	6.1	11.5	11.1	6.3	7.0
净利润 (亿元)	1930	2028	2128	2229	2335
增长率 (%)	4.9	5.1	4.9	4.8	4.8
净资产收益率 (%)	17.65%	17.65%	16.29%	15.26%	15.34%
每股收益 (元)	0.59	0.58	0.61	0.64	0.67
PE	5.74	5.89	5.61	5.35	5.11
PB	0.82	0.75	0.69	0.61	0.54

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

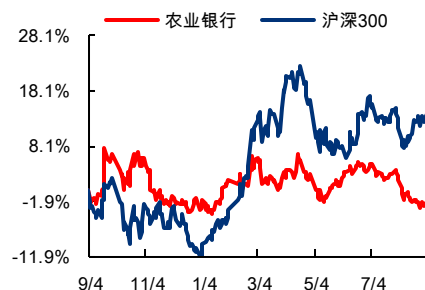
中国农业银行是我国主要的综合性金融服务提供商之一, 致力于建设经营特色明显、服务高效便捷、功能齐全协同、价值创造能力突出的国际一流商业银行集团。凭借全面的业务组合、庞大的分销网络和领先的技术平台, 向广大客户提供公司银行和零售银行产品和服务, 开展金融市场业务及资产管理业务, 业务范围还涵盖投资银行、基金管理、金融租赁、人寿保险等领域。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间 (元)	3.41-3.64
总市值 (亿元)	11934.42
流通市值 (亿元)	10027.29
总股本/流通 A 股 (万股)	34998303/29405529
流通 B 股/H 股 (万股)	/3073882
52 周日均换手率	0.09

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 林瑾璐

010-66554046 linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070002

研究助理: 田馨宇

010-66555383 tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070044

附表: 公司盈利预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表 (亿元)											
净利息收入	4419	4778	5200	5401	5644	收入增长					
手续费及佣金	729	781	922	1042	1177	净利润增速	4.9%	5.1%	4.9%	4.8%	4.8%
其他收入	222	427	528	625	740	拨备前利润增速	11.1%	14.4%	14.6%	7.7%	8.5%
营业收入	5370	5986	6650	7068	7561	税前利润增速	5.7%	5.1%	11.2%	5.1%	4.4%
营业税及附加	(50)	(53)	(66)	(71)	(76)	营业收入增速	6.1%	11.5%	11.1%	6.3%	7.0%
业务管理费	(1770)	(1872)	(1928)	(1986)	(2046)	净利息收入增速	11.0%	8.1%	8.8%	3.9%	4.5%
拨备前利润	3551	4061	4655	5012	5440	手续费及佣金增速	-19.8%	7.2%	18.0%	13.0%	13.0%
计提拨备	(982)	(1369)	(1644)	(1813)	(2056)	营业费用增速	1.1%	5.8%	3.0%	3.0%	3.0%
税前利润	2395	2517	2798	2941	3071						
所得税	(463)	(490)	(671)	(713)	(737)	规模增长					
归母净利润	1930	2028	2128	2229	2335	生息资产增速	8.1%	8.3%	12.4%	9.8%	10.0%
资产负债表 (亿元)						贷款增速	10.3%	11.4%	15.0%	12.0%	12.0%
贷款总额	107206	119407	137318	153796	172252	同业资产增速	-23.0%	-12.2%	10.0%	5.0%	5.0%
同业资产	11759	10327	11360	11928	12525	证券投资增速	15.4%	11.9%	15.0%	10.0%	10.0%
证券投资	61527	68851	79178	87096	95806	其他资产增速	-10.2%	-14.5%	35.7%	97.9%	60.5%
生息资产	208374	225655	253573	278537	306299	计息负债增速	7.6%	8.5%	13.1%	12.4%	12.6%
非生息资产	6203	5306	7201	14252	22876	存款增速	7.7%	7.1%	12.0%	12.0%	12.0%
总资产	210534	226095	255553	287026	322659	同业负债增速	-5.4%	2.1%	10.0%	5.0%	5.0%
客户存款	161943	173463	194278	217592	243703	股东权益增速	8.2%	17.2%	9.0%	12.2%	11.4%
其他计息负债	25155	29488	35340	40513	46865						
非计息负债	9142	6396	7675	8442	9286	存款结构					
总负债	196240	209347	237294	266547	299855	活期	58.4%	57.6%	57.58%	57.58%	57.58%
股东权益	14294	16748	18259	20479	22805	定期	38.6%	36.7%	36.69%	36.69%	36.69%
每股指标						其他	3.1%	5.7%	5.74%	5.74%	5.74%
每股净利润(元)	0.59	0.58	0.61	0.64	0.67	贷款结构					
每股拨备前利润(元)	1.09	1.16	1.33	1.43	1.55	企业贷款(不含贴)	60.9%	60.6%	60.60%	60.60%	60.60%
每股净资产(元)	4.15	4.54	4.98	5.61	6.27	个人贷款	37.4%	39.2%	39.17%	39.17%	39.17%
每股总资产(元)	64.82	64.60	73.02	82.01	92.19	贷款质量					
P/E	5.7	5.9	5.6	5.4	5.1	不良贷款率	1.81%	1.59%	1.35%	1.26%	1.21%
P/PPOP	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2	正常	94.92%	95.45%	97.32%	97.37%	97.42%
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	关注	3.27%	2.73%	2.68%	2.63%	2.58%
P/A	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	次级	0.36%	0.38%			
利率指标						可疑	1.23%	1.06%			
净息差(NIM)	2.28%	2.33%	2.17%	2.03%	1.93%	损失	0.22%	0.15%			
净利差(Spread)	2.15%	2.20%	2.22%	2.24%	2.26%	拨备覆盖率	208.37%	256.11	281.27	297.39%	312.41%
贷款利率	4.26%	4.40%	4.45%	4.50%	4.55%						
存款利率	1.34%	1.39%	1.39%	1.39%	1.39%	资本状况					
生息资产收益率	3.68%	3.82%	3.84%	3.86%	3.88%	资本充足率	13.74%	15.12%	15.15%	15.29%	15.42%
计息负债成本率	1.53%	1.62%	1.64%	1.66%	1.68%	核心一级资本充足	10.63%	11.55%	11.81%	12.14%	12.45%
盈利能力						资产负债率	93.21%	92.59%	92.86%	92.87%	92.93%
ROAA	0.95%	0.93%	0.88%	0.82%	0.77%						
ROAE	14.93%	13.81%	12.77%	12.04%	11.23%	其他数据					
拨备前利润率	1.75%	1.86%	1.93%	1.85%	1.78%	总股本(亿)	3247.94	3499.8	3499.8	3499.83	3499.83

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任银行业研究负责人。长期紧密跟踪银行业发展变化，致力于行业深度研究和银行股前瞻性投资分析。

研究助理简介

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。