

2020 年 11 月 01 日

拨备雄厚，低估值配置性价比高 增持（首次）

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

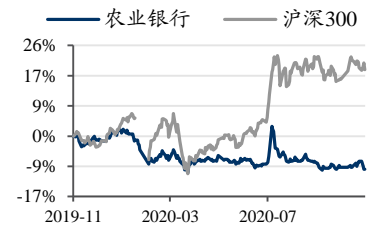
taozhh@dwzq.com.cn

事件: 农业银行 2020 年前三季度营业收入 4982.44 亿元, 同比增长 4.9%; 归属于本行股东净利润 1653.35 亿元, 同比增长-8.49%, 对应 EPS 为 0.45 元/股。期末总资产 27.3 万亿元, 较期初增长 9.72%; 归属于本行普通股股东净资产 1.83 万亿元, 较期初增长 4.86%, 对应 BVPS 为 5.24 元/股。

投资要点

- 盈利预测与投资评级:** 农业银行业绩与其他国有大行基本一致, 盈利降幅收窄, 不良率有所上升, 但第三季度营业收入增速相对保持平稳。我们认为农业银行当前时点具备良好的配置性价比, 原因在于其估值水平在国有大行中处于中游, 低估值安全边际充分, 但资产质量比较稳健(经营审慎), 拨备覆盖率持续大幅领先其他国有大行, 同时收入增速、净息差等指标也比较稳定。随着宏观环境回暖, 市场对国有大行的信心逐渐企稳, 对分红比例调整的担忧逐步弱化, 我们判断三季报后国有大行估值将有所修复。预计农业银行 2020、2021 年盈利增速分别为-5.2%、6.6%, A 股/H 股估值对应 0.54/0.39x2021PB、5.3/3.8x2021PE, 2021 年股息率 5.83%/8.09%, 考虑非常具备吸引力的估值性价比和股息率, 建议给予“增持”评级。
- 农业银行业绩符合预期, 三季度净息差平稳, 盈利降幅收窄。** 公司第三季度单季收入增速+4.8%, 增速平稳得益于净利息收入、手续费及佣金净收入稳健; 归母净利润增速-8.5%, 其中第三季度降幅收窄至-4.6%, 符合预期。前三季度 ROA 为 0.85%, 分拆来看: ①净息差平稳, 我们测算前三季度累计净息差与上半年持平, 单季度净息差环比上行 1BP。今年以来公司通过压降高成本存款降低负债成本, 净息差较去年同期并未明显下行; 我们测算三季度的生息资产平均余额环比增速 1.68%, 增速高于二季度及上年同期, 带动净利息收入维持 9.2%高增速; ②前三季度手续费及佣金净收入同比增长 5.38%, 其他非利息收入同比大幅下滑 30.92%, 其中公允价值变动损益同比大幅减少 82.93 亿元, 预计受债市波动影响。③前三季度成本收入比同比降低 1.15pct 至 25.95%, 对 ROA 形成正向贡献, 但信用减值继续拖累 ROA。第三季度单季计提减值 400.39 亿元, 环比二季度减少, 有利于利润降幅的收窄。不过, 拨备覆盖率环比下行 12.53pct 至 272.44%。
- 信贷增速保持平稳, 零售贷款持续复苏。** 三季度末农业银行贷款总额(不含应计利息)环比增长 2.88%, 增速与二季度基本持平。分拆来看, 零售贷款二季度和三季度的环比增速分别为 4.07%和 4.06%, 均高于公司贷款二、三季度的环比增速(分别为 1.77%和 2.95%), 零售贷款复苏有利于公司在资产端收益率的提升。存款端, 公司三季度末存款总额(不含应计利息)环比增长 1.99%, 但活期存款占比较二季度降低 0.6pct 至 54.27%, 与行业趋势一致, 反映出存款市场吸储的激烈竞争。不过, 公司在负债端一直拥有低成本优势, 行业普遍利差收窄的环境下, 公司经营基本面相对稳健。
- 三季度不良率有所上行, 但风险抵补能力依然雄厚。** 农业银行三季度末不良率环比继续上行 9BP 至 1.52%, 较期初上升 12BP。与其他国有大行相比, 公司不良暴露时点相对滞后, 三季度不良贷款率有明显上升。不良率上行、信用减值环比减少的情况下, 三季度末拨备覆盖率环比降低 12.53pct 至 272.44%, 公司拨备覆盖率水平仍然位居国有大行首位。三季度公司不良贷款净增加额 184.68 亿元, 环比二季度减少 20.67 亿元, 我们判断三季度不良压力释放后, 后续伴随宏观经济企稳上行, 国有大行资产质量的不确定性将会逐步弱化, 预计资产质量风险可能在明年上半年逐步出清。
- 风险提示:** 1) 利差快速收窄; 2) 不良率上行; 3) 融资需求大幅下滑。

股价走势



市场数据

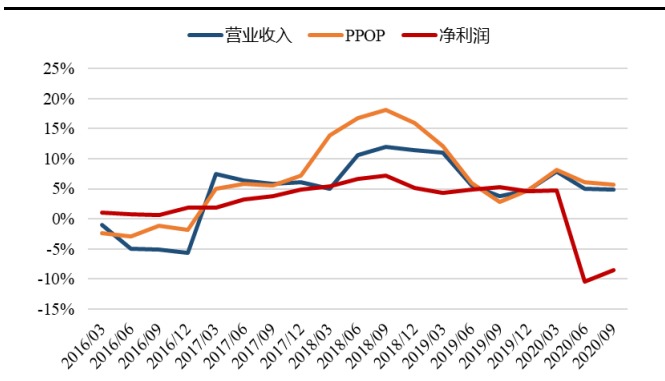
收盘价(元)	3.15
一年最低/最高价	3.11/3.67
市净率(倍)	0.51
流通 A 股市值(百万元)	926274.18

基础数据

每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	92.07
总股本(百万股)	349983.03
流通 A 股(百万股)	294055.29

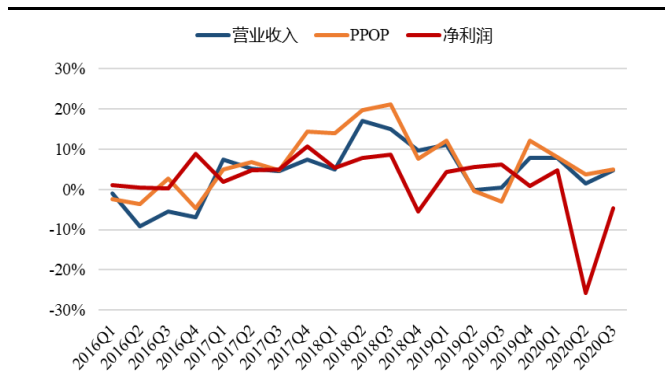
相关研究

图 1: 2016/03~2020/09 农业银行累计盈利增速



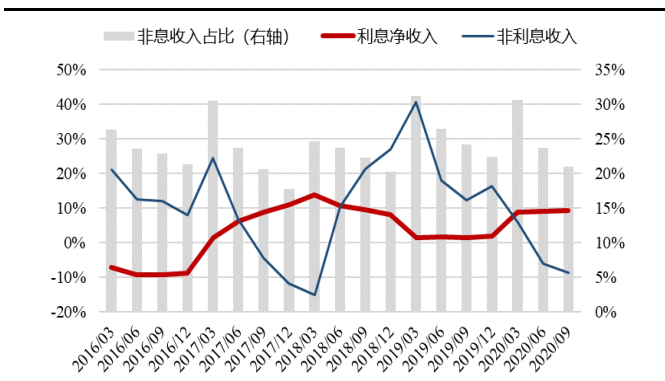
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2016Q1~2020Q3 农业银行单季度盈利增速



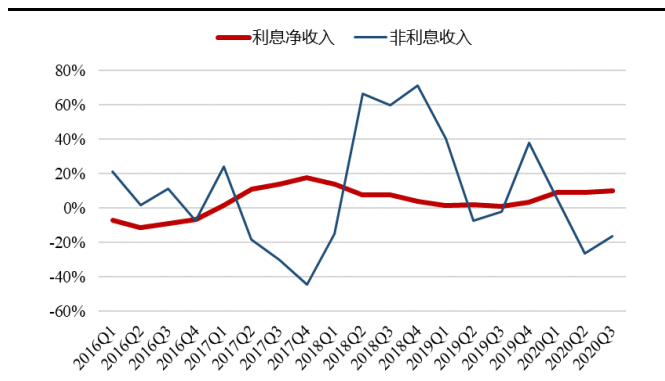
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2016/03~2020/09 农业银行利息收入增速及结构



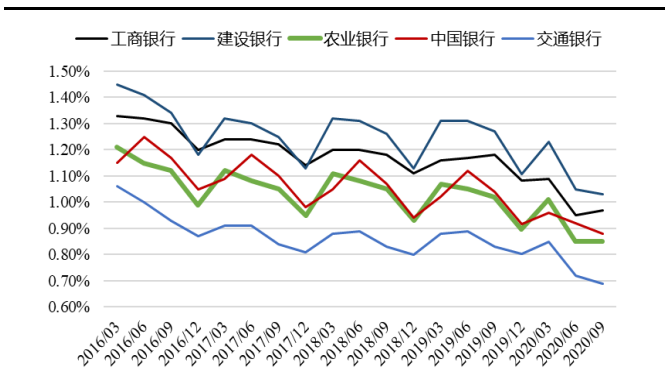
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2016Q1~2020Q3 农业银行单季度利息收入增速



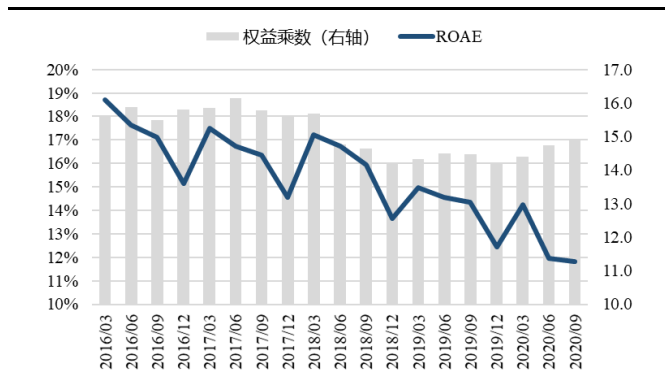
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2016/03~2020/09 农业银行及可比银行 ROAA



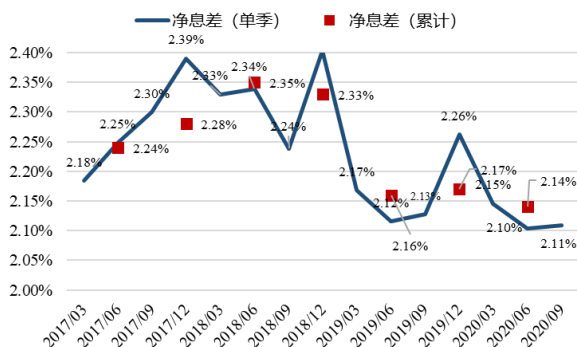
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2016/03~2020/09 农业银行 ROAE 及权益乘数



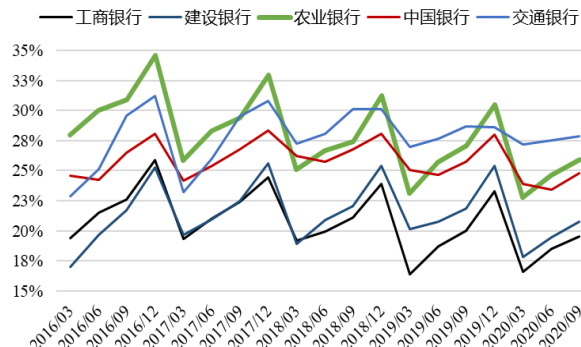
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 7：2017/03~2020/09 公司累计及测算单季净息差



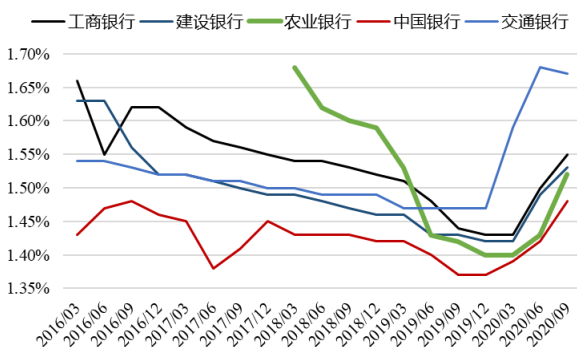
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算
 累计净息差为报表披露值；单季净息差为测算值

图 8：2016/03~2020/09 农业银行成本收入比



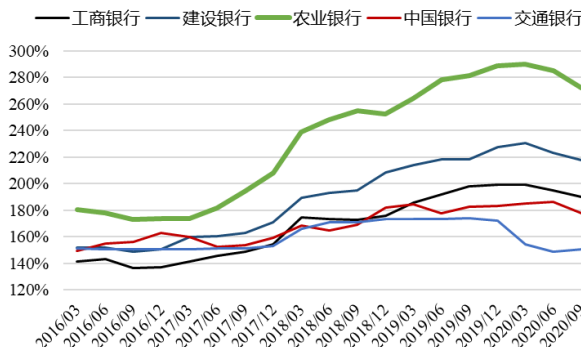
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 9：2016/03~2020/09 国有大型银行不良贷款率



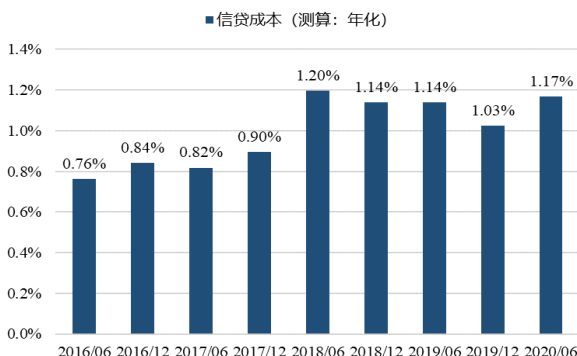
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 10：2016/03~2020/09 国有大型银行拨备覆盖率



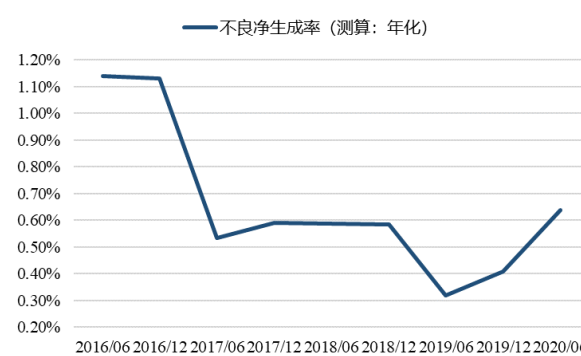
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 11：2016/06~2020/06 农业银行年化信贷成本



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算
 备注：年化信贷成本=信贷资产减值/贷款及垫款日均余额

图 12：2016/06~2020/06 农业银行不良贷款净生成率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算
 备注：年化不良贷款净生成率=(不良贷款净增量+核销规模)/期初贷款总额

农业银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产合计	22,609,471	24,878,288	27,614,900	30,376,390	33,110,265	营业收入	598,588	627,268	655,044	704,940	772,618
现金及存放中央银行款项	2,805,107	2,699,895	2,996,883	3,296,572	3,593,263	利息净收入	477,760	486,871	520,995	560,595	617,641
客户贷款及垫款	11,461,542	12,819,610	14,304,518	15,795,723	17,217,338	手续费及佣金净收入	78,141	86,926	91,272	98,574	106,460
金融投资	6,885,075	7,422,930	8,146,395	8,961,035	9,800,638	投资收益等其他业务收入	42,687	53,471	42,777	45,771	48,517
FVTPL 金融投资	643,245	801,361	828,447	911,292	993,308	营业支出	348,372	360,963	407,169	440,743	488,176
以摊余成本计量的金融投资	4,503,698	4,946,741	5,522,980	6,044,902	6,588,943	业务及管理费	187,200	191,224	193,238	211,482	231,785
FVTOCI 金融投资	1,738,132	1,674,828	1,794,968	2,004,842	2,218,388	资产减值损失	136,647	138,605	185,429	198,409	222,218
存放同业及其他金融机构款项	109,728	235,742	276,149	303,764	331,103	营业利润	250,216	266,305	247,875	264,197	284,442
拆出资金	552,013	523,183	552,298	607,528	662,205	税前利润	251,674	266,576	249,115	265,518	285,865
买入返售金融资产	371,001	708,551	690,372	759,410	827,757	净利润	202,631	212,924	201,783	215,070	228,692
贵金属	21,268	30,063	27,615	30,376	33,110	归属于母公司股东净利润	202,783	212,098	201,000	214,235	227,804
其他资产合计	403,737	438,314	620,668	621,982	644,851	财务指标					
负债合计	20,934,684	22,918,526	25,402,446	28,013,730	30,587,745	资产总计增速	7.4%	10.0%	11.0%	10.0%	9.0%
向中央银行借款	561,195	608,536	674,489	743,825	812,170	客户贷款及垫款增速	11.1%	11.8%	11.6%	10.4%	9.0%
同业及其他金融机构存放款项	1,124,322	1,503,909	1,727,366	1,848,906	1,988,203	负债总计增速	6.7%	9.5%	10.8%	10.3%	9.2%
拆入资金	325,541	325,363	368,335	400,596	437,405	客户存款增速	7.1%	6.9%	12.0%	10.0%	9.0%
交易性金融负债	286,303	330,627	368,335	406,199	443,522	营业收入增速	11.5%	4.8%	4.4%	7.6%	9.6%
衍生金融负债	34,554	29,548	25,402	28,014	30,588	利息净收入增速	8.1%	1.9%	7.0%	7.6%	10.2%
卖出回购款项	157,101	53,197	50,805	70,034	76,469	手续费及佣金净收入增速	7.2%	11.2%	5.0%	8.0%	8.0%
客户存款	17,346,290	18,542,861	20,768,004	22,844,805	24,900,837	成本收入比	31.3%	30.5%	29.5%	30.0%	30.0%
已发行债务证券	780,673	1,108,212	1,143,110	1,260,618	1,376,449	所得税率	19%	20%	19%	19%	20%
其他负债合计	318,705	416,273	276,597	410,733	522,102	归属于母公司股东净利润增速	4.9%	5.1%	-5.2%	6.6%	6.3%
股东权益	1,674,787	1,959,762	2,212,454	2,362,660	2,522,520	EPS	1.00	1.05	0.56	0.60	0.64
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983	BVPS	7.59	8.39	5.37	5.80	6.25
其他权益工具	79,899	199,886	319,875	319,875	319,875	ROAE	13.66%	12.43%	10.83%	10.73%	10.59%
资本公积	173,556	173,556	173,556	173,556	173,556	ROAA	1.11%	1.08%	0.77%	0.74%	0.72%
其他综合收益	20,465	31,903	30,000	30,000	30,000	净利息收益率	2.31%	2.26%	2.10%	2.05%	2.07%
盈余公积	154,257	174,910	194,407	215,188	237,285	不良贷款率	1.59%	1.40%	1.50%	1.47%	1.42%
一般准备	239,190	277,016	312,724	350,783	391,252	拨备覆盖率	252.2%	288.8%	275.0%	285.0%	295.0%
未分配利润	652,944	741,101	818,634	909,099	1,005,433	分红比例	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
归属于母公司股东的权益	1,670,294	1,948,355	2,199,179	2,348,484	2,507,385	估值指标					
少数股东权益	4,493	11,407	13,275	14,176	15,135	P/E (A 股)	3.2	3.0	5.6	5.3	4.9
资产负债指标						P/E (H 股)	2.3	2.2	4.0	3.8	3.6
生息资产平均余额	20,541,585	22,460,779	24,809,287	27,346,108	29,837,720	P/B (A 股)	0.42	0.38	0.59	0.54	0.50
计息负债平均余额	18,963,079	20,736,411	23,624,720	26,150,506	28,621,059	P/B (H 股)	0.30	0.27	0.42	0.39	0.36
归属于母公司普通股股东权益	1,590,395	1,748,469	1,879,304	2,028,609	2,187,510	股息率 (A 股)	5.52%	5.77%	5.47%	5.83%	6.20%
						股息率 (H 股)	7.65%	8.01%	7.59%	8.09%	8.60%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

