

公司研究/季报点评

2020年10月30日

银行/银行 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 3.15
目标价格(元): 3.58

沈娟 SAC No. S0570514040002
研究员 SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

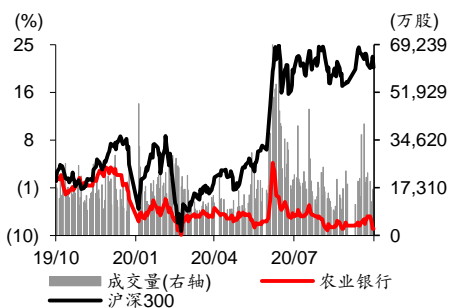
蒋昭鹏 SAC No. S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

安娜 SAC No. S0570120080111
联系人 anna@htsc.com

相关研究

- 1《农业银行(601288 SH,增持): 县域赋予成长性,存款成本现拐点》2020.03
- 2《农业银行(601288 SH,增持): 利润增速走高,不良稳步改善》2019.10
- 3《农业银行(601288 SH,增持): 普惠特色大行,资产质量大改善》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

利润降幅收窄, 净息差平稳

农业银行(601288)

利润降幅收窄, 净息差平稳

农业银行于10月30日发布2020年三季报,1-9月归母净利润、营业收入、PPOP(拨备前利润)分别同比-8.7%、+4.9%、+5.7%,增速较1-6月+3.6pct、-0.1pct、-0.4pct。三季报的核心看点为归母净利润同比降幅收窄、净息差基本平稳、中间收入同比增速上行。我们预测2020-22年EPS 0.56/0.58/0.60元,目标价3.58元,维持“增持”评级。

规模稳步扩张, 净息差基本平稳

1-9月年化ROE、ROA分别同比-2.54pct、-0.17pct至11.81%、0.85%。9月末总资产、贷款、存款增速分别为+9.8%、+12.7%、+11.0%,较6月末-0.7pct、+0.7pct、+1.1pct。Q3新增个人贷款2367亿元,占全部新增贷款的比例为51%。Q3新增存款增加6467亿元,主要由定期存款贡献,9月末存款活期率较6月末-0.6pct。我们测算1-9月净息差较1-6月下降1bp,推测主要受资产端收益率下行拖累(贷款定价下行是主因),负债端成本则受益于存款成本改善而有一定下行。

不良率上升, 资本充足率稳定

9月末不良贷款率、拨备覆盖率分别为1.52%、272%,较6月末+9bp、-13pct,不良率上升主要由于县域地区不良率上升。9月末县域业务不良贷款率、拨备覆盖率分别为1.56%、308%,较6月末+8bp、-17pct。Q3年化不良生成率0.94%,较Q2下降0.36pct。Q3年化信贷成本为1.10%,较Q2下降0.44pct。1-9月信用减值损失同比+33.5%,增速较1-6月-1.6pct。9月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为16.54%、10.85%,较6月末+0.12pct、-0.02pct,二者变动趋势背离主要由于农业银行于8月完成了350亿元永续债的发行。

县域贷款投放加快, 中收增速上行

9月末县域贷款、存款分别同比+15.4%、+10.6%,贷款增速高于全行,而存款增速与全行相当。9月末县域贷款、存款分别占全行贷款、存款比例为35%、43%。1-9月中间业务收入同比+5.4%,增速较1-6月+2.5pct。我们推测主要由银行卡、顾问和咨询、托管业务收入增长贡献。1-9月投资收益、汇兑收益、公允价值变动收益合计同比-76.6%,增速较1-6月-19.1pct,主要由于市场利率波动。

目标价3.58元, 维持“增持”评级

鉴于公司2020年加大拨备计提力度,我们预测2020-22年EPS为0.56/0.58/0.60元(前值为0.63/0.67/0.71元),2021年BVPS 5.78元,对应PB 0.55倍。可比公司2021年Wind一致预测PB 0.57倍,公司县域特色突出,应享受估值溢价,我们给予公司2021年目标PB 0.62倍,目标价由3.92~4.36元调整至3.58元。

风险提示: 经济下行持续时间超预期, 资产质量恶化超预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	349,983
流通A股(百万股)	294,055
52周内股价区间(元)	3.14-3.76
总市值(百万元)	1,102,447
总资产(百万元)	27,296,753
每股净资产(元)	6.15

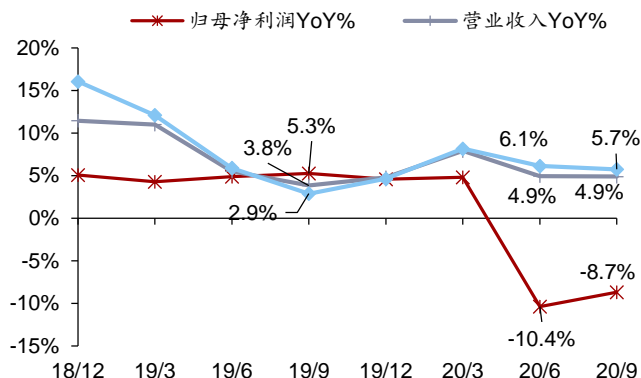
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	598,588	627,268	662,934	735,192	821,727
+/-%	11.46	4.79	5.69	10.90	11.77
归属母公司净利润(百万元)	202,783	212,098	194,836	201,549	211,694
+/-%	5.09	4.59	(8.14)	3.45	5.03
EPS(元, 最新摊薄)	0.58	0.61	0.56	0.58	0.60
PE(倍)	5.49	5.25	5.71	5.52	5.26

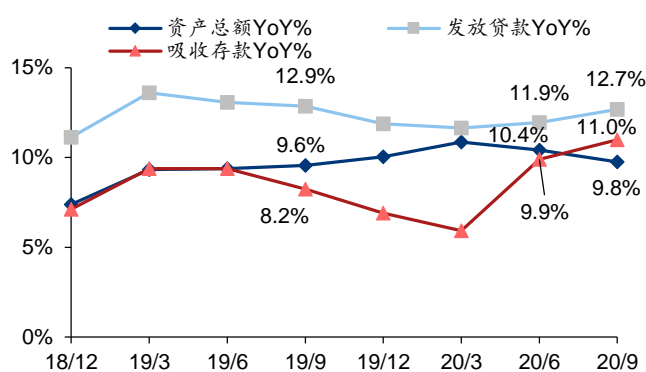
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2018-9M2020 归母净利润、营收、PPOP 累计值同比增速



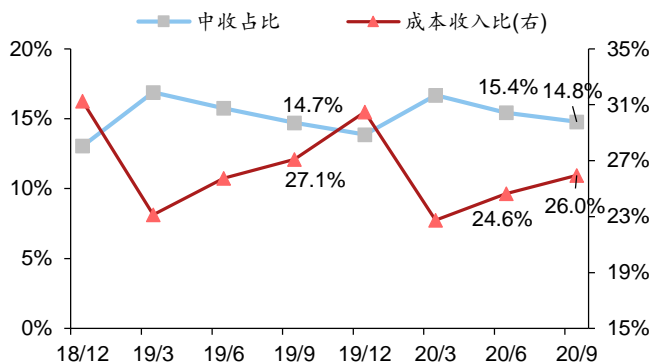
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表2: 2018Q4-2020Q3 总资产、贷款总额、存款总额同比增速



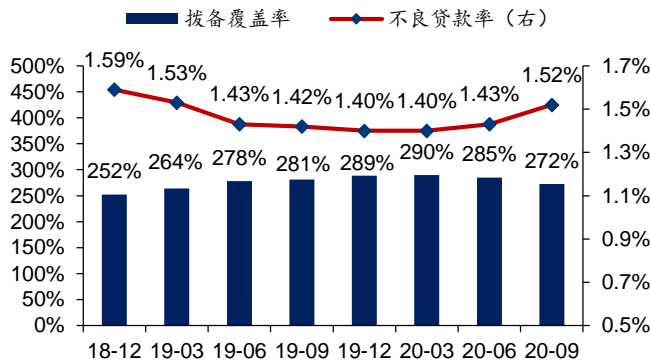
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表3: 2018-9M2020 中间收入占比及成本收入比



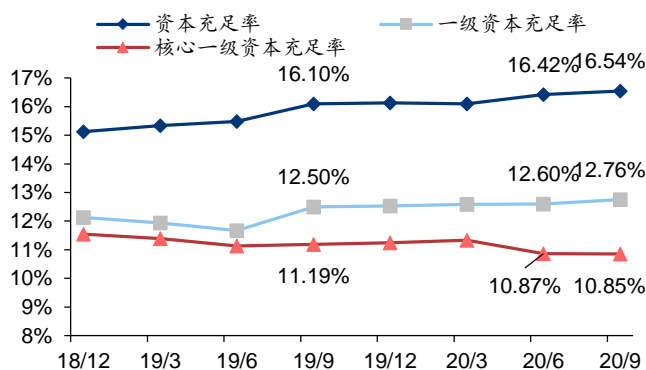
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表4: 2018Q4-2020Q3 不良贷款率及拨备覆盖率



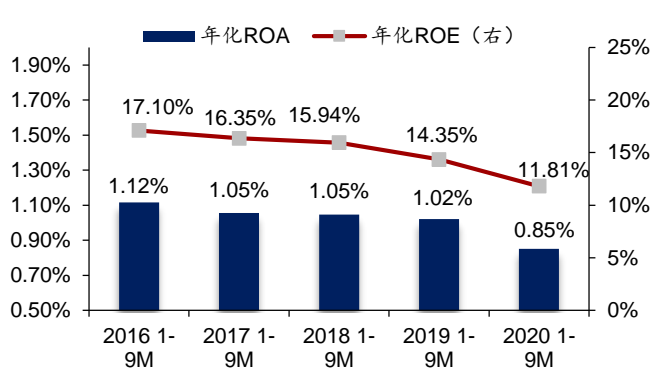
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表5: 2018Q4-2020Q3 三级资本充足率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表6: 9M2016-9M2020 年化 ROA、ROE



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表7: 可比A股上市银行PB估值(2020/10/29)

代码	简称	2021年PB估值(倍)
600036 CH	工商银行	0.61
600000 CH	建设银行	0.64
601998 CH	中国银行	0.47
平均值		0.57

注: 2021年PB估值为Wind一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

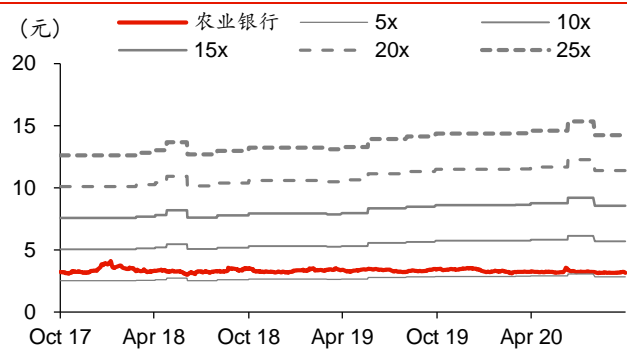
图表8: 财务预测(百万元)

资产负债表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	22,609,471	24,878,288	27,353,918	30,345,376	33,814,290	净利息收入	477,760	486,871	530,689	581,105	642,121
贷款净额	11,461,542	12,819,610	14,230,978	16,392,476	18,609,931	手续费净收入	78,141	86,926	92,142	105,963	121,857
债券投资	6,885,075	7,422,930	8,323,780	9,239,395	10,301,926	营业费用	211,474	222,240	232,027	257,317	287,604
总负债	20,934,684	22,918,526	25,245,428	28,049,252	31,253,823	拨备前利润	388,572	405,299	431,205	478,202	534,483
存款余额	17,346,290	18,542,861	20,577,874	22,969,040	25,862,731	计提减值准备	136,898	138,723	189,730	228,407	272,115
同业负债	2,168,159	2,491,005	2,435,251	2,432,016	2,405,835	所得税	49,043	53,652	45,880	47,461	49,850
股东权益	1,674,787	1,959,762	2,108,490	2,296,124	2,560,467	净利润	202,783	212,098	194,836	201,549	211,694
盈利能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本管理	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
平均ROA	0.93%	0.90%	0.74%	0.70%	0.66%	核心资本	1,583,927	1,740,584	1,879,643	2,022,712	2,173,910
平均ROE	13.66%	12.43%	9.67%	9.37%	9.21%	资本净额	2,073,343	2,498,311	2,692,872	2,903,016	3,131,996
生息资产收益率	3.67%	3.69%	3.63%	3.62%	3.61%	风险加权资产	13,712,894	15,485,352	17,026,294	18,888,311	21,047,517
计息负债成本率	1.57%	1.75%	1.72%	1.73%	1.74%	风险加权资产比重	61%	62%	62%	62%	62%
成本收入比	35%	35%	35%	35%	35%	核心一级资本充足率	11.6%	11.2%	11.0%	10.7%	10.3%
						一级资本充足率	12.1%	12.5%	12.2%	11.8%	11.3%
						资本充足率	15.1%	16.1%	15.8%	15.4%	14.9%
成长能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产质量	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款	11.1%	11.8%	11.0%	15.2%	13.5%	贷款减值准备	479,143	540,578	635,368	734,209	855,376
存款	7.1%	6.9%	11.0%	11.6%	12.6%	不良贷款额	182,239	179,475	203,503	232,773	260,539
净利息收入	8.1%	1.9%	9.0%	9.5%	10.5%	不良贷款率	1.59%	1.40%	1.43%	1.42%	1.40%
中间业务收入	7.2%	11.2%	6.0%	15.0%	15.0%	拨备覆盖率	252%	289%	299%	302%	314%
营业费用	3.9%	5.1%	4.4%	10.9%	11.8%	拨贷比	4.18%	4.22%	4.46%	4.48%	4.60%
净利润	5.1%	4.6%	-8.1%	3.4%	5.0%	信用成本	1.33%	1.21%	1.48%	1.61%	1.66%
营业收入结构	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	估值分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息占比	79.8%	77.6%	80.1%	79.0%	78.1%	PB	0.69	0.63	0.59	0.55	0.51
手续费收入占比	13.1%	13.9%	13.9%	14.4%	14.8%	PE	5.44	5.20	5.66	5.47	5.21
业务费用占比	35.3%	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%	EPS	0.58	0.61	0.56	0.58	0.60
计提拨备占比	22.9%	22.1%	28.6%	31.1%	33.1%	BVPS	4.54	5.00	5.37	5.78	6.21
						每股股利	0.17	0.18	0.17	0.17	0.18
						股息收益率	5.5%	5.8%	5.3%	5.5%	5.8%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

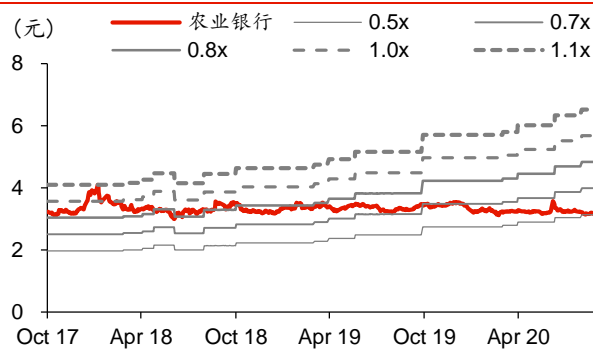
PE/PB - Bands

图表9: 农业银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 农业银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去12个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：农业银行（601288.CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 农业银行（601288.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com