

农业银行 (601288)

证券研究报告
2020年11月06日

息差环比改善，资产质量平稳

事件:10月30日晚,农业银行披露3Q20业绩:营收4982.44亿元, YoY +4.90%; 归母净利润1653.35亿元, YoY -8.49%; 加权平均年化ROE为11.81%。截至20年9月末,资产规模27.30万亿元,同比增长9.75%;不良贷款率1.52%,拨备覆盖率272.44%。

点评: 营收增速略降

3Q20 营收增速 4.90%, 较 1H20 下降 0.05 个百分点, 主要是债市调整令投资收益大幅下滑, 导致净非息收入减少 (YoY - 8.78%); 其中净手续费收入 YoY + 5.38%; 拨备前利润增速 6.64%, 较 1H20 上升 0.02 个百分点; 3Q20 归母净利润 YoY -8.49%, 增速环比回升 1.89pct, 主要源于拨备计提力度放缓及节税。

ROE 下降。3Q20 年化加权平均 ROE 为 11.81%, 同比下降 2.54 个百分点。

净息差单季度上升, 同业投放力度环比下降

单季度净息差上升。农业银行 20Q3 单季度净息差为 2.02%, 较 20Q2 上升 4BP。贷款收益率下降带动 20Q3 生息资产收益率较 1H20 下降 1BP 至 3.45%; 20Q3 计息负债成本率为 1.59%, 较 1H20 下降 5BP, 源于压降结构性存款。因市场利率已开始上升, 且负债成本下降基本到位, 预计息差短期仍将承压。

存款增速提升。农业银行 3Q20 资产规模达 27.30 万亿, 同比增长 9.75%。其中贷款规模 14.97 万亿元, 同比增长 12.07%, 较 1H20 上升 0.09 个百分点, 占生息资产比重较 1H20 下降 1.69 个百分点至 53.54%。3Q20 同业资产余额为 1.69 万亿元, 同比增速较 1H20 下降 15.4pct 至 47.4%。3Q20 存款规模 20.78 万亿元, 同比增长 10.25%, 增速较 1H20 提升 0.35pct。3Q20 存款占生息资产比例为 84.5%。

不良贷款率上升, 拨贷比下降

不良率上升。3Q20 不良贷款余额较 1H20 增加 184.68 亿元至 2262.13 亿元, 不良贷款率 1.52%, 较 1H20 上升 9BP; 1H20 关注贷款率 2.09%, 较年初下降 15BP; 1H20 逾期贷款率 1.33%, 较年初下降 4BP。1H20 不良净生成率 1.99%, 较 19 年上升 59BP。

拨贷比下降。3Q20 拨贷比 3.83%, 较 1H20 下降 25BP。拨备覆盖率达 272.44%, 较 1H20 下降 12.53pct, 但仍保持较高水准。

投资建议: 资产质量平稳, 维持“买入”评级

因经济复苏加快, 我们将农业银行 20/21 年归母净利润增速预测由 -13.1%/3.2%调整为 -6.5%/10.6%。维持目标估值 0.9 倍 20 年 PB, 对应目标价 5.01 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 付息成本快速上升; 资产质量大幅恶化; 疫情持续扩散。

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	5986	6273	6471	7160	7793
增长率(%)	11.5	4.8	3.2	10.6	8.8
归属母公司股东净利润(亿元)	2028	2121	1983	2193	2436
增长率(%)	5.1	4.6	(6.5)	10.6	11.1
每股收益(元)	0.58	0.61	0.57	0.63	0.70
市盈率(P/E)	5.49	5.25	5.61	5.08	4.57
市净率(P/B)	0.70	0.64	0.57	0.51	0.46

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	3.2 元
目标价格	5.01 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	319,244.21
流通 A 股股本(百万股)	294,055.29
A 股总市值(百万元)	1,021,581.47
流通 A 股市值(百万元)	940,976.94
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	92.07
一年内最高/最低(元)	3.86/3.14

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

朱于歆 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090006
zhuyuxian@tfzq.com

股价走势

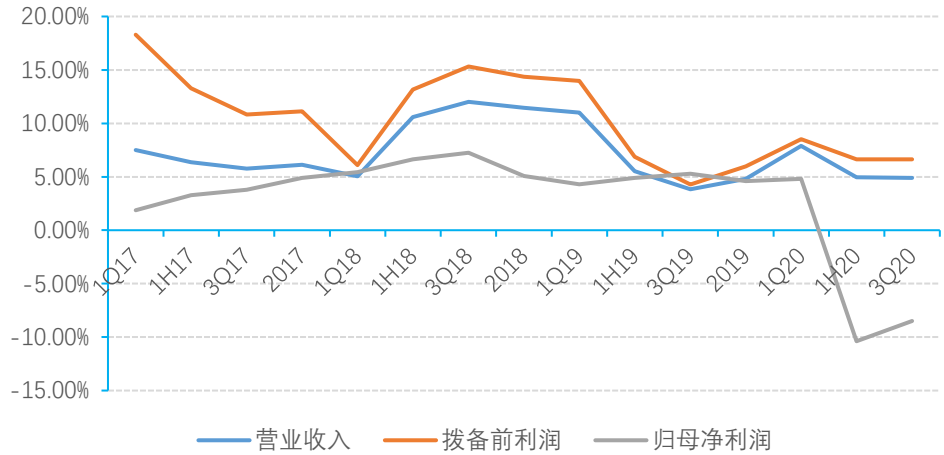


资料来源: 贝格数据

相关报告

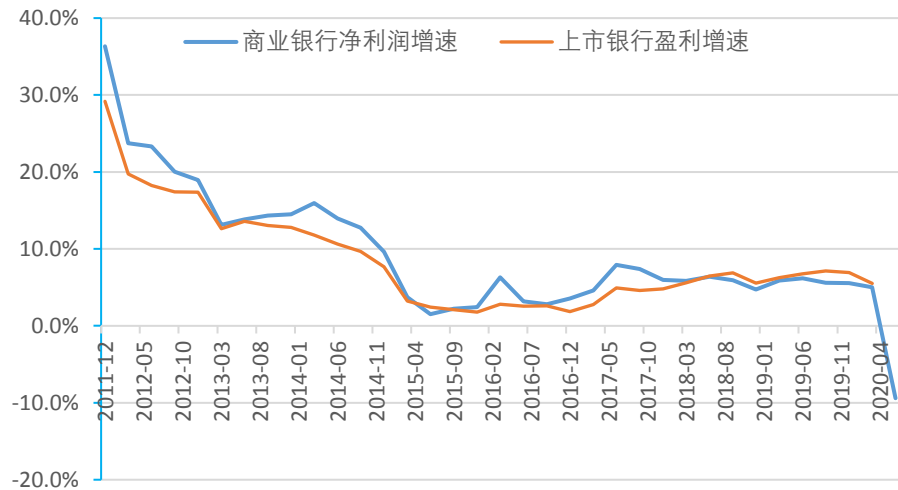
- 1 《农业银行-半年报点评:非息收入承压, 资产质量平稳》 2020-09-06
- 2 《农业银行-季报点评:营收增速提升, 资产质量平稳》 2020-05-01
- 3 《农业银行-年报点评报告:规模增长提速, 净表计划顺利推进》 2020-04-01

图 1: 农业银行 3Q20 净利润降幅收窄



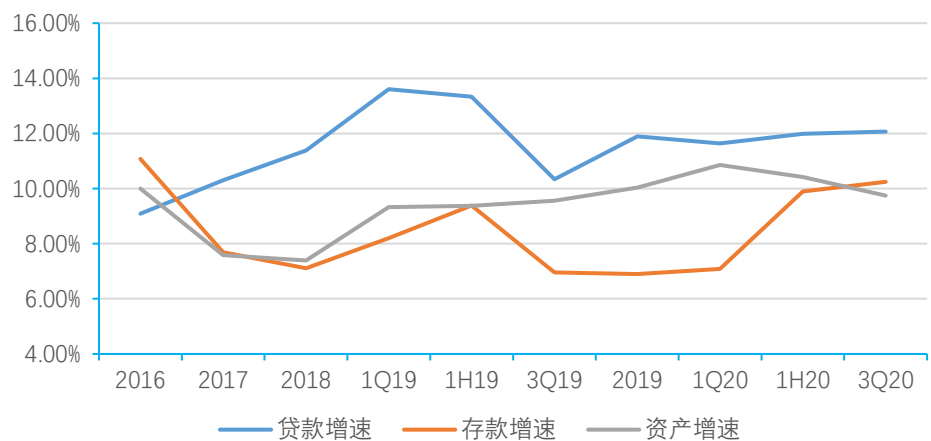
资料来源: 定期报告, 天风证券研究所

图 2: 商业银行 1H20 净利润增速-9.4%, 明显下滑



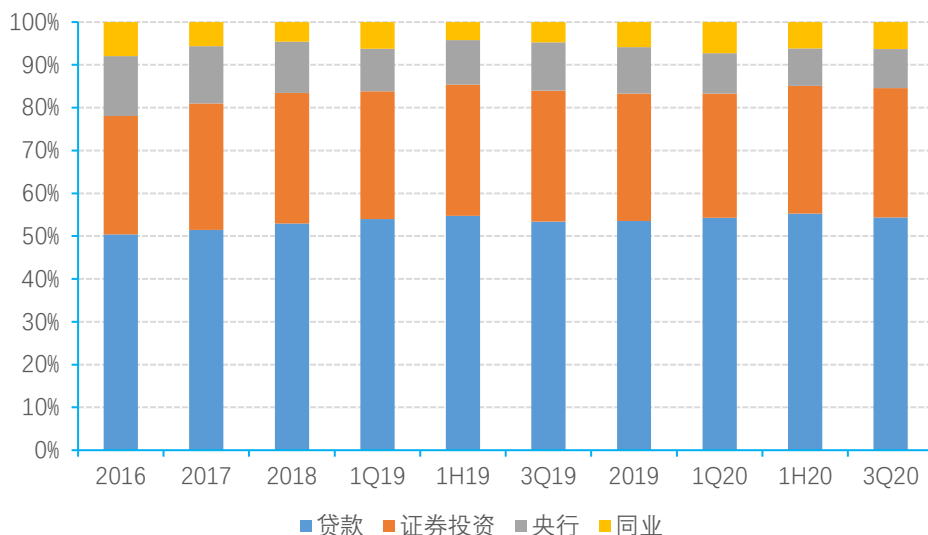
资料来源: iFinD, 天风证券研究所

图 3: 农业银行 3Q20 存贷款增速提升



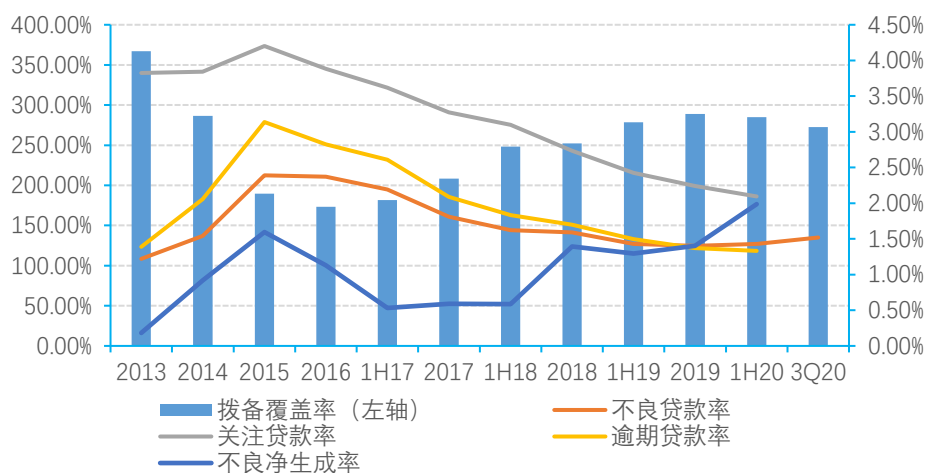
资料来源: 定期报告, 天风证券研究所

图 4：农业银行 3Q20 生息资产中贷款占比下降



资料来源：定期报告，天风证券研究所

图 5：农业银行 3Q20 不良上升，拨备下降



资料来源：iFinD，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						收入增长					
净利息收入	4778	4869	5166	5658	6111	净利润增速	5.1%	4.6%	-6.5%	10.6%	11.1%
手续费及佣金	781	869	913	958	1006	拨备前利润增速	14.4%	6.0%	4.0%	14.8%	11.4%
其他收入	427	535	393	543	675	税前利润增速	5.1%	5.9%	-6.6%	10.6%	11.1%
营业收入	5986	6273	6471	7160	7793	营业收入增速	11.5%	4.8%	3.2%	10.6%	8.8%
营业税及附加	(53)	(57)	(65)	(72)	(78)	净利息收入增速	8.1%	1.9%	6.1%	9.5%	8.0%
业务管理费	(1872)	(1912)	(1931)	(1951)	(1990)	手续费及佣金增速	7.2%	11.2%	5.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	4061	4304	4475	5138	5725	营业费用增速	5.8%	2.1%	1.0%	1.0%	2.0%
计提拨备	(1369)	(1387)	(1761)	(2114)	(2342)	规模增长					
税前利润	2517	2666	2490	2754	3059	生息资产增速	8.3%	10.6%	9.0%	9.1%	9.1%
所得税	(490)	(537)	(498)	(551)	(612)	贷款增速	11.4%	11.9%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	2028	2121	1983	2193	2436	同业资产增速	-12.2%	42.1%	10.0%	10.0%	10.0%
资产负债表						证券投资增速	11.9%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
贷款总额	119407	133602	148298	164611	182718	其他资产增速	-14.5%	-13.1%	33.7%	37.3%	38.7%
同业资产	10327	14675	16142	17756	19532	计息负债增速	8.5%	9.1%	9.5%	9.7%	10.0%
证券投资	68851	74229	80168	86581	93508	存款增速	7.1%	6.9%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产	225655	249576	271949	296563	323648	同业负债增速	2.1%	17.1%	2.0%	2.0%	2.0%
非生息资产	5306	4613	6166	8464	11738	股东权益增速	17.2%	17.0%	10.3%	10.1%	10.2%
总资产	226095	248783	272569	299177	329120	存款结构					
客户存款	173463	185429	202117	220308	240135	活期	57.6%	57.58%	57.58%	57.58%	57.58%
其他计息负债	29488	35992	40302	45677	52424	定期	36.7%	36.69%	36.69%	36.69%	36.69%
非计息负债	6396	7764	8541	9395	10335	其他	5.7%	5.74%	5.74%	5.74%	5.74%
总负债	209347	229185	250960	275380	302894	贷款结构					
股东权益	16748	19598	21609	23797	26226	企业贷款(不含贴现)	54.6%	54.56%	54.56%	54.56%	54.56%
每股指标						个人贷款	39.1%	39.08%	39.08%	39.08%	39.08%
每股净利润(元)	0.58	0.61	0.57	0.63	0.70	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.16	1.23	1.28	1.47	1.64	不良贷款率	1.59%	1.40%	1.30%	1.25%	1.20%
每股净资产(元)	4.54	5.00	5.57	6.19	6.88	正常	95.45%	96.14%	96.51%	96.62%	96.72%
每股总资产(元)	64.60	71.08	77.88	85.48	94.04	关注	2.73%	2.23%	2.18%	2.13%	2.08%
P/E	5.5	5.2	5.6	5.1	4.6	次级	0.38%	0.50%			
P/PPOP	2.7	2.6	2.5	2.2	1.9	可疑	1.06%	0.78%			
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	损失	0.15%	0.13%			
P/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	拨备覆盖率	256.11%	288.75%	286.98%	284.54%	286.10%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.33%	2.17%	2.11%	2.14%	2.16%	资本充足率	15.12%	16.13%	16.42%	16.76%	17.13%
净利差(Spread)	2.20%	2.03%	2.05%	2.07%	2.09%	核心资本充足率	11.55%	11.24%	11.81%	12.40%	13.02%
贷款利率	4.40%	4.40%	4.45%	4.50%	4.55%	资产负债率	92.59%	92.12%	92.07%	92.05%	92.03%
存款利率	1.39%	1.59%	1.59%	1.59%	1.59%	其他数据					
生息资产收益率	3.82%	3.83%	3.85%	3.87%	3.89%	总股本(亿)	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83
计息负债成本率	1.62%	1.80%	1.82%	1.84%	1.86%						
盈利能力											
ROAA	0.93%	0.90%	0.76%	0.77%	0.78%						
ROAE	13.81%	12.70%	10.72%	10.66%	10.65%						
拨备前利润率	1.86%	1.81%	1.72%	1.80%	1.82%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com