

投资评级 优于大市 维持

拨备水平保持高位，县域投放加快

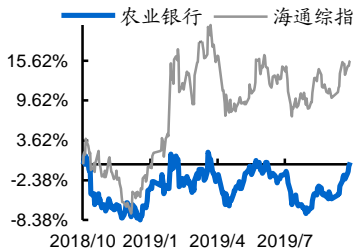
股票数据

10月28日收盘价(元) 3.65
52周股价波动(元) 3.38-3.94

股本结构

总股本(百万股) 349983
流通A股(百万股) 294055
B股/H股(百万股) 0/30739

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.8	7.3	1.9
相对涨幅(%)	5.1	5.3	0.8

资料来源:海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:林加力

Tel:(021)23154395

Email:lj12245@htsec.com

证书:S0850518120003

分析师:解巍巍

Email:xww12276@htsec.com

证书:S0850518070001

投资要点: 营收增速虽然受息差影响放缓, 但资产质量仍处于边际改善通道, 特别是县域金融的不良率降幅高于全行水平, 为归母净利润释放提供了空间, 维持“优于大市”评级。

- **营收增速放缓, 拨备压力减轻, 归母净利润增速向上。**农业银行前三季度归母净利润同比增长 5.28%, 较上半年提高 0.39 个百分点, 其中三季度单季同比增速 6.10%。贡献归母净利润增速的主要因素为拨备计提压力减轻: 前三季度营业收入增速放缓至 3.8%, 拨备前利润增速放缓至 2.6%, 而计提减值损失放缓至 0.9% 使得归母净利润增速回升。
- **息差受资产端拖累。**我们测算前三季度息差为 2.08%, 较上半年下降 1BP。其中, 前三季度负债成本率较上半年下降 1BP, 但资产收益率降幅 3BP 拖累了息差。并且, 三季度末资产端中贷款与投资类资产占比分别下降 0.7、0.5 个百分点, 两类收益较高的资产占比下降或拖累资产收益率。
- **不良率下降, 拨备仍处高位。**三季末不良率 1.42%, 较二季度末下降 1BP。我们测算前三季度不良生成率 0.61%, 较上半年提高 16BP。我们推测三季度虽然新增不良生成加快, 但公司加大了核销处置力度。另一方面, 公司三季末拨备覆盖率达 281.26%, 较二季末提高 2.88 个百分点, 预计拨备覆盖率仍将处于大行首位。
- **三季度县域贷款投放加快的同时资产质量逐步改善。**三季度单季县域新增贷款占比 42.3%, 高于上半年县域新增占比 36.5%。三季末县域不良率为 1.75%, 较二季末下降 7BP; 拨备覆盖率上升 10.1 个百分点至 290.11%, 资产质量持续改善。
- **投资建议。**农业银行营收增速虽然受息差影响放缓, 但资产质量仍处于边际改善通道, 特别是县域金融的不良率降幅高于全行水平, 为归母净利润释放提供了空间。我们给予公司 2019 年 PB 估值 0.9-1.0 倍 (目前 2019 年 PB 估值 0.73 倍), 对应合理价值区间为 4.47-4.97 元 (对应 2019 年 PE 为 7.44-8.27 倍, 同业公司对应 PE 为 6.74 倍), 给予“优于大市”评级。
- **风险提示: 企业偿债能力下降, 资产质量大幅恶化; 金融监管政策出现重大变化。**

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	537041	598588	616514	668095	721134
YOY (%)	6.13%	11.46%	2.99%	8.37%	7.94%
净利润(百万元)	192962	202783	213242	226997	243893
YOY (%)	4.90%	5.09%	5.16%	6.45%	7.44%
平均净资产收益率 (%)	14.93%	13.81%	12.64%	12.33%	12.16%
平均总资产收益率 (%)	0.94%	0.92%	0.89%	0.88%	0.87%
全面摊薄 EPS (元)	0.54	0.57	0.60	0.64	0.69
BVPS (元)	3.85	4.54	4.97	5.42	5.91

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

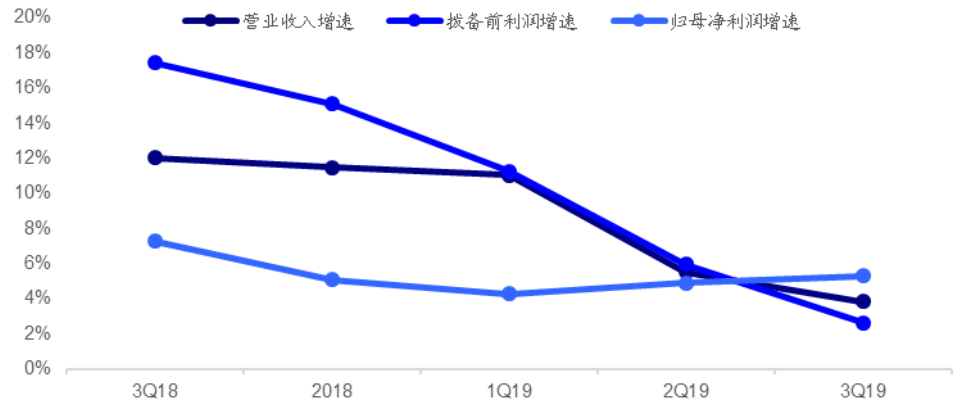
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润,并且EPS、BVPS计算时已考虑优先股股息。

表 1 可比公司估值表

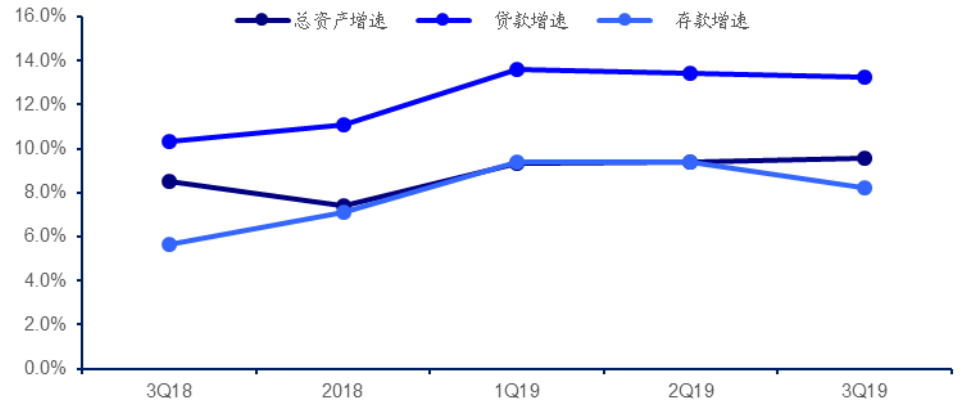
代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2018
601398	工商银行	21135	6.30	6.99	7.66	0.94	0.85	0.77	6.67	13.79
601939	建设银行	18401	6.80	8.33	9.15	1.08	0.88	0.80	6.82	14.04
	均值		6.55	7.66	8.41	1.01	0.86	0.79	6.74	13.91
601288	农业银行	12774	4.54	4.97	5.42	0.80	0.73	0.67	6.07	13.66

注: 收盘价为 10 月 28 日价格, 可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。农业银行数据为海通证券研究所预测数据, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股股息。

资料来源: WIND, 海通证券研究所

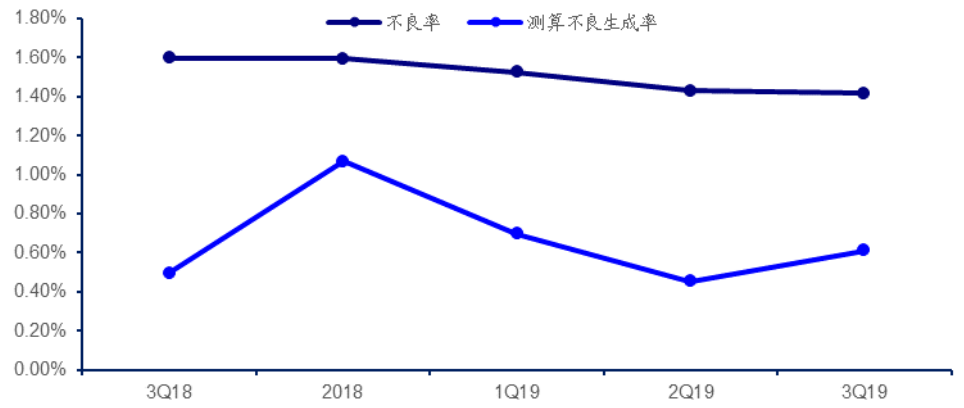
图1 公司营收、PPOP、归母净利润增速情况


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图2 公司资产、贷款、存款增速情况


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图3 公司不良率及测算不良生成率情况



资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
估值指标 (倍):					利润表 (百万元):				
PE	6.39	6.07	5.70	5.30	利息收入	784724	854202	930417	1009548
PB	0.80	0.73	0.67	0.62	利息支出	-306964	-375082	-404490	-435763
P/B (扣除商誉)	0.80	0.74	0.67	0.62	净利息收入	477760	479121	525927	573784
每股指标 (元):					手续费净收入	78141	89727	94501	99682
EPS	0.57	0.60	0.64	0.69	营业收入	598588	616514	668095	721134
BVPS	4.54	4.97	5.42	5.91	业务及管理费	-187200	-184954	-207109	-223551
BVPS (扣除商誉)	4.54	4.96	5.42	5.90	拨备前利润	388572	404144	433173	469356
每股拨备前利润	1.11	1.15	1.24	1.34	拨备	-136898	-150466	-163119	-179189
驱动性因素:					税前利润	251674	253678	270054	290167
生息资产增长	8.00%	7.27%	8.19%	8.25%	税后利润	202631	213090	226845	243741
贷款增长	11.13%	10.00%	9.00%	9.00%	归属母公司净利	202783	213242	226997	243893
存款增长	7.11%	9.00%	9.00%	9.00%					
贷款收益率	5.61%	4.42%	4.42%	4.42%	资产负债表 (百万元):				
生息资产收益率	3.67%	3.72%	3.76%	3.77%	贷款总额	11913625	13104988	14284436	15570036
存款付息率	1.66%	1.57%	1.57%	1.57%	贷款减值准备	-479143	-561077	-650351	-734978
计息负债付息率	1.57%	1.77%	1.77%	1.76%	贷款净额	11461542	12543911	13634086	14835057
净息差	2.23%	2.08%	2.12%	2.14%	债券投资	6885075	7815175	8434030	9096573
风险成本	1.14%	1.20%	1.19%	1.20%	存放央行	2805107	2457969	2679187	2920313
净手续费增速	7.18%	14.83%	5.32%	5.48%	同业资产	1032742	981105	1000727	1020742
成本收入比	31.27%	30.00%	31.00%	31.00%	其他资产	425005	685544	741713	802917
所得税税率	19.49%	16.00%	16.00%	16.00%	生息资产	22184466	23798160	25748029	27872686
盈利及杜邦分析:					资产总额	22609471	24483703	26489741	28675602
ROAA	0.92%	0.89%	0.88%	0.87%	存款	17346290	18907456	20609127	22463949
ROAE	13.81%	12.64%	12.33%	12.16%	同业负债	2168159	2168159	2168159	2168159
净利息收入	2.19%	2.03%	2.06%	2.08%	发行债券	780673	905581	996139	1095753
非净利息收入	0.55%	0.58%	0.56%	0.53%	计息负债	20295122	21981196	23773425	25727860
营业收入	2.74%	2.62%	2.62%	2.61%	负债总额	20934684	22661027	24508685	26523567
营业支出	0.88%	0.81%	0.83%	0.83%	股本	349983	349983	349983	349983
拨备前利润	1.78%	1.72%	1.70%	1.70%	资本公积	173556	173556	173556	173556
拨备	0.63%	0.64%	0.64%	0.65%	盈余公积	154257	154286	175566	198250
税前利润	1.15%	1.08%	1.06%	1.05%	一般风险准备	239190	277106	239190	239190
税收	0.22%	0.17%	0.17%	0.17%	未分配利润	652944	732608	779525	915219
业绩年增长率:					股东权益	1674787	1822677	1981056	2152035
净利息收入	8.11%	0.28%	9.77%	9.10%	负债和所有者权益合计	22609471	24483703	26489741	28675602
营业收入	11.46%	2.99%	8.37%	7.94%					
拨备前利润	15.08%	4.01%	7.18%	8.35%	资本状况:				
归属母公司利润	5.09%	5.16%	6.45%	7.44%	资本充足率	15.12%	15.13%	15.00%	14.86%
资产质量:					核心资本充足率	12.13%	12.35%	12.42%	12.48%
不良率	1.59%	1.42%	1.65%	1.64%	杠杆率	13.50	13.43	13.37	13.32
拨备覆盖率	252.18%	302.04%	275.10%	287.12%	RORWA	1.48%	1.45%	1.43%	1.42%
拨贷比	4.02%	4.28%	4.55%	4.72%	风险加权系数	60.65%	60.00%	60.00%	60.00%
不良净生成率	1.07%	0.56%	0.91%	0.76%					

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

注: 收盘价为 10 月 28 日价格, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股股息。

信息披露 分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融业
林加力 银行行业
解巍巍 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中信银行, 第一创业, 兴业银行, 杭州银行, 中国太保, 国金证券, 光大证券, 中国人寿, 国泰君安, 东吴证券, 东方财富, 汇丰控股, 华安证券, 中国银河, 兴业证券, 招商证券, 中国银行, 华泰证券, 中原证券, 中国平安, 中国财险, 中金公司, 众安在线, 中信建投, 安信信托, 中国太平, 东方证券, 南京银行, 广发证券, 国元证券

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。