

农业银行(601288.SH/01288.HK)

盈利能力平稳上行，资产质量稳定向好

事件：农业银行发布 2019 年第三季度报告。

投资建议：

公司前三季度营收和 PPOP 增速继续放缓，盈利能力平稳上行。据我们测算，生息资产收益率下行，预计主要是受定价下行影响；息差负债端存款增量和结构有所改善，计息负债成本率持平；息差小幅收窄。资产质量方面，公司扎实推进净表计划，不良贷款率环比延续下降，不良净生成率降低至可比同业较低水平，拨备覆盖率继续提高，风险抵补能力继续增强，预计后续不良生成和拨备计提压力减轻。同时考虑到公司的资本补充压力减弱，我们预计公司 19/20 年归母净利润增速分别为 5.04% 和 4.75%，EPS 分别为 0.60/0.62 元/股，当前股价对应 19/20 年 PE 分别为 6.15X/5.86X，PB 分别为 0.73X/0.67X。公司近两年动态估值中枢 0.85 倍 PB 左右，据此我们测算公司 A 股的合理价值在 4.24 元/股左右（对于 19 年 0.85 倍 PB），按照当前 AH 溢价比例，对应 H 股合理价值为 3.74 港币/股，维持买入评级。

风险提示：1、经济增长下行超预期；2、资产质量超预期恶化。

核心观点：

● 营收和 PPOP 增速继续放缓，盈利能力平稳上行

公司前三季度营收、PPOP、归母净利润同比分别增长 3.83%、2.84%、5.28%，增幅较 19H1 分别-1.68pct、-2.63pct、+0.39pct。从盈利驱动因素来看：营收端增速下滑主要是受中收和其他非息收入负面拖累较大；规模增速回升部分抵消了息差收窄的影响，净利息收入增速基本持平与 19H1。得益于营业支出控制较好，前三季度利润总额增速较 19H1 小幅上行。减值计提力度延续了 19 年以来的减轻态势，前三季度各项减值同比增长 1.56%，增幅较 19H1 降低 9.06%，受此影响 PPOP 增速也继续回落。

● 据测算，生息资产收益率下行，计息负债成本率持平，息差小幅收窄

据我们测算，公司前三季度年化净息差较上半年下行了约 2bps，其中生息资产收益率下行了约 3bps、计息负债成本率基本持平。

生息资产收益率下行预计主要是受定价下行影响：Q3 贷款总额增加 3602.52 亿元，较上季度小幅多增 320.51 亿元。从增量结构来看，个人贷款增量占比 45%、一般公司类贷款增量占比 38%。

负债端存款增量和结构有所改善，主动性负债增长放缓：Q3 存款总额增加 1947.80 亿元，较上季度多增 1127.87 亿元。从客户结构上来看，Q3 增量存款主要来自一般公司类存款和个人存款，其他存款大幅减少；从期限结构上来看，定期存款贡献较大。在存款增长改善的情况下，主动性负债增量环比下降。

● 净表计划效果良好，资产质量稳定向好，拨备充足性进一步提高

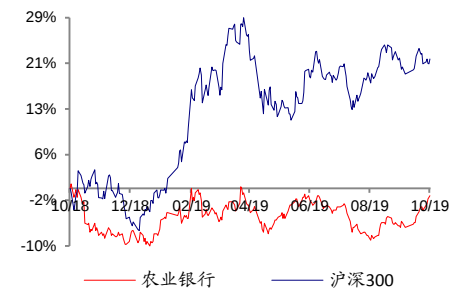
自 16Q3 以来不良贷款率环比延续下行，三季度末不良贷款率环比下降 1BP 至 1.42%，不良贷款余额环比微增 29.24 亿元。不良净核销转出率同比基本持平，环比大幅下降。若考虑加回核销转出，不良净生成率为 0.58%，同比环比均在下降，绝对值处于同业较低水平。总体来看，公司三年净表计划取得了不错的效果。此外，三季度末拨备覆盖率环比上行 2.88PCT 至 281.26%，继续领先其他大行，安全垫进一步增厚。

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格	3.66 元/3.23 港元
合理价值	4.24 元/3.74 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

分析师：

万思华



SAC 执证号：S0260519080006



021-60750604



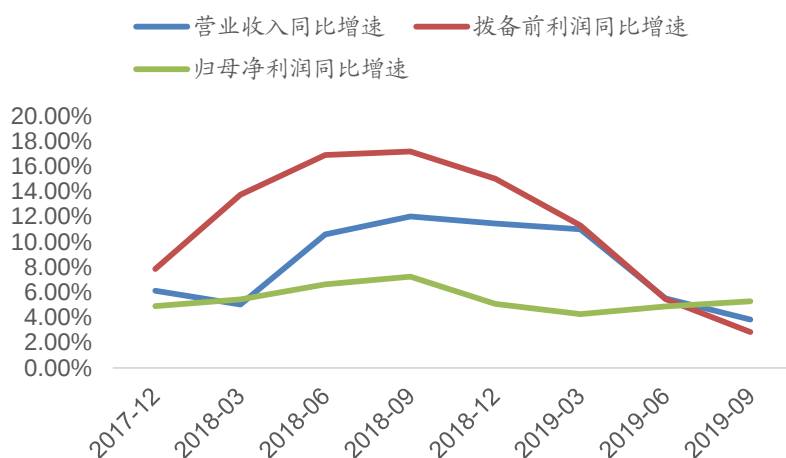
wansihua@gf.com.cn

请注意，倪军、万思华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

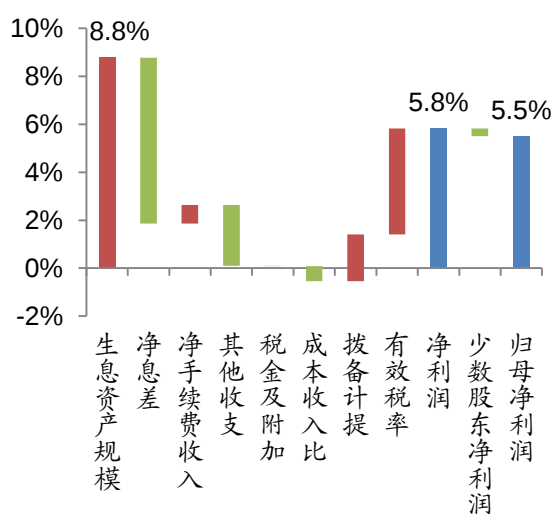
农业银行	2019-09-03
(601288.SH/01288.HK):盈利	
能力稳健，资产质量总体改善	
农业银行	2019-04-29
(601288.SH/01288.HK):核心	
盈利能力稳健，资产质量继续	
夯实	

图 1: 农业银行营业收入、PPOP、归母净利润同比增速



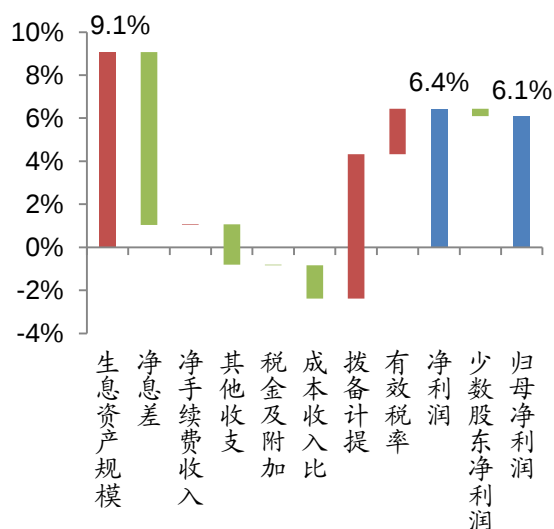
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 农业银行2019Q2单季度业绩拆分



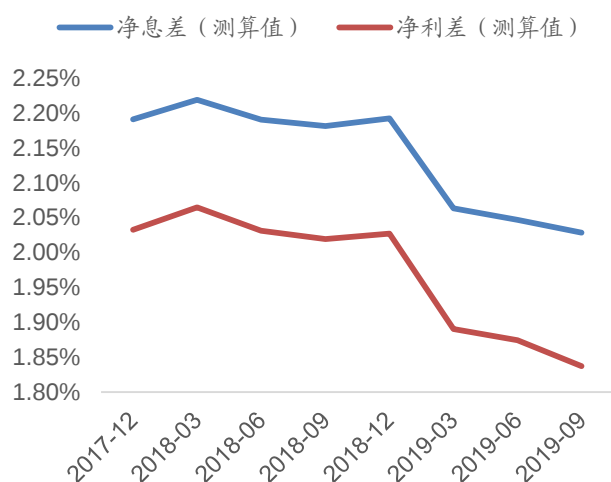
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 农业银行2019Q3单季度业绩拆分



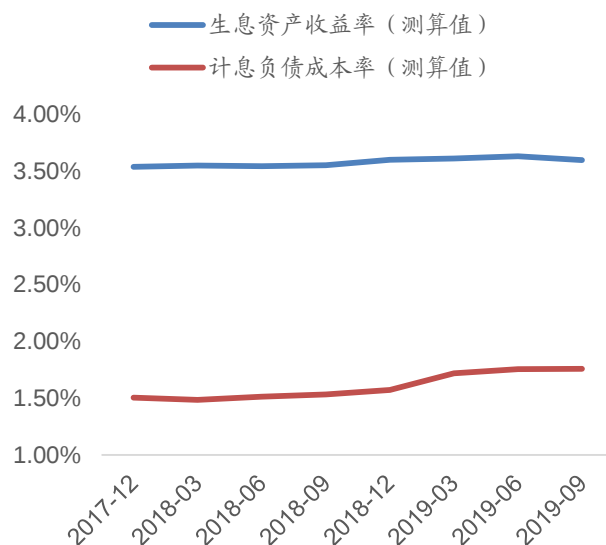
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 农业银行净息差、净利差



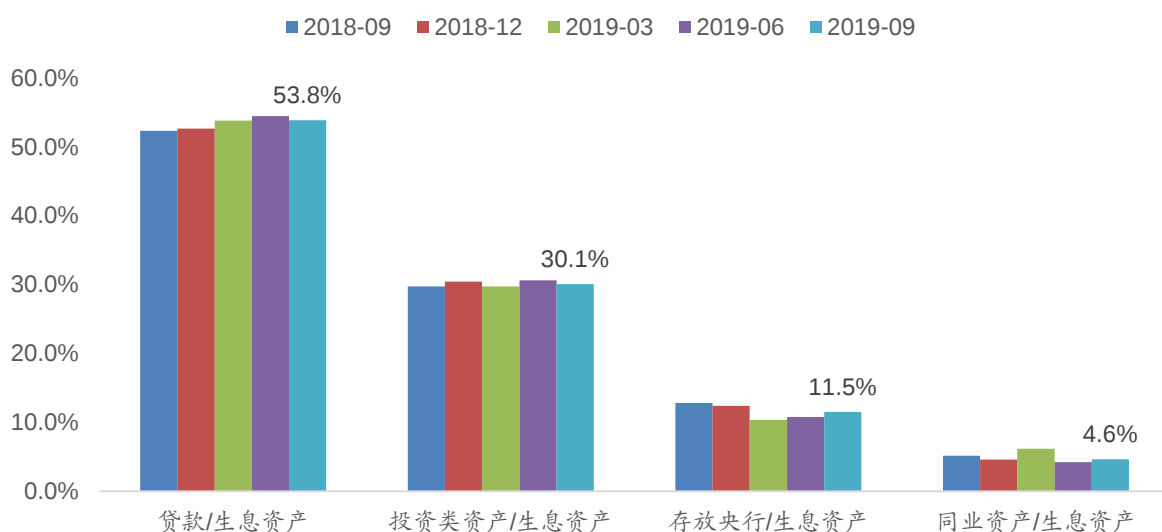
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 农业银行生息资产收益率、计息负债成本率



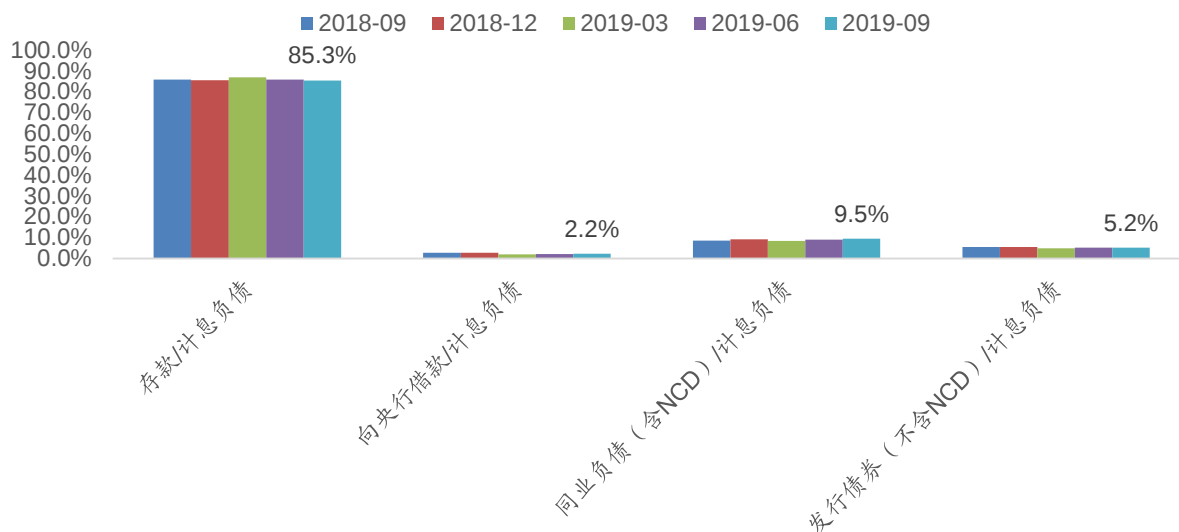
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 农业银行生息资产结构



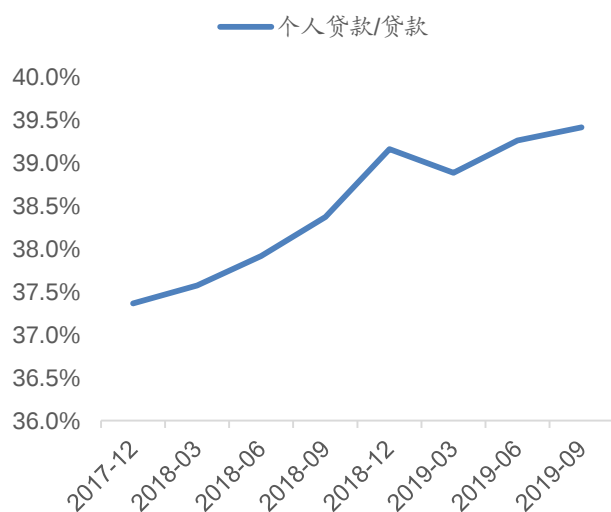
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7：农业银行计息负债结构



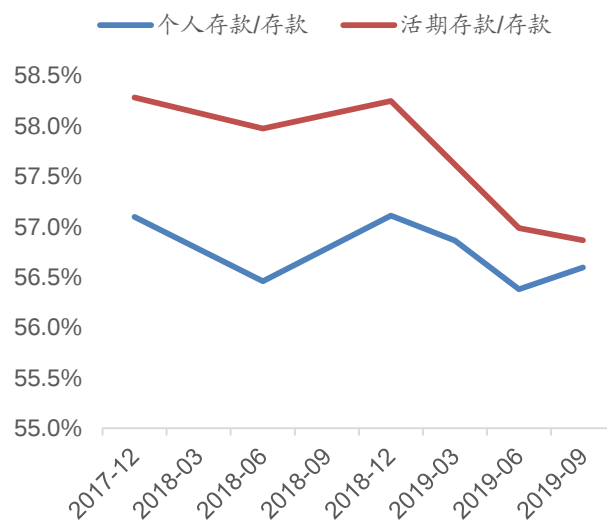
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：农业银行个人贷款占总贷款比例



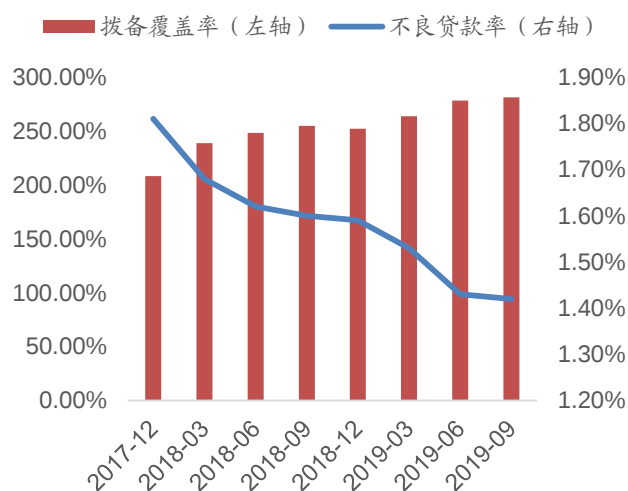
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：农业银行个人存款、活期存款占总存款比例



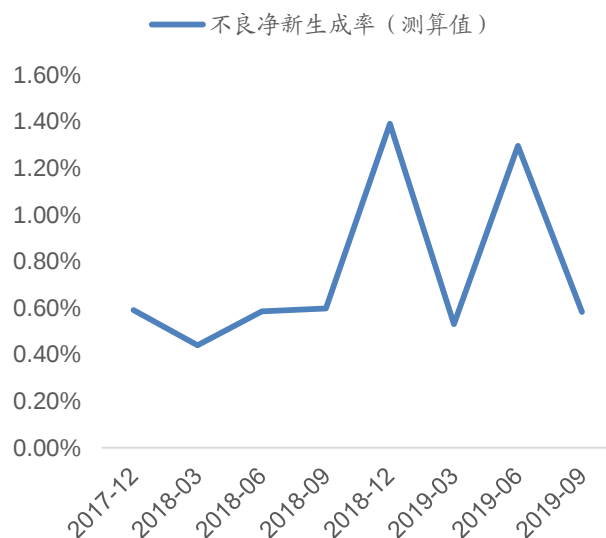
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10: 农业银行不良贷款率、拨备覆盖率



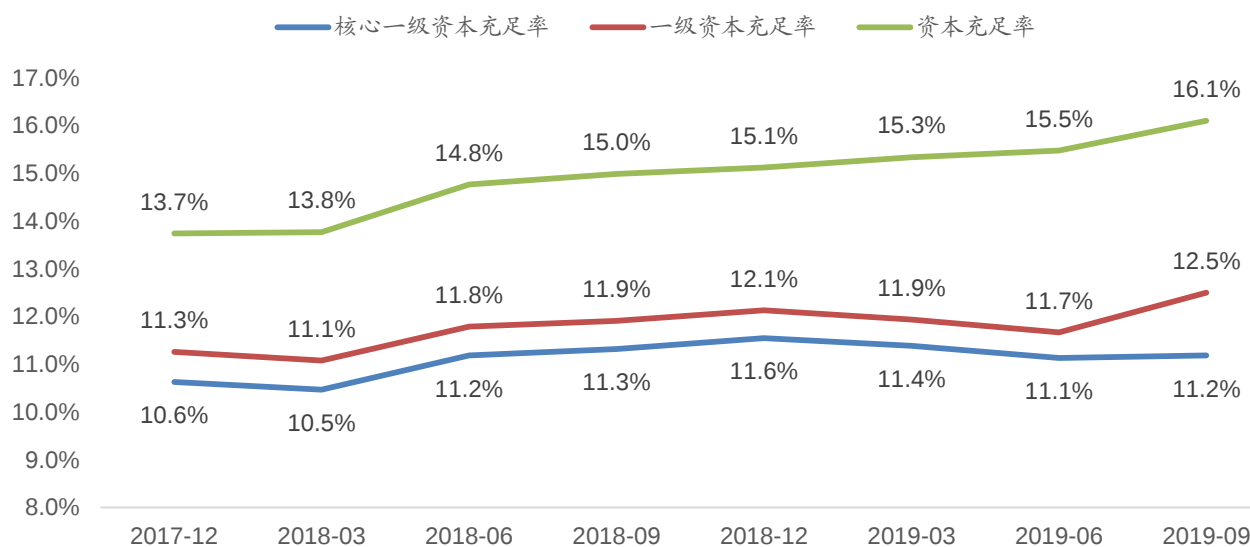
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 农业银行不良净生成率 (测算值)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 农业银行资本充足情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

附表：农业银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	6.31	6.20	6.15	5.86	5.56	净利息收入	441,930	477,760	483,803	509,429	536,613
P/B	0.88	0.81	0.73	0.67	0.62	利息收入	713,699	784,724	866,478	936,445	1,008,103
P/POP	3.77	3.80	3.52	3.30	3.22	利息支出	271,769	306,964	382,676	427,017	471,490
每股指标						净手续费收入	72,903	78,141	86,737	97,145	109,774
EPS	0.58	0.59	0.60	0.62	0.66	净其他非息收入	22,208	42,687	47,809	52,590	56,798
BVPS	4.15	4.54	4.99	5.45	5.93	营业收入	537,041	598,588	618,349	659,164	703,185
PPOPS	1.04	1.11	1.14	1.23	1.31	营业支出	280,129	329,177	336,774	363,000	388,949
DPS	0.18	0.17	0.18	0.19	0.20	税金及附加	4,953	5,330	5,649	6,361	6,951
股息支付率	30.74%	29.61%	29.61%	29.61%	29.61%	业务及管理费	177,010	187,200	191,688	196,431	208,143
股息收益率	4.87%	4.75%	4.92%	5.15%	5.43%	营业利润	256,912	269,411	281,574	296,164	314,236
驱动性因素						营业外净收入	-17,434	-17,737	-23,590	-24,298	-27,943
贷款增长	10.30%	11.13%	12.80%	11.00%	10.00%	拨备前利润	337,644	388,321	397,421	432,074	460,149
存款增长	7.69%	7.11%	8.40%	8.00%	7.20%	资产减值损失	98,166	136,647	139,437	160,208	173,855
生息资产增长	8.02%	8.07%	10.12%	9.40%	8.42%	利润总额	239,478	251,674	257,984	271,866	286,293
计息负债增长	7.64%	8.47%	11.24%	7.88%	7.02%	所得税	46,345	49,043	45,147	48,936	51,533
平均贷款收益率	4.32%	4.44%	4.38%	4.30%	4.23%	净利润	193,133	202,631	212,837	222,930	234,760
平均生息资产收益率	3.54%	3.60%	3.64%	3.59%	3.55%	归母净利润	192,962	202,783	213,004	223,114	234,957
平均存款付息率	1.34%	1.36%	1.59%	1.67%	1.73%	资产负债表					
平均计息负债付息率	1.51%	1.57%	1.79%	1.82%	1.87%	贷款总额	10,720,611	11,913,625	13,438,569	14,916,812	16,408,493
净息差(NIM)-测算值	2.19%	2.19%	2.03%	1.95%	1.89%	贷款减值准备	404,304	479,147	544,488	629,746	727,687
净利差(Spread)-测算值	2.03%	2.03%	1.86%	1.77%	1.68%	贷款净额	10,316,311	11,461,542	12,894,081	14,287,065	15,680,806
净手续费收入增速	-19.83%	7.18%	11.00%	12.00%	13.00%	投资类资产	6,152,743	6,885,075	7,573,583	8,179,469	8,752,032
净非息收入/营收	17.71%	20.19%	21.76%	22.72%	23.69%	存放央行	2,896,619	2,805,107	2,820,507	3,046,147	3,265,470
成本收入比	32.96%	31.27%	31.00%	29.80%	29.60%	同业资产	1,175,900	1,032,742	1,094,707	1,127,548	1,138,823
拨备支出/平均贷款	0.96%	1.21%	1.10%	1.13%	1.11%	其他资产	511,809	425,005	476,546	514,397	550,988
实际所得税率	19.35%	19.49%	17.50%	18.00%	18.00%	生息资产	20,945,873	22,636,549	24,927,365	27,269,976	29,564,818
业绩年增长率						资产合计	21,053,382	22,609,471	25,348,191	27,361,538	29,311,535
净利息收入	11.01%	8.11%	1.26%	5.30%	5.34%	存款	16,194,279	17,346,290	18,803,378	20,307,649	21,769,799
净手续费收入	-19.83%	7.18%	11.00%	12.00%	13.00%	向央行借款	465,947	561,195	561,195	561,195	561,195
营业收入	6.13%	11.46%	3.30%	6.60%	6.68%	同业负债	1,574,580	1,606,964	1,735,521	1,891,718	2,043,055
营业支出	2.65%	17.51%	2.31%	7.79%	7.15%	发行债券	940,964	1,341,868	1,476,055	1,594,139	1,689,788
拨备前利润	7.85%	15.01%	2.34%	8.72%	6.50%	计息负债	18,709,823	20,295,122	22,576,149	24,354,701	26,063,837
利润总额	5.67%	5.09%	2.51%	5.38%	5.31%	负债合计	19,623,985	20,934,684	23,516,822	25,369,480	27,149,831
净利润	4.93%	4.92%	5.04%	4.74%	5.31%	股东权益合计	1,429,397	1,674,787	1,831,369	1,992,058	2,161,704
归母净利润	4.90%	5.09%	5.04%	4.75%	5.31%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	193,969	189,989	187,375	199,776	217,837
ROAA	0.95%	0.93%	0.89%	0.85%	0.83%	不良贷款率	1.81%	1.59%	1.39%	1.34%	1.33%
ROAE	14.57%	13.66%	12.49%	11.97%	11.57%	不良净生成率	0.59%	1.39%	0.60%	0.65%	0.63%
RORWA	1.58%	1.54%	1.49%	1.45%	1.42%	拨备覆盖率	208%	252%	291%	315%	334%
资本状况						拨贷比	3.77%	4.02%	4.05%	4.22%	4.43%
资本充足率	13.74%	15.12%	17.17%	19.06%	20.86%	流动性					
一级资本充足率	11.26%	12.13%	13.25%	14.29%	15.30%	存贷比	66.20%	68.68%	71.47%	73.45%	75.37%
核心一级资本充足率	10.63%	11.55%	11.73%	11.92%	12.14%	贷款/总资产	50.92%	52.69%	53.02%	54.52%	55.98%
加权风险资产	12,605,577	13,712,894	14,809,926	15,920,670	17,035,117	投资类资产/总资产	29.22%	30.45%	29.88%	29.89%	29.86%
风险加权系数	59.87%	60.65%	58.43%	58.19%	58.12%	同业资产/总资产	5.59%	4.57%	4.32%	4.12%	3.89%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012 年开始从事银行业研究，2015 年进入广发证券发展研究中心。

万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

王 先 爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016 年进入银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

李 佳 鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。