

601288.SH

增持

原评级: 买入

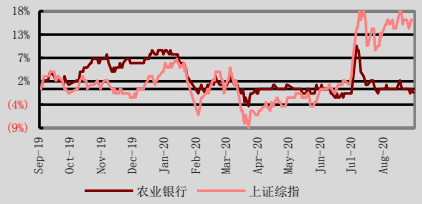
市场价格:人民币 3.21

板块评级:强于大市

本报告要点

- 2 季度息差环比下行，存贷增长良好

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9.4)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
相对上证指数	(19.5)	(3.2)	(19.7)	(18.3)

发行股数(百万)	349,983
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	1,123,446
3 个月日均交易额(人民币 百万)	816
资产负债率(%)(2020H)	16.4
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	40

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 8 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《农业银行》 20200330
《农业银行》 20190331
《农业银行》 20181101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师：励雅敏
(8621)20328568
yamin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

联系人：熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300118080005

农业银行

2 季度息差环比下行，存贷增长良好

考虑到农行作为国有大行，在下半年扶持实体经济、减费让利方面仍将发挥“雁头”作用，对公司资产端收益率、手续费收入增长都将暂时带来一定影响，同时下半年 LPR 改革的持续推进也将使得公司息差进一步承压，因此我们下调公司评级至*增持*。

支撑评级的要点

- **净利息收入平稳增长，拨备计提力度加大影响盈利表现**

  农业银行上半年营收同比增 4.95%，增速较 1 季度（vs2020Q1, 7.90%)小幅放缓。拆分来看，公司净利息收入在规模快增的带动下（总资产同比增 11.0%）依然保持稳健增长，同比增 8.95%（vs2020Q1, 8.85%），营收增速的放缓主要是由于非息收入增速的下降。上半年公司手续费净收入同比增 2.85%，较 1 季度下降 3.76%个百分点。其他非利息收入（主要是投资收益和外汇波动带来的损失）同比降 19.4%。上半年为了应对疫情对银行经营带来的潜在风险，公司加大了拨备计提力度，信贷成本从 0.96%同比提升 0.55 个百分点至 1.51%，使得农业银行的净利润增速由拨备前的同比增 5.7%下降至-10.4%。

- **2 季度息差环比下行，存款较快增长**

  农业银行上半年净息差 2.24%，同比降 2BP。我们根据期初期末法测算农行 2 季度单季净息差 2.01%，较 1 季度下降 6BP，主要是资产端收益率下降 7BP，而农行负债端存款占比较高（83.5%，2020H），成本相对刚性，负债端成本较 1 季度下行 2BP，难以对冲资产端收益的下行。展望下半年，农行作为国有大行，在落实国家减费让利政策，降低贷款利率帮扶实体经济发展方面仍将发挥重用作用，资产端收益率仍将延续下行趋势，我们预计公司息差还将小幅收窄。截止半年末，农行总资产规模同环比分别增 11.0%/0.94%，2 季度贷款环比增 2.86%，增速高于资产规模，在总资产中的占比较年初提升 1.2 个百分点至 52.7%。负债端，农行 2 季度存款实现较快增长，环比增 4.2%，客户结构上看，个人存款占比较上年末上升 0.5 个百分点至 59.1%。

- **资产质量总体稳健，不良认定标准严格**

  受疫情对实体经济的影响，2 季度末农行的不良率 1.43%，环比提升 3BP，根据我们测算，公司 2 季度加回核销的不良生成率为 1.20%，较 1 季度（0.72%）有所上行，但不良生成的绝对水平并不算高。结构上来看，由于农行的零售贷款大部分都是较为优质的按揭贷款（75.9%），不良贷款的 80%为公司类贷款。截止半年末，公司逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额为 58%（vs2019Q4,59.7%），不良认定标准依然严格。公司半年末拨备覆盖率为 285%，环比下降 4.95 个百分点，拨备覆盖率处于行业中上水平。

估值

- 我们下调公司 2020/2021 年 EPS 至 0.54/0.58 元/股（原为 0.63/0.66 元/股），对应净利润增速为-10.5%/7.4%（原为 4.4%/4.7%），目前股价对应 2020/2021 年 PE 为 5.92x/5.51x，PB 为 0.60x/0.56x。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日:12 月 31 日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	579,644	601,940	634,698	688,830	762,328
变动(%)	12.4%	3.8%	5.4%	8.5%	10.7%
净利润	202,783	212,098	189,795	203,811	222,512
变动(%)	5.1%	4.6%	-10.5%	7.4%	9.2%
净资产收益率(%)	13.8%	12.7%	10.5%	10.4%	10.6%
每股收益(元)	0.58	0.61	0.54	0.58	0.64
原预测(元)			0.63	0.66	
变动(%)			(14.3)	(12.1)	
市盈率(倍)	5.54	5.30	5.92	5.51	5.05
市净率(倍)	0.71	0.64	0.60	0.56	0.52

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2020 年半年报摘要（百万）

	2020 年 1-6 月	2019 年 1-6 月	同比增减（%）
利息净收入	258,897	237,632	8.9
手续费及佣金净收入	52,350	50,899	2.9
其他营业收入	27,925	34,648	(19.4)
营业收入	339,172	323,179	4.9
业务及管理费	83,556	83,213	0.4
信用减值损失	99,123	73,475	34.9
营业利润	132,662	145,018	(8.5)
利润总额	132,555	145,862	(9.1)
净利润	109,190	122,372	(10.8)
归属于母公司股东的净利润	108,834	121,445	(10.4)

资料来源：公司公告，中银证券

事项：

农业银行公布 2020 年半年报，2020 年上半年净利润同比-10.4%。总资产 26.5 万亿元（+11.0%，YoY/+0.94%, QoQ）。其中贷款+11.9%YoY/+2.86%QoQ; 存款+9.90%YoY/+4.21%QoQ。营业收入同比+4.95%。净息差 2.14%（-2bp，YoY），利息净收入同比+8.95%，手续费净收入同比+2.85%。成本收入比 24.6%（-1.11pct，YoY）。不良贷款率 1.43%（+3bp，QoQ）。拨备覆盖率 285%（-4.94pct，QoQ），拨贷比 4.08%。公司年化 ROA0.85%（-20bp，YoY）；年化 ROE 11.94%（-2.63pct，YoY），公司核心一级资本充足率 10.87%（-47bp，QoQ），资本充足率 16.42%（+32bp，QoQ）。

净利息收入平稳增长，拨备计提力度加大影响盈利表现

农业银行上半年营收同比增 4.95%，增速较 1 季度（vs2020Q1, 7.90%)小幅放缓。拆分来看，公司净利息收入在规模快增的带动下（总资产同比增 11.0%）依然保持稳健增长，同比增 8.95%（vs2020Q1, 8.85%），营收增速的放缓主要是由于非息收入增速的下降。上半年公司手续费净收入同比增 2.85%，较 1 季度下降 3.76%个百分点。其他非利息收入（主要是投资收益和外汇波动带来的损失）同比降 19.4%。上半年为了应对疫情对银行经营带来的潜在风险，公司加大了拨备计提力度，信贷成本从 0.96%同比提升 0.55 个百分点至 1.51%，使得农业银行的净利润增速由拨备前的同比增 5.7%下降至 -10.4%。

2 季度息差环比下行，存款较快增长

农业银行上半年净息差 2.24%，同比降 2BP。我们根据期初期末法测算农行 2 季度单季净息差 2.01%，较 1 季度下降 6BP，主要是资产端收益率下降 7BP，而农行负债端存款占比较高（83.5%，2020H），成本相对刚性，负债端成本较 1 季度下行 2BP，难以对冲资产端收益的下行。展望下半年，农行作为国有大行，在落实国家减费让利政策，降低贷款利率帮扶实体经济发展方面仍将发挥重用作用，资产端收益率仍将延续下行趋势，我们预计公司息差还将小幅收窄。截止半年末，农行总资产规模同环比分别增 11.0%/0.94%，2 季度贷款环比增 2.86%，增速高于资产规模，在总资产中的占比较年初提升 1.2 个百分点至 52.7%。负债端，农行 2 季度存款实现较快增长，环比增 4.2%，客户结构上看，个人存款占比较上年末上升 0.5 个百分点至 59.1%。

资产质量总体稳健，不良认定标准严格

受疫情对实体经济的影响，2 季度末农行的不良率 1.43%，环比提升 3BP，根据我们测算，公司 2 季度加回核销的不良生成率为 1.20%，较 1 季度（0.72%）有所上行，但不良生成的绝对水平并不算高。结构上来看，由于农行的零售贷款大部分都是较为优质的按揭贷款（75.9%），不良贷款的 80%为公司类贷款。截止半年末，公司逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额为 58%（vs2019Q4,59.7%），不良认定标准依然严格。公司半年末拨备覆盖率为 285%，环比下降 4.95 个百分点，拨备覆盖率处于行业中上水平。

投资建议

农业银行上半年净利息收入在规模快增的带动下总体实现平稳增长，尽管净利润出现负增，但拨备前净利润保持稳健增长。2 季度公司存贷规模均较快增长，账面不良小幅上行，但不良认定严格，资产质量总体稳定。考虑到下半年公司息差仍有收窄可能，以及拨备计提力度的加大，我们下调公司 2020/2021 年 EPS 至 0.54/0.58 元/股（原为 0.63/0.66 元/股），对应净利润增速为-10.5%/7.4%（原为 4.4%/4.7%），目前股价对应 2020/2021 年 PE 为 5.92x/5.51x，PB 为 0.60x/0.56x。考虑到农行作为国有大行，在下半年扶持实体经济、减费让利方面仍将发挥“雁头”作用，对公司资产端收益率、手续费收入增长都将暂时带来一定影响，同时下半年 LPR 改革的持续推进也将使得公司息差进一步承压，因此我们下调公司评级至增持。

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	0.58	0.61	0.54	0.58	0.64
BVPS（摊薄/元）	4.54	5.00	5.38	5.78	6.23
每股股利	0.17	0.18	0.16	0.17	0.19
分红率(%)	30.01	30.02	30.02	30.02	30.02
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	11,941	13,360	15,030	16,909	19,023
证券投资	6,922	7,448	8,044	8,687	9,382
应收金融机构的款项	1,033	1,467	1,908	2,480	3,224
生息资产总额	22,221	24,435	26,753	29,951	33,612
资产合计	22,609	24,878	27,413	30,690	34,441
客户存款	17,346	18,543	20,212	22,031	24,014
计息负债总额	20,295	22,142	24,415	26,968	29,848
负债合计	20,935	22,919	25,320	28,453	32,048
股本	350	350	350	350	350
股东权益合计	1,670	1,948	2,081	2,224	2,380
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	477.76	486.87	521.86	564.46	632.74
净手续费及佣金收入	78.14	86.93	89.10	96.23	105.85
营业收入	579.64	601.94	634.70	688.83	762.33
营业税金及附加	(5.33)	(5.69)	(6.00)	(6.51)	(7.20)
拨备前利润	388.57	405.30	427.34	463.76	513.22
计提拨备	(136.90)	(138.72)	(188.80)	(207.60)	(233.56)
税前利润	251.67	266.58	238.54	256.16	279.66
净利润	202.78	212.10	189.80	203.81	222.51
资产质量					
NPL ratio(%)	1.59	1.40	1.45	1.45	1.45
NPLs	190.00	187.21	217.94	245.18	275.83
拨备覆盖率(%)	252	289	300	314	326
拨贷比(%)	4.01	4.04	4.35	4.55	4.72
一般准备/风险加权资(%)	3.49	3.49	3.83	4.02	4.19
不良贷款生成率(%)	0.51	0.59	0.75	0.75	0.75
不良贷款核销率(%)	(0.55)	(0.61)	(0.53)	(0.58)	(0.58)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	11.38	11.89	12.50	12.50	12.50
生息资产增长率	8.03	9.96	9.49	11.95	12.22
总资产增长率	7.39	10.03	10.19	11.95	12.22
存款增长率	7.11	6.90	9.00	9.00	9.00
付息负债增长率	8.47	9.10	10.27	10.46	10.68
净利息收入增长率	8.11	1.91	7.19	8.16	12.10
手续费及佣金净收入增长率	7.18	11.24	2.50	8.00	10.00
营业收入增长率	12.45	3.85	5.44	8.53	10.67
拨备前利润增长率	15.08	4.30	5.44	8.52	10.66
税前利润增长率	5.09	5.92	(10.52)	7.38	9.18
净利润增长率	5.09	4.59	(10.52)	7.38	9.18
非息收入占比	13.48	14.44	14.04	13.97	13.89
成本收入比	32.30	31.77	31.77	31.77	31.77
信贷成本	1.21	1.10	1.33	1.30	1.30
所得税率	19.49	20.13	20.13	20.13	20.13
盈利能力（%）					
NIM	2.33	2.17	2.12	2.07	2.07
拨备前 ROAA	1.78	1.71	1.63	1.60	1.58
拨备前 ROAE	25.10	22.40	21.21	21.55	22.30
ROAA	0.93	0.89	0.73	0.70	0.68
ROAE	13.81	12.70	10.46	10.44	10.59
流动性（%）					
分红率	30.01	30.02	30.02	30.02	30.02
贷存比	68.84	72.05	74.36	76.75	79.22
贷款/总资产	52.81	53.70	54.83	55.10	55.23
债券投资/总资产	30.62	29.94	29.34	28.31	27.24
银行同业/总资产	4.57	5.90	6.96	8.08	9.36
资本状况					
核心一级资本充足率 2	11.55	11.24	10.98	10.55	10.13
资本充足率	15.12	16.13	15.42	14.52	13.67
加权风险资产-一般法	13,713	15,485	17,063	19,103	21,438
% RWA/总资产(%)	60.65	62.24	62.24	62.24	62.24

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371