



股票代码	601288.CH	1288.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 3.17	港币 3.22
目标价	人民币 3.14	港币 3.02
上/下浮比例	-1%	-6%
目标价格基础	16年市净率	16年市净率
板块评级	中立	中立

农业银行

资产质量风险依然存在

农业银行16年3季度净利润同比增长0.6%至1,542亿人民币。16年3季度增长0.3%，低于2季度的0.5%。得益于强劲的手续费收入，3季度拨备前利润同比增长2.6%。该行在成本控制方面也表现良好。但是，农村资产质量风险依然存在，不良贷款形成率仍在攀升。我们维持对该股的持有评级。

支撑评级的要点

- 农业银行16年3季度拨备前利润（营业税后）同比增长2.6%，在四大行中唯一实现了正增长。我们估算净息差环比持平在2.13%（忽略增值税影响有温和反弹），主要是得益于融资来源中的存款比重上升。16年3季度该行手续费收入同比增长16.2%，主要是得益于网上银行和代理手续费收入的贡献。
- 16年3季度末农业银行不良贷款率为2.39%（16年上半年末为2.40%），而农村贷款的不良贷款率环比上升4个基点至3.04%。根据我们的估算，16年3季度新不良贷款形成率约为1.70%，仍高于16年上半年的1.40%。3季度不良贷款覆盖率下降5个百分点至172.7%。展望未来，我们预测在农村地区和部分三、四线城市风险持续暴露的背景下，不良贷款将继续上升。
- 该行农村贷款环比增长3.5%，高于非农贷款的1.8%。该行坚持发展农村业务。16年3季度农村地区存款增长放缓，这可能会对该行廉价且稳定的资金来源产生威胁。
- 至16年3季度末该行的核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为10.4%、11.0%和13.2%，高于8.5%、9.5%和10.5%的最低要求。考虑到未来TLAC资本金要求，我们预测未来几年二级资本工具发行将增多。

评级面临的主要风险

- 农村地区形势比预期恶劣。

估值

- 该行H股当前股价对应0.74倍2016年预期市净率，略低于0.76倍的板块平均水平。考虑到农村业务的相关风险，我们将2016年预期目标市净率设定为0.69倍。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	520,858	536,168	539,936	564,125	589,577
变动(%)	12.6	2.9	0.7	4.5	4.5
净利润(人民币百万)	176,553	172,564	161,081	143,413	123,667
全面摊薄每股收益(人民币)	0.54	0.53	0.50	0.44	0.38
变动(%)	6.2	(2.3)	(6.7)	(11.0)	(13.8)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.542	0.540	0.558
全面摊薄市盈率(倍)	5.8	6.0	6.4	7.2	8.3
每股现金流量(人民币)	3.05	3.48	3.82	4.14	4.41
价格/每股现金流量(倍)	1.04	0.91	0.83	0.77	0.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.3	16.3	13.6	11.1	8.9
每股股息(人民币)	0.18	0.17	0.15	0.13	0.10
股息率(%)	5.7	5.3	4.8	4.0	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(1.9)	1.3	2.3	0.6
相对新华富时A50指数	8.6	(1.9)	(1.4)	5.9

发行股数(百万)	324,794
流通股(%)	9
流通股市值(人民币百万)	1,029,597
3个月日均交易额(人民币百万)	277
主要股东(%)	
汇金	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2016年10月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

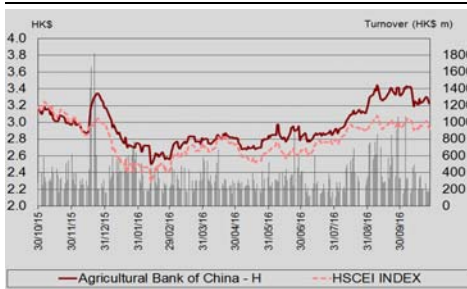
袁琳, CFA

(8610) 83262111

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515090001

本研究报告是《Agricultural Bank of China – Asset quality risks remain》的中文译本, 英文原稿已于2016年10月31日出版

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	1.6	(5.6)	11.8	1.3
相对恒生中国企业指数	3.1	(3.5)	7.0	11.1
发行股数(百万)				324,794
流通股(%)				9
流通股市值(人民币百万)				914,221
3个月日均交易额(人民币百万)				426
主要股东(%)				
汇金				40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2016年10月28日收市价为标准

投资摘要—H股

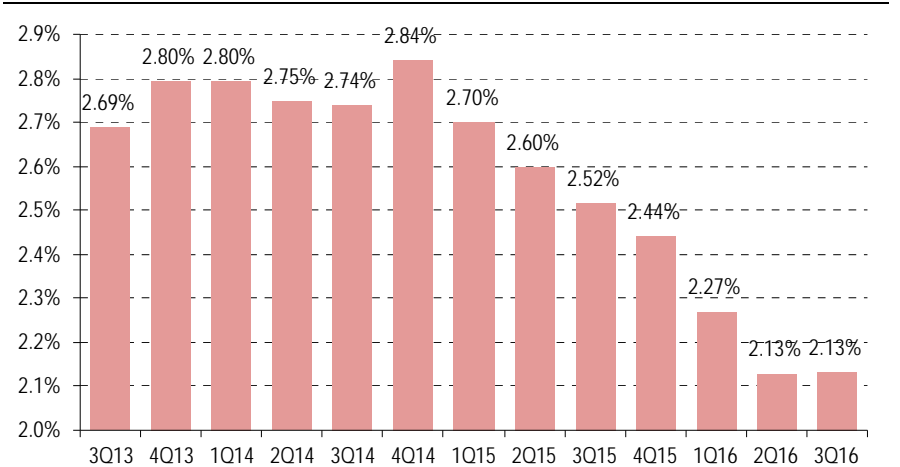
年结日:12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	520,858	536,168	539,936	564,125	589,577
变动(%)	12.6	2.9	0.7	4.5	4.5
净利润(人民币百万)	176,553	172,564	161,081	143,413	123,667
全面摊薄每股收益(人民币)	0.54	0.53	0.50	0.44	0.38
变动(%)	6.2	(2.3)	(6.7)	(11.0)	(13.8)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.539	0.532	0.564
全面摊薄市盈率(倍)	5.2	5.3	5.7	6.4	7.4
每股账面价值(人民币)	3.05	3.48	3.82	4.14	4.41
价格/每股账面价值(倍)	0.92	0.81	0.74	0.68	0.64
净资产收益率(%)	19.3	16.3	13.6	11.1	8.9
每股股息(人民币)	0.18	0.17	0.15	0.13	0.10
股息率(%)	6.5	5.9	5.4	4.5	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 16年3季度业绩摘要

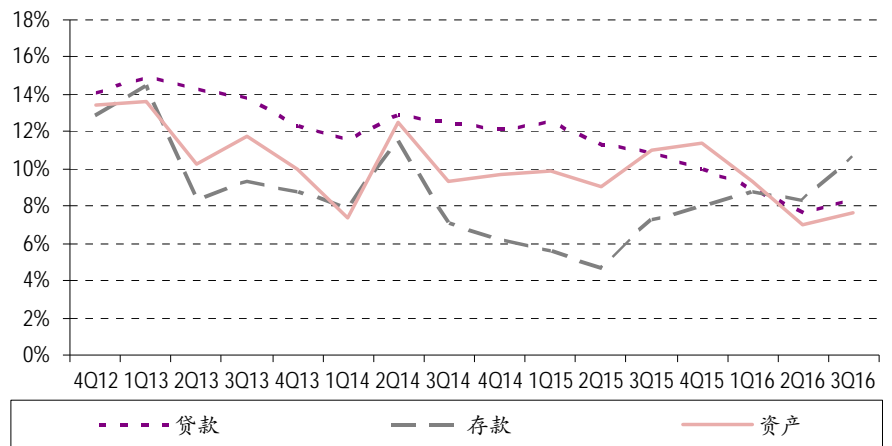
(人民币百万)	3Q16	3Q15	同比(%)	环比(%)
净利息收入	99,164	109,247	(9.2)	2.0
其他收入	22,033	18,969	16.2	(0.7)
其他非息收入	4,572	4,913	(6.9)	57.9
总经营收入	125,769	133,129	(5.5)	2.8
营业税	(873)	(7,128)	(87.8)	(48.1)
总经营收入(调整后)*	124,896	126,001	(0.9)	3.5
费用	(41,728)	(44,946)	(7.2)	2.4
拨备前	83,168	81,055	2.6	4.1
拨备	(23,800)	(18,044)	31.9	28.2
拨备后利润	59,368	63,011	(5.8)	(3.2)
营业外收入	1,097	(674)	(262.8)	6.9
税前利润	60,465	62,337	(3.0)	(3.1)
公司税	(11,341)	(13,531)	(16.2)	(4.7)
净利润	49,124	48,806	0.7	(2.7)
少数股东权益	(102)	89	(214.6)	343.5
归属股东利润	49,022	48,895	0.3	(2.8)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 净息差变动


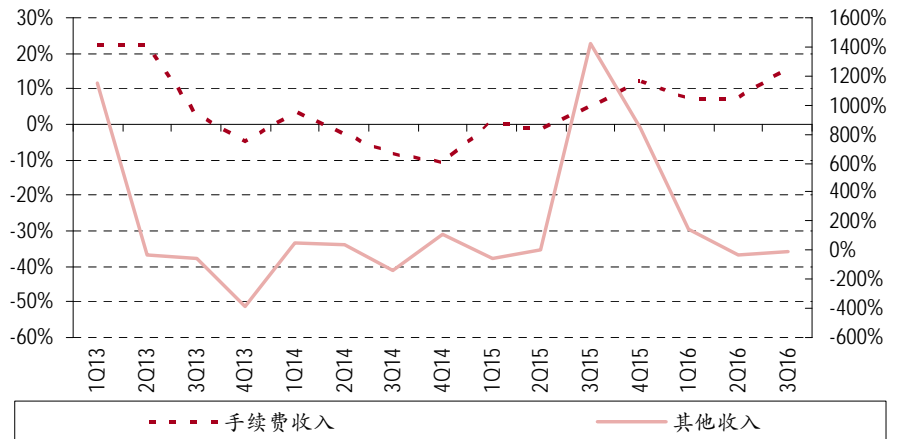
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 存款、贷款和资产同比增长



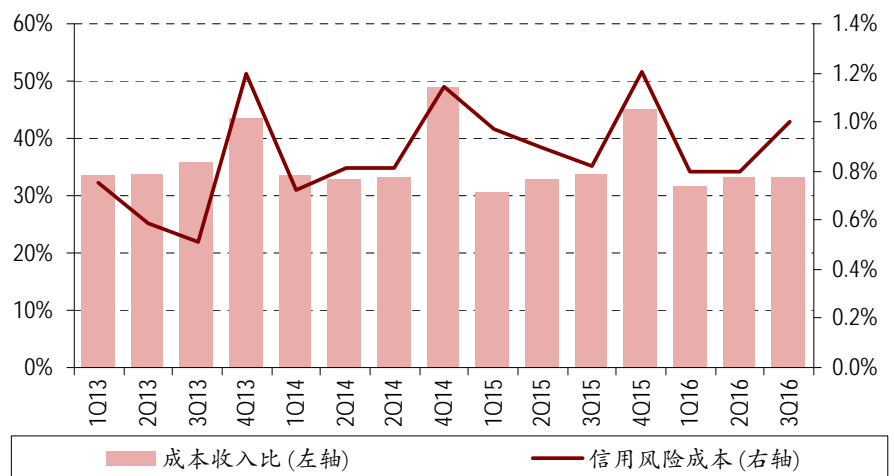
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 手续费收入和其他收入同比增长



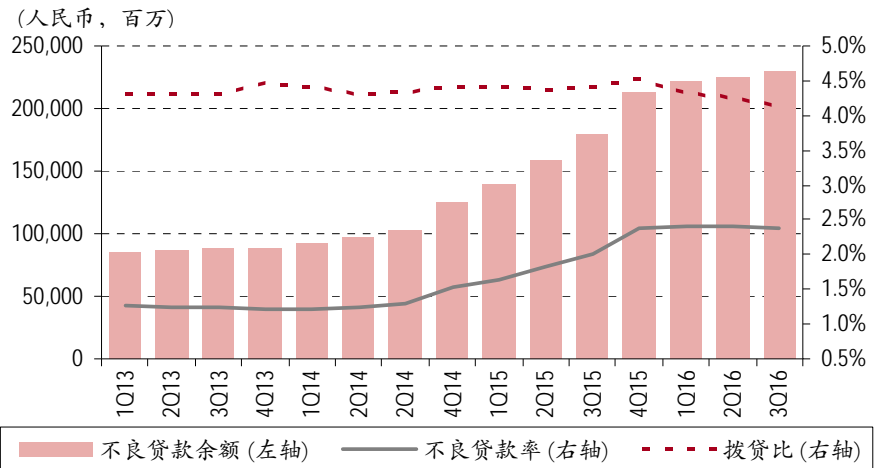
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 成本收入比及信贷成本



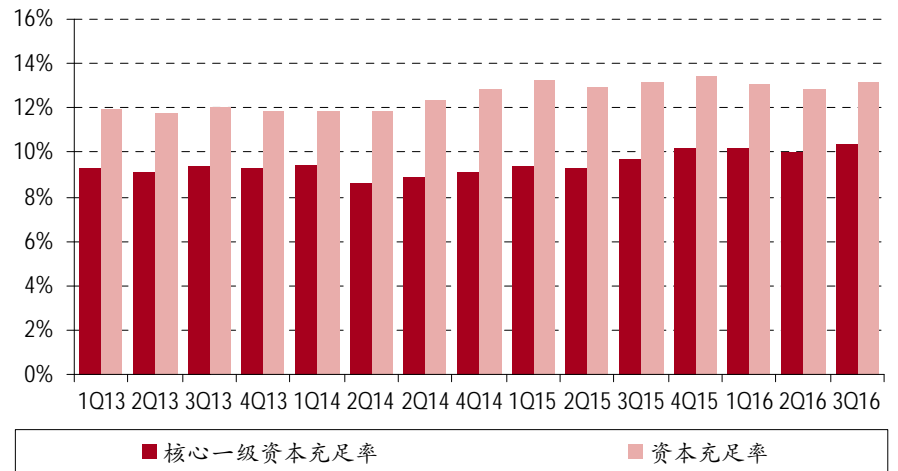
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 不良贷款余额、不良贷款率及贷款拨备



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 7. 资本充足率



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利息收入	429,891	436,140	430,799	444,917	459,226
净手续费及佣金	80,123	82,549	89,911	98,058	107,087
其他非息收入	10,844	17,479	19,227	21,150	23,265
经营收入	520,858	536,168	539,936	564,125	589,577
经营费用	(221,943)	(219,125)	(236,498)	(248,418)	(261,218)
拨备前经营利润	298,915	317,043	303,438	315,708	328,359
贷款损失拨备	(70,879)	(87,390)	(96,650)	(135,528)	(177,320)
经营利润	228,036	229,653	206,789	180,180	151,039
非经常性项目	1,313	(2,014)	(2,115)	(2,220)	(2,331)
税前利润	229,349	227,639	204,674	177,964	148,713
所得税	(52,747)	(50,083)	(38,752)	(29,707)	(20,197)
税后利润	176,602	177,556	165,922	148,258	128,516
少数股东权益	(49)	(192)	(40)	(44)	(49)
净利润	176,553	177,364	165,881	148,213	128,467
优先股股息	0	(4,800)	(4,800)	(4,800)	(4,800)
普通股股东应占利润	176,553	172,564	161,081	143,413	123,667
变动 (%)	6	(2)	(7)	(11)	(14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产					
现金	2,743,065	2,587,057	2,677,665	2,701,357	2,714,176
央行存款和同业资产	1,489,285	1,673,984	1,158,795	684,732	211,011
衍生金融工具	7,195	16,038	17,642	19,406	21,347
贷款	8,098,067	8,909,918	9,829,446	10,668,592	11,570,316
减: 拨备	(358,071)	(403,243)	(450,298)	(526,312)	(632,216)
长期投资	3,575,630	4,512,047	5,619,230	6,711,079	7,864,470
固定资产	1	273	273	276	278
折旧	154,950	156,178	157,325	158,390	159,362
其他资产	264,030	339,141	361,032	385,290	412,138
总资产	15,974,152	17,791,393	19,371,111	20,802,809	22,320,882
负债及权益					
客户存款	12,533,397	13,538,360	14,712,011	15,732,512	16,814,293
同业负债	1,267,206	1,687,063	1,890,963	2,102,387	2,337,614
其他借款	325,167	382,742	434,546	479,443	533,319
总付息债务	14,125,770	15,608,165	17,037,520	18,314,342	19,685,226
其他负债	815,763	971,343	1,010,268	1,063,209	1,120,107
总负债	14,941,533	16,579,508	18,047,788	19,377,550	20,805,333
普通股股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
资本公积	336,339	393,393	443,169	487,647	526,202
留存收益	329,989	412,005	473,545	530,982	582,693
总股东权益	991,122	1,130,192	1,241,509	1,343,423	1,433,688
优先股	39,944	79,899	80,000	80,000	80,000
少数股东权益	1,553	1,794	1,814	1,836	1,861
总权益	1,032,619	1,211,885	1,323,323	1,425,259	1,515,549
总负债及权益	15,974,152	17,791,393	19,371,111	20,802,809	22,320,882

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	232,257	230,857	204,674	177,964	148,713
非资金项目和非核心活动	30,444	48,627	32,915	72,090	112,833
其他变化	(123,053)	(145,535)	18,164	18,614	20,093
交易活动产生的现金	(105,603)	694,227	557,969	327,201	355,108
流动资金的变动	34,045	828,176	813,721	595,869	636,747
经营活动产生的现金流	(140,425)	(767,694)	(1,127,715)	(1,114,431)	(1,178,232)
投资活动现金流入小计	30,822	23,246	(20,743)	(19,944)	(4,348)
融资活动产生的净现金	(75,558)	83,728	(334,737)	(538,506)	(545,833)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A/H股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
生息资产收益率	4.6	4.4	3.9	3.6	3.3
资金成本	2.0	2.0	1.7	1.6	1.4
利差	2.6	2.4	2.1	2.0	1.9
净息差	2.8	2.6	2.3	2.2	2.1
其他收入/总收入	17.5	18.7	20.2	21.1	22.1
成本收入比	42.6	40.9	43.8	44.0	44.3
有效税率	23.0	22.0	18.9	16.7	13.6
增长率					
贷款增长率	12.1	10.0	10.3	8.5	8.5
存款增长率	6.1	8.0	8.7	6.9	6.9
资产增长率	9.7	11.4	8.9	7.4	7.3
表内外资产增长率	18.1	13.0	15.2	11.0	8.4
流动性					
贷存比	64.6	65.8	66.8	67.8	68.8
贷款资金比	63.0	64.0	64.9	65.8	66.7
贷款资产比	50.7	50.1	50.7	51.3	51.8
存款占付息债务比	66.6	65.3	65.3	51.3	51.8
资产质量					
不良贷款率	1.5	2.4	3.2	4.3	5.8
总拨备覆盖率	286.5	189.4	145.1	115.1	93.8
拨贷比	4.4	4.5	4.6	4.9	5.5
专项拨备覆盖率	1.0	1.8	1.7	2.1	2.7
信用风险成本	0.9	1.0	1.0	1.3	1.6
资本充足率					
权益资产比率	6.2	6.4	6.4	6.5	6.4
核心一级资本充足率	9.1	10.2	9.9	9.7	9.5
一级资本充足率	9.5	11.0	10.5	10.3	10.0
总资本充足率	12.8	13.4	12.7	12.3	11.8
回报率					
资产收益率	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6
净资产收益率	19.3	16.3	13.6	11.1	8.9
已运用资本收益率	14.3	12.4	11.0	9.2	7.6
风险加权资产收益率	1.8	1.6	1.4	1.1	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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