



**买入**

**23% ↑**

目标价格: 人民币 4.60

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 4.26

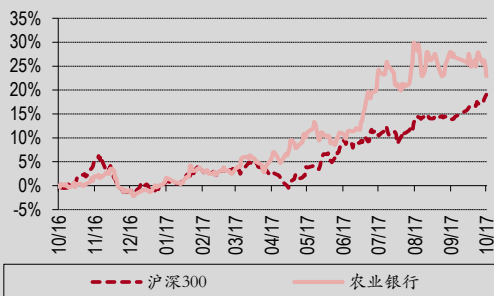
601288 CH

价格: 人民币 3.74

目标价格基础: 1.0 倍 18 年市净率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	26.6	-2.1	0	23.8
相对沪深 300 指数	21.1	4.5	6.3	20

发行股数(百万)	25,571
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	1,099,767
3 个月日均交易额(人民币 百万)	874
资本充足率(%)	13.40
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	40.03

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2017 年 10 月 30 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

银行

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

# 农业银行

## 息差带动利息收入回升, 资产质量持续改善

农行三季报在息差和资产质量双重改善的背景下, 业绩稳健向好。今年以来金融强监管环境使得大行更为受益, 较强的揽存能力带来资金端的成本优势, 预计改善趋势在未来仍将持续。农行当前估值较行业平均水平折价约 10%, 安全边际较高, 具备明显提升空间, 评级上调至买入, 目标价格上调至 4.60 元。

### 支撑评级的要点

#### ■ 息差带动利息收入回升, 手续费降幅有所扩大。

农业银行 17 年前三季度净利润同比增 3.8%, 较上半年 3.3% 的增速持续提升。收入端, 净利息收入继续回升, 单季净利息收入同比增速达到 14%, 带动前三季度净利息收入由 2 季度 6.2% 提升至三季度 8.8%。在规模增速保持平稳的情况下 (3 季度末规模同比增速 10%, 与 2 季度基本持平), 息差回升是推动净利息收入改善的主要因素。我们按期初期末余额测算, 3 季度农行净息差环比 2 季度提升 6BP 至 2.24%, 农行受益于今年行业监管趋严环境, 金融市场利率的提升有利于公司同业利差的扩张, 预计在目前偏紧的流动性环境下, 这样的趋势在 4 季度仍会持续。

农行 3 季度手续费同比下降 21%, 降幅较半年末 17% 的水平继续扩张, 表现逊于同业, 我们认为农行传统手续费业务占比较同业更高, 受减费让利政策影响较大, 未来公司需关注在手续费收入结构上的优化, 拓展新型收入渠道。

#### ■ 资产质量继续改善, 拨备水平回升

农业银行 3 季度不良延续双降态势, 不良率环比 2 季度下行 22BP 至 1.97%, 不良余额季度环比减少近 190 亿。我们测算公司 3 季度单季年化不良生成率为 0.61%, 环比 2 季度虽上行 31bp, 但依然维持低位。农行 3 季度拨备计提力度不减, 3 季度单季信贷成本 1.02%, 环比 2 季度提升 20BP, 带动拨备覆盖率提升 8pct 至 194%, 拨备比虽环比下行 15BP, 但 3.83% 的绝对水平依然充裕, 未来计提压力可控。

### 评级面临的主要风险

#### ■ 资产质量下滑超预期。

### 估值

■ 我们维持农行 2017-2018 年每股收益 0.59 元、0.63 元的预测, 对应同比增速 4.0% 和 6.8%, 目前股价对应 2017/18 年市盈率为 6.4 倍/6.0 倍, 市净率为 0.89 倍/0.80 倍, 考虑到公司基本面持续向好以及低估值水平, 目标价由 4.26 由上调至 4.60 元, 对应 23% 上涨空间及 18 年 1.0 倍 PB。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(人民币 百万)	524,561	497,503	532,695	569,622	609,571
变动(%)	3.3	(5.2)	7.1	6.9	7.0
净利润(人民币 百万)	180,582	183,941	191,332	204,437	218,228
变动(%)	0.6	1.9	4.0	6.8	6.7
净资产收益率(%)	16.1	15.5	14.7	14.2	13.7
每股收益(人民币)	0.56	0.57	0.59	0.63	0.67
市盈率(倍)	6.73	6.60	6.35	5.94	5.57
市净率(倍)	1.07	0.98	0.89	0.80	0.73

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 公司盈利预测**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.56	0.57	0.59	0.63	0.67
BVPS (摊薄/元)	3.48	3.81	4.22	4.67	5.14
每股股利	0.17	0.17	0.18	0.19	0.20
分红率(%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<b>资产负债表 (人民币, 百万)</b>					
贷款总额	8,909,909	9,719,630	10,497,201	11,336,977	12,130,565
证券投资	4,528,085	5,364,995	6,169,744	6,786,719	7,465,391
应收金融机构的款项	1,673,984	1,526,665	1,602,998	1,683,148	1,767,306
生息资产总额	17,295,801	19,022,677	20,902,122	22,663,157	24,467,380
资产合计	17,791,393	19,570,061	21,417,606	23,222,072	25,070,791
客户存款	13,538,360	15,038,001	16,391,421	17,866,649	19,474,647
计息负债总额	15,608,165	17,381,165	18,948,060	20,660,074	22,530,715
负债合计	16,579,508	18,248,470	19,965,515	21,626,911	23,322,909
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
股东权益合计	1,210,091	1,318,193	1,452,092	1,595,161	1,747,882
<b>利润表 (人民币, 百万)</b>					
净利息收入	436,140	398,104	447,360	488,152	528,101
净手续费及佣金收入	82,549	90,935	77,295	73,430	73,430
营业收入	524,561	497,503	532,695	569,622	609,571
营业税金及附加	(29,075)	(11,449)	(5,327)	(5,696)	(6,096)
拨备前利润	315,029	313,070	343,890	367,598	393,245
计提拨备	(84,172)	(86,446)	(108,160)	(115,721)	(124,378)
税前利润	230,857	226,624	235,730	251,876	268,867
净利润	180,582	183,941	191,332	204,437	218,228
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	2.39	2.37	2.15	2.10	2.05
NPLs	212,867	230,834	225,690	238,077	248,677
拨备覆盖率(%)	189	173	192	203	216
拨贷比(%)	4.53	4.11	4.12	4.27	4.43
一般准备/风险加权资产(%)	3.67	3.38	3.33	3.44	3.54
不良贷款生成率(%)	1.49	1.15	0.70	0.70	0.70
不良贷款核销率(%)	(0.46)	(0.96)	(0.75)	(0.59)	(0.61)
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	10.0	9.1	8.0	8.0	7.0
生息资产增长率	11.2	10.0	9.9	8.4	8.0
总资产增长率	11.4	10.0	9.4	8.4	8.0
存款增长率	8.0	11.1	9.0	9.0	9.0
付息负债增长率	10.5	11.4	9.0	9.0	9.1
净利息收入增长率	1.5	(8.7)	12.4	9.1	8.2
手续费及佣金净收入增长率	3.0	10.2	(15.0)	(5.0)	0.0
营业收入增长率	3.3	(5.2)	7.1	6.9	7.0
拨备前利润增长率	4.9	(0.6)	9.8	6.9	7.0
税前利润增长率	(0.6)	(1.8)	4.0	6.8	6.7
净利润增长率	0.6	1.9	4.0	6.8	6.7
非息收入占比	15.7	18.3	14.5	12.9	12.0
成本收入比	34.0	35.2	34.8	34.8	34.8
信贷成本	0.99	0.93	1.07	1.06	1.06
所得税率	21.7	18.8	18.8	18.8	18.8
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.66	2.25	2.30	2.30	2.30
拨备前 ROAA	1.87	1.68	1.68	1.65	1.63
拨备前 ROAE	28.1	24.8	24.8	24.1	23.5
ROAA	1.07	0.98	0.93	0.92	0.90

资料来源: 公司信息, 中银证券

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2016Q3	2017Q3	同比 (%)
营业收入	386,154	408,390	5.76
利息净收入	298,121	324,260	8.77
手续费及佣金净收入	73,141	58,137	(20.51)
投资收益	4,193	4,956	18.20
公允价值变动损益	(1,083)	(8,771)	709.88
汇兑损益	1,163	8,318	615.22
营业支出	(196,547)	(216,112)	9.95
业务及管理费	(119,392)	(120,193)	0.67
资产减值损失	(60,535)	(71,623)	18.32
营业利润	189,607	192,278	1.41
归属于母公司的净利润	154,175	160,142	3.87
基本每股收益(元)	0.47	0.49	0.02

资料来源: 公司数据, 中银证券

## 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。

本报告期内含保密信息，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