



**买入** **20%↑**

目标价格: 人民币 4.60

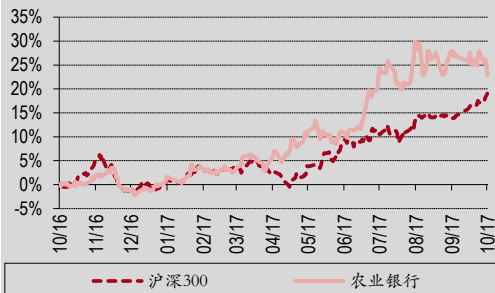
601288.CH

价格: 人民币 3.83

目标价格基础: 0.99 倍 18 年市净率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	17 年	1 月	3 月	12 月
	至今	个月	个月	个月
绝对	29.7	2.4	0.3	29.7
相对沪深 300 指数	7.9	1.6	(4.8)	7.9

发行股数(百万)	25,571
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	1,126,232
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,042
资本充足率(%)	12.42
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 12 月 29 日收市价为标准

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

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

**袁喆奇**  
(8621)20328590  
zheqi.yuan@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

# 农业银行

## 深耕三农县域, 关注资产质量改善趋势

农行深耕三农, 服务县域, 是全国物理网点布局最完善的大行, 较强的揽存能力带来资金端的成本优势, 使得农业银行在 17 年整体监管趋严背景下受冲击较小, 反而能够作为资金拆出方扩大利息收入, 改善息差。农行的资产质量表现在 17 年同样有所改善, 关注未来可持续性。公司目前估值较低, 仅对应 18 年市净率 0.82 倍, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 农行深耕三农, 服务县域, 是全国物理网点布局最完善的大行, 较强的揽存能力带来资金端的成本优势。农业银行存款占比高 (2017H, 84%), 并且结构较优, 个人存款占比近 60%, 活期存款占比达 56% (2017H), 负债端结构优于同业。在金融降杠杆环境下公司的资金成本优势凸显。
- 公司资产质量明显改善, 3 季度末不良率 1.97%, 环比下降 22BP。3 季度加回核销的年化不良生成率为 0.61%, 绝对值为上市行较低水平。随着供给侧改革的不断推进, 我们认为农行的资产质量有望持续改善。

### 评级面临的主要风险

- 资产质量下滑超预期。

### 估值

- 考虑到 18 年严监管持续, 农行拥有较强的吸储能力以及较高的存款占比的特点, 受影响相对小, 我们上调农行 2017-2018 年每股收益至 0.59 元、0.64 元 (原为 0.59 元、0.63 元), 对应 17/18 年净利润同比增速为 4.2% 和 8.3%, 每股净资产为 4.23 元、4.67 元。目前股价对应 2017/18 年市盈率为 6.5 倍/6.0 倍, 市净率为 0.91 倍/0.82 倍, 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, 基于 18 年目标价 4.60 元, PB 0.99 倍, 维持买入评级。

### 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	519,944	562,795	602,583
变动(%)	3.3	(5.2)	4.5	8.2	7.1
净利润(人民币 百万)	180,582	183,941	191,685	207,500	223,622
变动(%)	0.6	1.9	4.2	8.3	7.8
净资产收益率(%)	16.1	15.5	14.7	14.4	14.0
每股收益(人民币)	0.56	0.57	0.59	0.64	0.69
市盈率(倍)	6.89	6.76	6.49	5.99	5.56
市净率(倍)	1.10	1.00	0.91	0.82	0.74

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标(RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.56	0.57	0.59	0.64	0.69
BVPS (摊薄/元)	3.48	3.81	4.23	4.67	5.15
每股股利	0.17	0.17	0.18	0.19	0.21
分红率(%)	30	30	30	30	30
<b>资产负债表(Rmb bn)</b>					
贷款总额	8,910	9,720	10,594	11,442	12,243
证券投资	4,528	5,365	5,901	6,492	7,141
应收金融机构的款项	1,674	1,527	1,527	1,603	1,683
生息资产总额	17,296	19,023	20,531	22,256	24,021
资产合计	17,791	19,570	21,037	22,804	24,613
客户存款	13,538	15,038	16,391	17,867	19,475
计息负债总额	15,608	17,381	18,948	20,660	22,531
负债合计	16,580	18,248	19,585	21,207	22,859
股本	325	325	325	325	325
股东权益合计	1,210	1,318	1,452	1,598	1,754
<b>利润表(Rmb bn)</b>					
净利息收入	83	91	73	69	69
净手续费及佣金收入	525	498	520	563	603
营业收入	(29)	(11)	(5)	(6)	(6)
营业税金及附加	315	313	336	363	389
拨备前利润	(84)	(86)	(100)	(107)	(113)
计提拨备	231	227	236	256	276
税前利润	181	184	192	207	224
净利润					
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	2.39	2.37	1.95	1.95	1.95
NPLs	213.00	231.00	207.00	223.00	239.00
拨备覆盖率(%)	189.00	173.00	198.00	207.00	215.00
拨贷比(%)	4.53	4.11	3.87	4.03	4.19
一般准备/风险加权资(%)	3.67	3.38	3.21	3.34	3.44
不良贷款生成率(%)	1.49	1.15	0.65	0.65	0.65
不良贷款核销率(%)	(0.46)	(0.96)	(0.89)	(0.50)	(0.52)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营管理(%)</b>					
贷款增长率	10.0	9.1	9.0	8.0	7.0
生息资产增长率	11.2	10.0	7.9	8.4	7.9
总资产增长率	11.4	10.0	7.5	8.4	7.9
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)	10.8	10.5	8.2
手续费及佣金净收入增长	3.0	10.2	(20.0)	(5.0)	0.0
营业收入增长率	3.3	(5.2)	4.5	8.2	7.1
拨备前利润增长率	4.9	(0.6)	7.2	8.2	7.0
税前利润增长率	(0.6)	(1.8)	4.2	8.5	7.8
净利润增长率	0.6	1.9	4.2	8.3	7.8
非息收入占比	15.7	18.3	14.0	12.3	11.5
成本收入比	34.0	35.2	34.8	34.8	34.8
信贷成本	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
所得税率	21.7	18.8	18.8	19.0	19.0
<b>盈利能力(%)</b>					
NIM	2.66	2.25	2.29	2.34	2.34
拨备前 ROAA	1.87	1.68	1.65	1.66	1.64
拨备前 ROAE	28.1	24.8	24.2	23.8	23.2
ROAA	1.07	0.98	0.94	0.95	0.94
ROAE	16.1	15.5	14.7	14.4	14.0
<b>流动性(%)</b>					
分红率	30.0	30.02	30.02	30.02	30.02
贷存比	65.8	64.63	64.63	64.04	62.87
贷款/总资产	50.1	49.67	50.36	50.17	49.74
债券投资/总资产	25.5	27.41	28.05	28.47	29.01
银行同业/总资产	9.4	7.80	7.26	7.03	6.84
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	10.24	10.38	10.71	10.93	11.18
资本充足率	13.40	13.04	13.19	13.22	13.29
加权风险资产-一般法	10,986	11,857	12,745	13,816	14,912
% RWA/总资产(%)	61.8	60.6	60.6	60.6	60.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测