

2018年03月13日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

A/H 目标价(RMB/HK\$)

5.0/5.6

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2018/3/12)	4.03
上证指数(2018/3/12)	3326.70
股价 12 个月高/低	4.82/3.07
总发行股数(百万)	324794.12
A 股数(百万)	294055.29
A 市值(亿元)	11850.43
主要股东	中央汇金投资有 限责任公司 (40.03%)
每股净值(元)	4.39
股价/账面净值	0.92
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-15.2 8.6 29.8

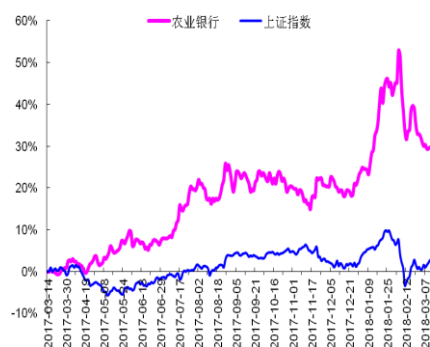
产品组合

利息收入	79.40%
非利息收入	20.60%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.0%
一般法人	94.1%

股价相对大盘走势



农业银行(601288.SH/1288.HK)

Buy 买入

资产质量改善明显，定增提升资本充足率

结论与建议：

农行发布业绩快报，2017 年全年实现营收 5370 亿，YOY 增 6.13%，实现净利 1927 亿，YOY 增长 4.90%，其中 4Q 营收增 7.30%，净利增 10.64%，均快于 3Q 及全年增速业绩，业绩表现优异。资产质量方面，改善明显，不良率较年初大幅下降，较上季度也较大幅度下降。另外，农行还公布了 1000 亿的定增计划，定增对象为汇金公司、财政部、中国烟草总公司、上海海烟投资管理有限公司、中维资本、中国烟草总公司湖北省公司、新华保险，募集资金全部用于补充核心一级资本，我们预计募集资金到位后，农行的资本充足率将较大幅度提升。公司目前估值较低，资产质量改善明显，分红具备吸引力，给予“买入”的投资建议。

- **4Q 业绩亮眼，单季净利增 10.64%：**农行发布业绩快报，2017 年全年实现营收 5370 亿，YOY 增 6.13%，实现净利 1927 亿，YOY 增长 4.90%，其中 4Q 营收端增 7.30%，净利增 10.64%，均快于 3Q 及全年增速。
- **成本端企稳背景下净息差走阔：**从收入端方面来看，农业银行存款在总负债中占比八成以上，资本成本优势明显，在负债端企稳，息差整体走阔的背景下（公司公布全年净息差同比提升 3BP 至 2.28%，环比来看，我们测算 4Q 单季净息差为 2.34%，较 3Q 提升 4BP），预计农行 4Q 净利息收入贡献整体提升，从而带动营收端增长。
- **资产质量持续改善，并反哺利润：**资产质量的继续改善为农行此次年报的主要亮点，截止 4Q2017，公司不良率录得 1.81%，较年初降 56BP，较 3Q 降 16BP，我们预计一方面源于 2017 年经济增长超预期及抵押品的上涨（如房产、原材料）带来相关不良减少，另一方面公司也加大了核销处置。受益于不良率下降，4Q2017 公司拨备覆盖率录得 208%，同比升 35 个百分点，环比升 14 个百分点。相信未来随着农行资产质量的持续向好，拨备计提压力放缓，将更多地反哺利润。另外，结合之前监管层放松拨备覆盖率与拨贷比来看，农行方面预计会继续加大不良核销，降低不良率，质量资产预计将进一步改善。
- **千亿定增在即，资本充足率将较大幅度提升：**农行还公布了 1000 亿的定增计划，发行价不低于每股净资产，定增对象为汇金公司、财政部、中国烟草总公司、上海海烟投资管理有限公司、中维资本、中国烟草总公司湖北省公司、新华保险，募集资金全部用于补充核心一级资本，募集资金到位后，农行的资本充足率将较大幅度提升，我们测算将抬升核心资本充足率 0.8 个百分点。
- **盈利预测与投资建议：**展望未来，在负债端企稳的背景下，公司净息差有望继续提升，叠加资产质量改善，利润有望进一步增厚，且千亿定增后公司资本水平整体增加。我们预计公司 2017、2018、2019 年盈利分别增长 4.90%、6.65%、6.36%，分别为 1927、2058、2189 亿，目前 A 股价对应 2017、2018、2019 年 PE 分别为 6.98X、7.07X、6.65X，PB 分别为 0.97X、0.90X、0.78X，H 股对应 PE6.26X、6.33X、5.95X，PB0.87X、0.81X、0.70X，估值较低，资产质量改善明显，分红具备吸引力，给予“买入”的投资建议。 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	180,582	183,941	192,947	205,774	218,869
同比增减	%	0.62%	1.86%	4.90%	6.65%	6.36%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.55	0.55	0.58	0.57	0.61



Company Update

China Research Dept.

同比增减	%	0.00%	0.00%	4.90%	-1.20%	6.36%
市盈率(P/E, A 股价)	X	7.33	7.33	6.99	7.07	6.65
股利 (DPS)	RMB 元	0.17	0.17	0.18	0.18	0.18
股息率 (Yield, A 股价)	%	4.14%	4.22%	4.47%	4.49%	4.52%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER $\geq$ 30%); 买入 Buy (30% > ER $\geq$ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER $\leq$ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER $\leq$ -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入净额	536,168	506,016	540,218	611,977	674,167
净利息收入	436,140	398,104	443,040	522,171	580,271
手续费及佣金净收入	82,549	90,935	76,185	81,806	85,896
营业支出	303,297	281,421	309,120	365,627	411,919
营业利润	303,297	281,421	309,120	365,627	411,919
拨备前利润总额	317,043	311,041	333,559	389,127	428,815
资产损失准备	84,172	86,446	102,461	142,778	166,567
利润总额	230,857	226,624	234,642	249,921	265,834
所得税	50,083	42,564	41,541	44,058	46,868
净利润	180,582	183,941	192,947	205,774	218,869

附二: 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放央行款项	2,587,057	2,811,653	2,952,236	3,099,847	3,161,844
存放同业款项	697,923	622,665	435,866	457,659	480,542
交易性金融资产	439,261	417,955	438,853	460,795	483,835
持有到期投资	2,300,824	2,882,152	3,660,333	4,392,400	5,051,260
可供出售金融资产	1,214,542	1,408,881	1,761,101	2,166,155	2,599,385
客户贷款	8,506,675	9,319,364	10,390,159	11,468,657	12,659,104
固定资产	156,178	158,669	160,256	161,858	163,477
其他资产	84,752	109,193	120,112	132,124	145,336
资产总计	17,791,393	19,570,061	21,053,310	23,158,641	25,474,505
同业存放款项	1,221,901	1,156,044	809,231	849,692	892,177
客户存款	13,538,360	15,038,001	16,194,423	17,878,643	19,738,022
负债合计	16,579,508	18,248,470	19,623,216	21,506,989	23,582,463
股本(百万股)	324,794	324,794	324,794	352,267	352,267
股东权益总额	1,211,885	1,321,591	1,430,094	1,651,652	1,892,042
负债和所有者权益总计	17,791,393	19,570,061	21,053,310	23,158,641	25,474,505

附三: 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	820,348	715,973	523,645	686,655	642,091
投资活动产生的现金流量净额	-767,694	-643,737	-517,285	-642,905	-601,309
筹资活动产生的现金流量净额	23,246	-74,981	-6,971	80,431	-507
现金及现金等价物净增加额	83,728	5,729	4,389	129,181	45,275

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是, 个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和信息可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。