



农业银行 (1288.HK, 601288.SS): 2017年业绩快报和增发计划; 资本充足率或将小幅上升, 每股盈利或被摊薄

农业银行宣布计划非公开发行A股股票募集不超过1,000亿元资金, 以补充核心一级资本。此外农行还公布了2017年未经审计的业绩快报。我们对此次拟议发行、潜在影响以及2017年业绩进行了概要分析。

杨硕, Ph.D (研究助理)
+86(10)6627-3463 | shuo.yang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

唐伟城, CFA (分析师)
执业证书编号:S1420517010001
+86(10)6627-3487 |
weicheng.tang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

增发计划细则

增发计划细则如下:

1. 农行计划非公开发行至多275亿股A股(占已发行在外A股的8.5%), 发行对象包括汇金公司、财政部、中国烟草总公司等。公告显示, 增发后汇金公司和财政部的持股比例将保持不变, 仍分别为40.03%和39.21%。
2. 发行价格为农行A股在定价基准日前20个交易日交易均价的90%与发行前农行最近一期未经审计的归属于母公司普通股股东的每股净资产值的较高者(出于解释说明的目的, 农行在介绍中假设公司2016年每股净资产价值为人民币3.97元)。
3. 预计增发将于获得股东批准后12个月之内完成。
4. 投资者限售期为发行结束之日起36个月。

虽然我们对此次非公开发行能否成功不予置评, 但出于解释的目的, 我们假设此次增发可以按公告所示标准完成(图表1), 我们由此计算, 在其他条件不变的情况下, 此次融资将推动农行2018年一级资本充足率上升0.8个百分点至11.5%, 每股盈利/每股净资产潜在至多摊薄6%/1%。截至2017年三季度农行一级资本充足率/整体资本充足率分别为10.6%/13.4%。此外, 资产重定价周期还将有望推动农行的新增资产带来更高的净资产回报率。

农行还表示该行符合最新拨备要求(7号文)中的最低拨备标准。我们认为农业银行2017年208%的不良贷款拨备覆盖率表明其在拨备方面毫无压力, 而且税后净利润和资本金实力有进一步改善空间。



图表 1: 在其他条件不变的情况下, 此次融资将推动农行2018年一级资本充足率上升0.8个百分点至11.5%, 每股盈利/每股净资产潜在至多摊薄6%/1%
增发完成的潜在影响示意 (所有单位均为人民币百万元, 除每股数据和百分点外)

Share price	2016	2017E	2018E	2019E
Base case				
Net profit	183,941	187,577	205,678	232,745
Common equity	1,241,692	1,336,117	1,484,144	1,653,807
No. of shares	324,794	324,794	324,794	324,794
EPS	0.57	0.58	0.63	0.72
BPS	3.82	4.11	4.57	5.09
CT1 CAR (%)	10.4	10.4	10.7	11.0
Total CAR (%)	13.04	12.84	12.92	13.06
ROAE (%)	15.5%	14.6%	14.6%	14.8%
Pro-forma: post private placement				
Capital raised			109,066	
Additional earnings from new capital*			4,908	20,515
Net profit			210,586	253,260
Additional retained earning			4,908	23,951
Common equity			1,598,118	1,786,824
No of shares			352,267	352,267
EPS			0.60	0.72
Dilution			-6%	0%
BPS			4.54	5.07
Dilution			-1%	0%
CT1 CAR (%)			11.5	11.8
Enhancement			+0.8pp	+0.9pp
ROE (%)			14.4%	15.0%
Dilution/enhancement			-0.2pp	0.1pp

Note:

1. Additional earnings from new capital* assumes that the new capital is fully deployed in 4Q18, and ROE 16% (inc impact from extra earnings/extra retained earnings).
2. Assume dividend payout ratio at 30%.
3. Assume issuance of 27.5bn shares at Rmb3.97 as per company announcement.

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 2: 资产重定价周期还有望推动农行的新增资产带来更高的净资产回报率
新增资产的潜在每股盈利

	2018E	2019E
EPS change (adj. for placement)	0.04	0.05

Note: We assume that the new capital will be fully diluted in 4Q18, and ROE 16% (inc impact from extra earnings/extra retained earnings)

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

2017年业绩快报

农业银行业绩快报显示2017年税后净利润同比增长5%至1,930亿元，较我们/彭博市场全年预测高出3%/2%。营业收入同比增长6%至2,396亿元，较我们的全年预测高出2%。

要点：

1. 净息差同比提高3个百分点，可能源于有效的资产重定价和资金成本控制。
2. 资产质量持续改善。2017年不良率同比下降56个基点，同时不良贷款拨备覆盖率提高至208%，在四大行中居于首位，表明该行及时处置了不良资产。

我们等待从3月底发布的年报中了解更多细节。

图表 3: 农业银行业绩快报显示2017年税后净利润同比增长5%至1,930亿元，较我们/彭博市场全年预测高出3%/2%；营业收入同比增长6%至2,396亿元，较我们的全年预测高出2%

	Quarterly							Full year			
	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	YoY	vs GSe	2016	2017	YoY	vs GSe
Op revenue	34,699	68,944	64,264	61,960	44,382	28%	12%	226,624	239,550	6%	2%
NPAT	29,771	55,710	52,883	51,417	32,952	11%	20%	183,941	192,962	5%	3%
Assets	19,570,061	20,323,984	20,573,586	20,923,117	21,053,310	8%	1%	19,570,061	21,053,310	8%	1%
Equity	1,318,193	1,366,045	1,358,441	1,409,360	1,426,415	8%	1%	1,318,193	1,426,415	8%	1%
ROA (%)	0.6%	1.1%	1.0%	1.0%	0.6%	0.0%		1.0%	1.0%	0.0%	
ROE (%)	9.1%	16.6%	15.5%	14.9%	9.3%	0.2%		14.0%	14.1%	0.1%	
NIM (%)								2.25	2.28	0.03	
NPL (%)	2.37	2.33	2.19	1.97	1.81	(0.56)		2.37	1.81	(0.56)	
LLR/NPL (%)	173.4	173.6	181.8	194.3	208.4	35.0		173.4	208.4	35.0	

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

影响

我们维持对于农业银行H/A股的买入/中性评级，以及基于3.0倍/3.5倍2019年预期股价/拨备前营业利润计算的12个月目标价格4.5港元/人民币4.4元。我们的预测并未计入拟议中的非公开发行。主要风险：1) 县域市场竞争加剧；2) 资产质量和净息差前景好于/差于预期。

高华证券感谢高盛分析师陆天，CFA、李雯、刘馨荷和赵成希在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人，杨硕，Ph.D，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

杨硕，Ph.D：中国金融。唐伟城，CFA：A股券商、中国券商。

A股券商：银河证券(A)、招商证券(A)、中信证券(A)、光大证券(A)、广发证券(A)、国泰君安(A)、海通证券(A)、华泰证券(A)、东方证券(A)。

中国券商：银河证券(H)、中金公司、招商证券(H)、中信证券(H)、中信建投、光大证券(H)、广发证券(H)、国泰君安(H)、海通证券(H)、华泰证券(H)、东方证券(H)。

中国金融：农业银行(A)、农业银行(H)、中国银行(A)、中国银行(H)、交通银行(A)、交通银行(H)、南京银行、宁波银行、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、中国光大银行、China Everbright Bank (H)、招商银行(A)、招商银行(H)、重庆农村商业银行、华夏银行、工商银行(A)、工商银行(H)、兴业银行、乐信集团、平安银行、邮储银行、浦发银行。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：农业银行(A) (Rmb4.03)、农业银行(H) (HK\$4.47)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。



本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本文中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。