

2018年03月27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(2018/3/27)	3.84		
上证指数(2018/3/27)	3166.65		
股价 12 个月高/低	4.82/3.08		
总发行股数(百万)	324794.12		
A 股数(百万)	294055.29		
A 市值(亿元)	11291.72		
主要股东	中央汇金投资有 限责任公司 (40.03%)		
每股净值(元)	4.15		
股价/账面净值	0.93		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-11.1	2.4	22.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-03-13	4.03	买入

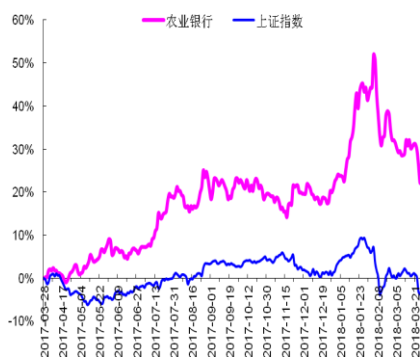
产品组合

利息收入	82.29%
非利息收入	17.71%

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，三农业务较快增长

结论与建议：

农业银行发布年报，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 7.33%，净利增 10.68%，均快于 3Q 及全年增速业绩，业绩表现优异。收入及利润方面，净息差回升带动收入端增长，深化三农背景下县域金融税前净利增近三成。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。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 10.68%：** 农行发布年报，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 10.68%，均快于 3Q 及全年增速，业绩与之前业绩快报一致。
- 成本端优势明显，三农净利贡献增近三成：** 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 2.30%，较 3Q 提升 6BP），农行 4Q 净利息收入贡献整体增 13.67%，带动营收端增长。利润贡献方面，公司深化三农业务，农村存款优势明显，在县域金融业务实现税前利润 832 亿元，较上年增长 26.2%。
- 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，不良贷款余额 1940 亿元，同比下降近两成，关注类贷款占比 3.27%，同比下降 0.61 个百分点。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（根据新的监管要求，预计农行拨备覆盖率及拨贷比分别下降至 130%、2.0%），降低不良率，质量资产预计将进一步改善。
- 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 2018、2019 年盈利分别增长 6.65%、6.36%，分别为 2058、2189 亿，目前 A 股价对应 2018、2019 年 PE 分别为 6.24X、5.87X，PB 分别为 0.86X、0.79X，H 股对应 PE5.72X、5.38X，PB0.79X、0.72X，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	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	180,582	183,941	192,962	205,786	218,881
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	0.62	0.65
同比增减	%	0.00%	0.00%	4.90%	6.65%	6.36%
市盈率(P/E, A 股价)	X	6.98	6.98	6.66	6.24	5.87
股利 (DPS)	RMB 元	0.17	0.17	0.18	0.18	0.19
股息率 (Yield, A 股价)	%	4.35%	4.43%	4.69%	4.74%	4.82%

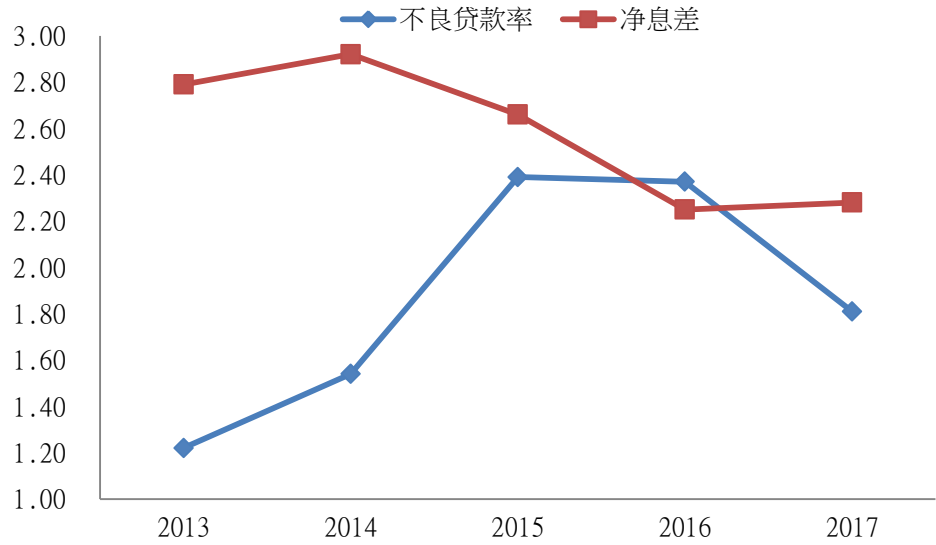
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

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 ($ER \leq -30\%$)

图:2013-2017年不良贷款率与净息差(%)



资料来源:群益上海整理

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入净额	536,168	506,016	537,041	606,089	675,829
净利息收入	436,140	398,104	441,930	517,521	583,233
手续费及佣金净收入	82,549	90,935	72,903	80,568	84,596
营业支出	303,297	281,421	301,683	360,556	414,469
营业利润	303,297	281,421	301,683	360,556	414,469
拨备前利润总额	317,043	311,041	333,524	390,014	435,084
资产损失准备	84,172	86,446	98,166	144,481	173,724
利润总额	230,857	226,624	239,478	249,935	265,850
所得税	50,083	42,564	46,345	44,061	46,870
净利润	180,582	183,941	192,962	205,786	218,881

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
现金及存放央行款项	2,587,057	2,811,653	2,896,619	3,041,450	3,102,279
存放同业款项	697,923	622,665	130,245	136,757	143,595
交易性金融资产	439,261	417,955	577,965	606,863	637,206
持有到期投资	2,300,824	2,882,152	3,489,135	4,186,962	4,815,006
可供出售金融资产	1,214,542	1,408,881	1,426,420	1,754,497	2,105,396
客户贷款	8,506,675	9,319,364	10,316,311	11,387,144	12,569,130
固定资产	156,178	158,669	155,258	156,811	158,379
其他资产	84,752	109,193	53,672	59,039	64,943
资产总计	17,791,393	19,570,061	21,053,382	22,948,186	25,013,523
同业存放款项	1,221,901	1,156,044	974,730	1,023,467	1,074,640
客户存款	13,538,360	15,038,001	16,194,279	17,878,484	19,737,846
负债合计	16,579,508	18,248,470	19,623,985	21,301,579	23,231,894
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	1,429,397	1,646,608	1,781,629
负债和所有者权益总计	17,791,393	19,570,061	21,053,382	22,948,186	25,013,523

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	820,348	715,973	633,417	723,246	690,879
投资活动产生的现金流量净额	-767,694	-643,737	-481,061	-630,831	-585,210
筹资活动产生的现金流量净额	23,246	-74,981	26,338	91,534	14,297
现金及现金等价物净增加额	83,728	5,729	173,548	188,950	124,966

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)有限公司相信用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对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意见可能会或会在没有事前通知前变更。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;@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;@。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。