

中國農業銀行 (1288 HK)

基本面持續向好，估值偏低

- ❖ **三季度純利增長優於同業。**2017年第三季度，農業銀行純利按年增長4.9%，至514.2億元人民幣，增速高於“四大行”中另外三家。今年首三季度，農行淨利息收入增長迅速，按年增速達到8.8%，至3,242.6億元人民幣。但主要受代理財政部委託資產處置業務到期影響，淨手續費佣金收入大幅下降，按年下跌20.5%，導致撥備前利潤按年增速降至5.7%，表現遜於建行（939 HK，持有）及工行（1398 HK，持有）。在傳統業務盈利增速回升較為迅速的情況下，農行適當加大了撥備力度，前三季貸款減值撥備按年增加16.4%，為日後的利潤增速預留了更多空間。今年首三季，農行純利按年增長3.8%，至1,600.1億元人民幣。
- ❖ **淨息差持續擴張，資金成本優勢明顯。**在今年中性偏緊的貨幣政策及強監管的环境持續的情況下，資金來源充足的國有大行的淨息差率先企穩回升。根據我們的測算，農行三季度單季淨息差較二季度再擴大7個基點，至2.24%，相信主要受惠於貸款定價優勢、存款活期占比提升（較中期提升0.7個百分點至57.1%）及同業利率的上升。農行第三季貸款總額及存款總額分別按季增長2.2%及1.6%，增速均列四大行之首。農行業務深耕“三農”，今年第三季末，縣域貸款及存款分別按季增長1.8%及1.7%，占貸款總額及存款總額比重分別為33.3%及42.6%。十九大報告再度確認解決好“三農”問題是“重中之重”的地位，要優先發展農業農村。農行依託其在農村地區廣闊的網點佈局，在政策支援下，其縣域金融預計將有更大的發展潛力，特別是農行在農村地區獲取低成本資金的優勢較為明顯，在我們預期現行貨幣政策持續不變及監管環境不會放鬆的情況下，其資金成本優勢將在未來更加凸顯，淨息差有望進一步擴大。
- ❖ **資產品質明顯改善，不良“雙降”。**今年第三季度，農行業績最大亮點在於其資產品質的改善，不良連續兩個季度實現“雙降”。不良貸款率按季大幅下降22個基點，至1.97%，不良貸款餘額也按季下降8.1%。撥備覆盖率按季提升12.49個百分點，至194.29%，依然為四大行中最高水準，撥備較為充足。農行在第三季加大了對不良貸款的處置力度，根據我們的測算，農行三季度單季的不良生成率按季有34個基點的回升，不過仍然處於較低水準。
- ❖ **資本充足率有待改善。**四大行中其他三家資本充足率在今年第三季度都有小幅改善，但農行核心一級資本充足率按季僅僅持平在10.58%的水準，一級資本充足率下降2個基點至11.23%，資本充足率上升24個基點至13.40%。農行已在10月完成發行400億元人民幣二級資本債，2016年股東會獲批額度尚餘400億元人民幣。與其他可比同業相比，農行的資本充足情況一直處於相對弱勢，未來還有較大改善空間。
- ❖ **估值。**農行的基本面持續向好，但其估值較同業為低。目前農行的股價相當於0.67倍2018年預測市帳率，較可比同業的0.73倍的平均估值有8.7%的折讓；股息率為5.9%。在淨息差擴張和資產品質改善的雙重驅動下，農行的業績預計可穩步增長，估值仍有上升空間。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業收入(百萬元人民幣)	524,126	540,862	510,128
淨利潤(百萬元人民幣)	179,461	180,582	183,941
市帳率(x)	1.02	0.84	0.82
市盈率(x)	5.63	5.67	5.63
股息率(%)	5.85	5.36	5.46
權益收益率(%)	19.15	16.12	14.55
不良貸款率(%)	1.54	2.39	2.37
撥備覆盖率(%)	286.53	189.43	173.40

資料來源：公司及招銀國際研究部

未評級

當前股價

HK\$3.66

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬元港元)	1,416,304
3月平均流通量(百萬元港元)	485.03
52周內股價高/低(港元)	3.8/3.1
總股本(百萬)	324,794.0

資料來源：彭博

股東結構 (H股)

Qatar Investment Authority	7.97%
The Bank of New York Mellon Corporation	7.74%
BlackRock, Inc.	5.11%

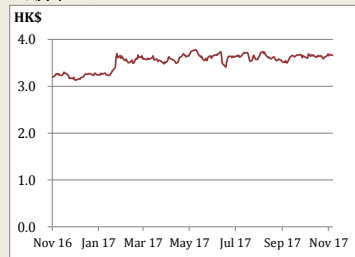
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.5%	-4.7%
3-月	-0.8%	-7.2%
6-月	-2.7%	-15.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：羅兵咸永道

公司網站：www.abchina.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。