

中国农业银行 (1288 HK)

基本面持续向好，估值偏低

- ❖ **三季度纯利增长优于同业。**2017年第三季度，农业银行纯利按年增长4.9%，至514.2亿元人民币，增速高于“四大行”中另外三家。今年前三季度，农行净利息收入增长迅速，按年增速达到8.8%，至3,242.6亿元人民币。但主要受代理财政部委托资产处置业务到期影响，净手续费佣金收入大幅下降，按年下跌20.5%，导致拨备前利润按年增速降至5.7%，表现逊于建行（939 HK，持有）及工行（1398 HK，持有）。在传统业务盈利增速回升较为迅速的情况下，农行适当加大了拨备力度，前三季贷款减值拨备按年增加16.4%，为日后的利润增速预留了更多空间。今年首三季，农行纯利按年增长3.8%，至1,600.1亿元人民币。
- ❖ **净息差持续扩张，资金成本优势明显。**在今年中性偏紧的货币政策及强监管的环境下持续的情况下，资金来源充足的国有大行的净息率先企稳回升。根据我们的测算，农行三季度单季净息差较二季度再扩大7个基点，至2.24%，相信主要受惠于贷款定价优势、存款活期占比提升（较中期提升0.7个百分点至57.1%）及同业利率的上升。农行第三季贷款总额及存款总额分别按季增长2.2%及1.6%，增速均列四大行之首。农行业务深耕“三农”，今年第三季末，县域贷款及存款分别按季增长1.8%及1.7%，占贷款总额及存款总额比重分别为33.3%及42.6%。十九大报告再度确认解决好“三农”问题是“重中之重”的地位，要优先发展农业农村。农行依托其在农村地区广阔的网点布局，在政策支持下，其县域金融预计将有更大的发展潜力，特别是农行在农村地区获取低成本资金的优势较为明显，在我们预期现行货币政策持续不变及监管环境不会放松的情况下，其资金成本优势将在未来更加凸显，净息差有望进一步扩大。
- ❖ **资产质量明显改善，不良“双降”。**今年第三季度，农行业绩最大亮点在于其资产质量的改善，不良连续两个季度实现“双降”。不良贷款率按季大幅下降22个基点，至1.97%，不良贷款余额也按季下降8.1%。拨备覆盖率按季提升12.49个百分点，至194.29%，依然为四大行中最高水平，拨备较为充足。农行在第三季加大了对不良贷款的处置力度，根据我们的测算，农行三季度单季的不良生成率按季有34个基点的回升，不过仍然处于较低水平。
- ❖ **资本充足率有待改善。**四大行中其他三家资本充足率在今年第三季度都有小幅改善，但农行核心一级资本充足率按季仅仅持平在10.58%的水平，一级资本充足率下降2个基点至11.23%，资本充足率上升24个基点至13.40%。农行已在10月完成发行400亿元人民币二级资本债，2016年股东会获批额度尚余400亿元人民币。与其他可比同业相比，农行的资本充足情况一直处于相对弱势，未来还有较大改善空间。
- ❖ **估值。**农行的基本面持续向好，但其估值较同业为低。目前农行的股价相当于0.67倍2018年预测市帐率，较可比同业的0.73倍的平均估值有8.7%的折让；股息率为5.9%。在净息差扩张和资产质量改善的双重驱动下，农行的业绩预计可稳步增长，估值仍有上升空间。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业收入(百万元人民币)	524,126	540,862	510,128
净利润(百万元人民币)	179,461	180,582	183,941
市帐率(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
权益收益率(%)	19.15	16.12	14.55
不良贷款率(%)	1.54	2.39	2.37
拨备覆盖率(%)	286.53	189.43	173.40

资料来源：公司及招银国际研究部

未评级

当前股价

HK\$3.66

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	1,416,304
3月平均流通量(百万港元)	485.03
52周内股价高/低(港元)	3.8/3.1
总股本(百万)	324,794.0

资料来源：彭博

股东结构(H股)

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

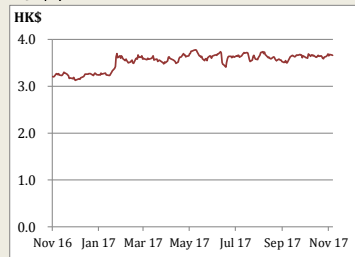
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.5%	-4.7%
3-月	-0.8%	-7.2%
6-月	-2.7%	-15.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师：罗兵咸永道

公司网站：www.abchina.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。