

# 中國農業銀行-H (1288 HK)

## 資產質量改善，但淨息差顯著承壓

8月30日，農業銀行公布2019年上半年業績，淨利潤同比增長4.9%至1,214億元人民幣，占我們/市場一致預期全年淨利潤預測的56.3%/57.8%。上半年撥備前利潤同比大致持平，主要由於淨息差收窄，淨利息收入增長乏力（同比增速1.9%）。不過，受惠於經營開支的下降（同比降低10.2%）及撥備計提力度的減弱（同比降低4.7%），單季淨利潤同比增速由一季度的4.3%提升至二季度的5.5%。

- **業績正面因素：**1) 上半年淨手續費收入同比增長**16.6%**，主要來自於顧問諮詢、銀行卡及電子銀行業務。農行的非息收入占比由2018年的18.3%提升到了今年上半年的22.4%。2) 上半年成本收入比同比下降**0.8個百分點至28.4%**，主要由於一般營運及管理費用的下降。3) 貸款較年初增長**8.8%**，為四大行中最高增速，對公及零售貸款增速均衡，分別增長9.1%及8.6%。收益率較高的信用卡取得高速增长，上半年增速達到19.4%，逾期率保持相對可控。4) 資產質量持續改善，二季度不良貸款率環比下降9個基點至1.43%，撥備覆蓋率環比提升14.4個百分點至278.4%。逾期貸款及關注類貸款同樣實現“雙降”。信貸成本環比下降48個基點至0.90%；我們預期2019年下半年也將維持較低水平，以緩解收入端增長動能的減弱。
- **業績負面因素：**1) 根據我們的測算，二季度淨息差環比收窄**10個基點至2.11%**。資產端收益率今年上半年較去年下半年僅上升2個基點，同期存款成本則上升17個基點。作為銀行間的淨拆出方，同業市場利率的下行也對農行的淨息差形成了擠壓。2) 二季度存款增速乏力，環比僅增長**0.4%**，同時活期存款占比下降0.6個百分點至57.0%。3) 2019年上半年年化ROE同比下降**1.3個百分點至14.7%**，主要由於淨利潤增速為4.9%，並無超預期表現。
- **維持「買入」評級，下調目標價至4.5港元。**農行目前的估值為0.54倍2019年預測市帳率，較其自身五年歷史平均值0.63倍低14%。我們保持盈利預測不變，但將目標價由5.3港元下調至4.5港元，主要由於我們將可持續ROE假設降低至12.3%、權益成本(COE)假設提升至14.5%以及將港元對人民幣匯率假設調整至0.897。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	520,346	584,905	632,705	680,006	736,373
淨利潤(百萬元人民幣)	192,962	202,783	215,784	231,377	249,205
每股盈利(元人民幣)	0.58	0.59	0.60	0.65	0.70
每股盈利變動(%)	5.0	1.3	2.7	7.4	7.9
市盈率(倍)	4.7	4.6	4.5	4.2	3.9
市帳率(倍)	0.65	0.59	0.54	0.50	0.45
股息率(%)	6.6	6.4	6.9	7.3	7.9
權益收益率(%)	14.6	13.5	12.7	12.4	12.3
不良貸款率(%)	1.81	1.59	1.60	1.60	1.61
撥備覆蓋率(%)	208	252	268	281	293

資料來源：公司、招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$ 4.50
(此前目標價)	HK\$ 5.30)
潛在升幅	+49.0%
當前股價	HK\$ 3.02

### 中國銀行業

#### 孫明, CFA

(852) 3900 0836  
terrysun@cmbi.com.hk

#### 隋曉萌

(852) 3761 8775  
suixiaomeng@cmbi.com.hk

#### 公司數據

市值(百萬港元)	1,283,340
3月平均流通量(百萬港元)	391.94
52周內股價高/低(港元)	3.91/2.93
總股本(百萬)	30,739 (H)
	319,244 (A)

資料來源：彭博

#### 股東結構

中央匯金	40.03%
財政部	39.21%
全國社保基金	2.80%

資料來源：公司

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.9%	1.9%
3-月	-10.2%	-4.9%
6-月	-20.5%	-11.4%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

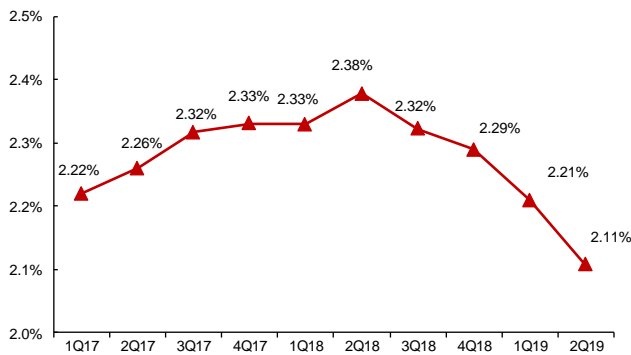
審計師：羅兵鹹永道

圖 1: 農業銀行 2019 年上半年業績概要

(百萬元人民幣)						
<b>損益表</b>						
	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
淨利息收入	233,833	237,632	1.6%	116,352	118,519	1.9%
淨手續費及佣金收入	43,637	50,899	16.6%	20,251	21,681	7.1%
<b>經營收入</b>	<b>294,006</b>	<b>306,408</b>	<b>4.2%</b>	<b>136,768</b>	<b>132,802</b>	<b>-2.9%</b>
經營支出	(86,017)	(87,094)	1.3%	(34,094)	(30,602)	-10.2%
<b>撥備前利潤</b>	<b>207,989</b>	<b>219,314</b>	<b>5.4%</b>	<b>102,674</b>	<b>102,200</b>	<b>-0.5%</b>
減值撥備	(66,443)	(73,427)	10.5%	(32,471)	(30,932)	-4.7%
<b>稅前利潤</b>	<b>141,546</b>	<b>145,887</b>	<b>3.1%</b>	<b>70,203</b>	<b>71,268</b>	<b>1.5%</b>
所得稅	(25,576)	(23,490)	-8.2%	(13,270)	(10,947)	-17.5%
<b>淨利潤</b>	<b>115,789</b>	<b>121,445</b>	<b>4.9%</b>	<b>57,053</b>	<b>60,194</b>	<b>5.5%</b>
<b>資產負債表</b>						
	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
貸款總額	11,913,625	12,962,302	8.8%	12,664,116	12,962,302	2.4%
存款總額	17,346,290	18,529,174	6.8%	18,447,181	18,529,174	0.4%
總資產	22,609,471	23,975,153	6.0%	23,657,926	23,975,153	1.3%
不良貸款餘額	190,002	185,312	-2.5%	192,705	185,312	-3.8%
<b>關鍵指標</b>						
	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
淨息差	2.35%	2.16%	-19bp	2.21%	2.11%	-10bp
淨資產回報率	16.0%	14.7%	-1.3ppt	15.1%	14.6%	-0.5ppt
不良貸款率	1.62%	1.43%	-19bp	1.52%	1.43%	-9bp
撥備覆蓋率	248.4%	278.4%	30.0ppt	263.9%	278.4%	14.4ppt
貸存比	67.7%	70.0%	2.3ppt	68.7%	70.0%	1.3ppt
核心一級資本充足率	11.2%	11.1%	-5bp	11.4%	11.1%	-26bp

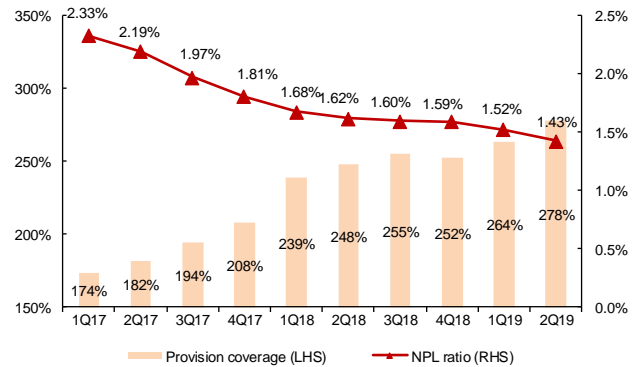
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 2: 農業銀行單季淨息差走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 3: 農業銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

## 財務報表

### 利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	713,699	784,724	875,612	943,304	1,022,169
利息支出	(271,769)	(306,964)	(337,672)	(363,116)	(390,950)
淨利息收入	441,930	477,760	537,940	580,188	631,220
淨手續費及佣金收入	72,903	78,141	82,048	86,150	90,458
其他	5,513	29,004	12,717	13,667	14,695
<b>經營收入</b>	<b>520,346</b>	<b>584,905</b>	<b>632,705</b>	<b>680,006</b>	<b>736,373</b>
經營支出	(182,716)	(196,311)	(214,144)	(232,043)	(252,709)
<b>撥備前利潤</b>	<b>337,630</b>	<b>388,594</b>	<b>418,561</b>	<b>447,963</b>	<b>483,664</b>
資產減值損失	(98,166)	(136,898)	(150,718)	(160,752)	(174,310)
經營利潤	239,464	251,696	267,843	287,211	309,354
非經營收入	14	(22)	(22)	(22)	(32)
稅前利潤	239,478	251,674	267,821	287,189	309,322
所得稅費用	(46,345)	(49,043)	(52,190)	(55,964)	(60,279)
少數股東權益	(171)	152	152	152	152
<b>淨利潤</b>	<b>192,962</b>	<b>202,783</b>	<b>215,784</b>	<b>231,377</b>	<b>249,205</b>

### 資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央銀行款項	2,788,122	2,705,858	2,908,712	3,127,794	3,364,402
同業資產	1,175,900	1,032,742	1,084,379	1,138,598	1,195,528
金融投資	6,152,743	6,885,075	7,390,844	7,889,431	8,401,895
<b>貸款總額</b>	<b>10,720,611</b>	<b>11,913,625</b>	<b>13,045,419</b>	<b>14,284,734</b>	<b>15,641,784</b>
減: 貸款減值準備	404,300	479,143	560,260	644,983	736,259
其他資產	620,306	551,314	546,663	628,681	640,793
<b>總資產</b>	<b>21,053,382</b>	<b>22,609,471</b>	<b>24,415,757</b>	<b>26,424,254</b>	<b>28,508,143</b>
向中央銀行借款	465,947	561,195	589,255	618,717	649,653
同業負債	1,779,849	2,085,831	2,249,707	2,427,650	2,620,883
<b>存款總額</b>	<b>16,194,279</b>	<b>17,346,290</b>	<b>18,733,993</b>	<b>20,232,713</b>	<b>21,851,330</b>
已發行債券	269,748	301,806	282,880	282,880	282,880
其他負債	914,162	639,562	694,814	755,172	821,114
<b>總負債</b>	<b>19,623,985</b>	<b>20,934,684</b>	<b>22,550,649</b>	<b>24,317,133</b>	<b>26,225,860</b>
<b>股東總權益</b>	<b>1,426,415</b>	<b>1,670,294</b>	<b>1,860,616</b>	<b>2,107,629</b>	<b>2,277,790</b>
其中: 永續債	-	-	40,000	120,000	120,000
其中: 優先股	79,899	79,899	79,899	79,899	79,899
少數股東權益	2,982	4,493	4,493	4,493	4,493
<b>總權益</b>	<b>1,429,397</b>	<b>1,674,787</b>	<b>1,865,109</b>	<b>2,107,122</b>	<b>2,282,283</b>

### 主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>經營收入結構</b>					
淨利息收入	85%	82%	85%	85%	86%
淨手續費及佣金收入	14%	13%	13%	13%	12%
其他	1%	5%	2%	2%	2%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
<b>同比增速</b>					
淨利息收入	11.0%	8.1%	12.6%	7.9%	8.8%
淨手續費及佣金收入	-19.8%	7.2%	5.0%	5.0%	5.0%
營業收入	4.3%	12.4%	8.2%	7.5%	8.3%
撥備前利潤	7.8%	15.1%	7.7%	7.0%	8.0%
淨利潤	4.9%	5.1%	6.4%	7.2%	7.7%
貸款總額	10.3%	11.1%	9.5%	9.5%	9.5%
存款總額	7.7%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>經營效率</b>					
成本收入比	34.2%	32.7%	32.8%	33.1%	33.3%

### 資產質量

不良貸款率	1.81%	1.59%	1.60%	1.60%	1.61%
撥備覆蓋率	208%	252%	268%	281%	293%
撥貸比	3.77%	4.02%	4.29%	4.52%	4.71%
信貸成本	0.91%	1.15%	1.15%	1.12%	1.11%

### 資本充足率

核心一級資本充足率	10.6%	11.6%	11.9%	12.0%	12.1%
一級資本充足率	11.3%	12.1%	12.4%	12.5%	12.6%
資本充足率	13.7%	15.1%	14.9%	15.1%	15.3%

### 盈利能力

淨息差	2.28%	2.33%	2.29%	2.28%	2.29%
平均權益回報率	14.6%	13.5%	12.7%	12.4%	12.3%
平均資產回報率	0.93%	0.91%	0.90%	0.89%	0.89%
平均風險資產回報率	1.54%	1.51%	1.48%	1.47%	1.47%

### 每股數據 (元人民幣)

每股淨利潤	0.58	0.59	0.60	0.65	0.70
每股股息	0.18	0.17	0.19	0.20	0.21
每股賬面值	4.15	4.54	4.97	5.44	5.94

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 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。

### 招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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個人。