

中国农业银行-H (1288 HK)

资产质量改善，但净息差显著承压

8月30日，农业银行公布2019年上半年业绩，净利润同比增长4.9%至1,214亿元人民币，占我们/市场一致预期全年净利润预测的56.3%/57.8%。上半年拨备前利润同比大致持平，主要由于净息差收窄，净利息收入增长乏力（同比增速1.9%）。不过，受惠于经营开支的下降（同比降低10.2%）及拨备计提力度的减弱（同比降低4.7%），单季净利润同比增速由一季度的4.3%提升至二季度的5.5%。

■ **业绩正面因素：**1) 上半年净手续费收入同比增长16.6%，主要来自于顾问咨询、银行卡及电子银行业务。农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个百分点至28.4%，主要由于一般营运及管理费用的下降。3) 贷款较年初增长8.8%，为四大行中最高增速，对公及零售贷款增速均衡，分别增长9.1%及8.6%。收益率较高的信用卡取得高速增长，上半年增速达到19.4%，逾期率保持相对可控。4) 资产质量持续改善，二季度不良贷款率环比下降9个基点至1.43%，拨备覆盖率环比提升14.4个百分点至278.4%。逾期贷款及关注类贷款同样实现“双降”。信贷成本环比下降48个基点至0.90%；我们预期2019年下半年也将维持较低水平，以缓解收入端增长动能的减弱。

■ **业绩负面因素：**1) 根据我们的测算，二季度净息差环比收窄10个基点至2.11%。资产端收益率今年上半年较去年下半年仅上升2个基点，同期存款成本则上升17个基点。作为银行间的净拆出方，同业市场利率的下行也对农行的净息差形成了挤压。2) 二季度存款增速乏力，环比仅增长0.4%，同时活期存款占比下降0.6个百分点至57.0%。3) 2019年上半年年化ROE同比下降1.3个百分点至14.7%，主要由于净利润增速为4.9%，并无超预期表现。

■ **维持「买入」评级，下调目标价至4.5港元。**农行目前的估值为0.54倍2019年预测市帐率，较其自身五年历史平均值0.63倍低14%。我们保持盈利预测不变，但将目标价由5.3港元下调至4.5港元，主要由于我们将可持续ROE假设降低至12.3%、权益成本(COE)假设提升至14.5%以及将港元对人民币汇率假设调整至0.897。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	520,346	584,905	632,705	680,006	736,373
净利润(百万元人民币)	192,962	202,783	215,784	231,377	249,205
每股盈利(元人民币)	0.58	0.59	0.60	0.65	0.70
每股盈利变动(%)	5.0	1.3	2.7	7.4	7.9
市盈率(倍)	4.7	4.6	4.5	4.2	3.9
市帐率(倍)	0.65	0.59	0.54	0.50	0.45
股息率(%)	6.6	6.4	6.9	7.3	7.9
权益收益率(%)	14.6	13.5	12.7	12.4	12.3
不良贷款率(%)	1.81	1.59	1.60	1.60	1.61
拨备覆盖率(%)	208	252	268	281	293

资料来源：公司、招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$ 4.50
(此前目标价)	HK\$ 5.30
潜在升幅	+49.0%
当前股价	HK\$ 3.02

中国银行业

孙明, CFA

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

隋晓萌

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

公司数据

市值(百万港元)	1,283,340
3月平均流通量(百万港元)	391.94
52周内股价高/低(港元)	3.91/2.93
总股本(百万)	30,739 (H)
	319,244 (A)

资料来源：彭博

股东结构

中央汇金	40.03%
财政部	39.21%
全国社保基金	2.80%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.9%	1.9%
3-月	-10.2%	-4.9%
6-月	-20.5%	-11.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

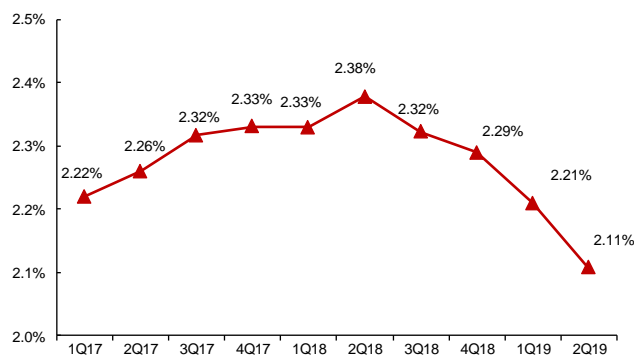
审计师：罗兵咸永道

图 1: 农业银行 2019 年上半年业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
净利息收入	233,833	237,632	1.6%	116,352	118,519	1.9%
净手续费及佣金收入	43,637	50,899	16.6%	20,251	21,681	7.1%
经营收入	294,006	306,408	4.2%	136,768	132,802	-2.9%
经营支出	(86,017)	(87,094)	1.3%	(34,094)	(30,602)	-10.2%
拨备前利润	207,989	219,314	5.4%	102,674	102,200	-0.5%
减值拨备	(66,443)	(73,427)	10.5%	(32,471)	(30,932)	-4.7%
税前利润	141,546	145,887	3.1%	70,203	71,268	1.5%
所得税	(25,576)	(23,490)	-8.2%	(13,270)	(10,947)	-17.5%
净利润	115,789	121,445	4.9%	57,053	60,194	5.5%
资产负债表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
贷款总额	11,913,625	12,962,302	8.8%	12,664,116	12,962,302	2.4%
存款总额	17,346,290	18,529,174	6.8%	18,447,181	18,529,174	0.4%
总资产	22,609,471	23,975,153	6.0%	23,657,926	23,975,153	1.3%
不良贷款余额	190,002	185,312	-2.5%	192,705	185,312	-3.8%
关键指标	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
净息差	2.35%	2.16%	-19bp	2.21%	2.11%	-10bp
净资产回报率	16.0%	14.7%	-1.3ppt	15.1%	14.6%	-0.5ppt
不良贷款率	1.62%	1.43%	-19bp	1.52%	1.43%	-9bp
拨备覆盖率	248.4%	278.4%	30.0ppt	263.9%	278.4%	14.4ppt
贷存比	67.7%	70.0%	2.3ppt	68.7%	70.0%	1.3ppt
核心一级资本充足率	11.2%	11.1%	-5bp	11.4%	11.1%	-26bp

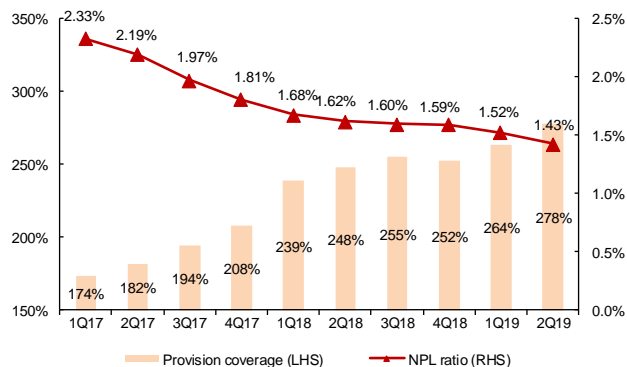
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 农业银行单季净息差走势



资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 农业银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



资料来源: 公司、招银国际证券

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	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)
净利息收入	441,930	477,760	537,940	580,188	631,220
净手续费及佣金收入	72,903	78,141	82,048	86,150	90,458
其他	5,513	29,004	12,717	13,667	14,695
经营收入	520,346	584,905	632,705	680,006	736,373
经营支出	(182,716)	(196,311)	(214,144)	(232,043)	(252,709)
拨备前利润	337,630	388,594	418,561	447,963	483,664
资产减值损失	(98,166)	(136,898)	(150,718)	(160,752)	(174,310)
经营利润	239,464	251,696	267,843	287,211	309,354
非经营收入	14	(22)	(22)	(22)	(22)
税前利润	239,478	251,674	267,821	287,189	309,332
所得税费用	(46,345)	(49,043)	(52,190)	(55,964)	(60,279)
少数股东权益	(171)	152	152	152	152
净利润	192,962	202,783	215,784	231,377	249,205

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央银行款项	2,788,122	2,705,858	2,908,712	3,127,794	3,364,402
同业资产	1,175,900	1,032,742	1,084,379	1,138,598	1,195,528
金融投资	6,152,743	6,885,075	7,390,844	7,889,431	8,401,895
贷款总额	10,720,611	11,913,625	13,045,419	14,284,734	15,641,784
减: 贷款减值准备	404,300	479,143	560,260	644,983	736,259
其他资产	620,306	551,314	546,663	628,681	640,793
总资产	21,053,382	22,609,471	24,415,757	26,424,254	28,508,143
向中央银行借款	465,947	561,195	589,255	618,717	649,653
同业负债	1,779,849	2,085,831	2,249,707	2,427,650	2,620,883
存款总额	16,194,279	17,346,290	18,733,993	20,232,713	21,851,330
已发行债券	269,748	301,806	282,880	282,880	282,880
其他负债	914,162	639,562	694,814	755,172	821,114
总负债	19,623,985	20,934,684	22,550,649	24,317,133	26,225,860
股东总权益	1,426,415	1,670,294	1,860,616	2,102,629	2,277,790
其中: 永续债	-	-	40,000	120,000	120,000
其中: 优先股	79,899	79,899	79,899	79,899	79,899
少数股东权益	2,982	4,493	4,493	4,493	4,493
总权益	1,429,397	1,674,787	1,865,109	2,107,122	2,282,283

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经营收入结构					
净利息收入	85%	82%	85%	85%	86%
净手续费及佣金收入	14%	13%	13%	13%	12%
其他	1%	5%	2%	2%	2%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	11.0%	8.1%	12.6%	7.9%	8.8%
净手续费及佣金收入	-19.8%	7.2%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入	4.3%	12.4%	8.2%	7.5%	8.3%
拨备前利润	7.8%	15.1%	7.7%	7.0%	8.0%
净利润	4.9%	5.1%	6.4%	7.2%	7.7%
贷款总额	10.3%	11.1%	9.5%	9.5%	9.5%
存款总额	7.7%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%

经营效率

成本收入比	34.2%	32.7%	32.8%	33.1%	33.3%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

资产质量

不良贷款率	1.81%	1.59%	1.60%	1.60%	1.61%
拨备覆盖率	208%	252%	268%	281%	293%
拨贷比	3.77%	4.02%	4.29%	4.52%	4.71%
信贷成本	0.91%	1.15%	1.15%	1.12%	1.11%

资本充足率

核心一级资本充足率	10.6%	11.6%	11.9%	12.0%	12.1%
一级资本充足率	11.3%	12.1%	12.4%	12.5%	12.6%
资本充足率	13.7%	15.1%	14.9%	15.1%	15.3%

盈利能力

净息差	2.28%	2.33%	2.29%	2.28%	2.29%
平均权益回报率	14.6%	13.5%	12.7%	12.4%	12.3%
平均资产回报率	0.93%	0.91%	0.90%	0.89%	0.89%
平均风险资产回报率	1.54%	1.51%	1.48%	1.47%	1.47%

每股数据 (元人民币)

每股净利润	0.58	0.59	0.60	0.65	0.70
每股股息	0.18	0.17	0.19	0.20	0.21
每股账面值	4.15	4.54	4.97	5.44	5.94

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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于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）没有在有关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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

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。