睿智投资

中国农业银行 (1288 HK)

资金优势显现

- **纯利增速列大行之首。**2018 年上半年，农业银行净利润达到 1,158 亿元人民币，占市场一致预期全年预测的 56%。净利润同比增速由一季度的 5.4%提升至上半年的 6.6%，位列四大行之首。在息差扩张与贷款稳健增长下，二季度单季拨备前利润同比大幅上升 19.1%。净手续费佣金收入重回正增长，主要由银行卡业务及托管业务拉动。经营收入的强劲表现为公司增强风险抵补能力预留更多空间。二季度农行减值拨备同比增长 49.2%，净利润增速达到 7.9%。

- **资金优势明显，净息差持续扩张。**根据我们的测算，农行二季度单季净息差持续回升 4 个基点至 2.37%，主要由于今年上半年存贷利差不断拉大，贷款利率同比上升 16 个基点，而存款成本保持相对稳定。农行在县域地区广阔的网点优势为其提供了稳定的资金来源，其中成本较低的活期存款占比高达 58.0%。另一方面，农行在资产配置上向贷款和债券倾斜，同时收缩了同业拆出。截至二季度末，农行 67.7%的贷存比为大行中最低，显示日后信贷增长仍有空间。

- **资产质量持续明显改善。**农行不良贷款率连续第八个季度环比下降，今年二季度末继续下降 6 个基点至 1.62%，同时拨备覆盖率继续回升 9.6 个百分点至 248%，为大行中最高水平。不良贷款确认严格，不良贷款对 90 天以上逾期贷款比率为 138%，在大行中仅次于建设银行（939 HK，买入）的 152%。在信贷成本趋于平稳后，农行充足的拨备和严格的不良认定将为其业绩增长释放更多潜力。

- **A 股定增缓解资本充足压力。**在 6 月末完成 1,000 亿元人民币 A 股定向增发后，农行的核心一级资本充足率和资本充足率环比大幅提升 72 个基点和 101 个基点，至 11.19%和 14.77%。这将大大缓解市场对于农行由于上市时间较晚导致与另外三家大行间存在资本缺口的忧虑。

- **估值吸引。**我们预期市场将对农行良好的中期业绩反响正面。目前农行的估值相当于 2018 年预测市帐率 0.72 倍，较同业平均的 0.77 倍低约 8%，同时较其自身的历史平均 0.79 倍低约 10%；股息率水平较为吸引，达到 5.6%。

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$3.8

孙明，CFA
电话：(852) 3900 0836
邮件：terrysun@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)	1,449,520
3 月平均流通量 (百万港元)	490.21
52 周内股价高/低 (港元)	5.02/3.49
总股本 (百万)	324,794.0

资料来源: 彭博

股东结构

中央汇金投资有限责任公司	40.03%
中华人民共和国财政部	39.21%

资料来源: HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.0%	1.9%
3-月	-6.2%	1.2%
6-月	-16.1%	-6.5%

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

图 1: 农行上半年业绩概要

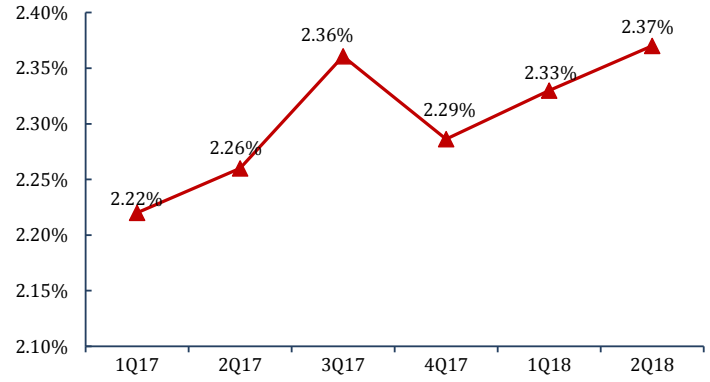
（百万元人民币）						
损益表	**1H17**	**1H18**	**YoY**	**1Q18**	**2Q18**	**QoQ**
净利息收入	211,323	233,833	10.7%	117,481	116,352	-1.0%
净手续费及佣金收入	42,465	43,637	2.8%	23,386	20,251	-13.4%
营业收入	**260,857**	**294,006**	**12.7%**	**157,238**	**136,768**	**-13.0%**
营业支出	(82,952)	(87,055)	4.9%	(51,923)	(35,132)	-32.3%
拨备前利润	**177,905**	**206,951**	**16.3%**	**105,315**	**101,636**	**-3.5%**
减值拨备	(44,697)	(65,405)	46.3%	(33,972)	(31,433)	-7.5%
经营利润	**133,208**	**141,546**	**6.3%**	**71,343**	**70,203**	**-1.6%**
所得税	(24,540)	(25,576)	4.2%	(12,306)	(13,270)	7.8%
净利润	**108,593**	**115,789**	**6.6%**	**58,736**	**57,053**	**-2.9%**

资产负债表	**2Q17**	**2Q18**	**YoY**	**1Q18**	**2Q18**	**QoQ**
贷款总额	9,996,639	11,463,138	14.7%	11,147,527	11,463,138	2.8%
客户存款	16,104,949	16,939,933	5.2%	16,864,890	16,939,933	0.4%
总资产	20,573,586	21,920,851	6.5%	21,639,047	21,920,851	1.3%
不良贷款余额	228,431	185,895	-18.6%	186,952	185,895	-0.6%

主要比率	**2Q17**	**2Q18**	**YoY**	**1Q18**	**2Q18**	**QoQ**
净资产回报率	16.5%	15.9%	-0.6%	17.2%	15.9%	-1.3%
不良贷款率	2.2%	1.6%	-0.6%	1.7%	1.6%	-0.1%
拨备覆盖率	181.8%	248.4%	66.6%	238.7%	248.4%	9.7%
拨贷比	64.7%	67.7%	3.0%	66.1%	67.7%	1.6%
核心一级资本充足率	10.6%	11.2%	0.6%	10.5%	11.2%	0.7%

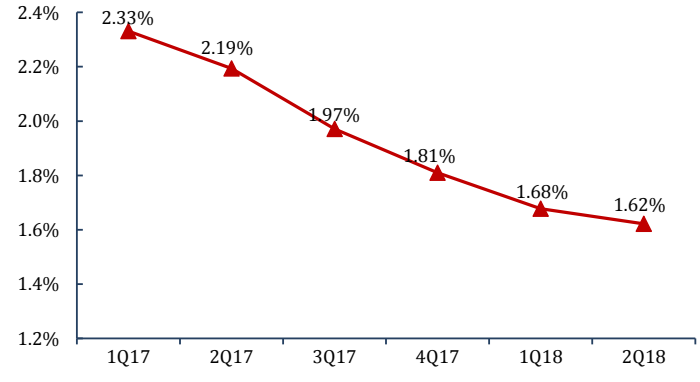
资料来源：公司、招银国际证券

图 2: 农行单季净息差走势



资料来源：公司、招银国际证券

图 3: 农行不良贷款率走势



资料来源：公司、招银国际证券

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之分析员，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 及 46 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 年证券交易法规则 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。