

中国农业银行 (1288 HK)

盈利增速放缓，净息差承压

- ❖ **逆周期增提拨备拖低一季度盈利增速。**农业银行 2019 年一季度净利润同比增长 4.3%，至 612 亿元（人民币，下同），占我们及市场预期全年盈利的 28.4%。与 2018 年四季度净利润同比小幅下滑相比，农行今年一季度盈利增速有所改善，但低于我们 6.4% 的 2019 年全年净利润增速预测。这主要是由于该行保持了审慎的拨备政策（减值拨备同比增长 25.1%），不过拨备前利润在非息收入的强劲增长下仍然保持良好增速（同比增长 11.2%）。
- ❖ **业绩正面因素：1）贷款及存款环比增速提升至 6.1% 和 6.3%，而 2018 年一季度环比增速则为 4.0% 及 4.1%；2）净手续费及佣金收入同比大幅增长 24.9%，相信主要是由银行卡业务和理财业务驱动；3）成本收入比同比下降 0.5 个百分点至 32.5%，显示了良好的成本控制；4）资产质量持续改善，不良贷款率环比下降 7 个基点至 1.52%，拨备覆盖率则提升 12 个百分点至 264%（四大行中最高水平）。**
- ❖ **业绩负面因素：1）根据我们的测算，农行一季度净息差环比收窄 8 个基点至 2.21%，可能受贷款利率及存款成本双重承压所致，同时，市场利率保持低位及同业资产的增加（环比增长 41%）也会给资产收益率带来压力，因此，净利息收入同比仅增长 1.4%，远低于生息资产 9.9% 的同比增速。2）核心一级资本充足率/资本充足率分别环比下滑 16 个基点和 19 个基点至 11.39%/11.94%，主要是由于在一季度贷款集中投放的情况下，风险加权资产增速超过了资本内生增速。**
- ❖ **维持「买入」评级；目标价 5.30 港元。**农行一季度的业绩喜忧参半，因为较快的信贷增长被净息差的收窄所抵消。由于监管引导银行降低对小微企业和民企的贷款利率，收益率端的压力可能会贯穿整个 2019 年。不过，我们预期接下来几个季度息差的收窄幅度将有所缓和，因为 4 月以来市场利率已逐步趋稳。撇除短期的净息差压力，农行依然拥有强劲的资金端优势和坚实的风险抵补能力来抵御宏观不确定性，因此我们仍对该行的长期表现感到乐观。农行目前的估值为 0.62 倍 2019 年预测市帐率，较其 2010 年上市以来的历史平均（0.78 倍）低 21%。

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	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
市帐率(x)	0.75	0.68	0.62	0.57	0.52
市盈率(x)	5.3	5.3	5.1	4.8	4.4
股息率(%)	5.8	5.6	6.0	6.4	6.9
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(%)	208.4	252.2	268.4	281.4	292.6

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$5.30
(此前目标价)	HK\$5.30
潜在升幅	+47.2%
当前股价	HK\$3.60

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)	1,493,883
3 月平均流通量(百万港元)	488.9
52 周内股价高/低(港元)	4.66/3.33
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%

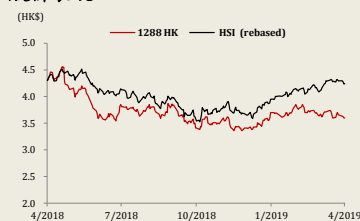
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.1%	-4.5%
3-月	-2.7%	-9.2%
6-月	5.6%	-10.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师：罗兵咸永道

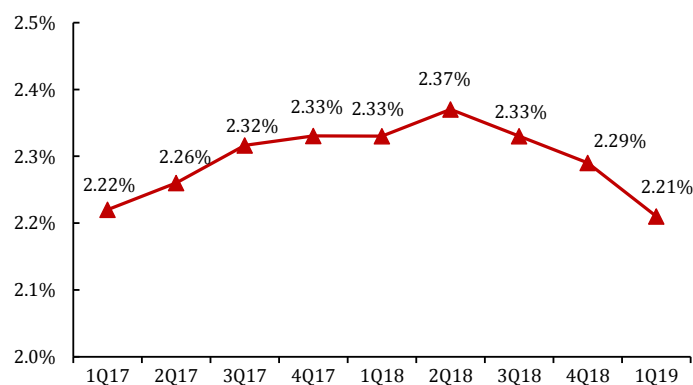
公司网站：www.abchina.com

图 1: 农业银行 2019 年一季度业绩概要

(百万元人民币)					
损益表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
净利息收入	122,345	119,113	-2.6%	117,481	1.4%
净手续费及佣金收入	15,779	29,218	85.2%	23,386	24.9%
营业收入	138,712	173,606	25.2%	157,238	10.4%
营业支出	(63,340)	(56,492)	-10.8%	(51,923)	8.8%
拨备前利润	75,372	117,114	55.4%	105,315	11.2%
减值拨备	(33,698)	(42,495)	26.1%	(33,972)	25.1%
经营利润	41,674	74,619	79.1%	71,343	4.6%
所得税	(10,796)	(12,543)	16.2%	(12,306)	1.9%
净利润	31,172	61,251	96.5%	58,736	4.3%
资产负债表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
贷款总额	11,913,625	12,664,116	6.3%	11,147,527	13.6%
客户存款	17,346,290	18,447,181	6.3%	16,864,890	9.4%
总资产	22,609,471	23,657,926	4.6%	21,639,047	9.3%
不良贷款余额	190,002	192,705	1.4%	186,952	3.1%
主要比率	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
净息差	2.29%	2.21%	-8bp	2.33%	-12bp
净资产回报率	7.9%	15.1%	7.2ppt	17.2%	-2.1ppt
不良贷款率	1.59%	1.52%	-7bp	1.68%	-16bp
拨备覆盖率	252.2%	263.9%	11.8ppt	238.7%	25.2ppt
贷存比	68.7%	68.7%	0.0ppt	66.1%	2.6ppt
核心一级资本充足率	11.6%	11.4%	-16bp	10.5%	92bp

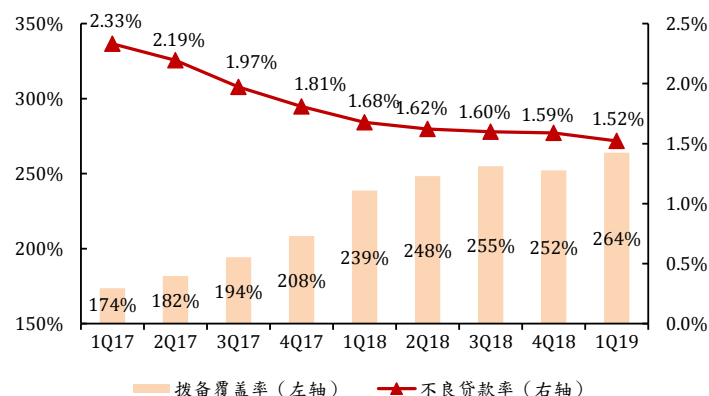
资料来源：公司、招银国际证券

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和拨备覆盖率走势



资料来源：公司、招银国际证券

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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
其他净收益和收入	5,513	29,004	12,717	13,667	14,695
营业收入	520,346	584,905	632,705	680,006	736,373
营业费用	(182,716)	(196,311)	(214,144)	(232,043)	(252,709)
扣除减值损失前的营业利润	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)
营业利润	239,464	251,696	267,843	287,211	309,354
联营企业及合营企业投资净收益	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)
年度利润	193,133	202,631	215,632	231,225	249,053
非控制性权益	(171)	152	152	152	152
净利润	192,962	202,783	215,784	231,377	249,205

资料来源：公司及招银国际证券预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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
贷款和垫款净额	10,316,311	11,461,542	12,485,159	13,639,751	14,905,525
其他资产	620,306	524,254	506,663	508,681	520,793
总资产	21,053,382	22,609,471	24,375,757	26,304,254	28,388,143
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
客户存款	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
本行股东应享权益	1,426,415	1,670,294	1,820,616	1,982,629	2,157,790
非控制性权益	2,982	4,493	4,493	4,493	4,493
总权益	1,429,397	1,674,787	1,825,109	1,987,122	2,162,283

资料来源：公司及招银国际证券预测

主要比率

年结：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入结构					
净利息收入	84.9%	81.7%	85.0%	85.3%	85.7%
净手续费及佣金收入	14.0%	13.4%	13.0%	12.7%	12.3%
其他净收益和收入	1.1%	5.0%	2.0%	2.0%	2.0%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
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%
营业费用	-1.7%	7.4%	9.1%	8.4%	8.9%
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%
资产质量					
不良贷款率	1.81%	1.59%	1.60%	1.60%	1.61%
不良贷款拨备覆盖率	208.37%	252.18%	268.42%	281.38%	292.56%
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	10.63%	11.55%	11.89%	12.04%	12.17%
一级资本充足率	11.26%	12.13%	12.43%	12.54%	12.63%
资本充足率	13.74%	15.12%	14.88%	15.12%	15.32%
回报率					
平均净资产收益率	14.57%	13.50%	12.68%	12.45%	12.29%
平均总资产收益率	0.93%	0.91%	0.90%	0.89%	0.89%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.58	0.59	0.60	0.65	0.70
每股股息（元人民币）	0.178	0.174	0.185	0.198	0.214
每股账面值（元人民币）	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責任。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 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。