

中國農業銀行 (1288 HK)

盈利增速放緩，淨息差承壓

- ❖ **逆週期增提撥備拖低一季度盈利增速。**農業銀行 2019 年一季度淨利潤同比增長 4.3%，至 612 億元（人民幣，下同），佔我們及市場預期全年盈利的 28.4%。與 2018 年四季度淨利潤同比小幅下滑相比，農行今年一季度盈利增速有所改善，但低於我們 6.4% 的 2019 年全年淨利潤增速預測。這主要是由於該行保持了審慎的撥備政策（減值撥備同比增長 25.1%），不過撥備前利潤在非息收入的強勁增長下仍然保持良好增速（同比增長 11.2%）。
- ❖ **業績正面因素：**1) 貸款及存款環比增速提升至 6.1% 和 6.3%，而 2018 年一季度環比增速則為 4.0% 及 4.1%；2) 淨手續費及佣金收入同比大幅增長 24.9%，相信主要是由銀行卡業務和理財業務驅動；3) 成本收入比同比下降 0.5 個百分點至 32.5%，顯示了良好的成本控制；4) 資產質量持續改善，不良貸款率環比下降 7 個基點至 1.52%，撥備覆蓋率則提升 12 個百分點至 264%（四大行中最高水準）。
- ❖ **業績負面因素：**1) 根據我們的測算，農行一季度淨息差環比收窄 8 個基點至 2.21%，可能受貸款利率及存款成本雙重承壓所致，同時，市場利率保持低位及同業資產的增加（環比增長 41%）也會給資產收益率帶來壓力，因此，淨利息收入同比僅增長 1.4%，遠低於生息資產 9.9% 的同比增速。2) 核心一級資本充足率/資本充足率分別環比下滑 16 個基點和 19 個基點至 11.39%/11.94%，主要是由於在一季度貸款集中投放的情況下，風險加權資產增速超過了資本內生增速。
- ❖ **維持「買入」評級；目標價 5.30 港元。**農行一季度的業績喜憂參半，因為較快的信貸增長被淨息差的收窄所抵消。由於監管引導銀行降低對小微企業和民企的貸款利率，收益率端的壓力可能會貫穿整個 2019 年。不過，我們預期接下來幾個季度息差的收窄幅度將有所緩和，因為 4 月以來市場利率已逐步趨穩。撇除短期的淨息差壓力，農行依然擁有強勁的資金端優勢和堅實的風險抵補能力來抵禦宏觀不確定性，因此我們仍對該行的長期表現感到樂觀。農行目前的估值為 0.62 倍 2019 年預測市帳率，較其 2010 年上市以來的歷史平均（0.78 倍）低 21%。

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	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
市帳率 (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
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 (%)	208.4	252.2	268.4	281.4	292.6

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$5.30
(此前目標價)	HK\$5.30
潛在升幅	+47.2%
當前股價	HK\$3.60

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬元港幣)	1,493,883
3 月平均流通量(百萬元港幣)	488.9
52 周內股價高/低(港元)	4.66/3.33
總股本(百萬元)	324,794.0

資料來源：彭博

股東結構

中央匯金投資有限責任公司	40.03%
中華人民共和國財政部	39.21%

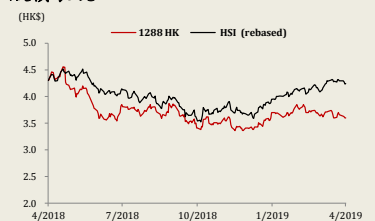
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.1%	-4.5%
3-月	-2.7%	-9.2%
6-月	5.6%	-10.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：羅兵鹹永道

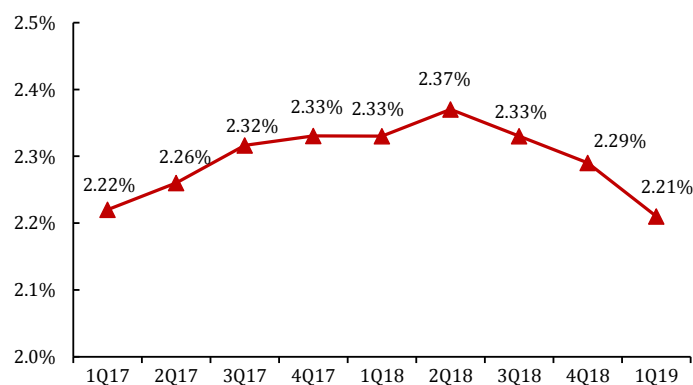
公司網站：www.abchina.com

圖 1: 農業銀行 2019 年一季度業績概要

(百萬元人民幣)					
損益表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
淨利息收入	122,345	119,113	-2.6%	117,481	1.4%
淨手續費及佣金收入	15,779	29,218	85.2%	23,386	24.9%
營業收入	138,712	173,606	25.2%	157,238	10.4%
營業支出	(63,340)	(56,492)	-10.8%	(51,923)	8.8%
撥備前利潤	75,372	117,114	55.4%	105,315	11.2%
減值撥備	(33,698)	(42,495)	26.1%	(33,972)	25.1%
經營利潤	41,674	74,619	79.1%	71,343	4.6%
所得稅	(10,796)	(12,543)	16.2%	(12,306)	1.9%
淨利潤	31,172	61,251	96.5%	58,736	4.3%
資產負債表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
貸款總額	11,913,625	12,664,116	6.3%	11,147,527	13.6%
客戶存款	17,346,290	18,447,181	6.3%	16,864,890	9.4%
總資產	22,609,471	23,657,926	4.6%	21,639,047	9.3%
不良貸款餘額	190,002	192,705	1.4%	186,952	3.1%
主要比率	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
淨息差	2.29%	2.21%	-8bp	2.33%	-12bp
淨資產回報率	7.9%	15.1%	7.2ppt	17.2%	-2.1ppt
不良貸款率	1.59%	1.52%	-7bp	1.68%	-16bp
撥備覆蓋率	252.2%	263.9%	11.8ppt	238.7%	25.2ppt
貸存比	68.7%	68.7%	0.0ppt	66.1%	2.6ppt
核心一級資本充足率	11.6%	11.4%	-16bp	10.5%	92bp

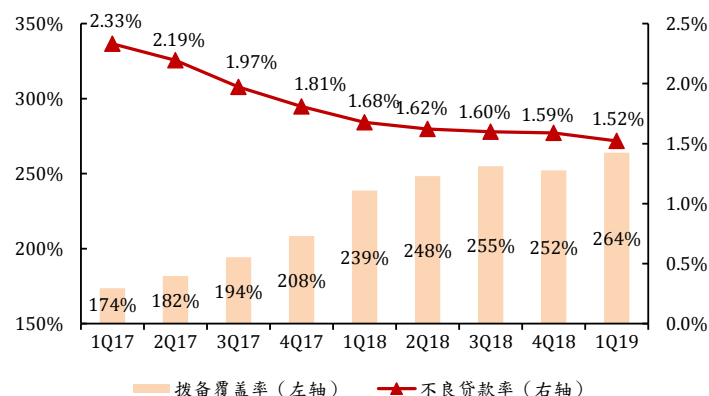
資料來源：公司、招銀國際證券

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和撥備覆蓋率走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	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)
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
其他淨收益和收入	5,513	29,004	12,717	13,667	14,695
營業收入	520,346	584,905	632,705	680,006	736,373
營業費用	(182,716)	(196,311)	(214,144)	(232,043)	(252,709)
扣除減值損失前的營業利潤	337,630	388,594	418,561	447,963	483,664
資產減值損失	(98,166)	(136,898)	(150,718)	(160,752)	(174,310)
營業利潤	239,464	251,696	267,843	287,211	309,354
聯營企業及合營企業投資淨收益	14	(22)	(22)	(22)	(22)
稅前利潤	239,478	251,674	267,821	287,189	309,332
所得稅費用	(46,345)	(49,043)	(52,190)	(55,964)	(60,279)
年度利潤	193,133	202,631	215,632	231,225	249,053
非控制性權益	(171)	152	152	152	152
淨利潤	192,962	202,783	215,784	231,377	249,205

資料來源：公司及招銀國際證券預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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
貸款和墊款淨額	10,316,311	11,461,542	12,485,159	13,639,751	14,905,525
其他資產	620,306	524,254	506,663	508,681	520,793
總資產	21,053,382	22,609,471	24,375,757	26,304,254	28,388,143
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
客戶存款	16,194,279	17,346,290	18,733,993	20,232,713	21,851,330
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
總負債	19,623,985	20,934,684	22,550,649	24,317,133	26,225,860
本行股東應享權益	1,426,415	1,670,294	1,820,616	1,982,629	2,157,790
非控制性權益	2,982	4,493	4,493	4,493	4,493
總權益	1,429,397	1,674,787	1,825,109	1,987,122	2,162,283

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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 及 46 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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資訊，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 年證券交易法規則 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人士。