

中國農業銀行 (1288 HK)

資金優勢顯現

- ❖ **純利增速列大行之首。**2018年上半年，農業銀行淨利潤達到1,158億元人民幣，占市場一致預期全年預測的56%。淨利潤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。在息差擴張與貸款穩健增長下，二季度單季撥備前利潤同比大幅上升19.1%。淨手續費佣金收入重回正增長，主要由銀行卡業務及託管業務拉動。經營收入的強勁表現為公司增強風險抵補能力預留更多空間。二季度農行減值撥備同比增長49.2%，淨利潤增速達到7.9%。
- ❖ **資金優勢明顯，淨息差持續擴張。**根據我們的測算，農行二季度單季淨息差持續回升4個基點至2.37%，主要由於今年上半年存貸利差不斷拉大，貸款利率同比上升16個基點，而存款成本保持相對穩定。農行在縣域地區廣闊的網點優勢為其提供了穩定的資金來源，其中成本較低的活期存款占比高達58.0%。另一方面，農行在資產配置上向貸款和債券傾斜，同時收縮了同業拆出。截至二季度末，農行67.7%的貸存比為大行中最低，顯示日後信貸增長仍有空間。
- ❖ **資產品質持續明顯改善。**農行不良貸款率連續第八個季度環比下降，今年二季度末繼續下降6個基點至1.62%，同時撥備覆蓋率繼續回升9.6個百分點至248%，為大行中最高水準。不良貸款確認嚴格，不良貸款對90天以上逾期貸款比率為138%，在大行中僅次於建設銀行（939 HK，買入）的152%。在信貸成本趨於平穩後，農行充足的撥備和嚴格的不良認定將為其業績增長釋放更多潛力。
- ❖ **A股定增緩解資本充足壓力。**在6月末完成1,000億元人民幣A股定向增發後，農行的核心一級資本充足率和資本充足率環比大幅提升72個基點和101個基點，至11.19%和14.77%。這將大大緩解市場對於農行由於上市時間較晚導致與另外三家大行間存在資本缺口的憂慮。
- ❖ **估值吸引。**我們預期市場將對農行良好的中期業績反響正面。目前農行的估值相當於2018年預測市帳率0.72倍，較同業平均的0.77倍低約8%，同時較其自身的歷史平均0.79倍低約10%；股息率水準較為吸引，達到5.6%。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業收入(百萬元人民幣)	524,126	540,862	510,128
淨利潤(百萬元人民幣)	179,461	180,582	183,941
市帳率(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
權益收益率(%)	19.15	16.12	14.55
不良貸款率(%)	1.54	2.39	2.37
撥備覆蓋率(%)	286.53	189.43	173.40

資料來源：公司及招銀國際研究部

未評級

當前股價 HK\$3.8

孫明, CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terryrun@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)	1,449,520
3月平均流通量(百萬元)	490.21
52周內股價高/低(港元)	5.02/3.49
總股本(百萬)	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%

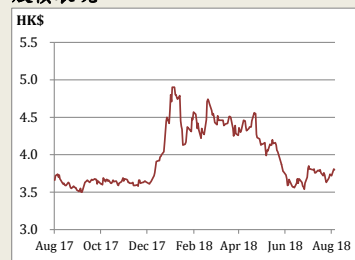
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.0%	1.9%
3-月	-6.2%	1.2%
6-月	-16.1%	-6.5%

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: 農行上半年業績概要

(百萬元人民幣)

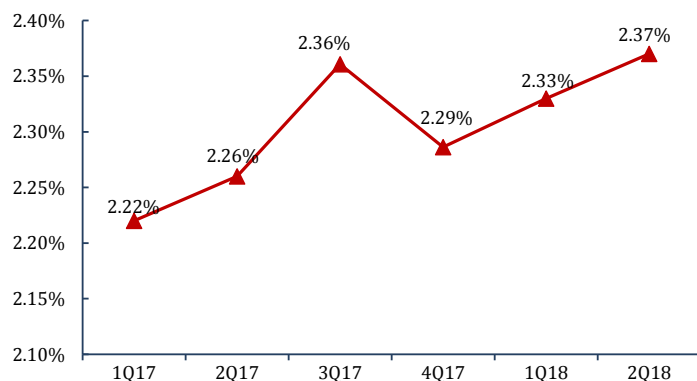
損益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨利息收入	211,323	233,833	10.7%	117,481	116,352	-1.0%
淨手續費及佣金收入	42,465	43,637	2.8%	23,386	20,251	-13.4%
營業收入	260,857	294,006	12.7%	157,238	136,768	-13.0%
營業支出	(82,952)	(87,055)	4.9%	(51,923)	(35,132)	-32.3%
撥備前利潤	177,905	206,951	16.3%	105,315	101,636	-3.5%
減值撥備	(44,697)	(65,405)	46.3%	(33,972)	(31,433)	-7.5%
經營利潤	133,208	141,546	6.3%	71,343	70,203	-1.6%
所得稅	(24,540)	(25,576)	4.2%	(12,306)	(13,270)	7.8%
淨利潤	108,593	115,789	6.6%	58,736	57,053	-2.9%

資產負債表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
貸款總額	9,996,639	11,463,138	14.7%	11,147,527	11,463,138	2.8%
客戶存款	16,104,949	16,939,933	5.2%	16,864,890	16,939,933	0.4%
總資產	20,573,586	21,920,851	6.5%	21,639,047	21,920,851	1.3%
不良貸款餘額	228,431	185,895	-18.6%	186,952	185,895	-0.6%

主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨資產回報率	16.5%	15.9%	-0.6%	17.2%	15.9%	-1.3%
不良貸款率	2.2%	1.6%	-0.6%	1.7%	1.6%	-0.1%
撥備覆蓋率	181.8%	248.4%	66.6%	238.7%	248.4%	9.7%
撥貸比	64.7%	67.7%	3.0%	66.1%	67.7%	1.6%
核心一級資本充足率	10.6%	11.2%	0.6%	10.5%	11.2%	0.7%

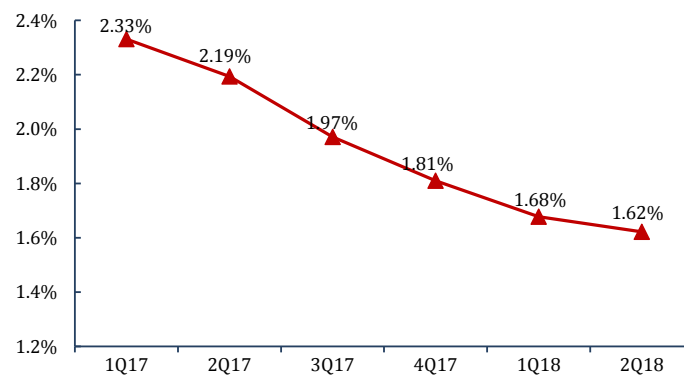
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2: 農行單季淨息差走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3: 農行不良貸款率走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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责任。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。