

## 农业银行 (1288 HK / 601288 CH)

### 紧握维持盈利增长关键

- 净息差下行限制农行 2019 年盈利增长，预期跟随行业趋势 2020 年净息差仍见轻微压力
- 农行强大的风险缓冲能力有助舒缓拨备上的压力，并在经济下行周期体现成优势
- 受惠于农行的零售转型策略和对金融科技的前瞻，净手续费收入增长动力重启
- 预期盈利增长稳定，维持对农行的买入评级。我们的戈登增长模型 H / A 股目标价相等于 20E 市净率的 0.82 倍和 0.93 倍

**存款定价市场化令净息差受压。**农行公布的 2019 年净利润为 212,098 百万元人民币，同比增长 4.59%。2019 年净息差同比下降 16 个基点至 2.17%，由于存款定价市场化，存款成本同比上升 20 个基点至 1.59%。实际上，农行 2019 年下半年净息差呈稳定趋势，较上半年微升 2 个基点。另一方面，尽管农行 2019 年平均贷款收益率同比维持在 4.4% 的水平，鉴于全球降息周期，我们预计自 19 年四季度起资产收益率下行压力将逐步增加。在 2019 年贷存利差和银行间资产负债利差分别同比收窄 20 个基点和 40 个基点下，我们预期农行的银行间资产负债利差将在 20E 及 21E 将保持稳定，但贷存利差则会在 20E 及 21E 同比下降 14 个基点和 15 个基点。与行业趋势一致，我们预测农行净息差将在 20E 及 21E 分别下降 16 个基点及 10 个基点。

**强劲的风险缓冲能力捍卫盈利增长。**农行的风险缓冲能力在同业中处于领先地位，这大大减低农行未来在拨备上的压力，有助部分抵消净息差收窄对盈利的影响。我们认为这将成为农行在经济下行周期下跑赢同业的关键因素。该行在 2019 年的拨备费用仅同比增长 1.3%。截至 2019 年 12 月末，农行的拨备率和拨备覆盖率分别为 4.06% 和 288.75%，不良贷款率则为 1.4%。由于新冠肺炎疫情的出现，行业不良贷款率或在 2020 年中出现暂时性上升，但我们的基本情景假设预期农行的不良贷款率在 20E 同比轻微上升 6 个基点，并在 21E 同比轻微上升 5 个基点。假设农行不良贷款率在 21E 达到 1.51% 的水平，我们估算 20E 及 21E 的拨备费用将同比上升 3.9% 及 2.1%。农行的拨备率和拨备覆盖率将在 21E 年末维持在 4.14% 和 274.17% 的水平。

**净手续费收入增长势头恢复。**受惠于农行的零售转型策略及对金融科技的前瞻，2019 年净手续费收入出现明显反弹，同比增长 11.2%。增长动力主要来自同比上升 18.0% 的银行卡手续费及同比增加 28.4% 的电子银行手续费。我们预测，银行卡和电子银行手续费将推动净手续费收入在 2019A-21E 间 8.8% 的复合年增长率。

**稳定的盈利增长;维持买入评级。**我们认为由于领先同业的风险缓冲能力及稳健的资产负债表增长速度，农行的盈利增长率将在 2020E-21E 间将保持稳定。我们下调农行 20E 及 21E 净利息收入及拨备费用的预测，并预期 20E 及 21E 净利润同比增长 5.1% 及 5.2%。农行现时的 H 及 A 股股价相当于 0.52 倍和 0.62 倍 20E 市净率。我们的戈登增长模型 H/A 股目标价则相等于 0.82 倍和 0.93 倍 20E 市净率。维持买入评级。

**风险因素:** 1)在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化; 2)来自非银行及外资金机构的竞争加剧; 3)特定区域的资产质量快速严重恶化; 4)贷款需求急剧下降; 5)对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高; 6)新冠肺炎疫情持续爆发。

#### 财务数据与估值

截至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	542,898	602,557	629,350	666,797	705,481
同比 (%)	6.4	11.0	4.4	6.0	5.8
净利润 (人民币百万元)	192,962	202,783	212,098	222,826	234,429
同比 (%)	4.9	5.1	4.6	5.1	5.2
每股收益 (人民币)	0.58	0.59	0.59	0.61	0.64
同比 (%)	5.0	1.3	0.9	2.7	5.4
每股净值 (人民币)	4.15	4.54	5.00	5.44	5.90
同比 (%)	8.7	9.6	9.9	8.8	8.5
市盈率 (x) - H 股	4.92	4.86	4.81	4.69	4.45
市净率 (x) - H 股	0.69	0.63	0.57	0.52	0.48
市盈率 (x) - A 股	5.81	5.74	5.68	5.54	5.25
市净率 (x) - A 股	0.81	0.74	0.67	0.62	0.57
净资产收益率 (%)	14.57	13.66	12.43	11.70	11.44
总资产收益率 (%)	0.95	0.93	0.90	0.86	0.83
每股股息 (人民币)	0.18	0.17	0.18	0.19	0.20
股息收益率 (%) - H 股	6.25	6.09	6.37	6.69	7.04
股息收益率 (%) - A 股	5.29	5.16	5.40	5.67	5.96

净利润=归属于公司股东的净利润; 港元/人民币= 1.0898  
来源: 彭博、农银国际证券预测

### 公司报告

评级 (H): 买入  
评级 (A): 买入  
目标价 (H): HK\$ 4.88  
目标价 (A): RMB 5.08

分析员: 欧宇恒  
电话: (852) 2147 8802  
johannesau@abci.com.hk

价格 (H/A 股)	HK\$ 3.11/ RMB 3.37
预期股价回报 (H/A 股)	56.9%/50.7%
预期股息收益率(H/A 股)	6.69%/5.67%
预期总回报 (H/A 股)	63.59%/ 56.37%
上次评级及目标价 (H/A 股)	BUY, HK\$5.41/ BUY, RMB5.52
上次报告日期	12/3/2020

来源: 彭博、农银国际证券预测

#### 主要数据

52 周高/低 (HK\$) (H 股)	3.77/2.69
52 周高/低 (RMB) (A 股)	3.92/3.27
已发行股份总数 (百万股)	349,983.0
H 股(百万股)	30,738.8
A 股(百万股)	319,244.2
市值 (百万港元)	1,271,501.9
H 股 (百万港元)	95,597.7
A 股(百万港元)	1,175,904.2
3 个月 H 股平均每日成交金额 (百万港元)	537.67
3 个月 A 股平均每日成交金额 (人民币百万元)	673.98
主要股东 (%):	
汇金	40.03
财政部	35.29

来源: 彭博、农银国际证券



图表 1: 农行 2019 年实际业绩与农银国际预测

(人民币百万元)	2019E	2019A	差别(%)
净利息收入	531,616	486,871	(8.42)
净手续费收入	83,311	86,926	4.34
营业收入	659,993	629,350	(4.64)
营业费用	(213,957)	(224,096)	4.74
减值损失	(153,988)	(138,605)	(9.99)
除税前溢利	274,486	266,576	(2.88)
所得税	(52,152)	(53,652)	2.88
股东应占净利润	222,524	212,098	(4.69)
<b>主要指标 (%)</b>			<b>差别(百分点)</b>
净息差	2.34	2.17	(0.17)
净利差	2.23	2.03	(0.20)
成本收入比	32.42	30.49	(1.93)
平均总资产收益率	0.94	0.90	(0.04)
平均净资产收益率	12.74	12.43	(0.31)
派息比率	30.00	30.68	0.68
核心一级资本充足率	11.93	11.24	(0.69)
资本充足率	15.47	16.13	0.66
不良贷款率	1.50	1.40	(0.10)
拨备率	4.10	4.06	(0.04)
拨备覆盖率	273.33	288.75	15.42

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 2: 2020E 和 2021E 预测的变化

(人民币百万元)	2020E (旧)	2020E (新)	变化 (%)	(人民币百万元)	2021E (旧)	2021E (新)	变化 (%)
净利息收入	583,994	508,183	(12.98)	净利息收入	640,513	530,912	(17.11)
净手续费收入	89,390	95,123	6.41	净手续费收入	94,541	102,945	8.89
营业收入	717,049	666,797	(7.01)	营业收入	777,493	705,481	(9.26)
营业费用	(229,642)	(221,767)	(3.43)	营业费用	(244,992)	(240,195)	(1.96)
减值损失	(171,288)	(144,167)	(15.83)	减值损失	(186,518)	(147,203)	(21.08)
除税前溢利	297,328	279,720	(5.92)	除税前溢利	326,064	294,402	(9.71)
所得税费用	(56,492)	(55,944)	(0.97)	所得税费用	(61,952)	(58,880)	(4.96)
股东应占净利润	241,073	222,826	(7.57)	股东应占净利润	264,409	234,429	(11.34)
<b>主要指标 (%)</b>			<b>变化 (百分点)</b>	<b>主要指标 (%)</b>			<b>变化 (百分点)</b>
净息差	2.36	2.01	(0.35)	净息差	2.39	1.91	(0.48)
净利差	2.24	1.86	(0.38)	净利差	2.25	1.74	(0.51)
成本收入比	32.03	33.26	1.23	成本收入比	31.51	34.05	2.54
平均总资产收益率	0.94	0.86	(0.08)	平均总资产收益率	0.95	0.83	(0.12)
平均净资产收益率	12.65	11.70	(0.95)	平均净资产收益率	12.72	11.44	(1.28)
派息比率	30.00	30.00	-	派息比率	30.00	30.00	-
核心一级资本充足率	11.96	11.25	(0.71)	核心一级资本充足率	12.08	11.16	(0.92)
资本充足率	15.49	16.09	0.60	资本充足率	15.63	15.94	0.31
不良贷款率	1.55	1.46	(0.09)	不良贷款率	1.61	1.51	(0.10)
拨备率	4.17	4.10	(0.07)	拨备率	4.25	4.14	(0.11)
拨备覆盖率	269.03	280.82	11.79	拨备覆盖率	263.98	274.17	10.19

来源: 公司、农银国际证券预测

**图表 3: 戈登增长模型目标价假设变化**

	H 股		A 股		原因
	旧	新	旧	新	
目标价 (HKD/RMB)	5.41	4.88	5.52	5.08	以 2021 年中每股净值计算
可持续净资产收益率(%)	12.56	11.20	12.56	11.20	调整盈利预测反映净息差压力
股本成本(%)	13.30	12.94	12.50	11.96	
目标 20E 市净率 (x)	0.87	0.82	1.01	0.93	
无风险利率 (%)	3.30	2.65	3.30	2.65	参考中国十年期政府债券
Beta	1.25	1.05	1.15	0.95	参考彭博数据
股权风险溢价 (%)	8.00	9.80	8.00	9.80	新冠肺炎疫情及中国经济增长放缓导致较高的风险因素
长期增长 (%)	7.70	4.70	7.70	4.70	增长率逐步接近其他大型银行

来源: 公司、农银国际证券预测



## 财务报表

### 农业银行 (1288HK/601288CH) 综合损益表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
净利息收入	441,930	477,760	486,871	508,183	530,912
非利息收入	100,968	124,797	142,479	158,615	174,568
其中: 手续费和佣金收入	72,903	78,141	86,926	95,123	102,945
营业收入	542,898	602,557	629,350	666,797	705,481
营业费用	(186,975)	(197,572)	(205,340)	(221,767)	(240,195)
摊销	(18,279)	(16,413)	(18,711)	(21,143)	(23,681)
拨备前营业利润	337,644	388,572	405,299	423,887	441,605
减值贷款损失	(98,166)	(136,898)	(138,723)	(144,167)	(147,203)
除税前溢利	239,478	251,674	266,576	279,720	294,402
所得税	(46,345)	(49,043)	(53,652)	(55,944)	(58,880)
少数股东权益	(171)	152	(826)	(950)	(1,092)
股东应占净利润	192,962	202,783	212,098	222,826	234,429
优先股股息及永续债利息	4,600	4,600	4,600	9,753	9,753
归属于普通股股东的净利润	188,362	198,183	207,498	213,073	224,676
<b>增长 (%)</b>					
净利息收入	11.0	8.1	1.9	4.4	4.5
非利息收入	(9.9)	23.6	14.2	11.3	10.1
其中: 手续费和佣金收入	(19.8)	7.2	11.2	9.4	8.2
营业收入	6.4	11.0	4.4	6.0	5.8
营业费用	5.0	5.7	3.9	8.0	8.3
摊销	(4.0)	(10.2)	14.0	13.0	12.0
拨备前营业利润	7.8	15.1	4.3	4.6	4.2
减值贷款损失	13.6	39.5	1.3	3.9	2.1
除税前溢利	5.7	5.1	5.9	4.9	5.2
所得税	8.9	5.8	9.4	4.3	5.2
少数股东权益	43.7	(188.9)	(643.4)	15.0	15.0
股东应占净利润	4.9	5.1	4.6	5.1	5.2
优先股股息及永续债利息	0.0	0.0	0.0	112.0	0.0
归属于普通股股东的净利润	5.0	5.2	4.7	2.7	5.4
<b>每股 (人民币)</b>					
每股收益	0.58	0.59	0.59	0.61	0.64
每股净值	4.15	4.54	5.00	5.44	5.90
每股股息	0.18	0.17	0.18	0.19	0.20
<b>主要财务指标 (%)</b>					
净息差	2.28	2.33	2.17	2.01	1.91
净利差	2.15	2.20	2.03	1.86	1.74
成本收入比	32.96	32.79	32.63	33.26	34.05
平均总资产收益率	0.95	0.93	0.90	0.86	0.83
平均净资产收益率	14.57	13.66	12.43	11.70	11.44
平均税率	19.35	19.49	20.13	20.00	20.00
派息率	30.74	30.71	30.68	30.00	30.00

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不

来源: 公司, 农银国际证券预测



农业银行(1288HK/601288CH)  
综合资产负债表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
现金及等价物	2,896,619	2,805,107	2,699,895	2,655,515	2,674,075
银行同业资产	1,175,900	1,032,742	1,467,476	1,720,568	1,984,890
投资证券	6,152,743	6,885,075	7,422,930	7,956,845	8,467,904
贷款和垫款净额	10,316,311	11,461,542	12,819,610	14,278,456	15,774,006
计息资产总额	20,541,573	22,184,466	24,409,911	26,611,384	28,900,875
物业及设备	155,258	152,452	152,484	154,009	155,549
其他资产	356,551	272,553	315,893	363,348	413,220
总资产	21,053,382	22,609,471	24,878,288	27,128,741	29,469,645
客户存款	16,194,279	17,346,290	18,542,861	19,750,539	20,903,860
银行同业负债	1,720,738	2,011,058	2,437,808	2,949,748	3,510,200
次级债务	475,017	780,673	1,108,212	1,440,676	1,815,251
计息负债总额	18,390,034	20,138,021	22,088,881	24,140,963	26,229,311
所得税项	32,842	49,248	59,286	69,957	81,850
递延所得税负债	87	139	520	650	813
其他负债	1,201,022	747,276	769,839	801,564	877,760
总负债	19,623,985	20,934,684	22,918,526	25,013,134	27,189,733
股本	404,693	429,882	549,869	549,869	549,869
储备金	1,021,722	1,240,412	1,398,486	1,552,620	1,714,957
少数股东权益	2,982	4,493	11,407	13,118	15,086
股东权益	1,429,397	1,674,787	1,959,762	2,115,607	2,279,911
<b>增长 (%)</b>					
现金及等价物	3.0	(3.2)	(3.8)	(1.6)	0.7
银行同业资产	(23.0)	(12.2)	42.1	17.2	15.4
投资证券	15.4	11.9	7.8	7.2	6.4
贷款和垫款净额	10.7	11.1	11.8	11.4	10.5
计息资产总额	8.2	8.0	10.0	9.0	8.6
物业及设备	(2.1)	(1.8)	0.0	1.0	1.0
其他资产	(15.1)	(23.6)	15.9	15.0	13.7
总资产	7.6	7.4	10.0	9.0	8.6
客户存款	7.7	7.1	6.9	6.5	5.8
银行同业负债	(1.6)	16.9	21.2	21.0	19.0
次级债务	22.4	64.3	42.0	30.0	26.0
计息负债总额	7.1	9.5	9.7	9.3	8.7
所得税项	100.8	50.0	20.4	18.0	17.0
递延所得税负债	50.0	59.8	274.1	25.0	25.0
其他负债	13.7	(37.8)	3.0	4.1	9.5
总负债	7.5	6.7	9.5	9.1	8.7
股本	0.0	6.2	27.9	0.0	0.0
储备金	11.8	21.4	12.7	11.0	10.5
少数股东权益	(12.2)	50.7	153.9	15.0	15.0
股东权益	8.2	17.2	17.0	8.0	7.8
<b>主要财务指标 (%)</b>					
核心一级资本充足率	10.63	11.55	11.24	11.25	11.16
资本充足率	13.74	15.12	16.13	16.09	15.94
不良贷款率	1.81	1.59	1.40	1.46	1.51
拨备率	3.77	4.02	4.06	4.10	4.14
拨备覆盖率	208.37	252.18	288.75	280.82	274.17

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司, 农银国际证券预测

## 权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

### 股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报 (10%)
持有	市场回报 (-10%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报 (+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报 (-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话: (852) 21478863