

湘财证券研究所

银行业

杨森: Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

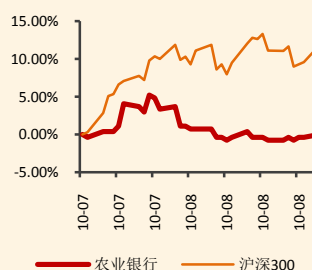
徐广福: Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

本次评级：增持

当前价格：2.69 元

农业银行最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

事件：

□ 我们于 8 月 30 日参加了农业银行的中期推介会。

投资要点与关注：

□ **业绩回顾：**农业银行上半年实现净利润 458.63 亿元，同比增长 40.2%；平均总资产回报率、加权平均净资产收益率分别达到 0.99% 和 25.10%，同比分别提高了 0.15 和 3.5 个百分点。截至 2010 年中期，不良贷款余额较上年末下降 131.55 亿元，不良贷款率下降 0.59 个百分点至 2.32%，拨备覆盖率提高 30.74 个百分点至 136.11%。

□ 房地产贷款风险可控，停贷传闻不确切：

市场上关于农行停贷开发贷款的传闻是不确切的，农行只是在 8.24~8.30 期间控制了房地产开发贷的发放节奏。开发贷申请经总行审批通过的，仍可对部分客户发放贷款。农行没有收到过任何监管部门关于停贷的通知，农行今后仍将正常开展房地产相关贷款业务。

从农行房地产贷款的经营情况来看，质量较好，风险可控：（1）农行房地产贷款总量（包括按揭和开发贷）合计 1.17 万亿，余额是 4 大行中最少的，占比适中；（2）截至 10 年 6 月末，农行房地产不良贷款余额 152 亿，比上年末减少 51 亿元，不良占比 1.29%。比上年末下降 0.89 个百分点，比全行不良率低 1.13 个百分点。拨备覆盖率 153%，比全行高 16.9 个百分点；3、农行房地产贷款结构比较合理，70% 投放在发达地区，按揭贷款中 81% 用于首套房客户贷款，首付比率 34%，按揭贷款额 LTV 在 50% 附近。

□ 县域金融业务优势将逐步显现：

从农行上半年县域金融业务的发展来看，县域金融的优势已开始显现：（1）综合来看，县域金融分布上半年实现了盈利的较快增长。上半年县域实现税前利润 145 亿，利润增速 81.9%；（2）县域金融贷款增速较快，上半年县域贷款增速 17.9%，高于全行贷款平均增速 6.2 个百分点，贷款需求较旺盛；（3）县域贷款的收益率较高，达到 5.47%，比全行高 0.36 个百分点，具有定价优势；（4）县域存款付息率较低，平均 1.21%，比全行低 0.07 个百分点，具有稳定的成本优势；（5）县域金融的中间业务收入增速较快，上半年手续费和佣金净收入增长 41.2%，高于城市行手续费收入 26.7% 的增速。

□ 下半年 NIM 仍会继续上升：

农行上半年实现净息差 2.47%，高于其他大银行的水平。公司上半年 NIM 较高主要源于：（1）贷款收益率在可比银行中最高；（2）存款付息率在可比银行中最低。预计公司下半年 NIM 仍有提升空间：（1）目前来看，新发贷款的利率持续提高，现在贷款的加权平均利率在 5.40% 左右。另外县域金融业务贷款的定价能力较强；（2）截至 10 年中期，公司活期存款占比提高 56%，存款付息率仍将保持较低水平；（3）投资收益下半年仍有望得到较大提高，主要由于农行债券期限较短，信用债占比低；（4）农行贷存比是大行中最低的，

为 55.4%。中长期贷款占比不到 60%，也是四大行中最低。下半年仍有较大的提升空间。

□ **上半年中间业务收入增长较快，银监会清理乱收费对农行影响不大：**

农行上半年中间业务增长较快主要是因为：（1）公司机构网络较多，2.3 万个网点使得公司保持了在结算、银行卡和代理业务等方面的优势；（2）上半年，农行中间业务中的新兴业务发展较快，比如咨询业务和电子银行业务分别同比增长 143% 和 99%。下半年来看，公司的考核机制将更多的向中间业务倾斜，因此预计下半年中间业务仍将保持持续稳定的增长。

银监会对银行也乱收费的清理对农行中间业务不会有太大影响：（1）农行目前的中间业务收费都是符合监管规定的；（2）农行目前的 600 多项收费和工中建行相似；（3）银监会拟取消的 7 项收费中，农行只有 1 项涉及，因此影响不大。

□ **维持对农业银行的“增持”评级：**

我们预计公司 10~12 年的 IPO 摊薄后的 EPS 分别为 0.29 元/0.37 元/0.47 元，BVPS 分别为 1.79 元/2.05 元/2.38 元。公司现价为 2.69 元，现价对应摊薄 PE 分别为 9.36X/7.24X/5.73X，现价对应 PB 分别为 1.50X/1.32X/1.14X，维持公司的增持评级。

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	211,189.00	222,274.00	285,541.74	363,789.92	459,428.98
YoY%	17.83%	5.25%	28.46%	27.40%	26.29%
拨备前利润	103,549.00	113,884.00	159,332.29	202,994.77	256,361.37
YoY%	-4.14%	9.98%	39.91%	27.40%	26.29%
净利润	51,453.00	65,002.00	90,852.38	117,320.89	148,339.66
YoY%	17.56%	26.26%	39.79%	29.13%	26.44%
EPS（摊薄）	0.20	0.25	0.29	0.37	0.47
BVPS	1.12	1.32	1.79	2.05	2.38
PB(Trailing)	2.42	2.05	1.50	1.32	1.14
PE(Trailing)	13.64	10.80	9.36	7.24	5.73
ROAA	0.84%	0.82%	0.91%	0.96%	1.01%
ROAE	-23.55%	20.52%	20.02%	19.38%	21.27%

表 1: 农业银行预测与估值表

盈利驱动因素 (期初初)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
总资产增长率 (%YoY)	32.21%	26.63%	24.82%	20.10%	21.00%	利息净收入	193,845	181,639	234,070	295,555	369,642
生息资产增长率	32.00%	27.18%	23.41%	21.85%	21.00%	手续费及佣金净收	23,798	35,640	46,332	60,232	78,301
净息差 (NIM)	3.23%	2.34%	2.41%	2.49%	2.56%	其他业务收入	(6,454)	4,995	5,140	8,003	11,486
净利差 (NIS)	3.28%	2.26%	2.34%	2.40%	2.47%	营业税金及附加	13,223	12,567	16,276	20,736	26,187
平均生息资产生息率	5.27%	3.82%	3.94%	4.06%	4.18%	业务管理费用	94,417	95,823	109,934	140,059	176,880
平均计息负债付息率	1.98%	1.56%	1.60%	1.66%	1.71%	EBIT	53,759	75,339	118,135	152,219	195,126
成本收入比	44.71%	43.11%	38.50%	38.50%	38.50%	拨备前利润	103,549	113,884	159,332	202,995	256,361
有效税率	1.71%	12.07%	21.00%	21.50%	23.00%	资产减值准备	51,478	40,142	44,619	53,917	64,197
信用成本	1.57%	1.11%	0.98%	0.99%	0.99%	NOPLAT	52,839	66,243	93,327	119,492	150,247
成长性 (%YoY)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润总额	52,349	73,928	115,003	149,453	192,649
贷款及垫款	11.29%	33.05%	20.14%	19.14%	19.00%	所得税	896	8,926	24,151	32,132	44,309
客户存款	15.32%	22.96%	21.00%	20.00%	20.00%	净利润	51,453	65,002	90,852	117,321	148,340
净利息收入	23.10%	-6.30%	28.87%	26.27%	25.07%	少数股东损益	-21	10	0	0	0
手续费及佣金净收入	3.49%	49.76%	30.00%	30.00%	30.00%	归属母公司净利润	51,474.00	64,992.00	90,852.38	117,320.89	148,339.66
非息收入	-20.34%	134.29%	26.67%	32.57%	31.58%	EPS	0.20	0.25	0.29	0.37	0.47
营业收入	17.83%	5.25%	28.46%	27.40%	26.29%	资产负债表 (百万)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
业务及管理费	57.16%	1.49%	14.73%	27.40%	26.29%	现金及存放央行款	1,145,884	1,517,806	1,873,122	2,282,432	2,761,743
PPOP	-4.14%	9.98%	39.91%	27.40%	26.29%	存放同业和其他金	353,517	532,221	1,875,202	2,559,010	3,211,240
EBIT	-32.26%	40.14%	56.80%	28.85%	28.19%	贷款和垫款	3,014,984	4,011,495	4,819,274	5,741,872	6,832,828
税前利润	-33.11%	41.22%	55.56%	29.96%	28.90%	债券投资	2,308,885	2,616,470	2,141,899	2,466,395	2,984,338
净利润	17.56%	26.26%	39.79%	29.13%	26.44%	生息资产 (起初期末)	6,823,270	8,677,992	10,709,497	13,049,710	15,790,149
估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	资产合计	7,014,351	8,882,588	11,087,053	13,316,031	16,112,397
PE(Trailing)	13.64	10.80	9.36	7.24	5.73	客户存款	6,097,428	7,497,618	9,072,118	10,886,541	13,063,850
PE(Leading)	14.62	11.58	10.03	7.77	6.14	同业和其它金融机	359,307	701,131	1,011,971	1,295,197	1,742,030
PB(Trailing)	2.42	2.05	1.50	1.32	1.14	发行债务	5,150	55,179	122,479	108,151	96,868
PB(Leading)	2.59	2.19	1.61	1.41	1.22	计息负债 (起初期末)	6,461,885	8,253,928	10,206,568	12,289,889	14,902,748
PEG	0.78	0.41	0.24	0.25	0.22	负债总计	6,723,810	8,539,663	10,522,235	12,669,989	15,363,658
P/PPOP	6.78	6.61	5.72	4.49	3.55	股本	260,000	260,000	314,794	314,794	314,794
每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	一般准备	64	10,772	6,697	12,180	12,306
EPS	0.20	0.25	0.29	0.37	0.47	少数股东权益	96	106	0	0	0
BVPS	1.12	1.32	1.79	2.05	2.38	股东权益	290,541	342,925	564,818	646,042	748,740
每股拨备前利润	0.40	0.44	0.51	0.64	0.81	资产负债结构	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
股息派发率	0.00%	30.77%	30.00%	35.00%	40.00%	资本充足率	9.41%	10.07%	12.74%	12.13%	11.62%
资产质量指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	核心资本充足率	8.05%	7.74%	9.99%	9.51%	9.11%
不良贷款	134,067.00	120,241.00	100,795.27	111,133.01	128,115.53	风险加权资产平均	48.42%	49.23%	50.00%	50.00%	50.00%
不良贷款率	4.32%	2.91%	2.09%	1.94%	1.88%	存贷比	51.24%	49.45%	53.50%	53.12%	52.74%
拨备覆盖率	63.53%	105.37%	153.00%	155.00%	160.00%	财务杠杆 X	24.14	25.90	19.63	20.61	21.52
新增 NPL/贷款均值	-30.79%	-0.38%	-0.43%	0.19%	0.26%	生息资产/总资产	97.28%	97.70%	96.59%	98.00%	98.00%
贷款核销率	0.00%	0.03%	0.01%	0.02%	0.03%	贷款及垫款/总资产	42.98%	45.16%	43.47%	43.12%	42.41%
拨备余额/贷款余额	2.83%	3.16%	3.20%	3.00%	3.00%	计息负债/总负债	96.10%	96.65%	97.00%	97.00%	97.00%
资产盈利能力	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	贷款结构					
ROAA	0.84%	0.82%	0.91%	0.96%	1.01%	企业贷款	#DIV/0!	72.23%			
ROAE	-23.55%	20.52%	20.02%	19.38%	21.27%	贴现贷款	#DIV/0!	8.57%			
RoRWA	1.45%	1.67%	1.83%	1.92%	2.02%	零售贷款	#DIV/0!	19.20%			
营业收入/资产余额	3.01%	2.50%	2.58%	2.73%	2.85%	中小企业贷款	0.00%	0.00%			
营业费用/资产余额	2.27%	1.67%	1.54%	1.61%	1.66%	存款结构					
业务数据	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	活期存款	0.00%	55.50%			
分支机构 (个)						定期存款	0.00%	41.57%			
员工数 (人)						其他存款	100.00%	2.93%			

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。