

# 农业银行(601288) 中报点评

谨慎推荐

首次评级

金融/银行

发布时间: 2010 年 9 月 1 日

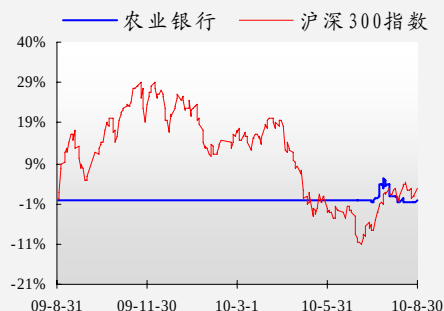
## 投资要点:

- 2010 年上半年, 农业银行实现营业收入 1356.8 亿元, 同比增长 30.5%, 实现净利润 458.63 亿元, 同比增长 40.2%, 实现每股收益 0.17 元, 实现每股净资产 1.31 元。实现加权平均净资产收益率 25.10%; 同比提高 3.5 个百分点。
- 净息差同比环比维持了较快上升, 在四大行中依旧维持最高水平, 县域业务的净息差高于城市业务, 主要受益于较低的存款成本和较高的贷款收益率。
- 资产质量保持双降, 信贷成本降低为 0.9%, 不过拨备覆盖率仅为 136%, 如果未来银监会提高覆盖率水平, 未来信贷成本下降的速度面临一定挑战。
- 房地产贷款整体风险可控, 不公对公房地产贷款占比依旧高于其他大行。
- 维持前期盈利预测, 县域业务的较高成长和较高盈利能力、股改红利的逐步释放依旧是农业银行相比四大行的最大亮点。
- 首次给予谨慎推荐评级。

## 业绩预测:

|       | 主营业收入<br>(百万元) | 增长率<br>(%) | 净利润<br>(百万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率<br>(%) |
|-------|----------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2009  | 222,274        | 5.25       | 64,992       | 26.26      | 0.20       | 20.53      | 13.45      |                  |
| 2010E | 279,119        | 25.67      | 85,320       | 31.23      | 0.27       | 17.48      | 9.96       |                  |
| 2011E | 323,945        | 16.13      | 116,840      | 36.94      | 0.37       | 21.51      | 7.27       |                  |
| 2012E | 384,899        | 18.83      | 135,801      | 16.23      | 0.43       | 22.40      | 6.26       |                  |

走势图



## 市场数据

2010-8-31

|          |        |
|----------|--------|
| 收盘价:     | 2.69 元 |
| 52 周最高价: | 2.88 元 |
| 52 周最低价: | 2.68 元 |
| 平均持仓成本:  | 2.69 元 |

## 基本数据

2010Q2

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本 (万股):    | 32,479,412 |
| 流通 A 股 (万股): | 29,405,529 |
| 每股收益 (元):    | 0.17       |
| 每股净资产 (元):   | 1.31       |
| 每股经营现金流 (元): | 0.64       |
| 市净率:         | 2.06       |

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550206060037

TEL: (8621)6336 7000 - 274

FAX: (8621)6337 3209

Email: wendyt77@126.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

2010 年中期,公司总资产规模达到 969596.67 亿元,比年底增长 9.15%;存款规模 83488.20 亿元,比年底增长 11.35%;贷款规模 46239.83 亿元,比年底增长 11.73%;10 年上半年新增贷款 4858 亿元,第一季度新增贷款 3136 亿元,第二季度新增贷款 1722 亿元。

2010 年上半年实现营业收入 1356.8 亿元,同比增长 30.5%,实现净利润 458.63 亿元,同比增长 40.2%,实现每股收益 0.17 元,实现每股净资产 1.31 元。实现加权平均净资产收益率 25.10%;同比提高 3.5 个百分点。

## 一、2010 年上半年农业银行业绩稳健增长的主要原因

**1.1 生息资产规模同比大幅增长促使 10 年第一季度净利息收入稳步增长:** 2010 年 1-6 月,农业银行实现利息净收入 1117.08 亿元,同比增长 33.2%,净利息收入变化因有以下两点:

### 1.1a 贷款快速增长和存贷款结构变化

09 年全年农业银行新增本外币贷款达到 10380 亿元,其中票据贴现的余额为 3522.30 亿元,比 08 年全年增加了 951 亿元,票据贴现的占比达到了 8.51%;10 年第一季度农业银行又新增了 3136 亿元的本外币贷款,第二季度新增贷款 1722 亿元;从贷款结构看,10 年第一季度末,农业银行的票据贴现余额为 1778.57 亿元,比年初的 3522.30 亿元又冲回了 1733.73 亿元,因此,如果考虑票据贴现的冲回,工商银行第一季度一般贷款增加接近了 5000 亿元,达到了 4870 亿元;票据贴现的占比也从年初的 8.5%下降为 4%,上半年末,工商银行票据贴现的余额又降低到 1461.40 亿元,比第一季度末的水平又有所冲回,不过冲回幅度明显放缓,票据贴现占比下降到 3.2%,未来进一步压缩的空间比较有限,从存款的结构看,10 年 1 季度末活期存款的占比为 55.2%,10 年第二季度末活期存款的占比为 55.8%;与年初的 55.5%相比基本持平并且略有上升,存款活期化趋势并不显著。

### 1.1b 净息差同比和环比都出现了上升趋势。

农业银行去年全年的净息差为 2.28%,2010 年第一季度的净息差为 2.42%,2010 年中期,农业银行的净息差为 2.47%,与去年同期的 2.21%相比同比上升了 26 个基点,其中第一季度和第二季度单季度的净息差为 2.42%和 2.52%,环比上升了 10 个基点。

**1.2 与 09 年年度的情况类似,中间业务收入的快速增长依旧是农业银行 10 年上半年的经营的亮点:** 10 年上半年,农业银行实现手续费净收入 224.59 亿元,同比增长 31.97%,手续费净收入占比为 16.55%,比去年同期的 16.36%相比上升了 0.19 个百分点,除了手续费净收入之外的其他非息业务收入上半年农业银行实现了 15.13 亿元,而去年上半年实现了 30.03 亿元,比去年同期减少了 14.9 亿元,主要原因是汇兑损益和公允价值变动损益大幅减少,而本期汇兑收益实现净损失,整体非息业务收入本期农业银行实现 384.6 亿元,非息业务收入占比为 17.51%。

**1.3 实际税率明显下降:** 10 年上半年,农业银行的实际税率为 20.96%,比去年同期的 23.45 %明显下降了 2.49 个百分点。

**1.4 成本收入比有所上升** 虽然农业银行加大费用控制和营业收入增速恢复的情况

下，不过农业银行的成本收入比同比依旧出现了上升，09 年全年农业银行的成本收入比仅为 43.11%，今年第一季度农业银行的成本收入比为 33.8%，今年上半年农业银行的成本收入比为 37.65%，同比上升了 0.79 个百分点。

## 二、农业银行资产质量情况

10 年上半年末，农业银行继续保持了资产质量的优良，实现了不良贷款余额和不良贷款率的下降，10 年 6 月末，农业银行的不良贷款余额为 1070.86 亿元，比年初的水平减少了 131.55 亿元，此外农业银行本期核销了 0.08 亿元的不良贷款；不良贷款率为 2.32%，比年初的水平下降了 0.59 个百分点，拨备覆盖率为 136.11%，比年初的水平继续提高了 30.14 个百分点。

从信贷成本的角度看，我们初步计算农业银行 10 年上半年计提贷款拨备在 197.28 亿元左右，信贷成本在 0.9%，而 09 年全年的信贷成本在 1.22%，整体信贷成本还是出现了一定的下降，是支持农业银行业绩增长的主要因素。

从房地产贷款的情况看；10 年上半年对公房地产贷款占比达到 15.7%，不良率从年初的 3.47%下降到 1.90%；按揭贷款的占比为 13.87%；个人贷款整体的不良率从 1.08%下降到 0.79%，整体房地产相关贷款的占比在 29.57%。

## 三、农业银行业绩推介会纪要

农业银行与 2010 年 8 月 30 日上午在北京召开业绩发布会，我们参与了此次会议，会议的主要内容如下：

### 1、有关县域金融业务

2010 年中期，农业银行的县域金融业务取得了良好的进展；1、贷款增长较快，较上半年增长了 17.9%，比全行平均的贷款增速高出了 6.2 个百分点，反映了县域经济具有良好的信贷需求；2、贷款收益率较高，上半年县域经济的平均贷款收益率为 5.47%，高出全行的平均贷款收益率 5.16%31 个基本点；3、存款付息率较低，上半年县域经济的平均存款付息率为 1.21%，低于全行平均的存款付息率 7 个基本点，这说明县域经济具有明显的成本优势，而且这种优势非常稳定，3、中间业务收入增长性高，2010 年上半年，县域经济的手续费净收入增长 41.2%，大大高于城市行 26.7%的手续费净收入增速；4、县域经济实现净利润快速增长，2010 年上半年，县域经济实现税前利润 145 个亿，利润增速达到了 81.9%，大大高于城市行 25.1%的平均增速，由此可见，县域业务本期的发展远远好于城市业务，而且下一步进一步提高的空间也非常大。

### 2、有关农业银行的房地产贷款

2010 年中期，农业银行的房地产开发贷款加上个人按揭贷款的月为 1.17 万亿，是四大行中最低的，占比也处在较低水平，从贷款质量看，与房地产相关的贷款在 6 月末的不良贷款余额是 152 亿元，比年初减少了 50 亿元，不良率为 1.29%，比年初下降了 0.89 个百分点，比全行的不良贷款比例低了 1.03 个百分点，房地产贷款的拨备覆盖率为 153%，比全行的拨备覆盖率水平高了 16.9 个百分点。

此外农业银行的房地产贷款结构比较合理；贷款新增增量中有 65%投向于较低风险

的业务；整体房地产贷款有 70%投放与发达地区，95%投放于 2A 以上的客户，81%用于首套房的客户贷款，首付比例平均为 34%，按揭贷款的总额和贷款抵押品的价值只比为 1/2；因此，农行总体房地产贷款质量处于可控状态，发展势头良好。

农行并没有停止房地产开发贷款的投放，只是在 8 月 24 日到 8 月 30 日之间，农行控制了房地产贷款发放的节奏，经过总行的审批，房地产开发贷款依然可以投放，再次期间，农行没有接到过任何部门有关要求农行停止房地产开发贷款的通知，农行今后还会正常开展房地产贷款业务。

### 3、有关成本收入比

农业 10 年上半年的成本收入比同比有了一定的提高，其中员工薪酬的同比增长高达 44%，大大超过了营业收入的同比增幅，主要原因是农行今年强调了费用在一年四季的均衡性，去年上半年农行的整体列支的费用占全年的 40%，而其他三家行都在 45%左右，所以今年上半年农业也调整到了这个行业惯例，此外在人员费用方面，特别强调了对于考核激励的及时兑现问题，过去是一年兑现一次，现在改为分季度，分半年分期兑现，当然，2010 年农行的费用会控制在年初的预算水平之内。

### 4、有关净息差

2010 年中期，农行保持了在四大行中贷款收益率最高，存款付息率最低，和净息差最高的水平，从下半年的情况看，有几点因素有利于农行下半年净息差的继续提高。

一是新发放贷款的收益率水平在持续提高，目前平均已经达到了 5.40%左右；

二是县域业务的增长快，定价能力也强，又有很大的增长空间；

三是存款活期占比比去年提高达到了 56%，下半年还将小幅提高，存款付息率将保持在较低的水平；

四是投资收益率会有一定的提高，农业银行债券组合的优势是债券的久期较短，而且信用债的比重比较低；

五是人民币贷款的存贷比仅仅为 55.38%，是四大行中最低的，也是最具有提升空间的；

六是中长期贷款占比虽然从年初的 58.2%提高到 59.8%有所提高，但是还不到 60%，也是四大银行中较低的；

因此农业银行有信心在下半年继续保持净息差的稳健增长能够

### 5、有关中间业务收入

农行 10 年上半年中间业务收入的稳健增长来自与：一、传统业务继续保持优势，这与农业银行的机构、网络和客户优势都密切相关，在结算、银行卡和代理业务上的优势继续保持，其中代理保险业务继续在同业中保持首位，二是新兴业务保持较快发展速度，比如顾问咨询业务和电子银行业务 10 年上半年分别增长 143%和 99%，其中新兴中间业务的占比已经达到 28%，未来还将继续从这两方面入手稳步推进中间业务的发展。

有关目前监管部门对于银行收费业务清理，首先农行整个中间业务收入都符合监管层的规定，其次目前农行的 600 多个收费项目与工、中、建类似，再次农行的收费基本处于跟随者的地位，收费水平比较合理，目前发改委和银监会发布的拟取消的 7 项收费中，农业银行只有 1 项是本来收取的，因此整体对农业银行中间业务的影响不大。



#### 四、盈利预测和投资建议

##### 4.1 盈利预测

我们维持前期的盈利预测；根据我们的盈利预测假定，我们计算农业银行 10、11 和 12 年的净利润分别为 853 亿元、1168 亿元和 1358 亿元，按照发行 476.47 亿股后的总股本 3176.47 亿股计算，10、11 和 12 年的 EPS 分别为 0.27 元、0.37 元和 0.43 元。每股净资产分别为 1.62 元、1.81 元和 2.03 元。当然 2011 年和 2012 年的盈利预测具有很大的不确定性，我们将根据后续情况继续跟进调整；根据目前的市场价格 2.69 元计算，目前的市盈率和市净率分别为 9.96 倍和 1.66 倍。

##### 4.2 投资建议

相比于其他三大行而言，农行的竞争优势主要体现在：1、县域金融业务的较快发展使农行的成长性和盈利能力较高。2、股改红利的释放；这两点在中报中尤其是县域金融业务的发展得到了充分的体现，目前农行的估值较低，首次给予谨慎推荐评级。



## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。