

农业银行(601288) 三季度报点评

谨慎推荐

维持评级

金融/银行

发布时间: 2010 年 10 月 28 日

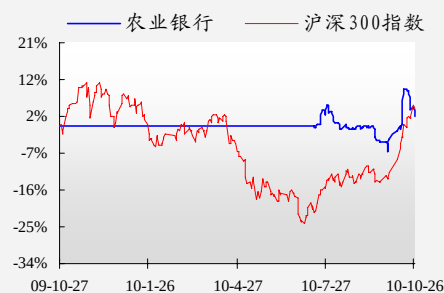
投资要点:

- 2010 年前三季度, 公司实现营业收入 2094.89 亿元, 同比增长 32.91%, 实现净利润 701.85 亿元, 同比增长 36.32%, 实现每股收益 0.25 元, 实现每股净资产 1.63 元。实现加权平均净资产收益率 21%; 同比下降 2.33 个百分点。
- 净息差同比和环比维持上升趋势, 初步计算 2010 年前三季度末的净息差为 2.51%, 环比比中期提高了 4 个基本点。
- 实际税率明显上升, 成本收入比恢复下降势头。
- 资产质量保持双降, 不良贷款率下降到 2.08%, 拨备覆盖率上升到 159.70%。
- 上调 2010 年的盈利预测, 10 年的业绩增速将近 40%, 暂时维持 11 和 12 年的业绩预测不变。
- 维持谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率(%)
2009	222,274	5.25	64,992	26.26	0.20	20.53	13.8	
2010E	279,119	25.67	90,900	39.87	0.28	17.48	9.86	
2011E	323,945	16.13	116,840	28.54	0.37	21.51	7.46	
2012E	384,899	18.83	135,801	16.23	0.43	22.40	6.43	

走势图



市场数据

2010-10-27

收盘价:	2.76 元
52 周最高价:	3.10 元
52 周最低价:	2.52 元
平均持仓成本:	2.77 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	32,479,412
流通 A 股 (万股):	29,405,529
每股收益 (元):	0.25
每股净资产 (元):	1.63
每股经营现金流 (元):	0.63
市净率:	1.69

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550206060037

TEL: (8621)6336 7000 - 274

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

10 年前三季度农业银行实现了稳健增长：10 年中期，公司总资产规模达到 101171 亿元，比年底增长 13.90%；存款规模 86643.48 亿元，比年底增长 15.56%；贷款规模 47784.51 亿元，比年底增长 15.47%；10 年前三季度新增贷款 6402.64 亿元，第一季度新增贷款 3136 亿元，第二季度新增贷款 1722 亿元。第三季度新增贷款 1544.64 亿元；贷款增量逐季下降；10 年前三季度实现营业收入 2094.89 亿元，同比增长 32.91%，实现净利润 701.85 亿元，同比增长 36.32%，实现每股收益 0.25 元，实现每股净资产 1.63 元。实现加权平均净资产收益率 21%；同比下降 2.33 个百分点。

一、2010 年前三季度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 年前三季度净利息收入稳步增长：2010 年 1-9 月，农业银行实现利息净收入 1740.23 亿元，同比增长 36.09%，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；第三季度又增加了 1544.64 亿元的贷款，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，农业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%，10 年前三季度末农业银行票据贴现的余额又下降到 1338.12 亿元，票据贴现占比下降到 2.8%。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，10 年第三季度末活期存款的占比为 55.76%。与年初和第二季度末的情况基本持平，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 个基本点，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 个基本点。2010 年前三季度的净息差为 2.51%，比中期的 2.47%上升了 4 个基本点。

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 年前三季度的经营的亮点：10 年前三季度，农业银行实现手续费净收入 340.32 亿元，同比增长 32.95%，手续费净收入占比为 16.25%，比去年同期的 16.24%相比基本持平；除了手续费净收入之外的其他非息业务收入 10 年前三季度农业银行实现了 15.13 亿元，而去年上半年实现了 14.34 亿元，比去年同期的 41.45 亿元减少了 27.11 亿元，主要原因是汇兑损益和公允价值变动损益大幅减少，整体非息业务收入本期农业银行实现 354.66 亿元，非息业务收入占比为 16.93%。

1.3 实际税率明显上升: 10 年前三季度, 农业银行的实际税率为 21.31%, 比去年同期的 8.13% 明显上升了 13.18 个百分点。

1.4 成本收入比出现下降趋势: 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。今年前三季度农业银行的成本收入比为 36.91%, 同比下降了 2.14 个百分点, 环比也下降了 0.76 个百分点。

二、农业银行资产质量情况

10 年前三季度末, 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 9 月末, 农业银行的不良贷款余额为 994.38 亿元, 比年初的水平减少了 208.03 亿元, 不良贷款率为 2.08%, 比年初的水平下降了 0.83 个百分点, 拨备覆盖率为 159.70%, 比年初的水平继续提高了 354.33 个百分点。

三、盈利预测和投资建议

3.1 盈利预测

我们上调 10 年的盈利预测, 暂时维持 11 年和 12 年的盈利预测不变; 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 910 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 0.28 元、0.37 元和 0.43 元。每股净资产分别为 1.7 元、1.91 元和 2.13 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 2.76 元计算, 目前的市盈率和市净率分别为 9.86 倍和 1.62 倍

3.2 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; 这两点在季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。