

农业银行(601288)年报点评

谨慎推荐

维持评级

金融/银行

发布时间: 2011 年 3 月 29 日

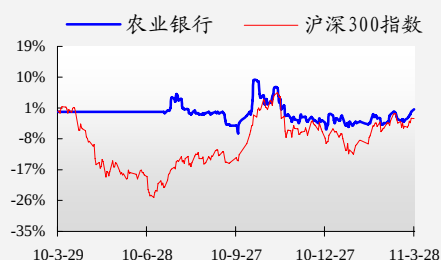
投资要点:

- 2010 年, 农业银行全年实现营业收入 2904.18 亿元, 同比增长 30.7%, 实现净利润 949.07 亿元, 同比增长 46%, 实现每股收益 0.33 元, 实现每股净资产 1.67 元。下半年的利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.54 元(含税), 全年的分红比率为 52.28%。
- 净息差同比和环比出现上升趋势, 持续上升的主要原因一是存贷利差扩大, 二是通过信贷结构的调整, 收益率较高的贷款所占的比重提高, 三是自从 10 年 10 月份以来人民银行两次加息的部分影响, 四是活期存款占比的提高。
- 资产质量保持平稳, 与年初相比继续实现不良贷款余额和不良贷款率的双降,。拨备覆盖率为 168.05%, 比年初的水平继续提高了 62.68 个百分点。年末的拨贷比为 3.40%, 均达到法定监管要求。
- 2010 年农全年的信贷成本为 0.98%, 比 09 年全年的 1.27% 有 29 个基本点的下降, 农业银行存在着非常明显的拨备释放力度, 这也是支持农业银行净利润增速远远超过收入增速的主要原因。
- 轻微上调前期盈利预测, 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	13.7	
2010	290,418	30.7	94,907	46	0.33	22.49	8.3	
2011E	342,693	18	120,800	27.28	0.37	21.08	7.41	
2012E	400,197	16.78	147,400	22	0.45	23.14	6.09	

走势图



市场数据

2011-3-29

收盘价:	2.74 元
52 周最高价:	3.10 元
52 周最低价:	2.52 元
平均持仓成本:	2.66 元

基本数据

2010Q4

总股本(万股):	32,479,412
流通 A 股(万股):	29,405,529
每股收益(元):	0.33
每股净资产(元):	1.67
每股经营现金流(元):	(0.28)
市净率:	1.64

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

公司发布 10 年年报，10 年全年农业银行实现了稳健增长：10 年年末，公司总资产规模达到 103374.06 亿元，比年底增长 16.38%；存款规模 88879.05 亿元，比年底增长 18.54%；贷款规模 47880.08 亿元，比年底增长 19.36%；10 年全年新增贷款 6498.21 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；第四季度仅仅新增贷款 95.57 亿元，贷款增量逐季下降；尤其是第四季度贷款基本停滞增长，10 年全年实现营业收入 2904.18 亿元，同比增长 30.7%，实现净利润 949.07 亿元，同比增长 46%，比我们前期的预测 909 亿元超出 40 亿元，超出幅度 4.4%，基本符合我们的预期，实现每股收益 0.33 元，实现每股净资产 1.67 元。实现加权平均净资产收益率 22.49%；同比上升 1.96 个百分点。由于上半年已经进行过利润分配（分配方案为每 10 股派发现金红利 1 元（含税）），所以下半年的利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.54 元（含税），分红比率为 52.28%。

一、2010 年全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 年全年净利息收入稳步增长：2010 年 1-12 月，农业银行实现利息净收入 2421.52 亿元，同比增长 33.32%，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 年全年农业银行又新增本外币贷款达到 6498.21 亿元，其中 10 年第一季度农业银行新增了 3136 亿元的本外币贷款，第二季度新增贷款 1722 亿元；第三季度增加了 1544.64 亿元的贷款，第四季度贷款增加基本停滞，仅仅增加了 95.57 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%。10 年年末，农业银行的票据贴现的余额为 1411.23 亿元，票据贴现占比依旧为 2.8%，与第三季度末的 2.8%持平，票据贴现余额也比第三季度末的水平有所上升，说明票据贴现基本上已经没有压缩空间，从个人贷款的情况看，10 年末，农业银行的个人贷款占比从年初的 19.1%提高到 23.1%，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%。10 年年末活期存款的占比为 57.7%，第四季度末存款出现了明显的活化，整体比年初的 55.5%上升了 2.2 个百分点。

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。2010 年全年农业银行的净息差为 2.57%, 同比比去年同期的 2.28%上升了 29 个基本点, 比前三季度的 2.51%又上升了 6 个基本点。从存贷利差的角度看, 2010 年全年农业银行的存贷利差为 3.97%, 比去年同期的 3.76%上升了 21 个基本点。

农业银行净息差持续上升的主要原因一是存贷利差扩大, 二是通过信贷结构的调整, 收益率较高的贷款所占的比重提高, 三是自从 10 年 10 月份以来人民银行两次加息的部分影响, 四是活期存款占比的提高。

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 年全年的经营亮点: 10 年全年, 农业银行实现手续费净收入 461.28 亿元, 同比增长 29.43%, 中间业务中除了代理业务手续费收入同比下降了 8.6%以外, 其余各条线业务收入全部实现增长, 增长速度较快的有顾问和咨询、电子银行业务、承诺业务和其他业务, 增速都超过了 100%; 手续费净收入占比为 15.88%, 比去年同期的 16.03%下降了 0.15 个百分点; 主要原因是手续费净收入的增长速度慢于利息净收入的增长速度, 除了手续费净收入之外的其他非息业务收入 10 年全年农业银行实现了 21.38 亿元, 比去年同期的 49.95 亿元减少了 28.57 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 482.66 亿元, 非息业务收入占比为 16.62%。

1.3 实际税率明显上升: 10 年全年, 农业银行的实际税率为 21.39%, 比去年同期的 12.07%明显上升了 9.32 个百分点。主要原因是因为 09 年农业银行在股改过程中获得部分税收减免, 本年度这些税收减免措施取消导致所得税费用迅速上升。

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。2010 年全年农业银行的成本收入比为 38.59%, 比去年同期的 43.11%减少了 4.52 个百分点。

1.5 三农业务顺利发展: 截至 2010 年 12 月 31 日, 三农金融部主要财务指标持续向好, 总资产回报率 0.77%, 较上年提升 0.15 个百分点; 存贷利差 4.29%, 高于全行 32 个基点; 资产质量持续改善, 不良贷款率 2.51%, 与全行差距进一步缩小; 风险抵补能力进一步增强, 拨备覆盖率 159.92%, 贷款总额准备金率 4.01%。

二、农业银行资产质量情况

10 年年末, 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 年年末, 农业银行的不良贷款余额为 1004.05 亿元, 比年初的水平减少了 198.36 亿元, 但是比第三季度末的 994.38 亿元环比上升了 9.67 亿元, 不良贷款率为 2.03%, 比年初的水平 2.91%下降了 0.88 个百分点, 关注类贷款余额 3,166.71 亿元, 较上年末减少 81.39 亿元; 关注类贷款占比 6.39%, 下降 1.46 个百分点。拨备覆盖率为 168.05%,

比年初的水平继续提高了 62.68 个百分点。年末的拨贷比为 3.40%，均达到法定监管要求。

从信贷成本的角度看，2010 年农业银行计提了 435.36 亿元的坏账准备，全年的信贷成本为 0.98%，比 09 年全年的 1.27% 有 29 个基本点的下降，农业银行存在着非常明显的拨备释放力度，这也是支持农业银行净利润增速远远超过收入增速的主要原因。

从房地产贷款的情况看，2010 年年末，农业银行公司贷款中的房地产行业贷款占比为 10.8%，比去年年末的 13.6% 下降了 2.8 个百分点，房地产行业贷款的不良率为 1.77%，比去年的 3.47% 出现了明显下降，个人贷款中的按揭贷款占比为 4.7%，比去年同期的 4.5% 上升了 0.2%，按揭贷款的不良率为 0.65%，比去年的 1.08% 也出现了明显的下降，整体与房地产相关的贷款比例为 15.5%，在可比大行中处于比较低的水平。

三、盈利预测和投资建议

3.1 盈利预测

我们轻微上调 11 年和 12 年的盈利预测；根据我们的盈利预测假定，我们计算农业银行 11 和 12 年的净利润分别为 1208 亿元和 1474 亿元，11 年和 12 年的净利润增长幅度分别为 27.28% 和 22%，按照发行后的总股本 3247.94 亿股计算，11 和 12 年的 EPS 分别为 0.37 元和 0.45 元。每股净资产分别为 1.84 元和 2.05 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 2.74 元计算，目前的市盈率和市净率分别为 7.41 倍和 1.48 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；这两点在年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，维持谨慎推荐评级。

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。