

四季度息差回升明显，关注后期质量变动

— 农业银行（601288）2010 年年报点评

要点：

- **业绩同比增长 46%，超过市场预期。**农行 2010 年实现归属母公司股东净利润 949 亿元，同比增长 46%，实现每股收益 0.33 元，每股净资产 1.67 元。农行 2010 年下半年拟每十股分红 0.54 元（含税）。四季度业绩主要贡献因素是息差提升下净利息收入环比增长（9.33%），以及前期拨备计提充分后的贡献显现。
- **亮点：**（1）四季度息差环比上升明显（15 个 BP），受益于生息资产平均收益率环比上升（10 个 BP）而付息负债平均成本率下降（5 个 BP）；（2）非息收入表现较为亮丽，四季度环比增长 11.36%，主要由于净利息收入和汇兑净收益都表现良好；（3）管理成本收入较去年下降 4.52 个 PC 至 38.59；（4）拨备余额充足，不良贷款拨备覆盖率环比上升 8.35 个 PC 至 168.05%，拨贷比亦提升至 3.4%，继续超过 2.5% 监管指标；（4）存贷款规模增长较快，较 2009 年末分别增长了 18.5% 和 19.4%（净额）。
- **负面因素：**（1）不良贷款环比微升 0.98%，关注后期质量变动情况。不良率下降 0.05 个 PC 至 2.03%；（2）实际所得税率同比提升 9.32 个 PC 至 21.39%；（3）投资业务表现不佳。
- **展望未来：**存款优势会使得四季度息差快速回升的趋势得以延续。
- **投资评级：**按昨日收盘价计算，2010 年静态 PE 和 PB 分别为 8.3 和 1.65，2011 年动态 PE 和 PB 分别为 7.69 和 1.22。鉴于我们对公司的资产状况仍然保持谨慎态度，且目前公司不良贷款拨备覆盖率在行业中处于相对较低水平，继续给予农行“中性”评级。
- **风险提示：**宏观经济、信贷政策超预期可能带来负面影响过大。

报告日期：2011 年 03 月 30 日

分析师

吴小玲

☎0755-83516255 ✉ wuxl@cgws.com

执业证书编号：S1070210090003

程宾宾, CFA

☎0755-83511215 ✉ cbb@cgws.com

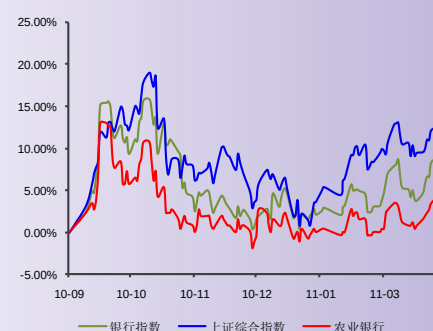
执业证书编号：S1070210070008

投资评级：推荐（维持）

公司盈利预测

每股指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
拨备前利润	0.44	0.51	0.61	0.64	0.68
净利润	0.25	0.33	0.36	0.35	0.38
净资产	1.32	1.67	2.25	2.53	2.83
PPPOP	6.27	5.44	4.53	4.29	4.04
P/E	11.00	8.33	7.69	7.84	7.33
P/B	2.09	1.65	1.22	1.09	0.97

行业表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



表 1: 2010 年业绩分析 (四季度环比和全年同比)

	2010-12-31	当年累计同比	2010-12-31
单季度环比			
利息收入	5.90%	利息收入	20.77%
利息支出	-1.30%	利息支出	0.87%
净利息收入	9.33%	净利息收入	33.31%
非利息净收入	11.36%	非利息净收入	36.09%
营业收入	9.65%	营业收入	30.66%
营业支出	15.89%	营业支出	15.12%
拨备及税前利润	-3.83%	拨备及税前利润	43.90%
税前利润	1.19%	税前利润	63.31%
所得税	-0.42%	所得税	189.35%
净利润	1.64%	净利润	46.01%
单季业绩增长拆分		当年业绩增长拆分	
规模增长	2.14%	规模增长	16.40%
净息差	7.19%	净息差	16.92%
非息收入	0.32%	非息收入	-2.66%
管理成本	-13.47%	管理成本	13.24%
拨备	5.02%	拨备	19.41%
税收	0.45%	税收	-17.31%
净利	1.64%	净利	46.01%

数据来源: 公司公告 长城证券研究所

表 2: 2010 年规模增长情况

当年规模类(同比增长)	
生息资产合计	16.40%
贷款类资产-净额	19.36%
现金及央行存放款项	37.19%
存放同业及其他金融机构资产	31.26%
投资类资产	-3.23%
其他生息资产	20.28%
付息负债合计	14.84%
客户存款	18.54%
央行借款	-48.28%
同业&其他金融机构存拆放款项	-11.50%
金融负债	-61.02%
应付债券	12.99%

数据来源：公司公告 长城证券研究所

农业银行（.SH）：财务指标
YE 31 Dec (RMB 百万)

13.24%

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
损益表						每股指标					
净利息收入	181,639	242,152	338,477	342,553	367,344	拨备前利润	0.44	0.51	0.61	0.64	0.68
非利息净收入	40,821	49,570	63,222	81,637	82,015	净利润	0.25	0.33	0.36	0.35	0.38
营业收入	222,460	291,722	401,699	424,189	449,359	净资产	1.32	1.67	2.25	2.53	2.83
营业支出	(108,390)	(127,576)	(204,319)	(215,862)	(228,511)	P/PPOP	6.27	5.44	4.53	4.29	4.04
拨备前利润	114,070	164,146	197,380	208,328	220,848	P/E	11.00	8.33	7.69	7.84	7.33
拨备	(40,142)	(43,536)	(48,545)	(62,184)	(64,524)	P/B	2.09	1.65	1.22	1.09	0.97
税前利润	73,928	120,610	148,834	146,144	156,323	分红比率	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	0.00%
净利润	65,002	102,519	116,091	113,992	121,932	股息收益率	0.00%	0.00%	2.60%	2.55%	0.00%
资产负债表						CAMEL评级(10分)	N/A	13.24	13.96	13.42	9.20
总资产	8,882,588	11,099,925	10,604,689	11,457,247	11,235,768	杜邦分析（与资产相比）					
贷款余额	4,011,495	4,788,008	5,236,159	5,556,993	5,494,023	净利息收入	2.04%	2.18%	3.19%	2.99%	3.27%
其他生息资产	4,666,497	6,063,955	5,141,373	5,659,727	5,615,791	非净利息收入	0.46%	0.45%	0.60%	0.71%	0.73%
非生息资产	204,596	247,963	227,157	240,527	125,954	营业收入	2.50%	2.63%	3.79%	3.70%	4.00%
存款余额	7,497,618	8,100,382	8,748,413	9,448,286	9,448,286	营业支出	1.22%	1.15%	1.93%	1.88%	2.03%
其他付息负债	756,310	791,367	828,176	866,826	866,826	拨备前利润	1.28%	1.48%	1.86%	1.82%	1.97%
付息负债	8,253,928	8,891,749	9,576,588	10,315,111	10,315,111	拨备	0.45%	0.39%	0.46%	0.54%	0.57%
股东权益	342,819	639,045	731,917	823,111	920,657	税前利润	0.83%	1.09%	1.40%	1.28%	1.39%
盈利能力分析						税收	0.14%	0.14%	0.26%	0.26%	0.27%
生息资产收益率	3.36%	3.61%	4.73%	4.77%	4.88%	资产质量					
计息负债成本率	1.39%	1.35%	1.87%	1.86%	1.86%	不良贷款	120,241	100,405	134,848	155,460	161,311
净利差	1.98%	2.26%	2.86%	2.92%	3.01%	不良贷款率	2.91%	2.03%	2.47%	2.66%	2.76%
贷款收益率	5.41%	0.00%	5.95%	5.94%	5.94%	不良贷款覆盖率	105.37%	168.05%	160.37%	178.24%	210.81%
存款成本率	1.52%	0.00%	1.80%	1.76%	1.77%	信贷风险成本	1.29%	1.05%	0.98%	1.25%	1.18%
净边际利率	2.31%	14.66%	18.79%	18.61%	19.21%	特殊准备/不良贷款					
成本收入比率	48.72%	43.73%	50.86%	50.89%	50.85%	一般准备					
ROAE	20.53%	20.20%	16.94%	14.66%	13.98%	存贷配置结构					
ROAA	0.82%	0.97%	1.07%	1.03%	1.07%	对公贷款	71.74%	71.74%	N.A.	N.A.	N.A.
年增长率						制造业	21.43%	21.43%	N.A.	N.A.	N.A.
贷款余额	33.48%	19.36%	9.36%	6.13%	-1.13%	房地产	10.32%	10.32%	N.A.	N.A.	N.A.
存款余额	22.96%	8.04%	8.00%	8.00%	0.00%	个人贷款	19.07%	19.07%	N.A.	N.A.	N.A.
净利息收入	-6.30%	33.31%	39.78%	1.20%	7.24%	住房抵押贷款	12.03%	12.03%	N.A.	N.A.	N.A.
非息净收入	131.65%	21.43%	27.54%	29.13%	0.46%	贴现	0.00%	8.51%	N.A.	N.A.	N.A.
营业收入	0.70%	31.13%	37.70%	5.60%	5.93%	中长期贷款	54.92%	54.92%	55.00%	56.00%	57.00%
营业支出	0.70%	17.70%	60.15%	5.65%	5.86%	其他数据					
拨备前利润	9.87%	43.90%	20.25%	5.55%	6.01%	营业机构	23,624	23,486	N.A.	N.A.	N.A.
税前利润	41.22%	63.15%	23.40%	-1.81%	6.97%	员工人数	441,144	444,447	N.A.	N.A.	N.A.
净利润	26.33%	57.72%	13.24%	-1.81%	6.97%	总股本	260,000	324,794	324,794	324,794	324,794
资本充足率											
加权风险资产	4,373,006	5,383,694	4,029,782	4,468,326	15,617,718						
核心资本充足率	7.74%	9.75%	13.11%	12.33%	3.68%						
资本充足率	10.07%	11.59%	15.57%	14.55%	4.32%						
加权风险资产系	49.23%	37.00%	38.00%	39.00%	139.00%						
权益乘数	25.91	17.37	17.37	14.49	13.92						

数据来源：公司公告 长城证券研究所



研究员介绍:

程 宾 宾: CFA, 中国人民大学管理学学士、经济学硕士, 2010 年加盟长城证券, 从事银行业研究。

吴 小 玲: 经济学理科硕士 (2008.3 毕业于英国约克大学), 2001 年 7 月自上海交大毕业后曾在银行工作五年, 期间任职于内部控制审查、信贷制度制定、贷款审查、包括逾期催收索赔在内的贷后管理以及会计等多个岗位, 拥有中国人民银行颁发的多项银行业资格证书; 国际特许公认会计师公会 ACCA 二阶段学员; 中级经济师; 2008 年加入长城证券, 任银行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>