

农业银行(601288)调研报告

——股改红利和县域金融带来的高成长还将维持

金融/银行

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 25 日

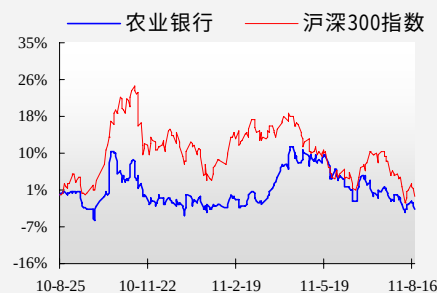
投资要点：

- 2011 年中期,农业银行实现营业收入 1846.33 亿元,同比增长 35.6%,实现净利润 666.79 亿元,同比增长 45.4%,实现每股收益 0.21 元,实现每股净资产 1.87 元。实现加权平均净资产收益率 23.56% (年化);同比下降 1.54 个百分点。
- 净息差同比维持上升趋势,不过第二季度单季度净息差与第一季度基本持平,没有实现环比上升。
- 资产质量维持双降,第二季度计提拨备力度有所加大,信贷成本比第一季度和去年全年有所提高,中期末的拨贷比达到 3.64%。
- 县域金融业务维持良好发展;发放贷款比上年末增长 10.8%,吸收存款较上年末增长 10.1%。县域资产继续保持了良好的收益能力,存贷利差比全行的水平高了 25 个基本点,三农业务实现税前利润同比增长 78.6%,不良贷款率为 2.07%,比去年同期的水平下降了 44 个基本点,拨备覆盖率为 210.18%,县域贷款的拨贷比为 4.1%。
- 截至 2011 年中期,按照银监会的最新监管标准,农业银行的平台贷款余额为 5316 亿元,比去年年底的 6000 亿元出现了一定的减少;从现金流的覆盖情况看,全覆盖和部分覆盖的比例为 90%。
- 资本充足率和核心资本充足率在五大行中处于最低水平,资本充足率低于 12%,核心资本充足率低于最新资本要求的 9.5%。
- 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(%)
2010	290,418	30.7	94,907	46	0.33	22.49	8.00	
2011E	377,543	30	126,596	33.39	0.39	21.79	6.77	
2012E	460,602	22	157,613	24.5	0.49	23.84	5.39	
2013E								

走势图



市场数据

2011-8-25

收盘价：	2.64 元
52 周最高价：	3.10 元
52 周最低价：	2.52 元
平均持仓成本：	2.70 元

基本数据

2011Q2

总股本 (万股)：	32,479,412
流通 A 股 (万股)：	29,405,529
每股收益 (元)：	0.21
每股净资产 (元)：	1.81
每股经营现金流 (元)：	1.17
市净率：	1.46

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

事件：

2011 年中期农业银行实现了稳健增长：11 年半年末，公司总资产规模达到 114617.84 亿元，比年底增长 10.9%；存款规模 97065.87 亿元，比年底增长 9.2%；贷款规模 53839.13 亿元，比年底增长 8.6%；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，2011 年上半年新增 4271.72 亿元贷款，贷款恢复增长，第一季度和第二季度分别新增贷款 2614.13 亿元和 1657.59 亿元，不过比去年同期的贷款增量同比有所减少，2011 年中期实现营业收入 1846.33 亿元，同比增长 35.6%，实现净利润 666.79 亿元，同比增长 45.4%，实现每股收益 0.21 元，实现每股净资产 1.87 元。实现加权平均净资产收益率 23.56%（年化）；同比下降 1.54 个百分点。

一、2011 年中期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 11 年上半年净利息收入稳步增长 2011 年 1-6 月，农业银行实现利息净收入 1447.30 亿元，同比增长 29.56%，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

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什么压缩空间，2011 年一季度末，农业银行的票据贴现余额又进一步压缩，下降为 925.76 亿元，占比也从年初的 2.8%下降到 1.77%；2011 年中期，农业银行的票据贴现余额为 871.42 亿元，比一季度末的情况继续下降，占比也下降为 1.6%；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%，11 年第一季度末，农业银行的个人贷款占比为 23.71%，比年初的情况进一步提高；11 年中期，农业银行的个人贷款占比为 24.5%，比年初和一季度的情况进一步提高；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。11 年第一季度末农业银行的活期存款占比为 56.46%，比去年年末的水平有 1.24 个百分点的下降。11 年中期农业银行的活期存款占比为 57.4%，比去年年末的水平轻微下降，但是比第一季度末的水平有了明显的回升。

1.1b 净息差同比维持上升趋势，第二季度单季度的净息差环比与第一季度基本持平。

农业银行 2009 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。

2011 年第一季度，农业银行的净息差为 2.79%，比去年第一季度的 2.42%同比扩大了 36 个基本点，比 2010 年全年的情况环比扩大了 22 个基本点，属于已经公布季报中净息差同比和环比扩大较大的银行。

2011 年中期，农业银行的净息差依旧为 2.79%，与第一季度末的水平基本持平，与 2010 年中期的情况相比同比上升了 32 个基本点，净息差的绝对水平和同比上升的幅度十四大行中最大的。

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 月份以来人民银行四次加息的部分影响，四是活期存款占比的提高。

1.2 与 10 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 11 年中期的经营亮点：11 年中期，农业银行实现手续费净收入 371.36 亿元，同比增长 65.4%，由于基数较小的关系，同比增速也位于四大行前列；手续费净收入占比为 20.11%，比去年同期的 16.44%上升了 3.67 个百分点；主要原因是手续费净收入的增长速度快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 11 年中期农业银行实现了 27.67 亿元，比去年同期的 19.51 亿元增加了 8.16 亿元，主要原因是国际贸易推动，结售汇的汇差收入有所提高，整体非息业务收入本期农业银行实现 399.03 亿元，非息业务收入占比为 21.62%。

1.3 实际税率明显上升：11 年中期，农业银行的实际税率为 22.16%，比去年同期的 20.96%明显上升了 1.2 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%，2010 年第一季度农业银行的成本收入比为 33.8%，2010 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。2011 年第一季度农业银行的成本收入比为 31.56%，同比下降 2.28 个百分点。2011 年中期，农业银行的成本收入比为 33.08%，同比下降了 4.37 个百分点。

1.5 三农业务顺利发展：截至 2011 年 6 月 30 日，三农金融部业务发展顺利，发放贷款总额 16441.17 亿元，比上年末增加 1686 亿元，增长 10.8%，吸收存款 38673.58 亿元，较上年末增加 3371.87 亿元，增长 10.1%。县域资产继续保持了良好的收益能力，其中贷款的平均收益率为 6.09%，比全行的 5.79%提高了 30 个基本点，存款的平均成本为 1.36%，比全行的 1.41%降低了 5 个基本点，存贷利差比全行的水平高了 25 个基本点，三农业务实现税前利润 291.35 亿元，同比增长 78.6%，不良贷款率为 2.07%，比去年同期的水平下

降了 44 个基点，拨备覆盖率为 210.18%，县域贷款的拨贷比为 4.1%。

二、农业银行资产质量情况

11 年中期末，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；11 年中期末，农业银行的不良贷款余额为 900.48 亿元，比年初的水平减少了 103.57 亿元，不良贷款率为 1.67%，比年初的水平 2.03%下降了 0.36 个百分点，拨备覆盖率为 217.58%，比年初的水平继续提高了 49.53 个百分点。半年末的拨贷比为 3.64%，均达到法定监管要求。

从信贷成本的角度看，2011 年一季度农业银行计提了 121.48 亿元的资产减值准备，我们初步计算年化的信贷成本为 0.8%左右，比 10 年的 0.98%继续下降，2011 年中期农业银行计提了 276.52 亿元的贷款减值准备；半年度的信贷成本为 0.53%，年化的信贷成本为 1.07%，比去年全年和第一季度末的信贷成本有了一定的提高，第二季度拨备力度明显加大，农业银行在第一季度还有一定的拨备释放力度，中期就不存在以拨备支持利润的情况。

三、农业银行中期业绩推介会纪要

农业银行于 2011 年 8 月 25 日公布中期业绩，并且于同日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、有关平台贷；

截至 2011 年中期，按照银监会的最新监管标准，农业银行的平台贷款余额为 5316 亿元，比去年年底的 6000 亿元出现了一定的减少；从现金流的覆盖情况看，全覆盖和部分覆盖的比例为 90%，从平台的行政级别看，县级以下的占比为 9%，农业银行认为整体平台贷款由于由政府的支持，风险比较小而且可控的，以云南高速为例，在云南政府的支持下，农业银行的 6 亿元的贷款到期全部还本付息，没有出现任何风险。

2、有关中间业务收入增长的动力和未来趋势

农业银行中间业务收入增长速度依旧保持了四大行中最快的速度，传统业务和创新业务取得了良性共同发展的良好趋势，传统业务中的结算与清算实现收入增速为 36%，银行卡业务实现收入增速为 58.1%，代理业务实现收入增速为 26.2%，托管业务实现收入增速为 34.9%；创新业务由于基数较低，增速更加可观，顾问和咨询业务增速为 134.8%；承诺业务增速为 106.7%；电子银行业务收入增速为 81.7%；与工行一样，农行庞大的网络和客户基础构成了发展中间业务的天然优势，预计这种优势还会在一定时期内维持，从中间业务收入的领先情况看，农业银行目前人民币结算业务的市场份额为 31.6%，代理保险的市场份额为 41%，电子银行的市场份额为 35%，均位居行业第一位。

3、有关资本充足率

截至 2011 年中期，农业银行的资本充足率和核心资本充足率通过上半年发行的 500 亿元的次级债券已经上升到 11.91%和 9.36%，不过是五大银行中唯一没有达到 12%以上的银行，也于交通银行一样，核心资本充足率已经低于 9.5%的最新要求，但是农业银行认为，首先监管新规给了大银行两年的宽限期，对个别银行还可以因为特殊情况特殊对待，其次农业银行也正在积极实施新的资本协议的准备工作，如果能够在 13 年以前过渡到内

部评级法，对农业银行资本充足率的不利影响将小于标准系数法。

4、有关不良贷款的核销

农业银行目前的资产质量和拨贷比可以支持不良贷款的核销，可以释放出资本和利润，对于农业银行财务状况的改善有正面影响，不过财政部对不良贷款核销有严格的标准，农业银行由于股份制改革完成得较晚，目前还有符合核销标准的不良贷款，农行的管理层目前也倾向于在符合标准之后进行适当的核销。

5、有关逾期贷款

截至 2011 年中期，农业银行的不良贷款余额为 900.48 亿元，逾期贷款的余额仅为 729 亿元，是不良贷款的 81%，这个数据是五大行中最好的情况，比期初还下降了 28.58 亿元，其中有 239 亿元是逾期在 90 天以内的贷款，农行的逾期贷款之所以远远低于不良贷款，是因为农行采取了非常审慎的贷款分类方法。农行预期下半年不良贷款还将继续实现双降。

6、有关成本收入比

2011 年中期，农业银行的营业收入增幅为 35.6%，营业费用增幅为 21.9%，从费用支出的均衡性来看，农行上半年费用支出比例在 47%左右，也就是下半年还有 53%的费用需要支出，按此计算，农行 11 年全年的费用在 1516 亿元左右，比去年全年的增幅在 35%左右。

四、盈利预测和投资建议

4.1 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 1266 亿元和 1576 亿元，11 年和 12 年的净利润增长幅度分别为 33.39%和 24.5%，按照发行后的总股本 3247.94 亿股计算，11 和 12 年的 EPS 分别为 0.39 元和 0.49 元。每股净资产分别为 1.91 元和 2.20 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 2.64 元计算，目前的市盈率和市净率分别为 6.77 倍和 1.38 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。