

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

息差环比上升, 拨备计提充足

—农业银行 (601288) 11 年 3 季报点评

研究报告-公司点评

增持 (维持)

发布日期: 2011 年 10 月 27 日

报告关键要素:

公司净利润前三季度同比增长44%, 第3季度环比增长4.6%。3季度存贷款增长缓慢, 息差环比提升, 而投资收益以及公允价值变动损益两项的亏损则拖累了营收的环比增长。三农金融业务为公司带来了大量低利率的存款, 在今年揽存竞争激烈的经营环境下尤有优势。预计公司2011年、2012年EPS分别为0.40元、0.44元, 对应PE6.68倍、5.97倍, 维持“增持”评级。

事件:

- 公司发布2011年3季报。

点评:

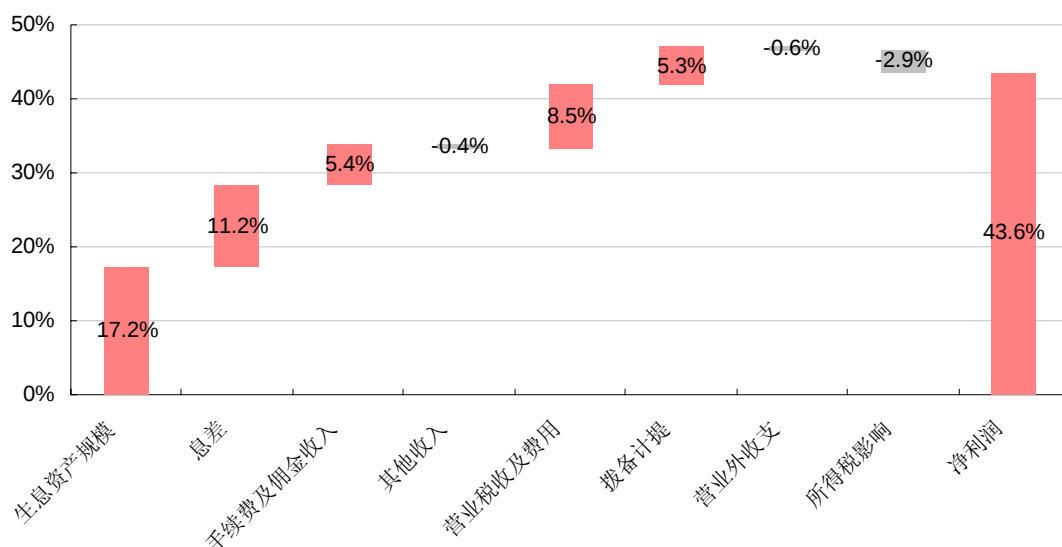
- **前三季度净利润1008亿, 同比增长44%** 基本每股收益0.31元。ROAA (年化) 1.23%, 较去年同期大幅提升0.24个百分点。ROAE (年化) 23%。生息资产规模增长、息差提升以及成本收入比的降低是增长的主要贡献因素, 中间业务收入以及拨备因素也有较大程度贡献。

表1: 利润表各项目同比及环比增速

	累计同比				单季环比			
	2010	1Q11	1H11	1-3Q11	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
营业收入	30.7%	35.3%	35.7%	33.3%	9.6%	10.7%	5.6%	0.4%
利息净收入	33.3%	31.7%	29.6%	28.4%	9.3%	3.5%	5.2%	6.0%
手续费及佣金净收入	29.4%	63.5%	65.4%	61.1%	4.5%	46.7%	9.2%	-8.8%
营业支出	15.1%	31.1%	26.8%	23.2%	15.9%	-9.1%	18.9%	-6.8%
管理费用	17.0%	26.2%	19.9%	19.2%	32.5%	-18.7%	16.7%	-6.1%
资产减值损失	8.1%	42.9%	41.1%	27.3%	-15.9%	11.8%	28.0%	-11.6%
拨备前营业利润	43.0%	40.6%	46.2%	41.8%	-4.0%	34.4%	-0.2%	4.1%
营业利润	62.0%	39.9%	47.9%	47.1%	0.9%	42.3%	-7.9%	10.0%
利润总额	63.3%	39.9%	47.6%	46.5%	1.2%	41.0%	-7.4%	9.3%
净利润	46.0%	36.4%	45.4%	43.6%	1.6%	37.8%	-4.3%	4.6%

资料来源: 公司公告、中原证券

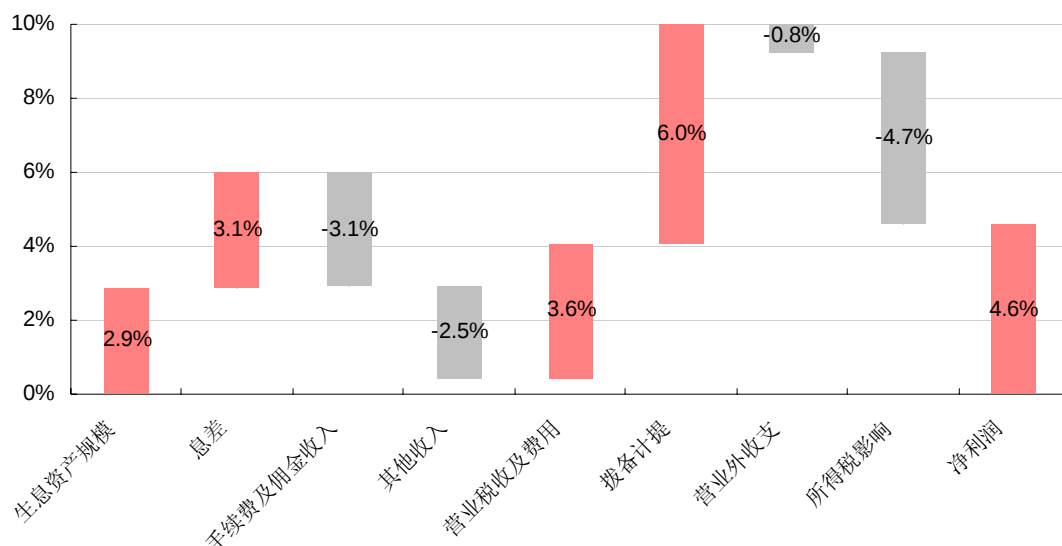
图1：2011年前三季度净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **3季度营业收入增长缓慢** 公司3季度营业收入环比2季度增长仅0.44%，主要是中间业务收入环比出现下降，以及投资收益以及公允价值变动损益两项出现较大亏损，推测也是受到3季度债市下跌行情的影响。利息净收入则仍然保持良好增长，环比2季度增长6%，增速较1、2季度继续上升。3季度公司管理费用以及拨备支出环比也有一定程度下降，综合以上影响，3季度净利润环比增长4.6%。

图2：2011年第3季度净利润变动影响因素分解（环比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **存贷款增长缓慢，资产结构保持平稳** 3季度公司贷款环比增长1.9%，存款环比基本持平，增速皆略低于行业水平。公司资产结构保持平稳，3季度末贷存比57%，环比上升约2个百分点，但仍显著低于行业水平，主要是由于公司三农金融业务的贡献。
- **净息差环比提升5BP** 公司报表披露的前三季度净息差为2.80%，净利差为2.69%，与今年上半年的水平基本相当。3季度我们计算的公司净息差为2.73%，较2季度的2.68%提升5BP，主要是由于

生息资产收益率较付息负债成本率上升得更为迅速。

- **不良贷款持续双降，资本充足率基本持平** 3季度末不良贷款880亿，环比下降21亿，不良贷款率1.60%，环比下降0.07个百分点。拨备覆盖率上升至238%，拨贷比上升至3.81%。虽然公司相关拨备指标都已达标，但今年仍然保持着较大的拨备计提力度，前三季度信贷成本1.05%（年化），较去年同期的0.99%上升0.06个百分点。3季度末公司资本充足率11.85%，核心资本充足率9.36%，略低于9.5%的资本新规要求，预计新资本协议的实施可令公司资本充足率有所提升。
- **维持对公司的“增持”评级** 三农金融业务为公司带来了大量低利率的存款，在今年揽存竞争激烈的经营环境下尤有优势。预计公司2011年、2012年EPS分别为0.40元、0.44元，对应PE6.68倍、5.97倍，维持“增持”评级。
- **风险提示** 1、经济增长超预期回落；2、房地产价格大幅下挫。

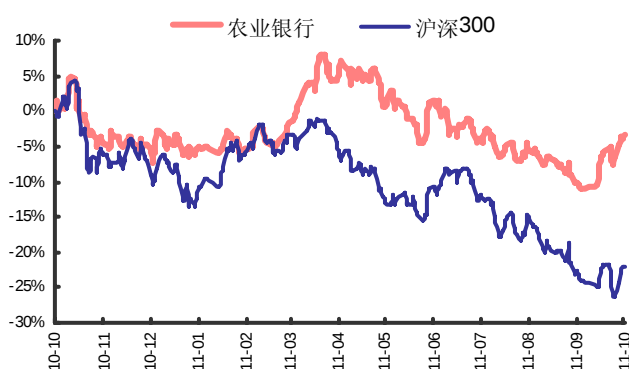
市场数据（2011年11月26日）

收盘价（元）	2.65
一年内最高（元）	3.01
一年内最低（元）	2.43
市净率（倍）	1.49
总市值（亿元）	8,607.04
A股流通市值（亿元）	542.10

基础数据（2011年9月30日）

每股净资产（元）	1.91
总资产（亿元）	115,890.73
所有者权益（亿元）	6,203.51
净资产收益率（%）	17.25
总股本（亿股）	3,247.94
H股股本（亿股）	307.39

个股相对沪深300指数走势



相关研究

财务预测

每股指标与估值	2009	2010	2011E	2012E
EPS (摊薄)	0.25	0.29	0.40	0.44
BVPS	1.32	1.67	1.96	2.20
P/E	10.60	9.07	6.68	5.97
P/B	2.01	1.59	1.35	1.20

盈利能力	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	0.82%	0.99%	1.16%	1.12%
ROAE	20.53%	21.44%	21.88%	21.29%
净利差 (SPREAD)	2.21%	2.46%	2.56%	2.44%
净息差 (NIM)	2.31%	2.54%	2.68%	2.57%
信贷成本	1.11%	0.95%	0.93%	0.73%
成本收入比	43.11%	38.59%	35.89%	37.77%
所得税有效税率	12.07%	21.39%	23.18%	24.24%

利润表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
利息净收入	181,639	242,152	299,870	329,900
手续费净收入	35,640	46,128	71,196	89,134
其他非息收入	4,995	2,138	12	-2,920
营业收入	222,274	290,418	371,078	416,115
营业费用与税金	108,390	127,576	154,143	181,132
资产减值损失	40,142	43,412	49,979	44,666
营业利润	73,742	119,430	166,957	190,316
营业外收支净额	186	1,304	773	0
利润总额	73,928	120,734	167,730	190,316
所得税	8,926	25,827	38,878	46,134
少数股东利润	10	34	13	15
母公司所有者利润	64,992	94,873	128,839	144,167

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	1,517,806	2,082,332	2,498,735	2,867,223
同业资产	532,221	698,599	1,026,633	1,178,030
证券投资	2,616,470	2,527,431	2,679,513	3,101,806
贷款总额	4,138,187	4,956,741	5,652,087	6,485,598
贷款损失准备	126,692	168,733	217,778	262,444
贷款净额	4,011,495	4,788,008	5,434,309	6,223,153
生息资产总额	8,804,684	10,265,103	11,856,969	13,632,656
总资产	8,882,588	10,337,406	11,923,330	13,688,046
同业负债	701,073	620,419	925,866	1,112,649
存款	7,497,618	8,887,905	9,994,942	11,468,890
应付债券	55,179	62,344	119,623	119,623
付息负债	8,253,870	9,570,668	11,040,430	12,701,162
总负债	8,539,663	9,795,170	11,287,350	12,972,773
少数股东权益	106	165	181	189
母公司所有者权益	342,819	542,071	635,799	715,083

资产质量	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款率	2.91%	2.03%	1.61%	1.59%
不良贷款净生成率	-0.38%	-0.44%	-0.18%	0.20%
拨备覆盖率	105.37%	168.05%	240.00%	255.00%
拨备/贷款总额	3.06%	3.40%	3.85%	4.05%

资本	2009	2010	2011E	2012E
资本充足率	10.07%	11.59%	11.79%	11.49%
核心资本充足率	7.74%	9.75%	9.34%	9.24%
表内杠杆倍数	25.90	19.06	18.72	19.11

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。