

## 县域业务效益全面提升

农业银行 (601288.SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司于8月26日发布中报,上半年营业收入超1800亿元,同比增长35.7%,净利润同比增长45.4%至666.7亿元, EPS为0.21元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (1) 经营亮点

■ **上半年净息差提升 9BP**。按日均余额口径计算,上半年净息差2.79%,比1季度提高9bp。我们按期初期末余额口径计算,2季度净息差环比1季度上升9bp。主要是得益于加息的重定价效应和贷款议价能力提升。

■ **手续费及佣金净收入大幅增长 65%**。上半年,公司的中间业务继续保持高速增长态势,增幅居同类银行之首。其中顾问咨询手续费和承诺手续费收入增长最快,均超过100%。银行卡和电子银行业务收入的增速也超过50%。

■ **费用控制良好,成本收入比显著下降**。上半年营业费用同比增长不到20%,远低于营业收入增速,使得成本收入比较去年同期下降4个百分点至33%。其中职工薪酬增加23%,慢于收入增长。显示上市公司表现出良好的成本控制能力。

■ **县域金融业务效益显著提升**。上半年公司对县域金融业务运行机制进行改革,取得显著成效。县域业务总资产较年初增长13%,贷款增长10%,均高于全行增速。同时,县域金融业务的盈利水平也获得显著提升。上半年县域业务税前利润达到259亿元,同比增幅高达78%,远高于全行增幅。ROAA提高30bp至0.99%,成本收入比下降近6个百分点至41%。同时县域金融业务的资产质量也显著改善,不良率下降0.5个百分点至2.07%。

##### (2) 需要关注的问题

■ **核心资本充足率略低于最新标准**。6月末核心资本充足率9.36%,略低于9.5%的监管标准,亦是四大行中最低者,未来存在补充核心资本的压力。

#### 3. 投资建议

预计公司净息差有望稳中有升。公司资产质量进一步改善。我们预计2011/2012/2013净利润1240亿/1528亿/1804亿元, EPS为0.38/0.47/0.56元。对应PE仅有6.9x/5.6x/4.8x。对应PB为1.39x/1.21x/1.05x。看好未来股改红利的释放,维持推荐评级。

#### 分析师

叶云燕, CFA

☎: (8610) 6656 8028

✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010006

特此鸣谢

黄斌辉 (8610) 8357 4031

(huangbinhui@chinastock.com.cn)

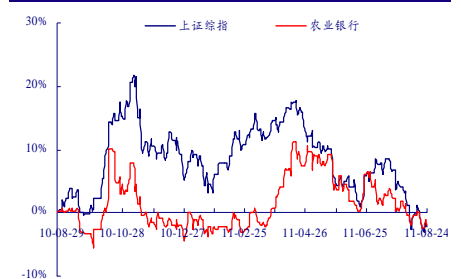
对本报告编制提供的信息

#### 市场数据

时间 2011.08.25

A股收盘价(元)	2.64
A股一年内最高价(元)	3.10
A股一年内最低价(元)	2.52
上证指数	2,615.26
市净率	1.58
总股本(万股)	32479412
实际流通A股(万股)	2045647
限售的流通A股(万股)	27359882
流通A股市值(亿元)	540.05

#### 股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

表 1: 关键财务数据及预测

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	杜邦分析	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利息净收入	1816	2422	2958	3453	3937	净利息收入	2.04%	2.33%	2.43%	2.51%	2.53%
非息净收入	406	483	610	778	1001	非净利息收入	0.46%	0.46%	0.50%	0.57%	0.64%
营业收入	2223	2904	3569	4231	4937	营业收入	2.50%	2.80%	2.94%	3.08%	3.18%
营业支出	1084	1276	1588	1840	2148	营业支出	1.22%	1.23%	1.31%	1.34%	1.38%
拨备前利润	1139	1628	1981	2390	2790	拨备前利润	1.28%	1.57%	1.63%	1.74%	1.80%
拨备	401	434	390	431	477	拨备	0.45%	0.42%	0.32%	0.31%	0.31%
税前利润	739	1207	1590	1960	2313	税前利润	0.83%	1.16%	1.31%	1.43%	1.49%
净利润	650	949	1240	1529	1804	税收	0.10%	0.25%	0.29%	0.31%	0.33%
EPS	0.25	0.29	0.38	0.47	0.56	ROA	0.73%	0.91%	1.02%	1.11%	1.16%
每股拨备前利润	0.44	0.50	0.61	0.74	0.86	权益倍数	25.9	19.2	19.7	19.4	19.0
<b>资产负债表</b>						ROE	18.96%	17.50%	20.12%	21.58%	22.10%
资产总额	88826	103886	121565	137432	155345	<b>资产负债比例</b>					
贷款	40115	47880	54691	60859	67773	生息资产/总资产	97.7%	97.2%	97.5%	97.5%	97.6%
其他生息资产	46665	53084	63776	73173	83837	贷款/生息资产	46.2%	47.4%	46.2%	45.4%	44.7%
其他资产	20	29	31	34	37	债券/生息资产	30.2%	25.0%	25.7%	29.3%	32.8%
负债总额	85397	98464	115398	130348	147180	同业资产/生息资产	6.1%	6.9%	9.2%	8.2%	7.2%
存款	74976	88879	103988	117507	132783	计息负债/总负债	96.7%	97.2%	97.0%	97.0%	97.0%
其他计息负债	7563	6828	7948	8931	9981	存款/计息负债	90.8%	92.9%	92.9%	92.9%	93.0%
其他负债	2857	2757	3462	3910	4415	同业融资/带息负债	8.5%	6.5%	6.1%	5.9%	5.8%
股东权益	3428	5421	6165	7082	8164	应付债券/带息负债	0.7%	0.7%	1.0%	1.1%	1.2%
<b>盈利能力</b>						贷存比	53.5%	53.9%	52.6%	51.8%	51.0%
生息资产收益率	3.82%	3.81%	4.07%	4.21%	4.29%	<b>资本充足率</b>					
生息负债成本率	1.56%	1.30%	1.45%	1.56%	1.63%	资本充足率	10.07%	11.59%	12.53%	12.60%	12.89%
净利差	2.26%	2.51%	2.62%	2.65%	2.66%	核心资本充足率	7.74%	9.75%	9.86%	9.86%	10.09%
净息差	2.34%	2.58%	2.70%	2.73%	2.76%	加权风险资产	43730	53837	60782	70090	79226
贷款收益率	5.57%	5.48%	5.91%	6.08%	6.19%	加权风险资产系数	49.2%	51.8%	50.0%	51.0%	51.0%
存款成本率	1.38%	1.15%	1.31%	1.43%	1.48%	<b>资产质量</b>					
存贷利差	4.19%	4.32%	4.60%	4.66%	4.71%	不良贷款余额	1202	1004	1087	1202	1334
成本收入比	43.11%	38.59%	39.00%	38.00%	38.00%	不良贷款率	2.91%	2.01%	1.91%	1.88%	1.87%
<b>增长率</b>						不良拨备覆盖率	105.4%	168.1%	212.6%	248.3%	279.7%
生息资产	27.2%	16.3%	17.3%	13.1%	13.1%	不良贷款拨备率	36.83%	43.36%	35.00%	35.00%	35.00%
贷款	33.1%	19.4%	14.2%	11.3%	11.4%	信用风险成本	1.22%	1.18%	0.72%	0.70%	0.69%
债券	13.3%	-3.4%	20.6%	28.8%	26.6%	<b>收入构成</b>					
总资产	26.6%	17.0%	17.0%	13.1%	13.0%	净利息收入/营业收入	81.72%	83.38%	82.89%	81.60%	79.73%
计息负债	27.7%	16.0%	17.0%	13.0%	12.9%	非净利息收入/营业收入	18.28%	16.62%	17.11%	18.40%	20.27%
存款	23.0%	18.5%	17.0%	13.0%	13.0%	贷款利息收入/利息收入	66.09%	67.35%	67.86%	66.12%	65.01%
利息净收入	-6.3%	33.3%	22.2%	16.7%	14.0%	债券利息收入/利息收入	25.42%	21.88%	20.60%	22.31%	24.70%
非息净收入	134.3%	18.8%	26.5%	27.5%	28.6%	同业往来/利息收入	2.20%	3.50%	4.62%	4.95%	4.46%
营业收入	5.2%	30.7%	22.9%	18.6%	16.7%	<b>公司描述</b>					
营业支出	0.7%	17.7%	24.5%	15.9%	16.7%	机构数	23624	23486			
拨备前利润	10.0%	43.0%	21.6%	20.7%	16.7%	其中: 县域机构	12737				
净利润	26.3%	46.0%	30.7%	23.2%	18.0%	员工数(万人)	44.11	44.44			

资料来源: 中国银河证券研究部

## 业绩交流会纪要

**Q: 7月的升息对息差影响如何? 下半年息差如何?**

A: 新发放贷款利率逐月提升。定价能力提升。三季度驱动nim上升的因素没有变。预计三季度乃至全年都将稳步上升。

**Q: 为何不多核销, 以降低不良, 同时释放资本? 资本补充计划如何?**

A: 在现阶段, 加大核销力度是重要内容。我们的核销速度与同行差不多。因为核呆有严格的标准, 因此进度受控。农行因为重组较晚, 现有不良中符合核销条件的并不多。

资本管理办法对行业的影响是比较多元的。行业平均资本充足率12%多, 核心充足率9.9%, 明显高于欧美。巴III多国内银行的影响要远小于欧美。使用内评法, 对资本充足率影响要弱于权重法的影响。办法中的过渡性安排, 可以保证个银行平稳实施以达标。

农行的资本质量较高, 核心资本在总资本中占80%以上, 同业最高。另外, 我们有很强的盈利能力和内生补充能力。我们并不追求规模的高速扩张, 二是追求低资本消耗下的增长。风险调整后的资本回报, 已成为考核分支机构的重要指标。

**Q: 人民币跨境结算的前景如何? 逾期贷款下降, 优于同业, 什么原因?**

A: 人民币国际化, 将推动人民币跨境结算大幅增长, 会给我们带来很好的机会。

900亿不良中, 逾期贷款700多亿, 占逾期贷款的81%。比年初下降28亿。其中239亿是逾期90天内。预计下半年还会有下降。

**Q: 成本收入比显著下降。今年的薪酬费用计提政策如何, 上半年占多少? 手续费收入的增长趋势能否持续?**

A: 费用计提严格按照权责发生制来列支。基本面未发生改变, 手续费收入增长潜力有望维持。且我们的基数较小, 未来的高增长不会改变。

**Q: 平台贷款情况如何?**

A: 6月末余额占全部贷款比重不到10%, 在四大行中略高于中行1个百分点。现金流基本覆盖以上的90%。县以下的是9%。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**叶云燕，银行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033  
电话：010-66568888  
传真：010-66568641  
网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**  
北京地区联系： 010-66568849  
上海地区联系： 010-66568281  
深圳广州地区联系： 010-66568908