

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 林帆

S0960110120015

0755-82026821

linfan@cjis.cn

6-12个月目标价: 2.90元

当前股价: 2.58元

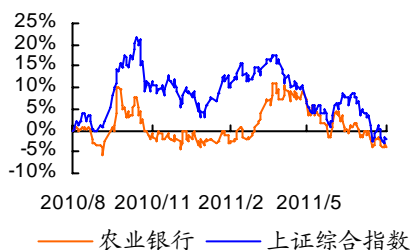
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2541.09
总股本(百万)	324794
流通股本(百万)	51195
流通市值(亿)	1321
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.67
资产负债率	94.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
农业银行	-4.09	-7.77	1.10
上证综合指数	-8.29	-8.17	-11.72



相关报告

农业银行

601288

推荐

利润增速最高的大型银行

2011年上半年, 农行实现净利润666.79亿元, 同比增长45.4%, 平均总资产回报率1.22%, 同比提高0.23个百分点, 加权平均净资产收益率达到23.56%。

投资要点:

- **利润增速最高的大型银行。** 农行上半年45.4%的净利润同比增幅稳居5家大型银行首位(建行31.3%、交行29.67%、工行28.96%、中行27.86%)。农行上半年净利息收入同比增29.6%, 手续费净收入同比增速65.4%, 均高于其他大行水平, 其中手续费收入增长尤其抢眼。
- **受益强大揽存能力, 净息差上升明显。** 上半年农行净息差水平为2.79%, 较去年同期上升32个基点, 较去年全年上升22个基点。净息差的优越表现来自于强大的存款成本控制能力, 在贷款收益率同比上升63个基点达到5.79%的同时, 存款成本率仅上升13个基点达到1.41%。
- **存、贷款余额变化呈现货币紧缩环境下的典型特征。** 从上半年农行存款结构上看(见表6), 有如下三特征: 1.公司存款定期化(原因: 资金盈余企业投资愿望较低)、个人存款活期化(原因: 高通胀下谋求多途径理财)、总体存款个人化(原因: 总量上看企业资金短缺程度高于个人)。从贷款端看(见表5), 则有“对公贷款短期化”(原因: 企业融资用途不是长期投资而是短期周转)的特征。
- **手续费收入超预期增长。** 上半年农行实现手续费及佣金净收入371.36亿元, 同比增幅达65.4%, 占营业收入比重突破20%。其中增长速度最快的具体业务为: 顾问和咨询费收入, 增长134.8%; 承诺手续费收入, 增长106.7%; 电子银行业务收入增长81.7%。
- **拨备略升, 资本略紧。** 上半年农行贷款不良率降至1.7%, 拨备率上升至3.6%为上市银行最高水平。6月末核心资本充足率9.4%, 略低于9.5%的监管标准。
- **投资建议:** 预计农行2011、2012年EPS分别为0.40元、0.51元, 当前股价对应PE分别为6.7x、5.2x, 对应PB分别为1.39x、1.15x, 股价低估明显。6个月目标价2.90元, 给予“推荐”评级。

风险提示: 融资平台贷款不良率超预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	290,418	368,851	434,417	505,753
同比(%)	30.7%	27.0%	17.8%	16.4%
归属母公司净利润	94,873	128,570	166,150	203,835
同比(%)	46.0%	35.5%	29.2%	22.7%
ROAE(%)	21.9%	22.5%	24.4%	24.8%
EPS(元)	0.29	0.40	0.51	0.63
P/E(目标价)	9.9	7.3	5.7	4.6
P/B(目标价)	1.80	1.52	1.26	1.05

附表:

表 1 农行盈利能力指标——净息差同比上升 32BP，成本收入比下降 4.4%

	2010 中报	2010 年报	2011 中报
平均总资产回报率	0.99%	0.99%	1.22%
加权风险资产收益率	1.77%	1.76%	2.22%
加权平均净资产收益率	25.1%	22.5%	23.6%
净利息收益率 NIM	2.47%	2.57%	2.79%
净利差 NIS	2.41%	2.50%	2.70%
成本收入比	37.7%	38.6%	33.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 利润表各项增幅——手续费收入同比暴增，2 季度拨备力度提高

	2010H	2011H	YOY%	2011Q1	2011Q2	QoQ%
利息净收入	111,708	144,730	29.6%	70,529	74,201	5.2%
手续费及佣金净收入	22,459	37,136	65.4%	17,749	19,387	9.2%
其他非息收入	1513	2292	51.5%	1278	1014	-20.7%
营业收入	135,680	184,158	35.7%	89,556	94,602	5.6%
营业税费	58,571	71,419	21.9%	33,130	38,289	15.6%
营业税金及附加	7,489	10,190	36.1%	4,869	5,321	9.3%
业务及管理费	51,082	61,229	19.9%	28,261	32,968	16.7%
资产减值损失	19,623	27,697	41.1%	12,148	15,549	28.0%
税前利润	58,027	85,663	47.6%	44,471	41,192	-7.4%
净利润	45,863	66,679	45.4%	34,073	32,606	-4.3%
属母公司股东净利润	45,840	66,667	45.4%	34,067	32,600	-4.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 贷款收益率——公司贷、个人贷收益率分别同比上升 62BP、48BP

	2010H		2010A		2011H	
	平均余额	平均收益率	平均余额	平均收益率	平均余额	平均收益率
公司类贷款	3,249,899	5.32%	3,377,888	5.41%	3,766,724	5.94%
短期公司类贷款	1,334,172	5.08%	1,367,125	5.21%	1,522,991	5.96%
中长期公司类贷款	1,915,727	5.49%	2,010,763	5.54%	2,243,733	5.92%
票据贴现	199,376	3.16%	185,834	3.07%	105,645	5.30%
个人贷款	915,751	5.10%	1,001,034	5.14%	1,231,971	5.58%
境外及其他	29,798	2.37%	52,175	2.06%	78,315	2.45%
贷款总额	4,394,824	5.16%	4,616,931	5.22%	5,182,655	5.79%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 存款成本率——对公、对私存款成本率分别同比提高 17BP、11BP

	2010H		2010A		2011H	
	平均余额	平均收益率	平均余额	平均收益率	平均余额	平均收益率
公司存款	3,246,918	1.08%	3,401,231	1.08%	3,620,367	1.25%
活期	2,314,626	0.57%	2,411,527	0.59%	2,641,851	0.64%
定期	932,292	2.35%	989,704	2.27%	978,516	2.91%
个人存款	4,618,518	1.42%	4,798,247	1.38%	5,295,450	1.53%
活期	2,126,870	0.36%	2,256,741	0.36%	2,548,112	0.50%
定期	2,491,648	2.33%	2,541,506	2.28%	2,747,338	2.48%
存款总额	7,865,436	1.28%	8,199,478	1.25%	8,915,817	1.41%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 贷款余额变动——对公贷款短期化，零售贷款侧重房贷及经营贷

	2010A	2011H	增幅
公司类贷款	3,595,440	3,869,699	7.6%
短期公司类贷款	1,412,390	1,585,095	12.2%
中长期公司类贷款	2,183,050	2,284,604	4.7%
个人贷款	1,144,473	1,320,716	15.4%
个人住房贷款	724,592	826,481	14.1%
个人消费贷款	133,093	142,319	6.9%
个人经营贷款	130,085	150,354	15.6%
个人卡透支	37,820	64,149	69.6%
农户贷款	115,580	134,437	16.3%
票据贴现	141,123	87,142	-38.3%
境外及其他	75,705	106,356	40.5%
合计	9,693,351	10,571,352	9.1%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 存款余额变动——公司存款定期化、个人存款活期化、总体存款个人化

	2010A	2011H	增幅
公司存款	3,532,975	3,760,076	6.4%
定期	893,965	969,733	8.5%
活期	2,639,010	2,790,343	5.7%
个人存款	5,065,195	5,564,424	9.9%
定期	2,573,683	2,783,815	8.2%
活期	2,491,512	2,780,609	11.6%
其他存款	272,418	351,699	29.1%
境外及其他	17,317	30,388	75.5%
合计	8,887,905	9,706,587	9.2%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 中间业务收入明细——手续费收入占营业收入比重明显提高

	2010H	2011H	同比增幅
顾问和咨询费	5,424	12,736	134.8%
结算与清算手续费	7,075	9,620	36.0%
代理业务手续费	5,593	7,059	26.2%
银行卡手续费	2,881	4,554	58.1%
电子银行业务收入	1,063	1,932	81.7%
承诺手续费	689	1,424	106.7%
托管及其他受托业务佣金	401	541	34.9%
其他	50	310	520.0%
手续费及佣金收入	23,176	38,176	64.7%
手续费及佣金支出	717	1,040	45.0%
手续费及佣金净收入	22,459	37,136	65.4%
手续费净收入占营业收入	16.6%	20.2%	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 资产质量——不良贷款“双降”，拨备率 3.6%为上市银行最高

	2010A		2011H	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
正常	4,539,665	91.6%	4,983,702	92.6%
关注	316,671	6.4%	310,163	5.8%
次级	34,987	0.7%	30,627	0.6%
可疑	57,930	1.2%	50,764	0.9%
损失	7,488	0.2%	8,657	0.2%
不良贷款	100,405	2.0%	90,048	1.7%
拨备覆盖率		168.1%		217.6%
拨备率		3.4%		3.6%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 资本充足水平——核心资本略显紧张

	2010A	2011H
核心资本	525,083	563,335
资本净额	624,124	716,782
RWA	5,383,694	6,018,954
核心资本充足率	9.8%	9.4%
资本充足率	11.6%	11.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

利润表					盈利驱动因素				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2904	3689	4344	5058	贷款增长率	19.8%	13.1%	15.8%	15.3%
净利息收入	2422	3019	3483	4000	贷款平均收益率	5.2%	5.6%	5.7%	5.6%
手续费及佣金净收入	461	639	819	1007	存款增长率	18.3%	15.5%	17.0%	16.3%
投资收益	21	30	42	50	存款平均收益率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业支出	155	203	239	278	贷存比	55.8%	55.9%	55.2%	54.7%
业务及管理费	1121	1328	1520	1720	生息资产增长率	16.3%	17.4%	15.5%	14.8%
拨备前利润	1628	2158	2585	3060	生息资产平均收益率	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%
资产减值损失	434	528	478	474	计息负债增长率	15.8%	15.4%	16.8%	16.2%
税前利润	1207	1640	2120	2601	计息负债平均收益率	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%
净利润	949	1286	1662	2039	净息差 (NIM)	2.57%	2.78%	2.75%	2.74%
归母公司净利润	949	1286	1662	2038	净利差 (NIS)	2.57%	2.78%	2.75%	2.74%
资产负债表					成本收入比				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
资产	103374	121320	140132	160844	减值损失/生息资产	0.44%	0.46%	0.36%	0.31%
贷款及垫款	49103	55540	64293	74109	增长率				
债券投资	25274	30082	35420	41357	净利息收入	33.3%	24.7%	15.4%	14.8%
存放中央银行	17352	21952	24478	27064	手续费及佣金净收入	29.4%	38.6%	28.1%	23.0%
存拆放同业	6986	8358	9701	11178	拨备前利润	43.0%	32.5%	19.8%	18.4%
负债	98129	115128	132680	151855	EPS	16.9%	35.5%	29.2%	22.7%
吸收存款	88842	102579	119992	139505	资产质量				
同业及央行负债	6204	7114	8208	9459	不良贷款率	2.03%	1.95%	1.88%	1.87%
应付债券	623	704	796	900	拨备率	3.40%	3.22%	3.01%	2.95%
所有者权益	5245	6192	7452	8989	拨备覆盖率	168.1%	165.0%	160.0%	158.0%
母公司所有者权益	5244	6190	7450	8987	资本管理				
利润结构					2010 2011E 2012E 2013E				
	2010	2011E	2012E	2013E	资本充足率	11.6%	11.6%	12.0%	12.4%
净利息收入/营业收入	83%	82%	80%	79%	核心资本充足率	9.74%	9.84%	10.29%	10.78%
非利息收入/营业收入	17%	18%	20%	21%	RWA/生息资产	54.5%	54.2%	54.2%	54.3%
贷款利息收入占比	67%	67%	67%	68%	盈利与估值				
债券利息收入占比	22%	20%	20%	21%	RORWA	1.8%	2.0%	2.3%	2.4%
同业利息收入占比	7%	7%	8%	7%	PPOP ROAA	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%
资产负债结构					2010 2011E 2012E 2013E				
	2010	2011E	2012E	2013E	ROAA	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%
生息资产比例	95.5%	95.6%	95.5%	95.6%	PPOP ROAE	37.5%	37.7%	37.9%	37.2%
贷款/生息资产	49.7%	47.9%	48.0%	48.2%	ROAE	21.9%	22.5%	24.4%	24.8%
债券/生息资产	25.6%	25.9%	26.5%	26.9%	EPS (basic)	0.29	0.40	0.51	0.63
同业资产/生息资产	7.1%	7.2%	7.2%	7.3%	BVPS	1.61	1.91	2.29	2.77
计息负债比例	97.5%	95.9%	97.2%	98.7%	PE (目标价)	9.9	7.3	5.7	4.6
存款/计息负债	92.9%	92.9%	93.0%	93.1%	PE (现价)	9.0	6.7	5.2	4.2
同业融资/计息负债	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%	PB (目标价)	1.80	1.52	1.26	1.05
发行债券/计息负债	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	PB (现价)	1.64	1.39	1.15	0.95

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

林帆: 中投证券研究所银行业分析师, 曾任职于国有大型商业银行, 2010 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434