

**陈曦**

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

## 三农金融盈利能力提升较快

### —农业银行（601288）11年中报点评

## 研究报告-公司点评

**增持（维持）**

发布日期: 2011年8月29日

#### 报告关键要素:

公司上半年净利润同比增长45%，生息资产的增长、息差的大幅提升以及成本收入比的降低是三大主要驱动因素。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。从静态指标上看，目前三农金融业务的盈利能力仍然偏弱，但从趋势上看，上半年三农金融业务ROA的提升幅度也高于全行水平。预计公司2011年、2012年EPS分别为0.41元、0.48元，对应PE6.38倍、5.44倍，维持“增持”评级。

#### 事件:

- 公司发布2011年中期报告。

#### 点评:

- **11年上半年净利润667亿，同比增长45%** 基本每股收益0.21元。ROAA（年化）1.22%，较去年同期大幅提升0.23个百分点。ROAE（年化）23.56%，较去年同期下降1.54个百分点，ROAE的下降是由于公司去年进行的IPO增加了所有者权益。从单季度经营情况来看，2季度公司营业收入环比增长5.6%，增幅较为正常。但由于费用支出以及拨备计提环比增长较多，2季度公司净利润较1季度下滑4.3%。

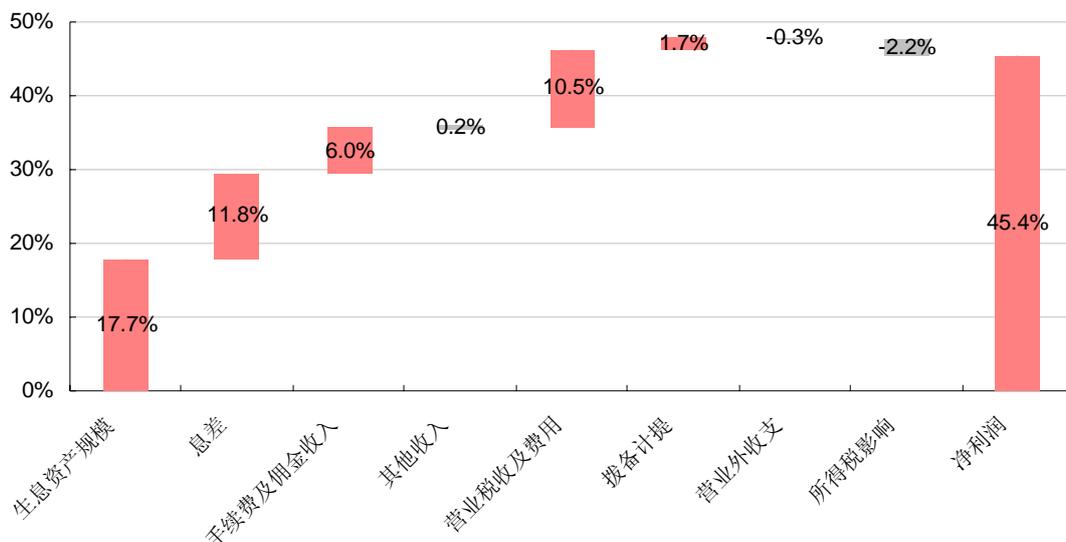
表1: 利润表各项目同比及环比增速

	累计同比			单季环比				
	2008	2009	2010	1H11	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
<b>营业收入</b>	17.8%	5.2%	30.7%	35.7%	6.2%	9.6%	10.7%	5.6%
利息净收入	23.1%	-6.3%	33.3%	29.6%	7.1%	9.3%	3.5%	5.2%
手续费及佣金净收入	3.5%	49.8%	29.4%	65.4%	-0.2%	4.5%	46.7%	9.2%
<b>营业支出</b>	56.3%	-6.7%	15.1%	26.8%	-1.6%	15.9%	-9.1%	18.9%
管理费用	57.2%	1.5%	17.0%	19.9%	-8.5%	32.5%	-18.7%	16.7%
资产减值损失	68.4%	-22.0%	8.1%	41.1%	16.2%	-15.9%	11.8%	28.0%
<b>拨备前营业利润</b>	-4.1%	10.0%	43.0%	46.2%	18.3%	-4.0%	34.4%	-0.2%
<b>营业利润</b>	-32.8%	41.6%	62.0%	47.9%	19.3%	0.9%	42.3%	-7.9%
<b>利润总额</b>	-33.1%	41.2%	63.3%	47.6%	18.8%	1.2%	41.0%	-7.4%
<b>净利润</b>	17.5%	26.3%	46.0%	45.4%	16.5%	1.6%	37.8%	-4.3%

资料来源: 公司公告、中原证券

- **规模、息差、费用是上半年利润增长主要驱动因素** 11年上半年业绩增长中，贡献最大的驱动因子分别是生息资产平均规模增长，贡献了17.7个百分点；息差的提升，贡献了11.8个百分点；成本收入比的降低，贡献了10.5个百分点。此外公司中间业务收入大幅增长，也贡献了6个百分点的净利润增速。

图1: 2011年上半年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

- **规模增长平稳, 贷存比指标优异** 上半年末生息资产规模较年初增长10.9%, 其中贷款增长8.6%, 略快于7.3%的全行业增速, 存款增长9.2%, 与9.5%的全行业增速基本持平。上半年末贷存比指标为55.5%, 在上市银行中基本处于最低水平。公司很低的贷存比指标与三农金融业务占比大有关, 县域地区的存款吸收远高于贷款投放, 三农金融业务分部的贷存比指标仅为42%。上半年同业资产与同业负债也有较快增长, 债券投资的增幅则微乎其微。由于公司目前同业业务的占比较低, 较快的增速并没有带来资产负债结构的太大改变。
- **上半年息差同比快速提升, 二季度环比小幅下降** 上半年净息差为2.79%, 较去年同期大幅上升32BP, 主要是贷款与同业资产利率上升较快。公司上半年存款成本仅有1.41%, 远低于上市银行的平均水平, 主要也是由于来自县域地区的存款成本较低, 仅有1.36%。从单季度的情况来看, 2季度净息差计算值为2.68%, 环比一季度减少3BP, 推测是由于同业业务利率的波动引起。
- **中间业务收入增长迅速, 周期性项目增长更快** 上半年手续费及佣金净收入同比大幅增长65%, 增长最快的依次是顾问和咨询业务、信贷承诺业务、电子银行业务以及银行卡业务, 前两项中间业务都有较强的周期性。
- **费用控制良好** 上半年业务及管理费用同比增长19.9%, 成本收入比由去年同期的37.7%下降至33.3%。公司的成本收入比在国有商业银行中最高, 也与公司的三农金融业务有关。上半年三农金融业务分部的成本收入比为41%。
- **不良贷款双降, 拨贷比最高** 公司上半年实现不良贷款双降, 不良贷款余额900亿, 加回核销后较年初下降104亿, 不良贷款率1.67%, 较年初下降0.35个百分点。拨备覆盖率达到218%, 拨贷比高达3.64%, 为上市银行中最高。虽然公司的拨备水平已远超监管要求, 但公司并没有减少拨备力度, 上半年信贷成本1.08%, 较去年同期提高0.18个百分点。未来公司调整拨备政策调节利润的空间较大。
- **核心资本充足率偏低, 新资本协议实施或缓解再融资压力** 上半年末资本充足率11.91%, 核心资本充足率9.36%。公司核心资本充足率低于资本新规中9.5%的要求, 但公司是我国第一批实施新资本协议的银行, 根据国外经验实施新资本协议可提升资本充足率约0.5至1个百分点, 或可在一定

程度上缓解公司再融资压力。

- **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。从经营指标上看，目前三农金融业务的盈利能力仍然偏弱，上半年的ROA为0.99%，明显低于全行水平，主要是成本收入比以及信贷成本偏高。但从趋势上看，上半年三农金融业务盈利能力的提升幅度也高于全行水平。预计公司2011年、2012年EPS分别为0.41元、0.48元，对应PE6.38倍、5.44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。

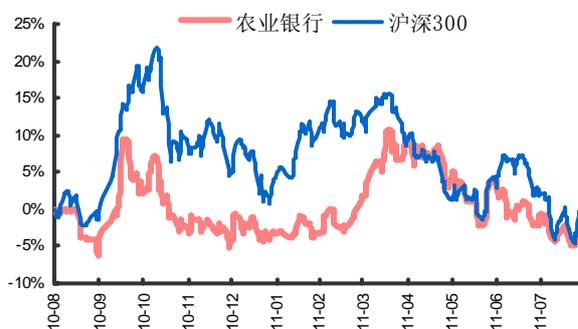
**市场数据 (2011年8月26日)**

收盘价 (元)	2.62
一年内最高 (元)	3.10
一年内最低 (元)	2.52
市净率 (倍)	1.48
总市值 (亿元)	8,509.61
A 股流通市值 (亿元)	535.96

**基础数据 (2011年6月30日)**

每股净资产 (元)	1.81
总资产 (亿元)	114,617.84
所有者权益 (亿元)	5,893.32
净资产收益率 (%)	11.78
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	0.41	0.48
BVPS	1.32	1.67	1.93	2.19
P/E	10.48	8.97	6.38	5.44
P/B	1.99	1.57	1.36	1.20

盈利能力	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	0.82%	0.99%	1.19%	1.20%
ROAE	20.53%	21.44%	22.83%	23.34%
净利差 (SPREAD)	2.21%	2.46%	2.52%	2.44%
净息差 (NIM)	2.31%	2.54%	2.63%	2.57%
信贷成本	1.11%	0.95%	0.78%	0.69%
成本收入比	43.11%	38.59%	36.60%	36.64%
所得税有效税率	12.07%	21.39%	22.08%	22.00%

利润表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
利息净收入	181,639	242,152	296,698	335,694
手续费净收入	35,640	46,128	69,154	86,579
其他非息收入	4,995	2,138	1,410	-417
营业收入	222,274	290,418	367,261	421,856
营业费用与税金	108,390	127,576	154,905	178,306
资产减值损失	40,142	43,412	41,867	42,797
营业利润	73,742	119,430	170,490	200,753
营业外收支净额	186	1,304	621	0
利润总额	73,928	120,734	171,111	200,753
所得税	8,926	25,827	37,782	44,166
少数股东利润	10	34	25	28
母公司所有者利润	64,992	94,873	133,304	156,559

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	1,517,806	2,082,332	2,574,430	2,954,079
同业资产	532,221	698,599	1,057,508	1,213,458
证券投资	2,616,470	2,527,431	2,742,822	3,174,936
贷款总额	4,138,187	4,956,741	5,711,793	6,554,108
贷款损失准备	126,692	168,733	210,096	252,893
贷款净额	4,011,495	4,788,008	5,501,697	6,301,215
生息资产总额	8,804,684	10,265,103	12,086,553	13,896,582
总资产	8,882,588	10,337,406	12,161,407	13,961,516
同业负债	701,073	620,419	871,617	1,042,327
存款	7,497,618	8,887,905	10,297,718	11,816,317
应付债券	55,179	62,344	118,994	118,994
付息负债	8,253,870	9,570,668	11,288,329	12,977,638
总负债	8,539,663	9,795,170	11,535,248	13,249,249
少数股东权益	106	165	184	200
母公司所有者权益	342,819	542,071	625,975	712,067

资产质量	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款率	2.91%	2.03%	1.63%	1.57%
不良贷款净生成率	-0.38%	-0.44%	-0.13%	0.16%
拨备覆盖率	105.37%	168.05%	225.00%	245.00%
拨备/贷款总额	3.06%	3.40%	3.68%	3.86%

资本	2009	2010	2011E	2012E
资本充足率	10.07%	11.59%	11.85%	11.61%
核心资本充足率	7.74%	9.75%	9.40%	9.36%
表内杠杆倍数	25.90	19.06	19.40	19.58

### 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。