

存款有优势，拨备支出减少

增持维持

目标价格：2.65 元

投资要点：

- 二季度 NIM 环比下降
- 不良额下降，逾期贷款增长 15.72%
- 存款有优势，定期存款增长 14.4%

事件：公司发布 2012 年中报，上半年实现归属于母公司股东的净利润 804.99 亿元，同比增长 20.75%，每股收益 0.25 元，加权平均净资产收益率 23.26%，同比提高 0.30 个百分点，每股净资产 2.13 元。二季度实现净利润 370.62 亿元，环比下降 14.72%，同比增长 13.67%。

点评：

- **规模、拨备支出减少和净息差反弹是业绩增长主要驱动因素。**半年报看，分别贡献 12.98、5.75 和 3.43 个百分点的业绩增长。半年报年化 NIM 为 2.82%，同比提高 8 个 BP。二季度 NIM 年化 2.67%，环比下降 27 个 BP。拨备支出下降 17.8%至 227.72 亿元。
- **不良额下降 3.26%，逾期贷款增长 15.72%。**6 月底不良率为 1.39%，比年初下降 0.16 个 BP，比一季度下降 0.05 个百分点，不良额为 845.08 亿元，比年初下降 3.26%（减少 28.50 亿元）。逾期贷款增长 15.72%至 850.08 亿元，逾期 1-90 天贷款增长 31.77%。
- **存款增长 10.21%至 10.6 万亿元。**其中定期存款增长 14.4%，活期存款占比下降 3.29 个百分点至 53.44%。存款付息率同比提高 46 个 BP 至 1.87%，低于同业。
- **投资建议。**我们预计农业银行 2012 年净利润增长 10.7%，达到 1350 亿元，EPS 为 0.42 元，每股净资产为 2.29 元。公司有存款优势，资产质量良好，维持增持评级。

(百万元,元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	222274	290418	377731	408947	450854
净利润	65002	94907	121956	135001	149300
摊薄 EPS	0.25	0.29	0.38	0.42	0.46
BVPS	1.32	1.67	2.00	2.29	2.59
PE(X)	10.00	8.56	6.66	6.02	5.44
PB(X)	1.90	1.50	1.25	1.09	0.97

银行行业研究组

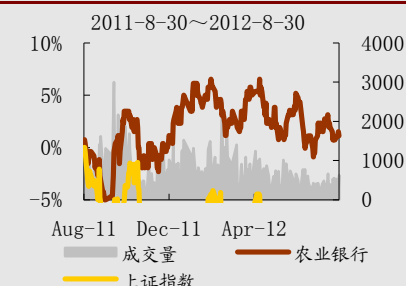
分析师：

张继袖 ((S1180511010006))

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

股本 (亿股)	3248
市值 (亿元)	8087
大股东	中央汇金
持股比例	40.03%

数据来源：wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*农业银行：四季度 NIM 反弹超预期*601288*银行*张继袖》，2012.3
- 2 《宏源证券*公司研究*农业银行：量价齐升-三季报点评*601288*银行*张继袖》，2011.10
- 3 《宏源证券*公司研究*农业银行：净息差大幅反弹——中报点评*601288*银行*张继袖》，2011.8
- 4 《宏源证券*公司研究*农业银行：规模和净息差双驱动——年报点评*银行*601288*张继袖》，2011.3

表 1: 净利润同比增长驱动因素分解

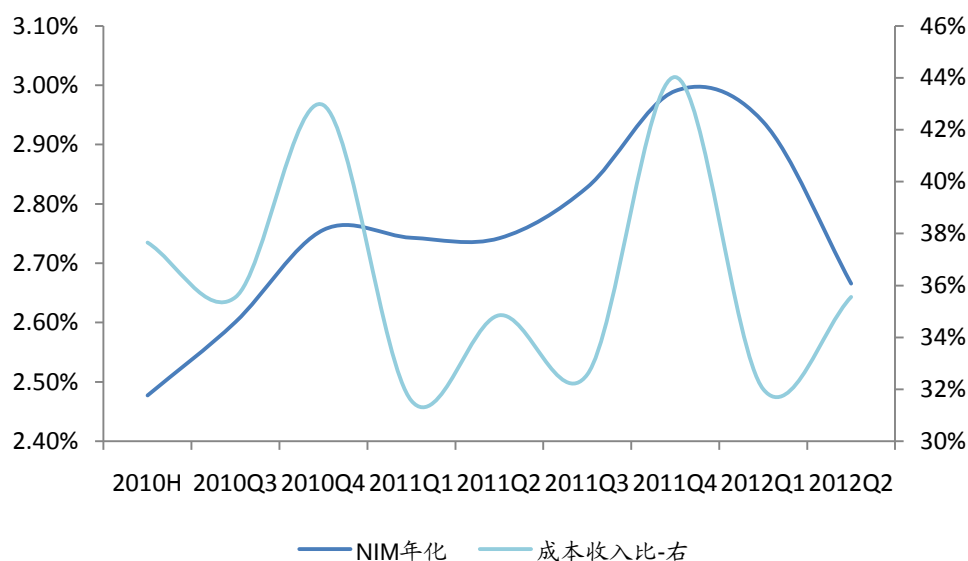
	2010	2011Q1	2011Q2	2011H	2011Q1-3	2011Q3	2011Q4	2011	2012Q1	2012Q2	2012H
生息资产规模	26.58	17.89	33.23	18.88	17.17	19.14	15.15	16.21	13.68	14.41	12.98
NIM	15.36	14.52	-0.71	13.47	14.74	11.89	10.68	14.00	8.00	-3.36	3.43
手续费净收入	7.27	13.15	15.78	14.37	13.45	11.63	3.01	10.51	4.99	-2.50	1.28
其他收支	-1.98	-0.93	2.57	0.76	-0.29	-2.33	0.15	-0.17	-2.01	3.24	0.59
费用收入比	17.76	6.44	23.16	13.97	12.18	9.08	-3.38	8.45	-1.08	-1.76	-1.21
营业税率	1.24	0.17	-0.30	-0.04	-0.66	-1.78	-1.38	-0.86	-1.09	-1.11	-1.09
拨备支出	-4.42	-11.48	-16.87	-13.91	-9.97	-2.62	-37.80	-17.24	3.18	8.52	5.75
营业外收支	1.51	0.14	0.13	0.14	-0.12	-0.61	0.85	0.13	0.55	-1.25	-0.31
所得税率	-17.31	-3.49	-0.86	-2.24	-2.91	-4.21	-1.62	-2.53	1.32	-2.54	-0.65
净利润增长率	46.01	36.41	56.13	45.39	43.59	40.19	-14.33	28.50	27.55	13.67	20.76

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 2: 净利润环比增长驱动因素分解

	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
生息资产规模	-3.61	15.84	3.83	26.58	5.23	2.99	0.96	6.41	4.75
NIM	12.41	-7.42	7.23	15.36	-0.03	3.41	6.17	-2.75	-9.16
手续费净收入	1.42	-0.06	0.99	7.27	2.32	-2.46	-5.15	13.43	-3.99
其他收支	-3.86	0.35	1.49	-1.98	-0.37	-3.35	2.87	-1.70	3.76
费用收入比	-16.25	16.11	-19.20	17.76	-7.00	5.26	-25.08	46.69	-6.50
营业税率	-0.09	1.02	-0.01	1.24	-0.40	-0.32	0.30	-1.04	-0.33
拨备支出	-8.25	-6.86	6.61	-4.42	-7.65	4.39	-20.09	43.78	-2.33
营业外收支	0.77	-0.19	0.25	1.51	0.53	-0.67	1.20	-0.92	-0.93
所得税率	1.06	-2.32	0.45	-17.31	3.07	-4.69	0.95	1.30	0.01
净利润增长率	-16.39	16.46	1.64	46.01	-4.31	4.57	-37.88	105.19	-14.72

资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 1: 成本收入比和净息差变化


资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行行业高级研究员, 南开大学会计学博士, CPA。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华东 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。