

息差高位回落，资产质量稳健

农业银行 (601288.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司2012年上半年实现归属于母公司净利润约805亿元，同比增长20.7%。每股收益0.25元。业绩增速符合预期。

2. 我们的分析与判断

■ **净息差环比下降12BP至2.85%，利息净收入环比下降4.6%。**其中结构性存款利息支出调整影响净息差下降8BP。从净利差（日均）看，二季度2.83%还较一季度高3BP，表明资产负债结构变动可能是息差下降的主要原因。以生息资产日均余额衡量，二季度生息资产增速由一季度的3.2%下降至负增长0.6%。贷款日均增速放缓可能是利息净收入增速放缓的主要原因。

■ **二季度手续费净收入环比/同比下降17%/8.9%。**二季度监管收紧收费的影响明显。上半年手续费净收入同比增长由一季度的19.8%大幅放缓至4.8%。上半年与信贷收费相关的顾问咨询费同比下降30%，承诺手续费下降16%。代理业务、银行卡业务收入同比增长38%、53%，拉动手续费收入增长。公司对下半年手续费收入恢复性增长谨慎乐观。

■ **贷款增长放缓，存款增长居前。**公司二季度贷款增长3%/1820亿，以二季度生息资产日均余额负增长0.6%来看，贷款日均增速明显低于时点增速。存款二季度继续保持较快增速，上半年增长10.2%/9826亿。活期存款占比较年初下降3.3个百分点，与行业存款定期化趋势相同。

■ **不良实际略升，继续保持较高拨备计提，资产质量显示股改后发优势。**还原核销贷款后不良贷款余额环比上升1.9%/15.7亿元，上半年年化不良净生成率10bp，处于行业较低水平。关注类贷款余额较年初下降2.1%/66亿元。逾期贷款较年初增长15.7%/115亿元，90天以内逾期增加82亿，90天以上逾期增加33亿。上半年计提贷款拨备228亿元，信用成本较一季度上升3bp至0.78%，拨贷比提升至4.12%。公司信贷成本未来会逐步回落到国内可比银行同业水平。

3. 投资建议

公司中报盈利增速居于四大行之首，存款优势明显，资产质量稳健，较高的拨备水平具备了很高的风险缓冲，也为公司后期信用成本回落至同业平均水平打下基础。维持“推荐”评级。

预计12/13/14年实现净利1421/1467/1761亿元，对应EPS为0.44/0.45/0.54元。按2.50元的股价计算，对应各年PE为5.7x/5.5x/4.6x，PB为1.09x/0.97x/0.85x。

分析师

郭怡娴

☎: (8610) 6656 8229

✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030001

特此鸣谢

黄斌辉 (8610) 8357 4031

(huangbinhui@chinastock.com.cn)

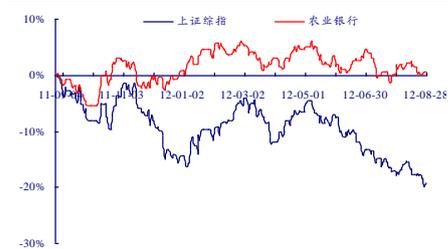
对本报告编制提供的信息

市场数据

时间 2012.8.29

A股收盘价(元)	2.50
A股一年内最高价(元)	2.77
A股一年内最低价(元)	2.43
上证指数	2,053.24
市净率	1.25
总股本(万股)	32479412
实际流通A股(万股)	2557059
限售的流通A股(万股)	26848471
流通A股市值(亿元)	639.26

股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

表 1: 农业银行 2012 年中报业绩分析

单位: 百万元	累计		单季					
	2012H	YoY %	11Q4	12Q1	12Q2	YoY %	QoQ %	较年初
资产简表								
资产总计	12901412	12.6	11677577	12559332	12901412	12.6	2.7	10.5
贷款总额	6134397	13.9	5628705	5952419	6134397	13.9	3.1	9.0
逾期贷款	85008	16.6	73463	-	85008	16.6	-	15.7
关注类	308038	-0.7	314657	-	308038	-0.7	-	-2.1
不良贷款总额	84508	-6.2	87358	85014	84508	-6.2	-0.6	-3.3
债券投资	2717194	6.7	2628052	2761205	2717194	6.7	-1.6	3.4
同业往来资产	1474233	47.9	873997	1292009	1474233	47.9	14.1	68.7
生息资产	12555821	12.3	11387994	12243062	12566045	12.4	2.6	10.3
负债合计	12209586	12.3	11027789	11865348	12209586	12.3	2.9	10.7
存款	10604586	9.3	9622026	10143971	10604586	9.3	4.5	10.2
同业往来负债	1047213	34.9	816315	964187	1047213	34.9	8.6	28.3
计息负债	11657792	10.0	10557731	11236337	11789139	11.2	4.9	11.7
所有者权益合计	691826	17.4	649788	693984	691826	17.4	-0.3	6.5
损益简表								
利息收入	278257	28.3	132853	137183	141074	24.0	2.8	
利息支出	110572	53.1	49018	51348	59224	49.7	15.3	
利息净收入	167685	15.9	83835	85835	81850	10.3	-4.6	
手续费及佣金收入	40146	5.2	15019	21898	18248	-8.1	-16.7	
手续费及佣金支出	1217	17.0	1093	628	589	26.9	-6.2	
手续费净收入	38929	4.8	13926	21270	17659	-8.9	-17.0	
其他非息收入合计	3119	36.1	794	(138)	3257	221.2	-2460.1	
非息净收入	42048	6.6	14720	21132	20916	2.5	-1.0	
营业收入	209733	13.9	98555	106967	102766	8.6	-3.9	
营业支出	83312	16.7	48928	40537	42775	11.7	5.5	
拨备前利润	126421	12.1	49627	66430	59991	6.5	-9.7	
资产减值损失	22772	-17.8	22786	10733	12039	-22.6	12.2	
营业利润	103649	21.9	26841	55697	47952	17.6	-13.9	
税前利润	104002	21.4	27531	56135	47867	16.2	-14.7	
所得税	23480	23.7	6351	12675	10805	25.8	-14.8	
实际税率	22.6%	1.9	23.1%	22.6%	22.6%	8.3	0.0	
归属于母公司净利润	80499	20.7	21170	43454	37045	13.6	-14.7	
财务比率								
贷存比	54.97%		56.11%	55.68%	54.97%			
关注类	5.07%		5.59%	-	5.07%			
不良贷款率	1.39%		1.55%	1.44%	1.39%			
不良贷款覆盖率	296.26%		263.10%	283.39%	296.26%			
拨贷比	4.12%		4.08%	4.09%	4.12%			
信用风险成本	0.78%		1.39%	0.75%	0.81%			
风险加权系数	52.78%		54.71%	-	52.78%			
资本充足率	12.02%		11.94%	12.01%	12.02%			
核心资本充足率	9.65%		9.50%	9.60%	9.65%			
营业费用/营业收入	33.74%		44.02%	32.01%	35.55%			
生息资产收益率	4.65%		4.69%	4.38%	4.49%			
计息负债成本率	1.99%		1.85%	1.68%	2.03%			
NIS	2.66%		2.83%	2.70%	2.46%			
NIM	2.80%		2.96%	2.87%	2.61%			
NIM(日均)	2.85%		2.99%	2.97%	2.85%			

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

注: 生息资产收益率、计息负债成本率、NIM、NIM 未特别标注, 采用期初期末余额口径计算

表 2: 农业银行贷款增速放缓, 存款增长强劲

资产负债较年初增长	10Q4	11Q1	11H1	11Q3	11Q4	11Q1	12H1
资产	16.38%	6.02%	10.88%	12.11%	12.96%	7.55%	10.48%
生息资产	16.34%	5.83%	10.77%	11.88%	12.79%	7.51%	10.34%
贷款	19.78%	5.27%	8.62%	10.71%	13.56%	5.82%	9.05%
同业往来资产	31.26%	28.48%	42.69%	42.68%	25.11%	47.83%	68.68%
债券投资	-3.40%	-1.86%	0.76%	0.18%	3.98%	5.07%	3.39%
负债	14.70%	6.00%	11.00%	11.98%	12.58%	7.59%	10.72%
计息负债	15.95%	5.92%	10.78%	10.78%	10.31%	6.43%	11.66%
存款	18.54%	5.38%	9.21%	9.18%	8.26%	5.42%	10.21%
同业往来负债	-11.50%	13.94%	25.17%	25.57%	31.57%	18.11%	28.29%
应付债券	-24.65%	3.68%	32.72%	32.72%	91.50%	7.32%	-30.70%

资产负债结构	10Q4	11Q1	11H1	11Q3	11Q4	11Q1	12H1
生息资产/总资产	97.67%	97.49%	97.58%	97.47%	97.52%	97.48%	97.40%
贷款/生息资产	47.42%	47.14%	46.39%	46.73%	47.41%	46.13%	46.39%
同业资产/生息资产	6.92%	8.40%	8.91%	8.82%	7.67%	10.55%	11.73%
债券投资/生息资产	25.03%	23.21%	22.77%	22.42%	23.08%	22.55%	21.62%
计息负债/总负债	97.71%	97.63%	97.52%	96.66%	95.74%	94.70%	96.56%
存款/计息负债	92.87%	92.39%	91.55%	91.52%	91.14%	90.28%	89.95%
同业负债/计息负债	6.48%	6.97%	7.32%	7.35%	7.73%	8.58%	8.88%
应付债券/计息负债	0.65%	0.64%	0.78%	0.78%	1.13%	1.14%	0.70%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 手续费收入增长放缓

项目	2011H1	2011H2	2012H1	YoY	HoH
结算与清算手续费	9620	10076	9912	3.0%	-1.6%
代理业务手续费	7059	4771	9715	37.6%	103.6%
顾问和咨询费	12736	6753	8874	-30.3%	31.4%
银行卡手续费	4554	6274	6974	53.1%	11.2%
电子银行业务收入	1932	2529	2528	30.8%	0.0%
承诺手续费	1424	1431	1194	-16.2%	-16.6%
托管及其他受托业务佣金	541	1131	722	33.5%	-36.2%
其他	310	383	227	-26.8%	-40.7%
合计	38176	33348	40146	5.2%	20.4%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 关键财务数据及预测

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	杜邦分析	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
利息净收入	2422	3072	3252	3321	3752	净利息收入	2.34%	2.63%	2.47%	2.25%	2.29%
非息净收入	483	705	738	795	843	非净利息收入	0.47%	0.60%	0.56%	0.54%	0.51%
营业收入	2904	3777	3990	4116	4595	营业收入	2.81%	3.23%	3.03%	2.79%	2.80%
营业支出	1276	1568	1661	1713	1912	营业支出	1.23%	1.34%	1.26%	1.16%	1.17%
拨备前利润	1628	2210	2329	2403	2682	拨备前利润	1.58%	1.89%	1.77%	1.63%	1.64%
拨备	434	642	473	499	398	拨备	0.42%	0.55%	0.36%	0.34%	0.24%
税前利润	1207	1582	1857	1904	2284	税前利润	1.17%	1.35%	1.41%	1.29%	1.39%
净利润	949	1219	1431	1468	1761	税收	0.25%	0.31%	0.32%	0.30%	0.32%
EPS	0.29	0.38	0.44	0.45	0.54	ROA	0.92%	1.04%	1.09%	1.00%	1.08%
每股拨备前利润	0.50	0.68	0.72	0.74	0.83	权益倍数	19.1	18.0	17.8	17.6	17.2
资产负债表						ROE	17.50%	18.77%	19.27%	17.52%	18.49%
资产总额	103374	116776	131870	147399	163825	资产负债比例					
贷款	47880	53989	60634	67578	75269	生息资产/总资产	97.7%	97.5%	97.4%	97.5%	97.5%
其他生息资产	53084	59891	67835	76072	84438	贷款/生息资产	47.4%	47.4%	47.2%	47.0%	47.1%
其他资产	24	29	34	37	41	债券/生息资产	25.0%	23.1%	26.4%	26.4%	26.2%
负债总额	97952	110278	124442	139016	154298	同业资产/生息资产	6.9%	7.7%	9.2%	9.4%	9.7%
存款	88879	96220	107767	119621	131583	计息负债/总负债	97.7%	95.7%	96.0%	96.0%	96.0%
其他计息负债	6828	9358	11698	13835	16543	存款/计息负债	92.9%	91.1%	90.2%	89.6%	88.8%
其他负债	2245	4700	4978	5561	6172	同业融资/带息负债	6.5%	7.7%	8.5%	9.0%	9.8%
股东权益	5421	6496	7426	8381	9525	应付债券/带息负债	0.7%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%
盈利能力						贷存比	53.9%	56.1%	56.3%	56.5%	57.2%
生息资产收益率	3.81%	4.40%	4.27%	4.13%	4.15%	资本充足率					
计息负债成本率	1.30%	1.65%	1.70%	1.81%	1.81%	资本充足率	11.59%	11.94%	11.07%	11.33%	11.66%
净利差	2.51%	2.76%	2.56%	2.31%	2.34%	核心资本充足率	9.75%	9.50%	8.85%	9.00%	9.26%
净息差	2.58%	2.86%	2.68%	2.44%	2.47%	加权风险资产	53837	63884	79122	88439	98295
贷款收益率	5.48%	6.33%	6.02%	5.67%	5.70%	加权风险资产系数	52.1%	54.7%	60.0%	60.0%	60.0%
存款成本率	1.15%	0.22%	1.48%	1.58%	1.57%	资产质量					
存贷利差	4.32%	6.10%	4.53%	4.10%	4.13%	不良贷款余额	1004	874	921	1080	1283
成本收入比	38.59%	35.89%	36.00%	36.00%	36.00%	不良贷款率	2.03%	1.55%	1.45%	1.51%	1.61%
增长率						不良拨备覆盖率	168.1%	263.1%	334.7%	362.4%	351.9%
生息资产	16.3%	12.8%	12.8%	11.8%	11.2%	不良贷款拨备率	43.36%	35.00%	50.00%	45.00%	30.00%
贷款	19.4%	12.8%	12.3%	11.5%	11.4%	信用风险成本	1.18%	1.16%	0.77%	0.72%	0.51%
债券	-3.4%	4.0%	28.9%	12.1%	10.3%	收入构成					
总资产	16.4%	13.0%	12.9%	11.8%	11.1%	净利息收入/营业收入	83.38%	81.33%	81.51%	80.68%	81.65%
计息负债	16.0%	10.3%	13.2%	11.7%	11.0%	非净利息收入/营业收入	16.62%	18.67%	18.49%	19.32%	18.35%
存款	18.5%	8.3%	12.0%	11.0%	10.0%	贷款利息收入/利息收入	67.35%	68.15%	66.72%	64.81%	64.64%
利息净收入	33.3%	26.9%	5.9%	2.1%	13.0%	债券利息收入/利息收入	21.88%	17.82%	19.20%	20.81%	20.92%
非息净收入	18.8%	46.1%	4.6%	7.8%	6.0%	同业往来/利息收入	3.50%	6.19%	7.57%	7.93%	8.09%
营业收入	30.7%	30.1%	5.6%	3.2%	11.6%	公司描述					
营业支出	17.7%	22.9%	5.9%	3.2%	11.6%	机构数	23486	23468			
拨备前利润	43.0%	35.7%	5.4%	3.2%	11.6%	其中: 县域机构					
净利润	46.0%	28.5%	17.4%	2.6%	20.0%	员工数(万人)	44	45			

资料来源: 中国银河证券研究部

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。

郭怡娴，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。

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
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn