

股改红利持续释放，融资进程或放缓

农业银行 (601288.SH)

推荐 上调评级

投资要点:

1. 事件

公司发布2012年年报，2012年实现归属于母公司净利润约1451亿元，同比增长19%。EPS 0.45元。拟每10股派发现金股利1.57元。

2. 我们的分析与判断

■ **2012年净利润略高于预期，四季度息差向上，手续费收入同比增速延续回升势头，拨备力度继续加大：**1) 利息净收入环比增加3.6%，生息资产日均余额环比增长2.9%；2) 手续费收入延续同比回升势头，四季度手续费净收入同比增长20.2%；3) 费用支出有所控制，四季度成本收入比42.8%，较上年同期下降1.2个百分点；4) 拨备力度加大，四季度信用成本1.32%，全年计提资产减值损失同比增长-9.5%。

■ **存款优势致四季度净息差继续向上，2013年尽管面临压力或将保持大型银行较好水平。**四季度净息差2.78%，较三季度上升2BP。我们判断活期存款占比较三季度回升1.6个百分点，贡献约1BP；债券收益率提升与客户结构调整提升了整体资产收益率。一季度公司将有3.4万亿贷款重定价，全年有6.1万亿贷款需要重定价，将面临较大息差压力。但考虑到公司负债优势，预计公司在大型银行中净息差仍将处于领先水平。

■ **核心资本充足率较年初上升17BP，融资进程或将放缓。**四季末核心资本充足率9.67%。按照公司未来三年资本规划，将以内源融资与创新资本工具补充为主。考虑到过渡期安排、公司率先实行内评法、大型银行中领先的盈利增速，预计融资进程将放缓。

■ **不良双降，股改红利持续释放。**四季末不良率1.33%，环比下降1BP。四季末逾期金额879亿元，较6月底略升3.4%。从农行与建行贷款迁徙对比看，农行股改后历年迁徙情况普遍好于建行；从不良贡献来看，公司类不良余额减少32.7亿元，个人不良较上年上升17.9亿元，反映了以往单项测试分类较组合更加严格的标准。拨备充足，拨贷比4.35%。未来3年，公司信贷成本回归行业平均。

3. 投资建议

2012年公司息差平稳向上，存款优势明显，贷款结构优化，不良双降，资本内源补充能力提升。预计公司股改红利将继续释放，公司未来三年保持较高盈利增速，缓解融资压力。上调公司评级至“推荐”。

预计公司13/14年实现净利1640/1892亿元，同比增长13%/15.4%，对应EPS为0.50/0.58元。以2.86元的股价计算，对应各年PE为5.7x/4.9x，PB为1.08x/0.95x。

分析师

黄斌辉

☎: (8610) 8357 4031

✉: huangbinhui@chinastock.com.cn

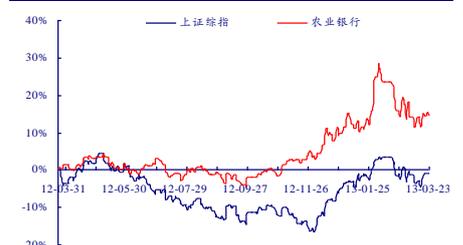
执业证书编号: S0130513030001

市场数据

时间 2013.3.26

A股收盘价(元)	2.86
A股一年内最高价(元)	3.28
A股一年内最低价(元)	2.38
上证指数	2,297.67
市净率	1.24
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)	731.32

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 年年报业绩分析

单位: 百万元	累计		单季			
	2012A	YoY %	12Q3	12Q4	YoY %	QoQ %
资产简表						
资产总计	13244342	13.4	13061873	13244342	13.4	1.4
贷款总额	6433399	14.3	6244975	6433399	14.3	3.0
逾期贷款	87905	19.7	-	87905	19.7	-
关注类	295451	-6.1	-	295451	-6.1	-
不良贷款总额	85848	-1.7	83951	85848	-1.7	2.3
债券投资	2851448	8.5	2813533	2851448	8.5	1.3
同业往来资产	1300233	48.8	1311502	1300233	48.8	-0.9
生息资产	12918203	13.4	12675033	12918203	13.4	1.9
负债合计	12492988	13.3	12334828	12492988	13.3	1.3
存款	10862935	12.9	10791157	10862935	12.9	0.7
同业往来负债	941704	15.4	963509	941704	15.4	-2.3
计息负债	11997278	13.6	11895481	11997278	13.6	0.9
所有者权益合计	751354	15.6	727045	751354	15.6	3.3
损益简表						
利息收入	566063	19.7	142231	145575	9.6	2.4
利息支出	224184	35.3	56683	56929	16.1	0.4
利息净收入	341879	11.3	85548	88646	5.7	3.6
手续费及佣金收入	78573	9.9	20125	18302	21.9	-9.1
手续费及佣金支出	3729	34.4	944	1568	43.5	66.1
手续费净收入	74844	8.9	19181	16734	20.2	-12.8
其他非息收入合计	4987	179.9	1762	106	-86.6	-94.0
非息净收入	79831	13.2	20943	16840	14.4	-19.6
营业收入	421710	11.6	106491	105486	7.0	-0.9
营业支出	180504	15.1	45720	51472	5.2	12.6
拨备前利润	241206	9.2	60771	54014	8.8	-11.1
资产减值损失	54235	-15.6	10849	20614	-9.5	90.0
营业利润	186971	19.3	49922	33400	24.4	-33.1
税前利润	187927	18.8	50972	32953	19.7	-35.4
所得税	42796	18.1	11379	7937	25.0	-30.2
实际税率	22.8%	-0.6	22.3%	24.1%	4.4	7.9
归属于母公司净利润	145094	19.0	39584	25011	18.1	-36.8
财务比率						
贷存比	56.65%		55.45%	56.65%		
关注类	4.59%		-	4.59%		
不良贷款率	1.33%		1.34%	1.33%		
不良贷款覆盖率	326.14%		311.20%	326.14%		
拨贷比	4.35%		4.18%	4.35%		
信用风险成本	0.90%		0.70%	1.32%		
风险加权系数	54.48%		-	54.48%		
资本充足率	12.61%		12.07%	12.61%		
核心资本充足率	9.67%		9.76%	9.67%		
营业费用/营业收入	36.79%		36.84%	42.78%		
生息资产收益率	4.66%		4.51%	4.55%		
计息负债成本率	1.99%		1.91%	1.91%		
NIS	2.67%		2.59%	2.64%		
NIM	2.81%		2.71%	2.77%		
NIM(日均)	2.81%		2.76%	2.78%		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 农业银行贷款迁徙率及与建设银行对比

	2008	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012H	2012
农业银行								
	12.67	5	1.63	3.1	0.98	2.26	1.4	2.49
	14.46	6.51	1.99	4.15	1.51	2.61	2.24	4.65
	55.58	39.33	12.77	24.34	9.83	14.82	14.28	21.79
	15.93	5.83	2.74	5.26	3.41	5.41	3.45	4.96
建设银行								
	3.6	2.78	1.12	2.69	1.52	2.55	0.93	1.98
	8.4	5.74	3.16	11.32	4.32	5.09	2.1	4
	44.2	49.78	36.46	27.49	14.19	26.76	17.02	42.18
	11.56	11.2	10.7	12.51	10.66	18.38	6.9	13

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 农业银行关键财务数据及预测

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	杜邦分析	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
利息净收入	2422	3072	3419	3606	4042	净利息收入	2.34%	2.63%	2.58%	2.41%	2.42%
非息净收入	483	705	798	866	924	非净利息收入	0.47%	0.60%	0.60%	0.58%	0.55%
营业收入	2904	3777	4217	4472	4965	营业收入	2.81%	3.23%	3.18%	2.99%	2.98%
营业支出	1276	1568	1805	1927	2130	营业支出	1.23%	1.34%	1.36%	1.29%	1.28%
拨备前利润	1628	2210	2412	2544	2835	拨备前利润	1.58%	1.89%	1.82%	1.70%	1.70%
拨备	434	642	542	420	385	拨备	0.42%	0.55%	0.41%	0.28%	0.23%
税前利润	1207	1582	1879	2124	2451	税前利润	1.17%	1.35%	1.42%	1.42%	1.47%
净利润	949	1219	1451	1640	1892	税收	0.25%	0.31%	0.32%	0.32%	0.34%
EPS	0.29	0.38	0.45	0.50	0.58	ROA	0.92%	1.04%	1.10%	1.10%	1.13%
每股拨备前利润	0.50	0.68	0.74	0.78	0.87	权益倍数	19.1	18.0	17.7	17.5	17.0
资产负债表						ROE	17.50%	18.77%	19.35%	19.15%	19.32%
资产总额	103374	116776	132443	149479	166717	资产负债比例					
贷款	47880	53989	61534	68711	76499	生息资产/总资产	97.7%	97.5%	97.5%	97.5%	97.5%
其他生息资产	53084	59891	67648	76998	86067	贷款/生息资产	47.4%	47.4%	47.6%	47.2%	47.1%
其他资产	24	29	33	38	42	债券/生息资产	25.0%	23.1%	22.1%	25.9%	26.1%
负债总额	97952	110278	124930	140900	156908	同业资产/生息资产	6.9%	7.7%	10.1%	9.7%	9.7%
存款	88879	96220	108629	122208	135651	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	11344	13056	14980	存款/计息负债	92.9%	91.1%	90.5%	90.3%	90.1%
其他负债	2245	4700	4956	5636	6276	同业融资/带息负债	6.5%	7.7%	7.8%	8.0%	8.3%
股东权益	5421	6496	7498	8564	9793	应付债券/带息负债	0.7%	1.1%	1.6%	1.6%	1.7%
盈利能力						贷存比	53.9%	56.1%	56.6%	56.2%	56.4%
生息资产收益率	3.81%	4.40%	4.66%	4.43%	4.49%	资本充足率					
计息负债成本率	1.30%	1.65%	1.99%	1.94%	2.01%	资本充足率	11.59%	11.94%	12.61%	11.81%	12.14%
净利差	2.51%	2.76%	2.67%	2.48%	2.48%	核心资本充足率	9.75%	9.50%	9.67%	9.12%	9.43%
净息差	2.58%	2.86%	2.81%	2.62%	2.62%	加权风险资产	53837	63884	72162	88193	98363
贷款收益率	5.48%	6.33%	6.73%	6.27%	6.31%	加权风险资产系数	52.1%	54.7%	54.5%	59.0%	59.0%
存款成本率	1.15%	0.22%	1.72%	1.66%	1.73%	资产质量					
存贷利差	4.32%	6.10%	5.01%	4.62%	4.58%	不良贷款余额	1004	874	858	1019	1239
成本收入比	38.59%	35.89%	36.79%	37.00%	36.80%	不良贷款率	2.03%	1.55%	1.43%	1.41%	1.54%
增长率						不良拨备覆盖率	168.1%	263.1%	326.1%	340.9%	327.5%
生息资产	16.3%	12.8%	13.4%	12.8%	11.6%	不良贷款拨备率	43.36%	35.00%	55.00%	40.00%	30.00%
贷款	19.4%	12.8%	14.0%	11.7%	11.3%	信用风险成本	1.18%	1.16%	0.90%	0.60%	0.49%
债券	-3.4%	4.0%	8.5%	32.4%	12.4%	收入构成					
总资产	16.4%	13.0%	13.4%	12.9%	11.5%	净利息收入/营业收入	83.38%	81.33%	81.07%	80.64%	81.40%
计息负债	16.0%	10.3%	13.6%	12.7%	11.4%	非净利息收入/营业收入	16.62%	18.67%	18.93%	19.36%	18.60%
存款	18.5%	8.3%	12.9%	12.5%	11.0%	贷款利息收入/利息收入	67.35%	68.15%	68.70%	67.15%	66.27%
利息净收入	33.3%	26.9%	11.3%	5.5%	12.1%	债券利息收入/利息收入	21.88%	17.82%	17.16%	19.06%	20.29%
非息净收入	18.8%	46.1%	13.2%	8.5%	6.7%	同业往来/利息收入	3.50%	6.19%	6.52%	7.71%	7.49%
营业收入	30.7%	30.1%	11.6%	6.0%	11.0%	公司描述					
营业支出	17.7%	22.9%	15.1%	6.8%	10.5%	机构数	23486	23468	23472		
拨备前利润	43.0%	35.7%	9.2%	5.5%	11.4%	其中: 县域机构					
净利润	46.0%	28.5%	19.0%	13.0%	15.4%	员工数(万人)	44	45	46		

资料来源: 公司公告, 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。

黄斌辉，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）、中国银行（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