

2013年08月28日

农业银行 (601288.SH)

资产质量好于同业

■ **业绩符合预期:** 上半年实现归属母公司股东净利润 923.5 亿元, 同比增长 14.7%, 2 季度实现归属母公司股东净利润 453.4 亿元, 同比增长 22.4%, 环比略降 3.6%。上半年营业收入同比增长 10%, 费用节约使得利润增速相对更高。2 季度利息收入环比略增, 手续费环比负增长, 整体营业收入环比下降。

■ **息差好于同业但趋势下降, 存款策略转型:** 息差同比下降 6bp 至 2.74%, 2 季度环比降 4bp, 主要是降息影响同时存款成本是上升趋势。农行上半年负债成本控制还是比较好的, 同比下降 12bp。存款策略上主要巩固核心存款 (储蓄存款、县域低成本存款), 考核机制加强激励。过去存款一直是领先其他大行, 但今年 2 季末环比负增长, 主要是策略上控制成本、上浮较少, 希望以此来促进息差稳定。

■ **经营策略调整:** 1、提升个人业务比重。目前已增至 27.8%, 上半年 44% 贷款投向零售; 2、继续增加县域业务比重, 目前占 33%; 3、小微企业; 4、公司业务投行化; 5、提升综合经营回报, 包括新兴业务领域、国际化等。

■ **不良和逾期率下降:** 不良率较 1 季末下降 2bp 至 1.25%, 关注类和逾期率也较年初下降。拨备率高达 4.3%。

■ **管理层展望:** 资产增速放缓是行业趋势; 息差会有所下降; 资产质量压力持续, 信贷成本大幅下降空间有限; 由于成本刚性, 成本收入比大幅下降空间不大。虽然都在进行差异化多元化, 但是新的利润增长点形成需要一个过程, 判断利润继续增长, 但是增速会放缓。

■ **投资建议:** 农行经营稳健, 县域业务优势保障其负债成本较低并且将受益新型城镇化。我们预计 2013 年农行净利润同比增速 10%, 目前股价对应 2013 年 PE 和 PB 分别为 4.98 倍和 0.93 倍, 估值较低, 维持“增持-A”评级。

■ **风险提示:** 经济增速大幅下滑。

单位	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
财务报表预测和	0.38	0.45	0.49	0.53	0.57
PPOP	0.68	0.74	0.77	0.82	0.90
BVPS	2.00	2.31	2.63	2.98	3.35
DPS	0.13	0.16	0.17	0.19	0.20
PE	6.52	5.48	4.98	4.60	4.34
PPPOP	3.60	3.30	3.17	3.00	2.73
PB	1.22	1.06	0.93	0.82	0.73

盈利和估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
股息收益率	5.37	6.39	7.02	7.61	8.07
ROE	18.77	19.32	18.67	17.89	16.88
ROA	1.04	1.10	1.06	1.02	0.98
RORWA	1.91	2.01	1.95	1.87	1.80

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

国有银行 III

投资评级

增持-A

维持评级

6 个月目标价

2.85 元

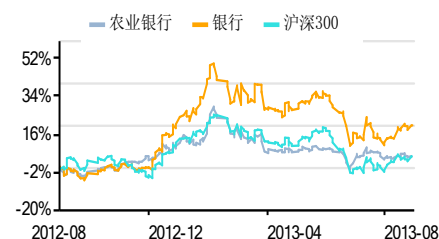
股价 (2013-08-28)

2.45 元

交易数据

总市值 (百万元)	795,745.59
流通市值 (百万元)	696,200.65
总股本 (百万股)	324,794.12
流通股本 (百万股)	284,163.53
12 个月价格区间	2.40/3.23 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.89	1.38	-5.61
绝对收益	-1.21	-10.58	-1.61

许敏敏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080003

xumm@essence.com.cn

021-68765372

相关报告

业绩平稳	2013-03-27
农业银行: 拨备大增: 2011 年年报点评	2012-03-23
农业银行: 负债优势明显, 中间业务高速增长: 2011 年年报点评	2011-08-28

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

利润表

(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	307,199	341,879	355,045	389,423	426,738
利息收入	472,921	566,063	599,783	681,809	761,029
利息支出	-165,722	-224,184	-244,737	-292,387	-334,291
净手续费及佣金收入	68,750	74,844	82,328	88,915	97,806
手续费及佣金收入	71,524	78,573	86,430	93,345	102,679
手续费及佣金支出	-2,774	-3,729	-4,102	-4,430	-4,873
其它净收入	1,782	4,987	2,500	4,400	6,300
营业总收入	377,731	421,710	439,874	482,737	530,844
营业税费	-21,207	-25,374	-25,953	-28,964	-31,851
经营费用	-135,561	-155,130	-162,753	-188,268	-207,029
拨备前利润	220,963	241,206	251,168	265,506	291,964
资产减值准备	-64,225	-54,235	-45,502	-41,883	-54,838
税前利润	158,201	187,927	206,866	224,822	238,326
所得税	-36,245	-42,796	-47,165	-51,709	-54,815
净利润	121,956	145,131	159,701	173,113	183,511
可供母公司分配净利润	121,927	145,094	159,660	173,068	183,462

资产负债表

(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
客户贷款	5,398,863	6,153,411	6,909,281	7,733,392	8,535,149
证券投资	2,628,052	2,851,448	3,679,943	4,589,046	5,533,778
其他生息资产	3,361,079	3,913,344	4,055,448	4,249,116	4,314,471
其他资产	289,583	326,139	375,504	424,912	375,171
资产总额	11,677,577	13,244,342	15,020,176	16,996,465	18,758,570
客户存款	9,622,026	10,862,935	12,186,971	13,614,030	15,132,634
应付债券	119,390	192,639	192,554	190,596	219,423
其他计息负债	816,365	941,770	1,096,827	1,497,543	1,588,927
其他负债	470,008	495,644	688,629	726,442	730,358
负债总额	11,027,789	12,492,988	14,164,982	16,028,612	17,671,342
股东权益	649,601	749,815	853,594	966,088	1,085,338
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
负债和权益合计	11,677,577	13,244,342	15,020,176	16,996,465	18,758,570

YOY

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
客户贷款	12.8	14.0	12.3	11.9	10.4
证券投资	4.0	8.5	29.1	24.7	20.6
生息资产	12.8	13.4	13.4	13.2	10.9
总资产	13.0	13.4	13.4	13.2	10.4
客户存款	8.3	12.9	12.2	11.7	11.2
计息负债	9.9	13.6	12.3	13.5	10.7
净利息收入	26.9	11.3	3.9	9.7	9.6
净手续费及佣金收入	49.0	8.9	10.0	8.0	10.0
营业收入增速	30.1	11.6	4.3	9.7	10.0
拨备前利润增速	35.7	9.2	4.1	5.7	10.0
税前利润增速	31.0	18.8	10.1	8.7	6.0
归属母公司利润增速	28.5	19.0	10.0	8.4	6.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

ROA Dupont

(% of AVG Assets)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	2.79	2.74	2.51	2.43	2.39
非利息收入	0.64	0.64	0.60	0.58	0.58
营业收入	3.43	3.38	3.11	3.02	2.97
营业税费	0.19	0.20	0.18	0.18	0.18
经营费用	1.23	1.24	1.15	1.18	1.16
计提准备金前的营业利润	2.01	1.94	1.78	1.66	1.63
准备金	0.58	0.44	0.32	0.26	0.31
税前利润	1.44	1.51	1.46	1.40	1.33
所得税	0.33	0.34	0.33	0.32	0.31
税后利润	1.11	1.16	1.13	1.08	1.03
ROAA	1.11	1.16	1.13	1.08	1.03
平均权益乘数	5.90	6.02	6.04	6.03	6.07
ROAE	20.46	20.72	19.88	18.99	17.86

流动性

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
贷款/资产总额—期末	46.2	46.5	46.0	45.5	45.5
贷款/资产总额—平均	46.3	46.4	46.2	45.7	45.5
贷款/存款—期末	56.1	56.6	56.7	56.8	56.4
贷款/存款—期初	53.9	56.1	56.6	56.7	56.8
贷存比(不含贴现)	57.4	58.2	58.4	58.6	58.4

资产质量

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
不良贷款率	1.55	1.33	1.37	1.40	1.49
拨备覆盖率	263.1	326.1	330.0	325.0	320.0
拨备/贷款	4.1	4.4	4.5	4.6	4.8

资本充足率

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
加权风险资产占比	54.71	54.48	54.48	54.48	54.48
核心资本充足率	9.51	9.72	9.61	9.41	9.57
资本充足率	11.94	12.61	12.39	12.16	12.19

经营效率

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入/营业收入	81.33	81.07	80.72	80.67	80.39
手续费及佣金收入/营业	18.20	17.75	18.72	18.42	18.42
非利息收入/营业收入	18.67	18.93	19.28	19.33	19.61
经营费用/营业收入	35.89	36.79	37.00	39.00	39.00
经营费用/平均资产	1.23	1.24	1.15	1.18	1.16

盈利能力

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
生息率	4.40	4.66	4.35	4.37	4.35
付息率	1.64	1.99	1.92	2.03	2.07
利差	2.76	2.67	2.43	2.34	2.28
NIM	2.86	2.81	2.58	2.50	2.44
成本收入比	35.9	36.8	37.0	39.0	39.0
营业收入税率	5.6	6.0	5.9	6.0	6.0
信用成本	1.9	0.9	0.8	0.6	0.7
所得税率	22.9	22.8	22.8	23.0	23.0
股利分配率	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

许敏敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

