

投资评级:首次无投资评级

投资评级

新股分析

上次评级

首次评级

合理股价:

3.03 元/股 —— 3.29 元/股

发行数据:

发行前总股本(百万股) 270000

本次发行股数(百万股, A+H) 47647

发行后总股本(百万股, A+H) 317647

社会公众股占比 15%

主要股东及持股比例:

财政部 48.15%

汇金公司 48.15%

社保基金理事会 3.7%

行业相对市场表现:**相关研究:****金融行业研究小组**

8621-68761616-8296

zhangfan@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

农业银行:**城镇化东风下的星火燎原****报告摘要:**

- 在中国发展迅速的广大县域地区,农业银行是最重要的金融服务提供商和领导者。通过位于县域地区的 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部,向县域客户提供广泛的金融服务。在县域地区已有的市场领先地位、大型商业银行中最多的营业网点,将使得农业银行显著受益于经济结构转型、有利的国家政策以及城镇化进程。2009 年农业银行在县域地区的贷款总额和存款总额分别较 2008 年底增长 43.4% 和 20.7%。在城镇化进程加速发展的东风下,农行在县域的网点和布局优势将得以凸显,星星之火将成燎原之势。
- 广泛的销售网络(23,624 家境内机构)和庞大的客户基础(3.2 亿个人客户)不仅有利于农业银行传统存贷款业务的开展,更有利于包括各类结算和代理业务在内的非利息业务的创新和发展。2009 年,农行代理新单保费规模居同业第一,代理保险手续费收入居同业第二。农业银行同时还是国内最大的保险资金托管银行。
- 农行先进的信息技术平台有助于公司经营效率及风控能力的改善。
- 我们预测公司 2010-2011 的 EPS 分别为 0.26 元和 0.33 元,2010 年末每股净资产为 1.78 元,公司上市后的合理股价区间为 3.03~3.29 元。

| 主要财务指标 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 222,274 | 287,982 | 347,697 | 435,748 |
| 增长率(%) | 5.2% | 29.6% | 20.7% | 25.3% |
| 净利润(百万元) | 65,002 | 82,505 | 104,193 | 133,926 |
| 增长率(%) | 26.3% | 26.9% | 26.3% | 28.5% |
| 每股收益(元) | 0.25 | 0.26 | 0.33 | 0.42 |

正文目录

| | |
|--------------------------|----|
| 1. 投资主题..... | 2 |
| 预测及展望..... | 2 |
| 估值..... | 2 |
| 风险..... | 4 |
| 2. 公司背景..... | 5 |
| 3. 经营分析..... | 6 |
| 城镇化东风带来三农金融服务业发展的机遇..... | 6 |
| 农业银行：县域金融服务领域的领先者..... | 8 |
| 4. 公司财务分析..... | 9 |
| 资本充足率低于国有商业银行均值水平..... | 9 |
| 资产质量一般，拨备覆盖率有待进一步提高..... | 10 |
| 盈利能力尚可，在国有商业银行处于高端..... | 11 |
| 手续费及佣金收入飞速增长，未来难以持续..... | 13 |
| 成本控制能力有待加强..... | 13 |
| 5. 公司的财务报表及指标预测..... | 14 |
| 财务预测假设..... | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 表格 1 农业银行业绩预测..... | 2 |
| 表格 2 上市银行估值比较..... | 3 |
| 表格 3 县域经济及产业结构..... | 7 |
| 表格 4 农行三农金融业务主要财务指标..... | 9 |
| 表格 5 农业银行利润表预测..... | 15 |
| 图表 1 银行板块的长期估值水平/PE..... | 3 |
| 图表 2 银行板块的长期估值水平/PB..... | 3 |
| 图表 3 银行业不良贷款比例..... | 4 |
| 图表 4 2009 年银行业金融机构总资产构成..... | 7 |
| 图表 5 县域金融市场份额..... | 8 |
| 图表 6 2009 年末各银行资本充足率和核心资本充足率..... | 10 |
| 图表 7 上市银行不良贷款率..... | 11 |
| 图表 8 上市银行拨备覆盖率..... | 11 |
| 图表 9 2009 年上市银行 RoAA 和 RoAE..... | 12 |
| 图表 10 上市公司 2009 年净利差水平..... | 12 |
| 图表 11 上市公司 2008 年/2009 年手续费及佣金收入增速..... | 13 |
| 图表 12 上市公司 2009 年成本收入比..... | 14 |

1. 投资主题

预测及展望

农业银行拥有大型商业银行中最多的县域网点，覆盖了全国 99.5% 的县级行政区，其 12,737 个县域机构大部分都位于经济较为发达的县级市所在地及县城。2007 年以来，农业银行三农金融业务的风控能力和经营效率持续改善，财务业绩强劲增长：税前利润由 94.34 亿元增加至 2009 年的 209.45 亿元，年均复合增长率高达 49.0%。

在国家新的经济发展战略背景下，县域地区作为扩大内需、加快城镇化、促进区域城乡协调发展的重要节点，面临重大的发展机遇，并将为中国经济的长期增长提供最重要的内生动力。随着县域经济增长潜力的不断释放和县域金融营运环境的日益改善，拓展三农金融业务将为银行业分享城乡经济社会协调发展的成果提供良好机遇。农行作为县域地区主要的金融服务提供商和领导者，凭借强大的分销渠道、领先的业务规模、多元化的产品服务体系以及长期服务县域市场所积累的专业经验，未来将充分受益于未来县域经济的持续增长。我们预计，公司未来三年内净利润复合增长率将超过 25% 以上。

表格 1 农业银行业绩预测

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 222,274 | 287,982 | 347,697 | 435,748 |
| 增长率（%） | 5.2% | 29.6% | 20.7% | 25.3% |
| 净利润（百万元） | 65,002 | 82,505 | 104,193 | 133,926 |
| 增长率（%） | 26.3% | 26.9% | 26.3% | 28.5% |
| 每股收益（元） | 0.25 | 0.26 | 0.33 | 0.42 |
| 净资产收益率（%） | 20.53% | 15.2% | 17.1% | 18.8% |

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

估值

综合考虑公司的规模、网点数量和盈利能力，公司可比的上市公司为国有商业银行：中国银行、工商银行、建设银行。我们认为，按照 2010 年业绩计算，农业

银行的合理市盈率应当在 10 至 11 倍之间，合理市净率应当在 1.6—1.8 倍左右。从行业的长期估值水平来看，目前银行股的估值处于历史低位区，提供了很好的价值投资机会。综合考虑银行股低估后的价值回归因素，我们认为，公司上市后的合理价格应当在 3.03—3.29 元之间。

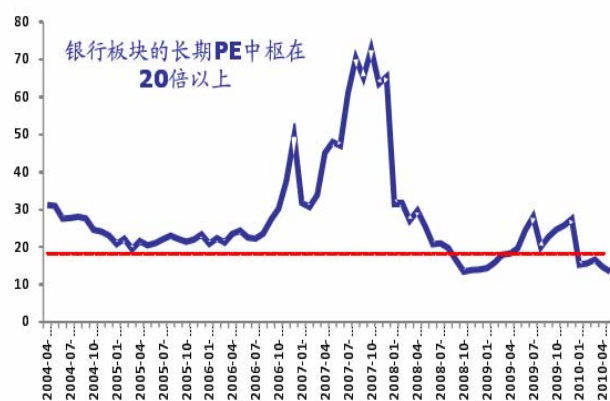
表格 2 上市银行估值比较

| 公司代码 | 公司名称 | PE (X) | | | | PB(X) | | | |
|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 601398 | 工商银行 | 10.4 | 9.6 | 7.9 | 6.4 | 2.01 | 1.76 | 1.49 | 1.23 |
| 601939 | 建设银行 | 10.4 | 9.7 | 7.5 | 5.9 | 1.99 | 1.77 | 1.48 | 1.21 |
| 601988 | 中国银行 | 12.3 | 11.4 | 9.9 | 8.1 | 1.93 | 1.85 | 1.59 | 1.34 |
| 601328 | 交通银行 | 10.5 | 9.6 | 7.0 | 5.9 | 1.93 | 1.43 | 1.21 | 1.01 |
| 600036 | 招商银行 | 15.4 | 12.4 | 10.4 | 8.1 | 3.02 | 2.14 | 1.78 | 1.45 |
| 601998 | 中信银行 | 13.6 | 11.5 | 12.8 | 10.3 | 1.93 | 1.76 | 1.58 | 1.38 |
| 600016 | 民生银行 | 11.8 | 10.9 | 8.4 | 7.2 | 1.63 | 1.47 | 1.26 | 1.08 |
| 600000 | 浦发银行 | 12.3 | 12.6 | 10.4 | 8.5 | 2.39 | 1.65 | 1.41 | 1.19 |
| 601166 | 兴业银行 | 11.8 | 10.4 | 9.4 | 7.9 | 2.62 | 1.89 | 1.60 | 1.34 |
| 600015 | 华夏银行 | 13.7 | 12.3 | 9.7 | 7.9 | 1.70 | 1.32 | 1.17 | 1.02 |
| 000001 | 深发展 | 11.8 | 10.9 | 8.1 | 7.2 | 2.89 | 1.96 | 1.61 | 1.34 |
| 601169 | 北京银行 | 13.9 | 11.4 | 8.1 | 7.0 | 2.08 | 1.92 | 1.61 | 1.35 |
| 601009 | 南京银行 | 18.6 | 14.6 | 11.5 | 9.2 | 2.38 | 1.66 | 1.48 | 1.27 |
| 002142 | 宁波银行 | 18.7 | 17.1 | 13.0 | 9.6 | 2.80 | 2.01 | 1.76 | 1.51 |
| | 平均值1 | 13.23 | 11.74 | 9.58 | 7.80 | 2.24 | 1.76 | 1.50 | 1.27 |
| | 平均值2 | 11.03 | 10.23 | 8.43 | 6.80 | 1.98 | 1.79 | 1.52 | 1.26 |

注：平均值 1 包括全部上市银行；平均值 2 包括国有商业银行中的：工商、中国和建设银行

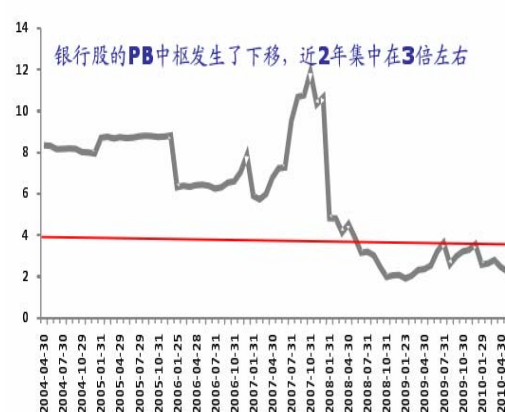
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图表 1 银行板块的长期估值水平/PE



资料来源：WIND、德邦证券研究所

图表 2 银行板块的长期估值水平/PB

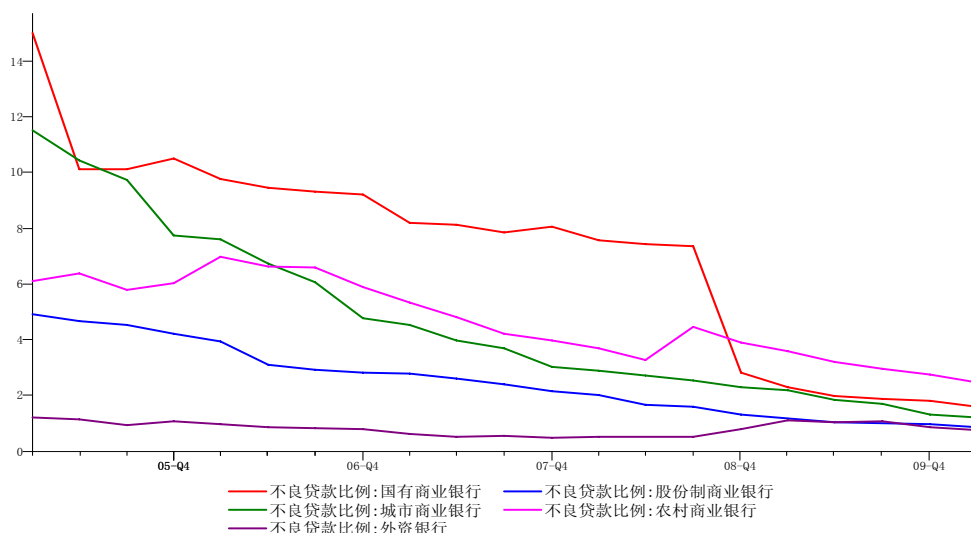


资料来源：WIND、德邦证券研究所

风险

1. 农业银行将三农金融业作为业务发展的重点，公司一直致力于进一步提高在县域地区产品和服务的渗透率。但从历史上看，与城市金融业务相比，三农金融业务通常面临更高的风险。未来农行可能面临的风险包括：县域地区客户的财务能力有限，可能导致农行贷款减值损失高于预期；三农金融业务的收入可能低于预期；自然灾害或全球气候变化可能对农行县域客户的业务运营及财务状况产生不利影响，导致其无法履行还款责任；农行在县域的网点数量多，分布广，业务持续增长，对公司的经营管理能力、风险控制能力以及信息科技系统带来较大的压力和挑战。

图表 3 银行业不良贷款比例



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

2. 通胀压力加大的情况下，央行存在启动非对称加息的可能：多调存款利率以遏制通胀预期并减缓（扭转）实际负利率；而少（不）调贷款利率以保障实体经济的复苏进程不受较大冲击。则农业银行未来的净息差存在较大幅度下降的可能，对公司未来的盈利增长存在不利影响。

3. 随着政府房地产调控措施的推进和实施，房地产行业存在较大的下行风险。农业银行在房地产开发的贷款比重为 14.4%，这些贷款的增速与质量都受到负面影响。若房地产行业出现长周期的大幅调整，则可能会导致相关不良贷款大幅增加，也可能对农行向这些行业新发放的贷款或对其现有贷款续贷产生负面影响，从而

对农行的资产质量、财务状况和经营业绩产生重大不利影响。此外，农行与房地产市场相关的风险敞口还包括个人住房贷款和其他以房地产作为抵押的贷款，截至 2009 年底，个人住房贷款占农行个人贷款总额的 63.1%。如果房地产价格出现较大跌幅，相关的违约和不良贷款将大量出现，公司的信贷成本将大幅提升，盈利能力和资产质量都将受到严重负面冲击。

4. 地方融资平台贷款质量超预期恶化的风险。截至 2009 年末，农业银行政府融资平台贷款的不良贷款率低于全行水平。但是，如果部分政府融资平台贷款主体因为宏观经济波动或国家政策变化等因素出现不利于贷款偿还的情形，则农行的资产质量、财务状况和经营业绩可能受到重大不利影响。

2. 公司背景

农业银行的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行。其作为中国人民银行下属的专业银行，负责组织推动全国农村金融工作，办理国家对农业的投资拨款和农业贷款。1979 年 2 月后，农行相继经历了国家专业银行、国有独资商业银行和国有控股商业银行等不同发展阶段。上世纪九十年代农村金融体制改革之前，农行作为一家国家专业银行，主要任务是支持农村经济发展，领导农村信用合作社，发挥农村资金筹集和供应的主渠道作用。1994 年农行政策性业务向中国农业发展银行划转、1996 年农村信用合作社与农行脱离行政隶属关系后，农行逐步转型为国有独资商业银行。

二十世纪九十年代末，国家采取一系列措施，加强国有商业银行的资本基础，提高资产质量。1998 年，财政部向农行定向发行 933 亿元的 30 年期特别国债，筹集资金用于补充资本金。1999 年，农行获准向新成立的中国长城资产管理公司剥离 3,458 亿元不良资产。2007 年，全国金融工作会议确定了农业银行“面向‘三农’、整体改制、商业运作、择机上市”的改革原则，标志着农行进入建设现代化商业银行的新时期。农行在明确市场定位的基础上，开展了面向“三农”金融服务试点工作，积极开拓县域市场。2008 年，国务院审议并原则通过了《中国农业银行股份制改革实施总体方案》，依据该方案，农行完成了国家注资、剥离不良资产等重大财务重组事项。通过财务重组，农行的资产质量和盈利能力大幅改善，资本实

力和财务基础显著增强。2009 年，农行由国有独资商业银行整体改制为股份有限公司。目前，农业银行已经成长为中国领先的商业银行。截至 2009 年底，农业银行资产总额、贷款总额和存款总额分别占全行业比重为 11.3%、9.7% 和 12.3%。以境内分支机构数量计，农行拥有 23,624 家境内机构，在大型商业银行中销售网络覆盖最广。按个人客户数量计算，农业银行拥有约 3.2 亿个人客户，是中国最大的零售银行。

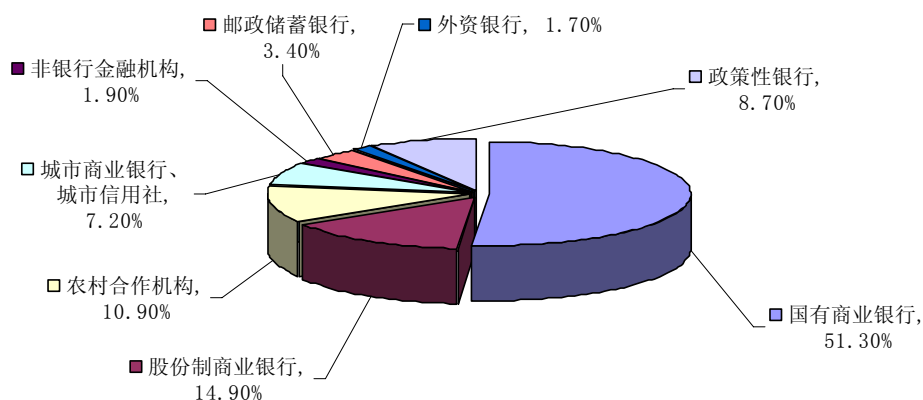
本次公开发行前，农业银行的三大股东分别为财政部、汇金公司和社保基金理事会，分别持有农行 48.15%、48.15% 和 3.7% 的股权。

3. 经营分析

城镇化东风带来三农金融服务业发展的机遇

国有银行的规模和网点优势不仅有利于其传统存贷款业务的开展，更有利于包括各类结算和代理业务在内的非利息业务的创新和发展。对于农业银行而言，在县域市场的网点布局和市场领先地位，使得其在水三农金融业务领域具有独特的竞争优势。不但传统的零售业务能依托广泛覆盖的机构网点来推动，以手续费和佣金收入为主的中间业务的发展也后劲十足。在国家新的经济发展战略背景下，县域地区作为扩大内需、加快城镇化、促进区域城乡协调发展的重要节点，面临重大的发展机遇，并将为中国经济的长期增长提供最重要的内生动力。我们认为，随着县域经济增长潜力的不断释放和县域金融营运环境的日益改善，拓展三农金融业务将使得农业银行能充分分享中国城镇化进程带来的金融服务业机遇。

图表 4 2009 年银行业金融机构总资产构成



资料来源：银监会，德邦证券研究所

表格 3 县域经济及产业结构

| 年份 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 县域生产总值 | 50,303 | 56,122 | 64,004 | 77,400 | 88,020 | 103,358 | 125,503 | 149,050 |
| 县域总产值/GDP | 45.9% | 46.6% | 47.1% | 48.4% | 48.0% | 48.8% | 48.8% | 49.6% |
| 第一产业占比 (%) | 26.4 | 24.9 | 22.7 | 22.3 | 21.4 | 19.6 | 18.5 | 17.7 |
| 第二产业占比 (%) | 41.5 | 42.3 | 44.9 | 45.9 | 47.2 | 48.9 | 49.9 | 51.3 |
| 第三产业占比 (%) | 32.1 | 32.8 | 32.4 | 31.8 | 31.4 | 31.5 | 31.6 | 31.0 |

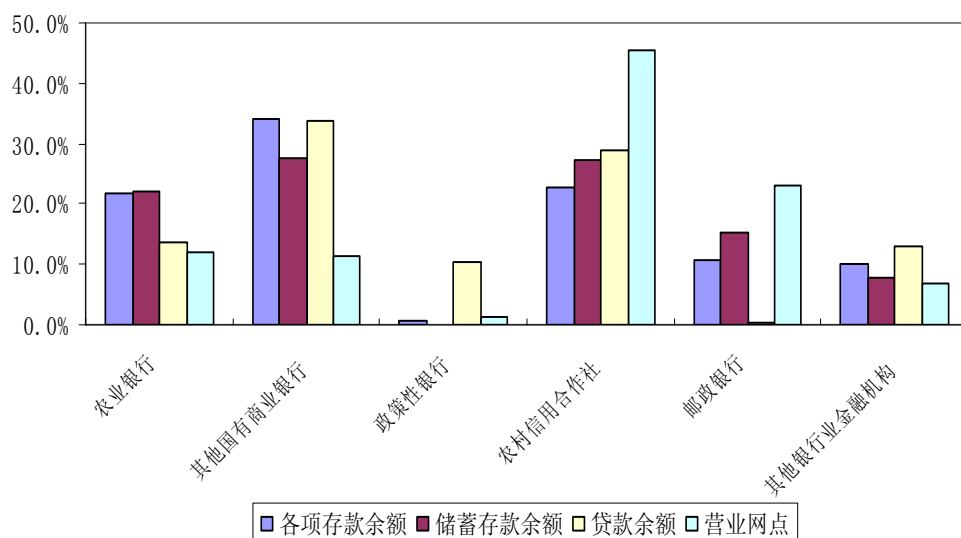
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

农业银行：县域金融服务领域的领先者

农业银行目前在县域金融市场处于领导地位：截至 2009 年底，农行拥有 12,737 家县域机构，覆盖全国 99.5% 的县级行政区；其县域网点数占中国县域银行网点总数的 12.1%，超过其他大型商业银行的总和。客户基础方面，农行拥有县域个人存款账户 3.4 亿个；在县域地区电子渠道的建设和布局上，农行在县域市场拥有 15,350 台 ATM、3,398 个自助银行、4,666 台自助服务终端、88,089 台 POS 机、606,823 台转账电话。通过设立于县级市、建制县以及乡镇的物理网点、电子银行、电话银行、手机银行、自助银行和自动取款机、客户服务中心等多种形式，构建了广覆盖、一体化的三农金融服务渠道网络。

为进一步巩固在县域金融市场的领导地位，农业银行以位于县域地区的 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部为基础组建三农金融部，开展三农金融业务的事业部制改革试点。我们认为，上述措施有利于农行进一步突出战略重点、加强风险控制、提高运营效率，同时也能更好地满足县域客户快速增长且日益多元化的金融需求。截至 2009 年 12 月 31 日，三农金融业务贷款总额和存款总额分别占全行的 28.8% 和 40.5%。根据银监会的统计，农行目前三农金融业务贷款和存款在全国县域金融市场的份额分别为 13.6% 和 21.6%，远高于其他国有商业银行。

图表 5 县域金融市场份额



资料来源：银监会，德邦证券研究所

利息净收入是三农金融业务营业收入的主要组成部分。2009 年、2008 年和 2007 年，利息净收入占营业收入的比重分别为 83.1%、84.5%和 79.6%。2009 年、2008 年和 2007 年，三农金融业务利息净收入分别为 704.53 亿元、603.28 亿元和 366.38 亿元，同比分别增长 16.8%和 64.7%。2009 年、2008 年和 2007 年，农行三农金融业务手续费及佣金净收入分别为 136.93 亿元、104.16 亿元和 88.41 亿元，同比分别增长 31.5%和 17.8%。

表格 4 农行三农金融业务主要财务指标

| 项目 | 截至 12 月 31 日止年度 | | |
|------------------|-----------------|-------|-------|
| | 2009 | 2008 | 2007 |
| 平均资产回报率 | 0.62 | 0.57 | 不适用 |
| 手续费及佣金净收入占营业收入比例 | 16.15 | 14.60 | 19.22 |
| 成本收入比 | 50.47 | 57.37 | 55.74 |
| 存贷比例 | 39.33 | 33.10 | 50.81 |
| 不良贷款率 | 3.69 | 5.51 | 31.91 |
| 拨备覆盖率 | 98.26 | 58.25 | 94.97 |
| 贷款总额准备金率 | 3.63 | 3.21 | 30.31 |

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

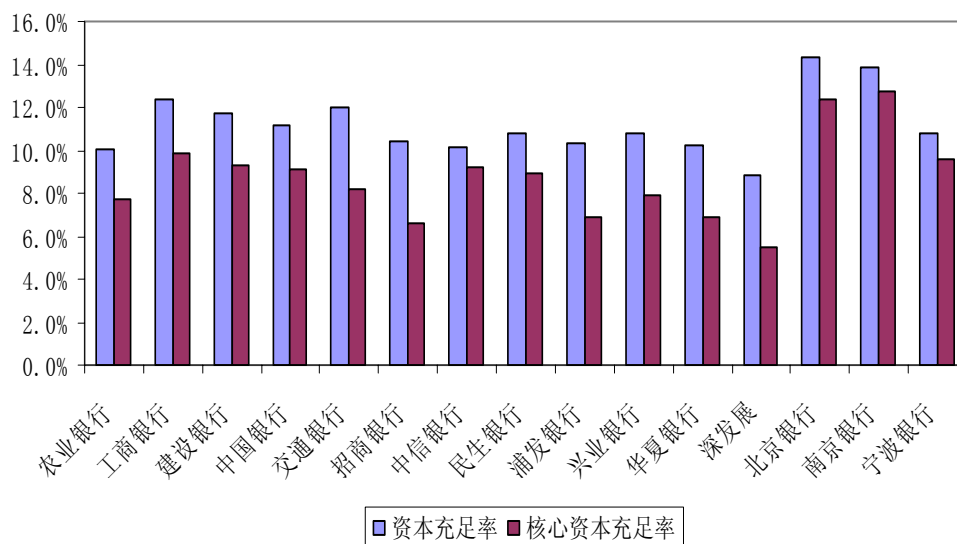
4. 公司财务分析

资本充足率低于国有商业银行均值水平

本次发行之前，农业截至 2009 年 12 月 31 日的资本充足率为 10.07%，核心资本充足率为 7.74%。低于国有商业银行的平均值 11.8%和 9.11%；和股份制商业银行均值水平的 10.23%和 7.41%接近，但远低于城市商业银行均值水平的 13%和 11.58%。通过 A+H 上市融资以后，农业银行的资本充足率和核心资本充足率两项

指标有望得到有效提升，达到国有商业银行的平均水平，为公司未来的业绩增长提供有力支持。

图表 6 2009 年末各银行资本充足率和核心资本充足率

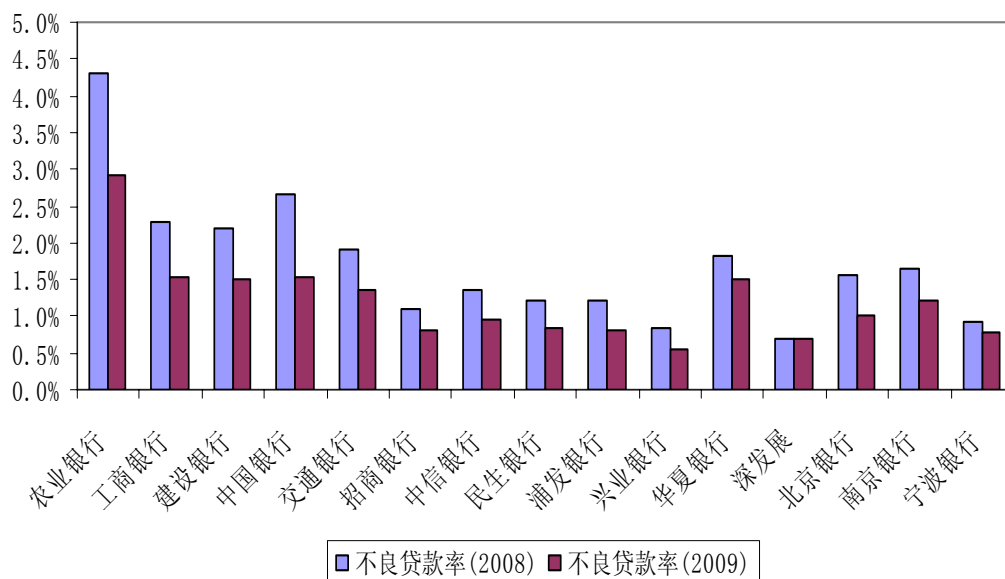


资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

资产质量一般，拨备覆盖率有待进一步提高

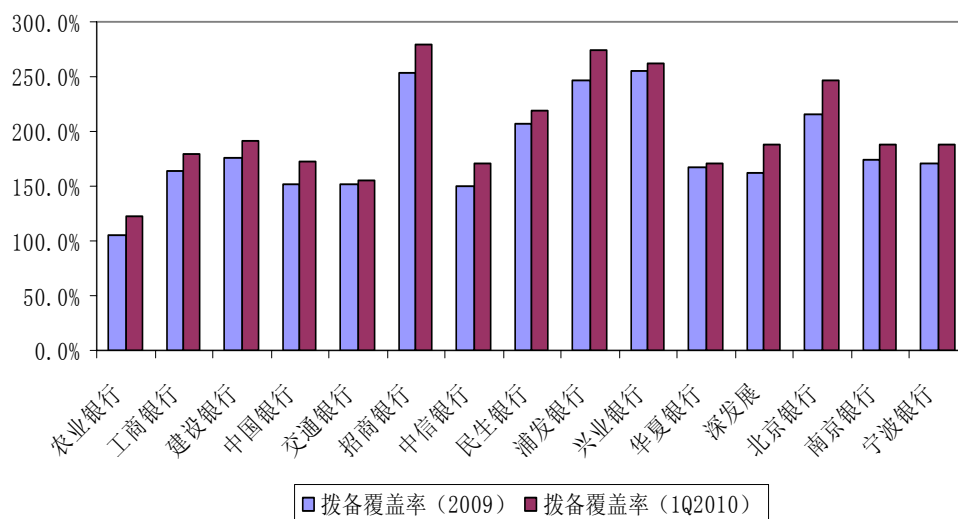
农业银行的资产质量较为一般，2009 年末不良贷款率水平 2.91% 高于国有商业银行平均水平的 1.48%，也远高于 1.08% 的上市银行平均水平。公司 2010 年 1 季度末的拨备覆盖率达到 123.25%，但仍低于国有商业银行平均水平的 174.82%，同样远低于 205.85% 的上市银行平均水平。总体来看，由于历史遗留问题，尽管进行了不良资产的剥离，但农业银行的资产质量状况仍要较上市银行一般水平要差，拨备覆盖也处于偏低的位置，仍有待进一步提高。

图表 7 上市银行不良贷款率



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图表 8 上市银行拨备覆盖率



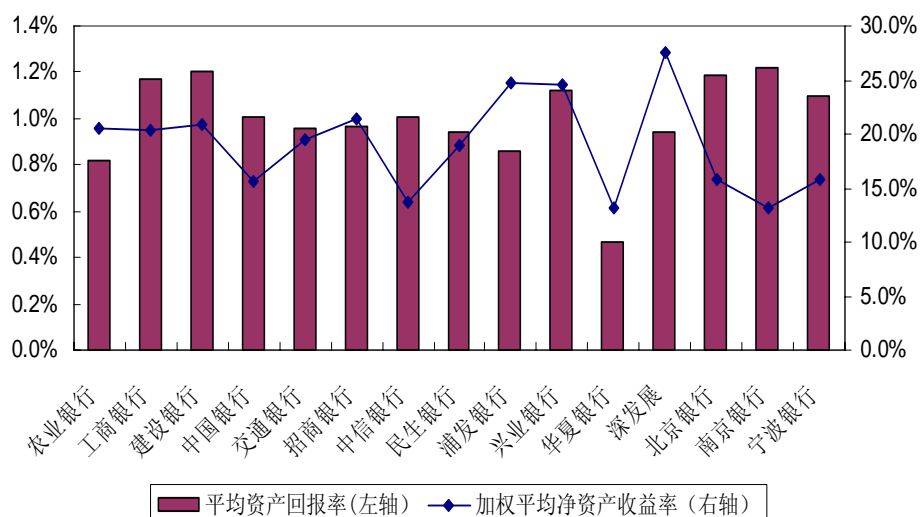
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

盈利能力尚可，在国有商业银行处于高端

公司 2009 年的平均资产回报率为 0.82%，在上市银行中仅高于华夏银行的

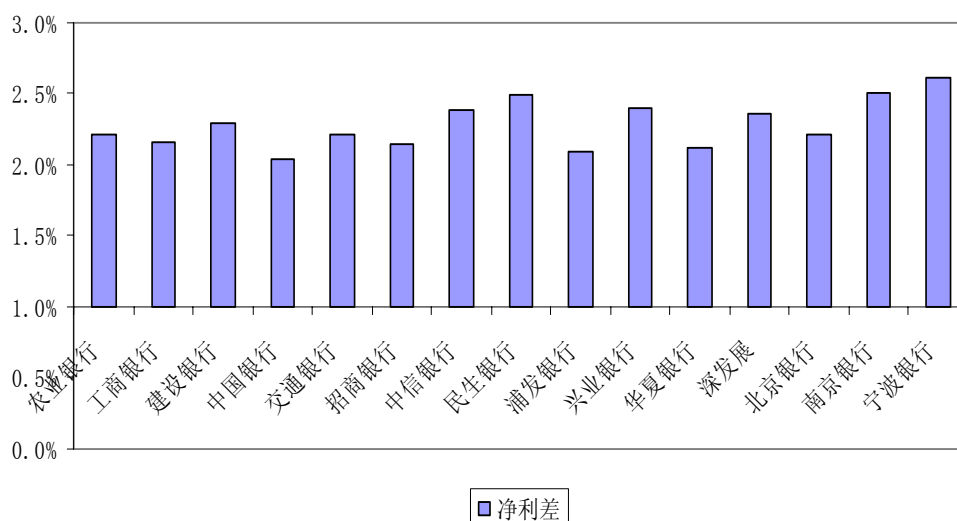
0.47%。净资产收益率为 20.53%，在国有商业银行中处于较高的水平，仅略低于建设银行的 20.8%，表明公司负债盈利能力较强，但资产充足率上存在隐忧。公司的净利差水平在国有商业银行中亦处于高端，低于股份制商业银行和城商行中的高端水平。

图表 9 2009 年上市银行 RoAA 和 RoAE



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图表 10 上市公司 2009 年净利差水平

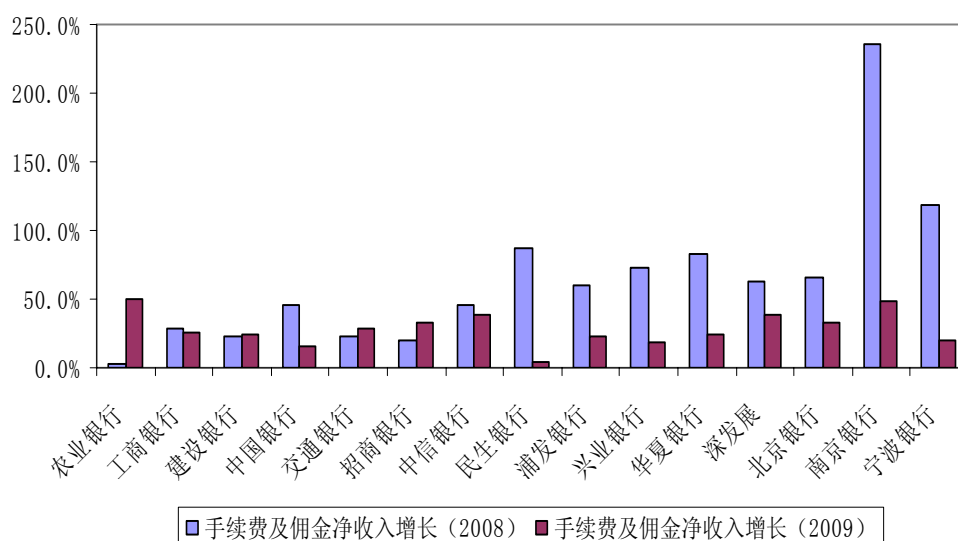


资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

手续费及佣金收入飞速增长，未来难以持续

农业银行 2009 年、2008 年和 2007 年的手续费及佣金净收入分别为 356.40 亿元、237.98 亿元和 229.95 亿元，同比分别增长 49.8% 和 3.5%，分别占当年营业收入的 16.0%、11.3% 和 12.8%。2009 年较 2008 年大幅增长主要是由于：2009 年农业银行代理财政部处置委托不良资产产生的手续费收入，使得代理业务手续费收入大幅增加。这一偶发政策性因素对农行手续费收入的大幅提升，在未来是不可持续的。从 2009 年上市公司全行业手续费和佣金收入情况来看，绝大部分上市银行相关收入增幅都出现了较大幅度的滑坡。只有建设银行、交通银行和招商银行出现增速的小幅提高。但农行 2009 年的增速却是 2008 年增速的 14.2 倍：这充分说明了外生非市场化因素对这一收入增长的刺激作用。2010 年农行的相关收入增速有望回归正常水平。

图表 11 上市公司 2008 年/2009 年手续费及佣金收入增速



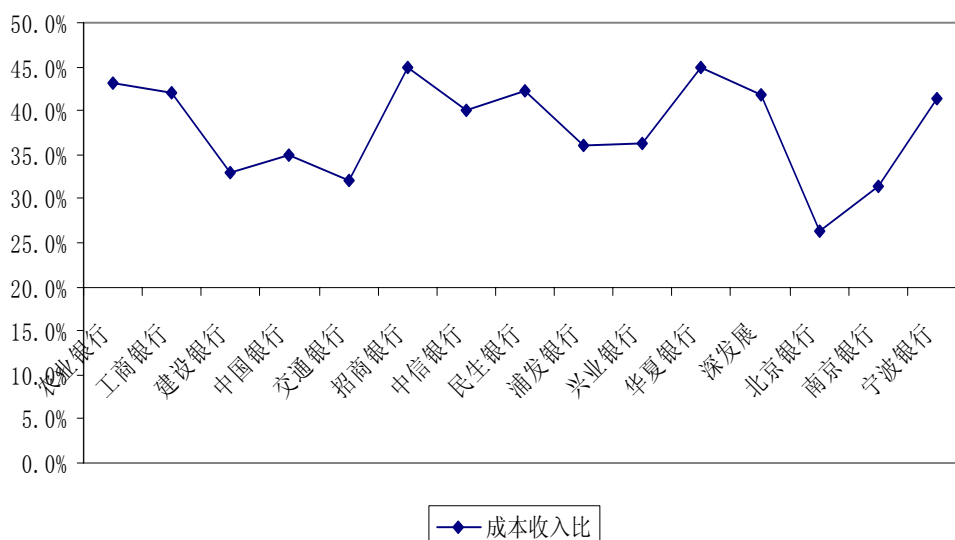
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

成本控制能力有待加强

农业银行的成本收入比在 2009 年末达到了 43.11%，高于其他几家国有商业银行，接近股份制商业银行和城市商业银行的高端水平。由于农行在 2009 年对补充

退休福利负债以等额资产实施清算，不再对该等补充退休福利承担支付义务，在薪酬福利开支方面节省支出比例高达 15%；但是另一方面，工资及奖金的增加部分抵消了职工薪酬及福利的降幅：09 年相关费用的实际降幅仅为 3.5%。考虑到农行的薪酬和激励体系和股份制商业银行或城市商业银行相比是缺乏竞争力的，但成本收入比却达到了相当的水平：农行未来的成本控制能力仍有待加强。

图表 12 上市公司 2009 年成本收入比



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

5. 公司的财务报表及指标预测

财务预测假设

1. 假设贷款未来三年的增长率都维持在 30%
2. 假设公司的净息差在 2.42% 的基础上缓慢增长至 2010 年底。2011 年开始，由于非对称加息净息差逐步缩窄。
3. 公司的成本收入比率控制在 40% 左右。
4. 公司的信贷成本保持基本稳定，略有提升。
5. 公司每年的分红在 40%。

表格 5 农业银行利润表预测

| 人民币（百万元） | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-----------|------------|------------|------------|
| 平均生息资产 | 7,983,715 | 10,219,155 | 13,284,902 | 17,536,070 |
| 利息收入 | 296,147 | 393,437 | 511,469 | 690,921 |
| 利息支出 | 114,508 | 153,287 | 223,186 | 326,171 |
| 净利息收入 | 181,639 | 240,150 | 288,282 | 364,750 |
| 手续费及佣金收支净额 | 35,640 | 46,332 | 57,915 | 69,498 |
| 非利息收入 | 40,635 | 47,832 | 59,415 | 70,998 |
| 营业收入 | 222,274 | 287,982 | 347,697 | 435,748 |
| 营业费用 | 108,390 | 138,231 | 156,464 | 187,372 |
| 营业利润 | 113,884 | 149,751 | 191,234 | 248,377 |
| 营业外收支净额 | 186 | 210 | 235 | 260 |
| 扣除资产减值准备前利润 | 114,070 | 149,961 | 191,469 | 248,637 |
| 资产减值准备 | 40,142 | 56,205 | 73,067 | 96,448 |
| 税前利润 | 73,928 | 93,755 | 118,402 | 152,188 |
| 所得税 | 8,926 | 11,251 | 14,208 | 18,263 |
| 净利润 | 65,002 | 82,505 | 104,193 | 133,926 |
| 每股收益 | 0.25 | 0.26 | 0.33 | 0.42 |

资料来源：德邦证券研究所

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。