

农业银行 (601288)

增持/ 维持评级

股价: RMB2.76

分析师

戴志锋

SAC 执业证书编号:S1000210090008

0755-82125150 daizf@lhqz.com

分析师

吴松凯

SAC 执业证书编号:S1000210050050

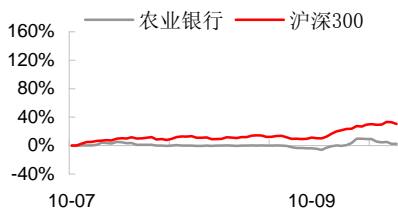
+755-82492207 wusongkai@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	324794.12
流通 A 股(百万股)	15342.35
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	42344.89

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

存款有优势 股改红利继续

—农业银行 10 年 3 季报点评

- 农业银行前 9 个月实现净利润 701 亿元, 同比上升 36%; 3 季度单季实现净利润 243 亿, 季度环比上升 16.5%, 对环比贡献较大的是拨备、规模和息差。
- 净息差继续环比上升, 预计得益于付息成本的控制和贷款期限变化。3 季度单季息差为 2.6% (期初期末值), 环比上升 10 个 bp。我们推断主要原因有: 1) 付息成本的有效控制, 在存款环比增长 3.8% 的同时, 利息支出环比增加 2.6%, 表明存款付息率没有明显上升, 预计得益于农行网点和储蓄存款的优势。2) 贷款收益率也在上升, 利息收入环比上升速度 (5.65%) 快于贷款环比增速 (3.2%), 预计新增贷款的中长期贷款占比高, 拉高贷款收益率。
- 不良贷款大幅度下降, 拨备覆盖率上升, 股改红利继续。3 季度不良贷款余额环比下降 7%, 农行保持审慎的拨备计提政策, 使得拨备覆盖率上升到 160%, 拨贷比上升到 3.32%。预计不良贷款的升级和回收在近期还会持续, 拨备计提压力较小, 股改红利将会继续。
- 成本收入比保持稳定。1-9 月成本收入比 36.91%, 同比下降 2.14%, 营业支出环比下降 8.5%, 总体上看, 保持稳定。我们比较关注农行的成本控制能力, 也想要到年报才会看到些端倪。
- 投资建议: 我们上调农业银行全年利润至 917 亿 (上调 6%), 10 年 EPS 为 0.28 元, 对应 10 年的 PB 和 PE 分别为 1.58 倍和 9.2 倍, 维持“增持”评级。短期内, 农行的息差趋势向好, 拨备计提压力较小, 会有较靓丽的财务报表。中长期看, 我们关注其资产质量、管理能力的提升、以及三农业务的盈利能力, 维持前期“农行估值相对工行和建行折价 10%-20%”的判断。
- 风险提示: 融资平台贷款风险、风险管控能力。

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	211,467	222,460	290,515	335,661
(+/-%)	0	5	31	16
归属母公司净利润(百万元)	51,453	65,002	91,685	108,823
(+/-%)	0	26	41	19
EPS(元)	0.20	0.25	0.28	0.33
P/E(倍)	13.54	10.72	9.82	8.28

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测
 谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

关键指标及盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E		2007	2008	2009	2010E	2011E
每股指标:					利润表:					
PE	13.95	11.04	9.82	8.28	利息收入	243,317	315,697	296,147	378,958	450,216
PB		2.09	1.58	1.43	利息支出	(85,852)	(121,852)	(114,508)	(136,845)	(172,319)
EPS	0.20	0.25	0.28	0.33	净利息收入	157,465	193,845	181,639	242,112	277,897
BVPS	1.12	1.32	1.75	1.93	手续费净收入	22,995	23,798	35,640	43,222	52,583
每股拨备前利润	0.40	0.44	0.48	0.56	营业收入	180,047	211,467	222,460	290,515	335,661
驱动性因素:					营业支出	(71,216)	(107,640)	(108,390)	(135,154)	(153,371)
生息资产增长	16.08%	26.56%	18.47%	18.76%	拨备前利润	108,831	103,827	114,070	155,361	182,290
贷款增长	-10.77%	33.48%	17.00%	20.00%	拨备	(30,574)	(51,478)	(40,142)	(40,755)	(46,262)
存款增长	15.32%	22.96%	18.00%	20.00%	税前利润	78,257	52,349	73,928	114,607	136,028
贷款收益率	6.58%	5.24%	5.59%	5.60%	税后利润	43,787	51,453	65,002	91,685	108,823
生息资产收益率	4.94%	3.81%	3.99%	4.00%	资产负债表:					
计息负债付息率	1.98%	1.56%	1.52%	1.62%	贷款	3,474,174	3,100,159	4,138,187	4,841,679	5,810,015
净息差	3.03%	2.33%	2.55%	2.47%	投资类资产	1,292,125	2,269,215	2,504,637	2,968,330	3,548,979
信贷成本	1.57%	1.11%	0.91%	0.87%	同业资产	1,150,792	1,499,401	2,050,027	2,488,402	2,870,893
手续费净收入增长率	3.49%	49.76%	21.27%	21.66%	其他资产	76,947	126,868	204,456	241,689	286,568
营业费用/营业支出	44.65%	43.07%	41.00%	40.00%	资产总额	5,305,506	7,014,351	8,882,588	10,508,205	12,459,459
所得税税率	1.71%	12.07%	20.00%	20.00%	存款	5,287,194	6,097,428	7,497,618	8,847,189	10,616,627
盈利及杜邦分析:					同业融资	551,251	359,307	701,131	841,357	925,493
ROE	-23.54%	20.52%	20.06%	18.11%	发行债券	0	0	49,955	49,955	49,955
ROAA	0.84%	0.82%	0.95%	0.95%	其他负债	194,666	267,075	290,959	198,745	236,573
净利息收入	5.13%	3.73%	3.91%	3.92%	负债总额	6,033,111	6,723,810	8,539,663	9,937,246	11,828,648
非净利息收入	0.29%	0.51%	0.50%	0.50%	股东权益	(727,605)	290,541	342,925	570,958	630,811
营业收入	3.43%	2.80%	3.00%	2.92%	(未分配利润)	(844,620)	12,022	59,817	74,183	113,842
营业支出	-1.75%	-1.36%	-1.39%	-1.34%	资本状况:					
拨备前利润	1.69%	1.44%	1.60%	1.59%	资本充足率	0.00%	9.41%	10.07%	13.55%	10.79%
拨备	-0.84%	-0.51%	-0.42%	-0.40%	核心资本充足率	0.00%	8.05%	7.74%	11.18%	8.54%
税前利润	0.85%	0.93%	1.18%	1.18%	杠杆率	(7.3)	24.1	25.9	18.4	19.8
税收	-0.01%	-0.11%	-0.24%	-0.24%	ROMA		3.03%	1.67%	1.92%	1.92%
业绩年增长率:					风险加权系数	0.00%	48.42%	49.23%	49.23%	49.23%
净利息收入		-6.30%	33.29%	14.78%	资产质量:					
营业收入		5.20%	30.59%	15.54%	不良贷款率		4.32%	2.91%	2.10%	1.99%
拨备前利润		9.87%	36.20%	17.33%	不良贷款覆盖率	93.42%	63.53%	105.37%	146.70%	156.02%
税后利润		26.33%	41.05%	18.69%	拨备/贷款均值	0.00%	1.57%	1.11%	0.91%	0.87%
					不良贷款净生成率		-0.01%	-0.31%	0.09%	-0.01%

资料来源: 华泰联合证券研究。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们从研究诞生于西历由子此形式八步 间求由公续以印刷口形式八步 我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhqz.com