

农业银行 (601288.SH) 银行业

评级: 持有 维持评级

公司点评

张英

分析师 SAC 执业编号: S1130210020002
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130210040007
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

李伟奇

分析师 SAC 执业编号: S1130208120260

3 季报点评

事件

农业银行 2010 年 1-3 季度实现净利润 701.46 亿元, 同比增长 36.24%, EPS 0.22 元, 符合我们预期; 其中 3 季度单季实现净利润 243.06 亿元, 环比增长 16.51%。

公司业绩同比增长主要源于规模扩张及信贷成本的下降。2010 年前 3 季度公司净利息收入同比增长 36.09%, 其中生息资产同比增长 26.38%。相比较与其它国有银行, 公司生息资产规模扩张较息差反弹的优势更加明显。公司生息资产规模扩张幅度更快的原因与其 IPO 相关。与今年刚上市的光大银行 3 季度业绩增长依赖于净息差扩大不同, 农行 3 季度业绩增长还需归因于信贷成本的下降。公司 09 年信贷成本 1.22%, 远高于行业平均 0.51% 的水平, 而光大 09 年信贷成本仅为 0.42%, 并无太多下降空间。

09 年 3 季度大额不良贷款核销导致所得税率异常的低。09 年前 3 季度公司所得税率 8.13%, 其中 3 季度单季退税 547 亿元; 主要源于大额核销不良贷款 8300 亿所致。2010 年前 3 季度公司所得税率 21.31%, 与行业平均水平相当。所得税率的大幅提高带来-22.91% 的净利润同比增幅。

评论

净息差及生息资产规模扩张超预期: 2010 年前 3 季度公司循环净息差 2.51%, 较年初上升 16BP, 较中期上升 3BP; 上升幅度预计处于国有 5 大银行中最高。我们认为农业银行净息差反弹幅度更高的原因在于公司客户结构分布中中小企业客户机三农客户占比更高, 因而贷款收益率也更高的缘故。2010 年 3 季度末公司生息资产较年初增长 13.8%, 我们判断这一增速将是国有银行中最高水平, 源于公司 IPO 之前冲规模的需要。

贷款质量与拨备计提充分将成为压制股价的因素: 3 季度末公司不良率 2.08%, 不良贷款余额 994.4 亿元, 继续双降。但是公司 2.08% 的不良率依然处于所有上市银行中最高水平。考虑公司 3 季度末不良贷款覆盖率仅为 152.54%, 较中期 159.70% 有所下降, 我们认为公司贷款质量以及拨备计提的充分性可能成为公司股价的压制因素。

投资建议

维持公司 2010-2011 年实现净利润 882 亿元和 106 亿元, 同比增长 36% 和 21%, EPS 0.27 元和 0.33 元。目前股价对应 1.65x10PB/10.16x10PE 和 1.41x11PB/8.46x11PE, 考虑农行 ROA 及 ROE 水平, 我们认为公司估值相较于行业平均处于合理水平, 维持“持有”投资建议。

图表1: 农业银行业绩增长归因分析

累积同比增长业绩分拆 业绩同比	2008	2009	1H10 ¹	3Q10
利息收入	29.75%	-6.19%	18.30%	20.14%
利息支出	41.93%	-6.03%	-3.04%	-2.84%
净利息收入	23.10%	-6.30%	33.15%	36.09%
非利息净收入	3.49%	49.76%	31.98%	32.95%
营业收入	17.45%	5.20%	30.11%	32.80%
营业支出	51.15%	0.70%	31.89%	25.23%
拨备前利润	-4.60%	9.87%	28.79%	38.91%
拨备	68.37%	-22.02%	11.84%	3.00%
税前利润	-33.11%	41.22%	35.75%	59.15%
所得税	-97.40%	896.21%	21.34%	317.25%
税后利润	17.56%	26.26%	40.12%	36.24%
业绩增长分拆				
规模增长	32.00%	27.18%		
净息差	-8.90%	-33.48%		
非息收入	-5.65%	11.50%	-3.04%	-3.29%
成本	-22.05%	4.67%	-1.31%	6.11%
拨备	-28.51%	31.36%	6.96%	20.25%
税收	50.66%	-14.96%	4.37%	-22.91%
单季环比增长业绩分拆				3Q10
业绩增长分拆				
规模增长				3.65%
净息差				2.36%
非息收入				-0.07%
成本				12.16%
拨备				0.77%
税收				-2.27%
业绩增长贡献				
规模增长				21.98%
净息差扩大				14.20%
非息收入				-0.43%
成本				73.28%
拨备				4.65%
税收				-13.69%

来源: 国金证券研究所

图表2: 农业银行生息资产规模扩张

同比增长	2007	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10
生息资产同比增长	32.00%	27.18%		9.14%	13.87%	
贷款	-10.77%	33.48%		11.74%	15.47%	
其中企业贷款	-11.76%	26.92%				
其中个人贷款	-5.44%	69.95%				
投资	76.39%	13.32%		-0.72%	3.10%	
同业	30.29%	36.72%		9.14%	13.87%	
季度环比增长	4Q07	4Q08	4Q09	1Q10	1H10	3Q10
生息资产同比增长			27.18%			4.34%
贷款			33.48%			3.34%
其中企业贷款			26.92%			
其中个人贷款			69.95%			
投资			13.32%			3.85%
同业			36.72%			7.08%

来源: 国金证券研究所

图表3: 农业银行计息负债规模扩张

同比增长	2007	2008	2009	1H10	3Q10
计息负债	15.41%	27.76%		9.90%	12.92%
存款	15.32%	22.96%		11.35%	15.56%
活期存款	8.60%	27.30%			
定期存款	26.24%	18.01%			
债券					
同业	16.94%	95.29%		-4.92%	-15.58%
季度环比增长	4Q07	4Q08	4Q09	1H10	3Q10
计息负债			27.76%		2.75%
存款			22.96%		3.78%
债券					16.77%
同业			95.29%		-11.21%

图表4: 农业银行循环收益率水平

	2007	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10
循环收益率(折算为年收益率)						
生息资产收益率		5.27%	3.82%		3.74%	3.76%
计息负债成本		2.02%	1.56%		1.31%	1.31%
净利差		3.24%	2.26%		2.43%	2.45%
贷款收益率	▲	6.58%	5.41%	▲	5.24%	
存款成本率	▲	1.96%	1.52%	▲	1.27%	
存贷差		4.62%	3.89%		3.97%	
净息差	▲	3.23%	2.34%		2.48%	2.51%
债券收益率	▲	4.03%	3.06%		2.96%	
同业收益率		2.00%	1.42%		1.50%	
同业成本率		2.88%	1.90%		1.56%	

来源: 国金证券研究所

图表5: 农业银行贷款质量

农业银行(601398.SH): 资产质量
(RMB百万)

	2007	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10
五级分类						
正常类	2,386,505	2,568,164	3,693,136		4,204,677	
关注类	268,816	397,928	324,810		312,220	
次级类	51,341	87,104	52,575		41,257	
可疑类	217,721	43,968	62,895		59,481	
损失类	549,791	2,995	4,771		6,348	
不良贷款总额	▲ 818,853	▲ 134,067	▲ 120,241	▲	107,086	99,438
增加额						
贷款总额	3,474,174	3,100,159	4,138,187		4,623,983	4,780,673
关注类占贷款比重	7.74%	12.84%	7.85%		6.75%	
次级占不良贷款比重	6.27%	64.97%	43.72%		38.53%	
可疑占不良贷款比重	26.59%	32.80%	52.31%		55.55%	
损失占不良贷款比重	67.14%	2.23%	3.97%		5.93%	
不良贷款率	23.57%	4.32%	2.90%		2.32%	2.08%
不良贷款准备	(764,982)	(85,175)	(126,692)		(145,753)	
组合计提贷款准备	(96,852)	(42,034)	(71,096)		(90,450)	
个别计提贷款准备	(668,130)	(43,141)	(55,596)		(55,303)	
不良贷款覆盖率	93.42%	63.53%	105.37%		136.11%	159.70%
不良贷款覆盖率(剔除损)	79.98%	62.70%	105.59%		138.38%	
不良贷款拨备	(21,115)	(39,858)	(44,289)	(8,624)	(19,728)	(32,547)
当期拨备/不良贷款	2.58%	29.73%	36.83%		18.42%	32.73%
当期拨备/贷款总额(风险)	0.61%	1.21%	1.22%		0.90%	0.97%
组合计提准备/(非不良贷)	3.65%	1.50%	1.77%		2.00%	
个别计提准备/不良贷款	81.59%	32.18%	46.24%		51.64%	

来源: 国金证券研究所

图表6: 农业银行利润表预测

农业银行(601398.SH): 利润表						
YE 31 Dec (RMB 百万)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	243,317	315,697	296,147	373,280	429,282	492,337
利息支出	(85,852)	(121,852)	(114,508)	(139,917)	(158,862)	(180,148)
净利息收入	157,465	193,845	181,639	233,363	270,420	312,190
手续费及佣金净	22,995	23,798	35,640	42,583	50,587	60,163
其他非息收入	(413)	(6,176)	5,181	5,181	5,181	5,181
非利息净收入	22,582	17,622	40,821	47,764	55,768	65,344
营业收入	180,047	211,467	222,460	281,128	326,188	377,534
营业税金及附加	(11,140)	(13,223)	(12,567)	(16,219)	(18,715)	(21,548)
营业费用	(60,076)	(94,417)	(95,823)	(115,262)	(130,475)	(147,238)
营业支出	(71,216)	(107,640)	(108,390)	(131,481)	(149,190)	(168,786)
拨备前利润	108,831	103,827	114,070	149,647	176,998	208,748
拨备	(30,574)	(51,478)	(40,142)	(34,973)	(38,484)	(45,652)
税前利润	78,257	52,349	73,928	114,673	138,514	163,096
所得税	(34,470)	(896)	(8,926)	(26,485)	(32,107)	(37,933)
税率	44.05%	1.71%	12.07%	23.10%	23.18%	23.26%
少数股东权益	0	(21)	10	14	16	19
税后利润	43,787	51,432	65,012	88,202	106,423	125,183
净利润增长率		17.46%	26.40%	35.67%	20.66%	17.63%
ROE		17.71%	18.96%	16.24%	16.74%	17.43%
Per share data	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股本, 期末 (mn)		260,000	260,000	324,794	324,794	324,794
每股拨备前利润		0.40	0.44	0.46	0.54	0.64
EPS(basic)		0.198	0.250	0.272	0.328	0.385
EPS(Diluted)						
BVPS		1.117	1.319	1.672	1.957	2.211
BVPS(Diluted)						
Dividend	0.000	0.000	0.077	0.109	0.131	0.154
Dividend Ratio	#DIV/0!	0.00%	30.76%	40.00%	40.00%	40.00%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-31	持有	2.69	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室