

量价齐升-三季度报点评

增持维持

目标价格：3.10 元

投资要点：

- 📖 量价齐升、资产质量稳定
- 📖 存款负增长显示全行业存款紧张
- 📖 维持增持评级

事件：公司发布2011年三季度报，前三季度公司实现净利润1007.76亿元，较上年同期增长43.59%。年化平均总资产回报率为1.23%，同比提高0.24个百分点，年化加权平均净资产收益率为23.00%。实现基本每股收益0.31元。三季度净利润为341亿元，环比增长4.57%。

点评：

- **“量价齐升”。**前三季度，生息资产和净息差都对净利润增长产生积极贡献，前者拉动净利润增长 17.2 个百分点，后者拉动 14.7 个百分点。前三季度年化 NIM 为 2.79%，同比提高 29 个 BP。贷款比 6 月底增长 1.92%，比年初增长 10.71%。三季度年化 NIM 为 2.83%，环比提高 9 个 BP。
- **前三季度手续费增长 61.1%，拉动净利润增长 13.45 个百分点。**三季度手续费净收入 176.88 亿元，环比下降 8.76%，拖累净利润环比增长 2.46 个百分点。
- **存款三季度负增长。**三季度末存款余额 9.7 万亿，比年初增长 9.18%，但比 6 月底下降 0.03%，出现行业性的存款紧张状态。
- **不良“双降”。**公司不良率 1.6%，比 6 月底小幅下降了 0.07 个百分点，不良余额比 6 月底下降了 20.92 亿元。三季度计提减值损失 137 亿元，环比少提 18 亿元。
- **投资建议。**我们预计农行 2011 年和 12 年实现归属于母公司股东的净利润为 1302 亿元和 1608 亿元，同比增长 37.2% 和 23.5%，EPS 为 0.40 元和 0.50 元，维持增持评级。

(百万元, 元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	222274	290418	349973	429946	515862
净利润	65002	94907	130230	160888	195781
摊薄 EPS	0.25	0.29	0.40	0.50	0.60
BVPS	1.32	1.67	2.02	2.44	2.93
PE(X)	10.00	8.56	6.24	5.05	4.15
PB(X)	1.90	1.50	1.24	1.03	0.85

银行行业研究组

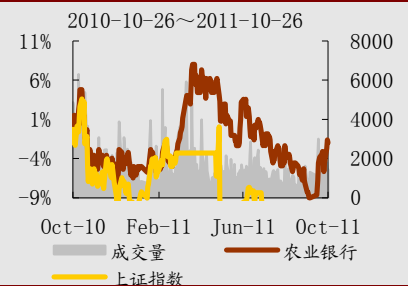
分析师：

张继袖 (S1180511010006)

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

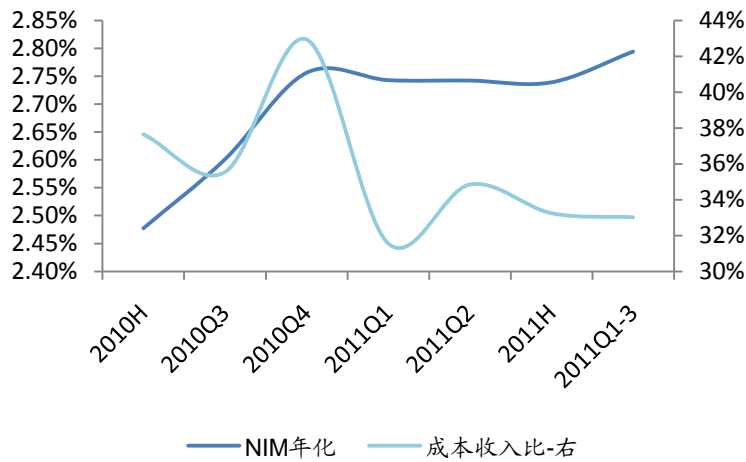
股本 (亿股)	3248
市值 (亿元)	8607
大股东	中央汇金
持股比例	40.03%

数据来源：wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*农业银行：净息差大幅反弹——中报点评*601288*银行*张继袖》，2011.8
- 2 《宏源证券*公司研究*农业银行：规模和净息差双驱动——年报点评*银行*601288*张继袖》，2011.3
- 3 《宏源证券*公司研究*农业银行：资产质量改善，NIM 反弹*601288*银行*张继袖》，2010.10
- 4 《宏源证券*公司研究*农业银行：NIM 强势反弹，资产质量改善》，2010.8

图 1: NIM 和成本收入比走势图



资料来源: 宏源证券

表 1: 净利润同比增长归因分析

	2010	2011Q1	2011Q2	2011H	2011Q1-3	2011Q3
生息资产规模	26.58	17.89	33.23	18.88	17.17	19.14
NIM	15.36	14.52	-0.71	13.47	14.74	11.89
手续费净收入	7.27	13.15	15.78	14.37	13.45	11.63
其他收支	-1.98	-0.93	2.57	0.76	-0.29	-2.33
费用收入比	17.76	6.44	23.16	13.97	12.18	9.08
营业税率	1.24	0.17	-0.30	-0.04	-0.66	-1.78
拨备支出	-4.42	-11.48	-16.87	-13.91	-9.97	-2.62
营业外收支	1.51	0.14	0.13	0.14	-0.12	-0.61
所得税率	-17.31	-3.49	-0.86	-2.24	-2.91	-4.21
净利润增长率	46.01	36.41	56.13	45.39	43.59	40.19

资料来源: 宏源证券

表 2: 净利润环比增长归因分析

	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
生息资产规模	-3.61	15.84	3.83	26.58	5.23	2.99
NIM	12.41	-7.42	7.23	15.36	-0.03	3.41
手续费净收入	1.42	-0.06	0.99	7.27	2.32	-2.46
其他收支	-3.86	0.35	1.49	-1.98	-0.37	-3.35
费用收入比	-16.25	16.11	-19.20	17.76	-7.00	5.26
营业税率	-0.09	1.02	-0.01	1.24	-0.40	-0.32
拨备支出	-8.25	-6.86	6.61	-4.42	-7.65	4.39
营业外收支	0.77	-0.19	0.25	1.51	0.53	-0.67
所得税率	1.06	-2.32	0.45	-17.31	3.07	-4.69
净利润增长率	-16.39	16.46	1.64	46.01	-4.31	4.57

资料来源: 宏源证券

表 3: 盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	2082332	1954042	1842716	2116677	净利息收入	242152	285565	343067	402948
存放同业和其它	77893	78189	73734	84696	手续费及佣金净收入	46128	62524	85222	111495
拆出资金	95375	95737	90283	103705	其他净收入	2138	1884	1656	1419
证券投资	2527431	3385363	4537281	5299634	营业收入合计	290418	349973	429946	515862
买入返售金融资产	525331	663521	625718	718746	营业税金及附加	15505	18685	22954	27541
衍生金融资产	9173	9048	10406	11966	业务及管理费	112071	125990	154781	185710
发放贷款及垫款	4788008	5473405	6228063	7084006	资产减值损失	43412	40932	48842	52910
固定资产	121391	131682	143971	159261	营业支出合计	170988	185607	226577	266161
递延所得税资产	31470	31042	35699	41053	营业利润	119430	164367	203369	249701
无形资产	26294	279	283	287	营业外收支净额	1304	1303	1302	1301
其他资产合计	52708	65709	83066	101870	拨备前利润	162842	205298	252211	302610
资产合计	10337406	11888017	13671219	15721902	利润总额	120734	165670	204671	251002
同业和其它金融机构存放	526250	607819	655821	757474	减: 所得税	25827	35440	43782	55220
拆入资金	56702	65491	54652	63123	净利润	94907	130230	160888	195781
卖出回购金融资产款	37467	60103	145171	176225	归属于母公司的净利润	94873	130184	160831	195711
吸收存款	8887905	10265530	11856687	13694474	少数股东损益	34	47	58	71
应付债券	62344	55179	55179	55179	基本每股收益	0.29	0.40	0.50	0.60
其他负债合计	224502	176699	112310	22412	稀释每股收益	0.29	0.40	0.50	0.60
负债合计	9795170	11230820	12879820	14768886	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	324794	324794	324794	324794	成长性				
资本公积金	96602	98871	101918	103934	营收增长率	30.7%	20.5%	22.9%	20.0%
盈余公积金	17242	30260	46343	65914	EBIT 增长率	62.4%	36.9%	23.4%	22.5%
未分配利润	45484	112553	187346	278359	净利润增长率	46.0%	37.2%	23.5%	21.7%
一般风险准备	58335	90893	131115	180060	盈利性				
少数股东权益	165	212	269	340	ROA	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%
股东权益合计	542071	656985	791130	952676	ROE	17.5%	19.8%	20.3%	20.5%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	42.0%	47.7%	47.9%	48.9%
净利润	94873	130184	160831	195711	净息差	2.57%	2.78%	2.87%	2.92%
EBIT	121839	166775	205776	252107	成本收入比	38.6%	36.0%	36.0%	36.0%
NOPLAT	95776	131099	161757	196643	估值倍数				
资产准备	43412	40932	48842	52910	PE	8.56	6.24	5.05	4.15
折旧与摊销	0	0	0	0	P/S	2.80	2.32	1.89	1.57
来源	1255507	1435650	1649000	1889066	P/B	1.50	1.24	1.03	0.85
运用	1454818	1550611	1783203	2050683	股息收益率	3.95%	2.16%	3.66%	4.46%
自由现金流	-103535	16138	27554	35026	EV/EBITDA	7.58	5.49	4.45	3.63

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8年资本市场研究经验, 今日投资2009年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。