

## 资产质量向好，高拨备平滑盈利增速

农业银行 (601288.SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司于3月23日发布年报，2011年实现营业收入3777.34亿元，同比增长30.1%，其中利息净收入增长26.9%至3072亿元。归属于母公司净利润约1219亿元，同比增长28.5%。基本每股收益0.38元。较我们的预测低了12.9个百分点，主要原因是四季度大幅计提拨备。

#### 2. 我们的分析与判断

■ **四季度大幅计提拨备，高拨备平滑盈利增速。** 四季度单季计提拨备 227.9 亿元，单季信贷成本 1.39%，全年信贷成本 1.16%，拨贷比达到 4.08%，拨备覆盖率 268%。在公司不良双降、资产质量向好背景下，公司盈余管理意图明显。我们认为基于充足拨备，2012 年公司信用成本将有所下降。

■ **资产质量向好，不良双降。** 不良贷款余额同比减少 130 亿元，不良率同比下降 48BP 至 1.55%。不良贷款余额环比三季度减少 6 亿元，不良率环比下降 5BP 至 1.55%。关注类贷款余额 3146.6 亿，同比减少 20.1 亿。管理层称有 1300 亿关注类贷款可以划分为正常类贷款，本着审慎的原则，将其划归为关注类贷款。

■ **四季度净息差环比提升 13BP。** 我们测算，四季度单季净息差（日均）达到 3.04%，较三季度提升 13BP；全年累计净息差 2.85%（日均），同比提升 28BP。公司风险定价能力、资产负债结构使净息差仍保有上升空间。

■ **核心/资本充足率分别环比提高 14BP/9BP 至 9.5%/11.9%。** 主要要由盈利积累、资本内生推动。管理层确认 2012 年不会进行股权融资。

#### 3. 投资建议

我们认为，公司庞大的客户基础决定了公司具有较强的贷款定价能力和存款成本优势，资产质量向好，拨备充足，为后续持续释放股改红利提供了空间。

预计 12/13/14 年实现净利 1553/1758/1980 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.54/0.61 元。按 2.65 元的股价计算，对应各年 PE 为 5.5x/4.9x/4.3x，PB 为 1.2x/1.1x/0.9x。维持“推荐”评级。

#### 分析师

郭怡娴

☎: (8610) 6656 8229

✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030001

特此鸣谢

黄斌辉 (8610) 8357 4031

(huangbinhui@chinastock.com.cn)

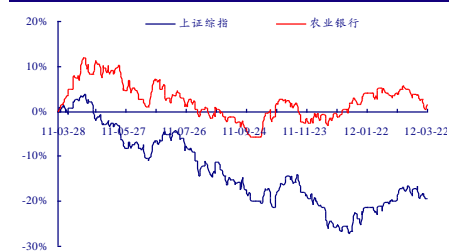
对本报告编制提供的信息

#### 市场数据

时间 2012.3.19

A 股收盘价(元)	2.65
A 股一年内最高价(元)	3.01
A 股一年内最低价(元)	2.43
上证指数	2,375.77
市净率	1.59
总股本(万股)	32479412
实际流通 A 股(万股)	2557059
限售的流通 A 股(万股)	26848471
流通 A 股市值(亿元)	677.62

#### 股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

表 1: 农业银行 2011 年报业绩分析

单位: 百万元	累计			单季			
	2010A	2011A	YoY %	10Q4	11Q3	11Q4	QoQ %
<b>资产简表</b>							
资产总计	10337406	11677577	13.0	10337406	11589073	11677577	0.8
贷款总额	4956741	5628705	13.6	4956741	5487462	5628705	2.6
逾期贷款	75744	73463	-3.0	75744	-	73463	-
关注类	316671	314657	-0.6	316671	-	314657	-
不良贷款总额	100405	87358	-13.0	100405	87956	87358	-0.7
债券投资	2527431	2628052	4.0	2527431	2532071	2628052	3.8
同业往来资产	698599	873997	25.1	698599	996731	873997	-12.3
生息资产	10096370	11387994	12.8	10096370	11295457	11387994	0.8
负债合计	9795170	11027789	12.6	9795170	10968538	11027789	0.5
存款	8887905	9622026	8.3	8887905	9703827	9622026	-0.8
同业往来负债	620419	816315	31.6	620419	779048	816315	4.8
计息负债	9570698	10557731	10.3	9570698	10602528	10557731	-0.4
所有者权益合计	542236	649788	19.8	542236	620535	649788	4.7
<b>损益简表</b>							
利息收入	357660	472921	32.2	97404	123116	132853	7.9
利息支出	115508	165722	43.5	29275	44482	49018	10.2
利息净收入	242152	307199	26.9	68129	78634	83835	6.6
手续费及佣金收入	48144	71524	48.6	12941	18329	15019	-18.1
手续费及佣金支出	2016	2774	37.6	845	641	1093	70.5
手续费净收入	46128	68750	49.0	12096	17688	13926	-21.3
其他非息收入合计	2138	1782	-16.7	704	(1304)	794	-160.9
非息净收入	48266	70532	46.1	12800	16384	14720	-10.2
营业收入	290418	377731	30.1	80929	95018	98555	3.7
营业支出	127576	156768	22.9	38946	36421	48928	34.3
拨备前利润	162842	220963	35.7	41983	58597	49627	-15.3
资产减值损失	43412	64225	47.9	10865	13742	22786	65.8
营业利润	119430	156738	31.2	31118	44855	26841	-40.2
税前利润	120734	158201	31.0	31539	45007	27531	-38.8
所得税	25827	36245	40.3	6817	10910	6351	-41.8
实际税率	21.4%	22.9%	7.1	21.6%	24.2%	23.1%	-4.8
归属于母公司净利润	94873	121927	28.5	24727	34090	21170	-37.9
<b>财务比率</b>							
贷存比	53.87%	56.11%		53.87%	54.39%	56.11%	
关注类	6.39%	5.59%		6.39%	-	5.59%	
不良贷款率	2.03%	1.55%		2.03%	1.60%	1.55%	
不良贷款覆盖率	168.05%	263.10%		168.05%	237.89%	263.10%	
信用风险成本	1.18%	1.16%		1.19%	1.01%	1.39%	
风险加权系数	52.08%	54.71%		52.08%	-	54.71%	
资本充足率	11.59%	11.94%		11.59%	11.85%	11.94%	
核心资本充足率	9.75%	9.50%		9.75%	9.36%	9.50%	
营业费用/营业收入	38.59%	35.89%		42.94%	32.57%	44.02%	
生息资产收益率	3.81%	4.40%		3.90%	4.38%	4.69%	
计息负债成本率	1.30%	1.65%		1.24%	1.68%	1.85%	
NIS	2.51%	2.76%		2.66%	2.70%	2.83%	
NIM	2.58%	2.86%		2.73%	2.80%	2.96%	
NIM(日均)	2.57%	2.85%		2.81%	2.91%	3.04%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

注: 生息资产收益率、计息负债成本率、NIM、NIM 未特别标注, 采用期初期末余额口径计算

表 2: 农业银行息差走势 (日均)

	2007A	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011H1	2011A
收益率								
客户贷款	5.48%	7.15%	5.44%	5.25%	5.16%	5.22%	5.79%	6.04%
公司类贷款	5.63%	7.30%	6.01%	5.76%	5.32%	5.41%	5.94%	6.22%
票据贴现	3.93%	5.66%	2.22%	2.14%	3.16%	3.07%	5.30%	6.75%
个人贷款	5.60%	7.21%	5.34%	5.29%	5.10%	5.14%	5.58%	5.73%
境外业务	4.95%	3.15%	2.94%	1.63%	2.37%	2.06%	2.45%	2.11%
证券投资	3.09%	3.47%	3.12%	3.04%	3.00%	3.05%	3.19%	3.37%
非重组类证券投资	3.33%	3.76%	3.09%	2.98%	2.94%	3.01%	3.20%	3.41%
重组类证券投资	0.00%	2.97%	3.17%	3.18%	3.16%	3.15%	3.15%	3.24%
存放央行款项	1.73%	1.80%	1.46%	1.53%	1.54%	1.58%	1.59%	1.68%
存放和拆放同业及其他金融机构款项	2.94%	3.36%	0.97%	1.16%	1.76%	2.10%	3.68%	4.02%
总生息资产收益率	4.35%	4.94%	3.75%	3.71%	3.73%	3.80%	4.19%	4.39%
付息率								
客户存款	1.57%	1.98%	1.62%	1.49%	1.28%	1.25%	1.41%	1.53%
公司存款	1.41%	1.64%	1.21%	1.15%	1.08%	1.08%	1.25%	1.40%
定期	3.46%	3.81%	2.75%	2.45%	2.35%	2.27%	2.91%	2.81%
活期	0.94%	0.96%	0.57%	0.64%	0.57%	0.59%	0.64%	0.74%
个人存款	1.68%	2.20%	1.87%	1.71%	1.42%	1.38%	1.53%	1.63%
定期	2.44%	3.42%	3.02%	2.75%	2.33%	2.28%	2.48%	2.69%
活期	0.84%	0.67%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.50%	0.49%
同业及其他金融机构存入和拆入款项	2.17%	2.52%	1.62%	1.64%	1.70%	1.67%	2.24%	2.99%
其他付息负债	3.30%	2.11%	3.52%	3.37%	3.26%	3.20%	3.40%	3.68%
总计息负债付息率	1.62%	2.01%	1.62%	1.51%	1.32%	1.30%	1.49%	1.66%
息差								
存贷利差	3.91%	5.18%	3.82%	3.76%	3.88%	3.97%	4.38%	4.51%
净利息差	2.74%	2.93%	2.13%	2.20%	2.40%	2.50%	2.70%	2.73%
净利息率收益率(NIM)	2.82%	3.03%	2.21%	2.28%	2.47%	2.57%	2.79%	2.85%

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

表 3: 关键财务数据及预测

利润表	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E	杜邦分析	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
利息净收入	1816	2422	3072	3422	3797	4217	净利息收入	2.04%	2.34%	2.63%	2.65%	2.65%	2.66%
非息净收入	406	483	705	870	1073	1330	非净利息收入	0.46%	0.47%	0.60%	0.67%	0.75%	0.84%
营业收入	2223	2904	3777	4292	4870	5548	营业收入	2.50%	2.81%	3.23%	3.33%	3.40%	3.50%
营业支出	1084	1276	1568	1787	2027	2309	营业支出	1.22%	1.23%	1.34%	1.38%	1.42%	1.46%
拨备前利润	1139	1628	2210	2506	2843	3239	拨备前利润	1.28%	1.58%	1.89%	1.94%	1.99%	2.04%
拨备	401	434	642	491	563	671	拨备	0.45%	0.42%	0.55%	0.38%	0.39%	0.42%
税前利润	739	1207	1582	2015	2280	2568	税前利润	0.83%	1.17%	1.35%	1.56%	1.59%	1.62%
净利润	650	949	1219	1553	1758	1980	税收	0.10%	0.25%	0.31%	0.36%	0.37%	0.37%
EPS	0.25	0.29	0.38	0.48	0.54	0.61	ROA	0.73%	0.92%	1.04%	1.20%	1.23%	1.25%
每股拨备前利润	0.44	0.50	0.68	0.77	0.88	1.00	权益倍数	25.9	19.1	18.0	17.2	16.5	15.9
<b>资产负债表</b>							ROE	18.96%	17.50%	18.77%	20.70%	20.33%	19.93%
资产总额	88826	103374	116776	129095	143042	158456	<b>资产负债比例</b>						
贷款	40115	47880	53989	60209	66746	73761	生息资产/总资产	97.7%	97.7%	97.5%	97.4%	97.4%	97.5%
其他生息资产	46665	53084	59891	65526	72613	80657	贷款/生息资产	46.2%	47.4%	47.4%	47.9%	47.9%	47.8%
其他资产	20	24	29	34	37	40	债券/生息资产	30.2%	25.0%	23.1%	26.6%	26.6%	26.5%
负债总额	85397	97952	110278	121587	134392	148519	同业资产/生息资产	6.1%	6.9%	7.7%	8.2%	8.4%	8.7%
存款	74976	88879	96220	105842	116427	128069	计息负债/总负债	96.7%	97.7%	95.7%	96.0%	96.0%	96.0%
其他计息负债	7563	6828	9358	10882	12590	14509	存款/计息负债	90.8%	92.9%	91.1%	90.7%	90.2%	89.8%
其他负债	2857	2245	4700	4863	5376	5941	同业融资/带息负债	8.5%	6.5%	7.7%	8.0%	8.4%	8.7%
股东权益	3428	5421	6496	7506	8648	9935	应付债券/带息负债	0.7%	0.7%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%
<b>盈利能力</b>							贷存比	53.5%	53.9%	56.1%	56.9%	57.3%	57.6%
生息资产收益率	3.82%	3.81%	4.40%	4.50%	4.58%	4.60%	<b>资本充足率</b>						
计息负债成本率	1.56%	1.30%	1.65%	1.77%	1.85%	1.87%	资本充足率	10.07%	11.59%	11.94%	12.23%	12.84%	13.38%
净利差	2.26%	2.51%	2.76%	2.73%	2.73%	2.73%	核心资本充足率	7.74%	9.75%	9.50%	9.80%	10.27%	10.72%
净息差	2.34%	2.58%	2.86%	2.86%	2.86%	2.87%	加权风险资产	43730	53837	63884	72293	80104	88735
贷款收益率	5.57%	5.48%	6.33%	6.51%	6.54%	6.58%	加权风险资产系数	49.2%	52.1%	54.7%	56.0%	56.0%	56.0%
存款成本率	1.38%	1.15%	0.22%	1.56%	1.66%	1.67%	<b>资产质量</b>						
存贷利差	4.19%	4.32%	6.10%	4.95%	4.89%	4.91%	不良贷款余额	1202	1004	874	1064	1222	1462
成本收入比	43.11%	38.59%	35.89%	36.00%	36.00%	36.00%	不良贷款率	2.91%	2.01%	1.63%	1.68%	1.73%	1.85%
<b>增长率</b>							不良拨备覆盖率	105.4%	168.1%	263.1%	292.6%	331.3%	353.9%
生息资产	27.2%	16.3%	12.8%	10.4%	10.8%	10.8%	不良贷款拨备率	36.83%	43.36%	35.00%	45.00%	45.00%	45.00%
贷款	33.1%	19.4%	12.8%	11.5%	10.9%	10.5%	信用风险成本	1.22%	1.18%	1.16%	0.80%	0.82%	0.88%
债券	13.3%	-3.4%	4.0%	27.5%	10.5%	10.6%	<b>收入构成</b>						
总资产	26.6%	16.4%	13.0%	10.5%	10.8%	10.8%	净利息收入/营业收入	81.72%	83.38%	81.33%	79.73%	77.98%	76.02%
计息负债	27.7%	16.0%	10.3%	10.6%	10.5%	10.5%	非净利息收入/营业收入	18.28%	16.62%	18.67%	20.27%	22.02%	23.98%
存款	23.0%	18.5%	8.3%	10.0%	10.0%	10.0%	贷款利息收入/利息收入	66.09%	67.35%	68.15%	69.02%	68.38%	68.39%
利息净收入	-6.3%	33.3%	26.9%	11.4%	10.9%	11.1%	债券利息收入/利息收入	25.42%	21.88%	17.82%	18.59%	19.44%	19.32%
非息净收入	134.3%	18.8%	46.1%	23.3%	23.3%	24.0%	同业往来/利息收入	2.20%	3.50%	6.19%	6.19%	6.35%	6.53%
营业收入	5.2%	30.7%	30.1%	13.6%	13.4%	13.9%	<b>公司描述</b>						
营业支出	0.7%	17.7%	22.9%	14.0%	13.4%	13.9%	机构数	23624	23486	23468			
拨备前利润	10.0%	43.0%	35.7%	13.4%	13.4%	13.9%	其中: 县域机构	12737					
净利润	26.3%	46.0%	28.5%	27.4%	13.2%	12.6%	员工数(万人)	44	44	45			

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**郭怡娴，银行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	<a href="mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn">fuchuxiong@chinastock.com.cn</a>
上海地区：于淼	021-20257811	<a href="mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn">yumiao_jg@chinastock.com.cn</a>
深广地区：詹璐	0755-83453719	<a href="mailto:zhanlu@chinastock.com.cn">zhanlu@chinastock.com.cn</a>