

## 利润低于预期，拨备计提充足——农业银行 2011

年报点评

2012 年 4 月 5 日


 爱建证券有限责任公司  
 AJ SECURITIES CO., LTD.

农业银行发布 2011 年报，公司 2011 年实现净利润 1,219.56 亿元，同比增长 28.5%，利润低于预期。实现净利息收入 3071.99 亿元，增长 26.9%；手续费及佣金净收入 687.5 亿元，同比增长 49%。归属于本行股东的平均总资产收益率（ROAA）和归属于本行股东的平均净资产收益率（ROAE）分别为 1.11% 和 20.46%。

点评：

### 1、发挥县域优势，业务结构持续优化

2011 年，公司总资产增长 13.0%，总负债增长 12.6%。其中客户贷款增加 13.6%；客户存款余额比上年末增长 8.3%，存款增长在行业中处于劣势。公司充分发挥县域优势和网点优势，调整资产结构，公司类贷款下降，个人类贷款上升。公司类贷款占比逐年下降，个人类贷款占比上升。贷款增长多年快于存款增长，存贷比保持上升趋势。活期存款占比较高，具有成本上的优势，但活期存款占比有下降趋势，存款增长将是资产规模扩张的主要制约因素。

### 2、资产规模扩张和净息差改善等因素驱动利润增长

2011 年生息资产规模稳步扩张、净息差逐步提升、以及中间业务大幅上升是盈利增长的主要驱动因素。2011 年资产规模扩张和净息差提升对公司利润增长的贡献为 19.43%，其中生息资产规模扩张为主要因素，对利润贡献率为 14.23%，息差有所反弹由 2010 年的 2.57% 提升到 2011 年的 2.85%，提升了 28 个 BP，息差反弹对利润贡献率为 12.43%。息差改善主要由于原因是存款和贷款陆续进行重定价；公司定价水平提高；流动性紧张导致同业收益率上升。

### 3、成本收入比下降，管理效率提升

业务及管理费 1,355.61 亿元，较上年增加 234.90 亿元，主要是经营转型的投入加大和工资薪金的增长。成本收入比成本收入比 35.89%，较上年下降 2.70 个百分点。

### 4、不良贷款双降，拨备计提充足

公司继续连续多年保持不良贷款余额和不良贷款率双降。2011 年不良贷款余额为 873.58 亿元，不良贷款率为 1.55%，在上市银行中属于高位。拨备计提充足，四季度一次性计提 227.86 亿元，占了全年计提的 35%。关注类贷款余额和占比都下降。拨备覆盖率达到 263.1%，贷款拨备率达到 4.08%，受益于 2010 年 500 亿次级债的发行，核心资本充足率和资本充足率分别为 9.5%、11.94%。

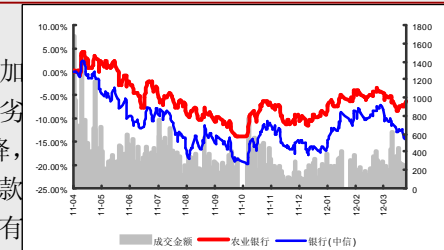
### 5、给予公司“推荐”评级

预计公司 2012-2014 年净利润分别为 1749 亿元、2143 元、2223 亿元。对应的 PE5.0X, 4.1X, 3.9X, 对应的 PB1.1X, 0.9X, 0.8X。给予公司“推荐”评级。

公司评级 推荐

市盈率(2011): 7.1  
市净率: (2011) 1.3

### 公司表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
市场表现 (%)	-9.62	-17.03	-35.43
行业表现 (%)	-6.7	6.95	-6.81

资料来源: Wind 资讯

联系人: 王建军

联系电话: 021-32229888-25509

邮箱: wangjianjun@ajzq.com

张志鹏

执业编号: S0820209120024

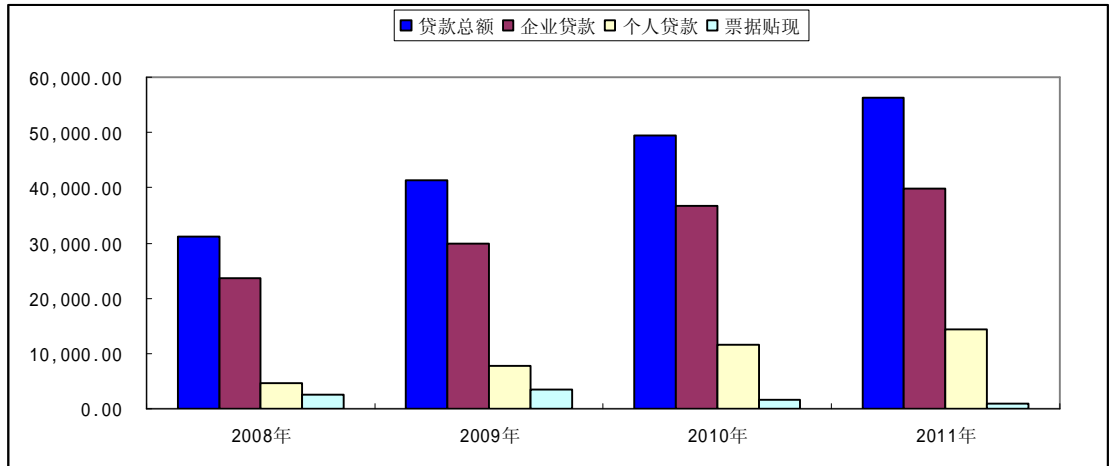
邮箱: zhangzhipeng@ajzq.com

电话: 021-32229888-25506

### 相关报告

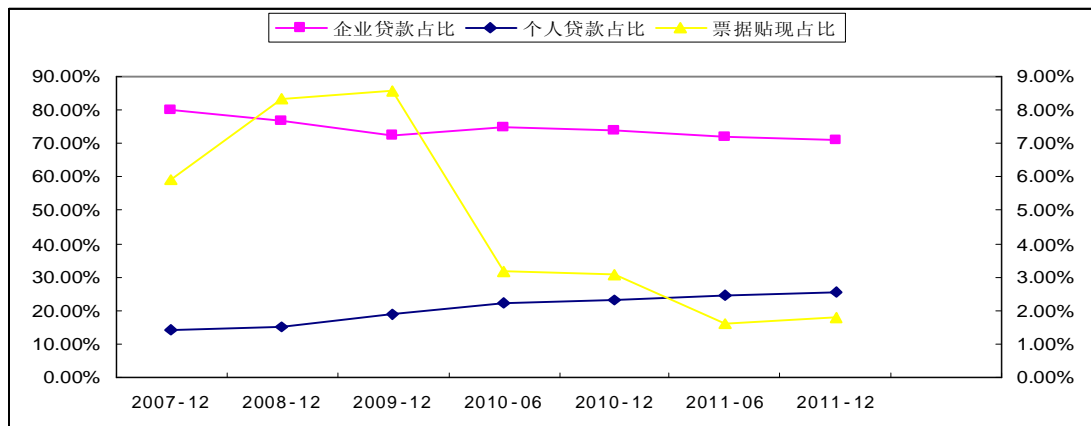
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	290418.00	377731.00	399376.98	484432.12	582236.93
年增长率	30.66%	30.06%	5.73%	21.30%	20.19%
净利润	94907.00	121956.00	174887.31	214302.85	222298.45
年增长率	46.01%	28.50%	43.40%	22.54%	3.73%
EPS	0.33	0.38	0.54	0.66	0.68
BVPS	1.67	2.00	2.41	2.88	3.33
PE	8.12	7.05	4.98	4.06	3.92

图 1：农业银行贷款结构（亿元）



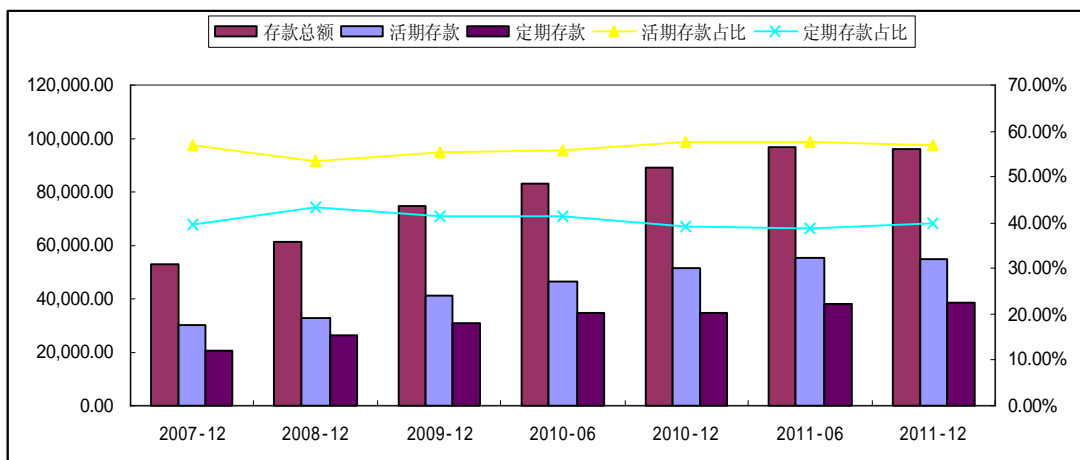
资料来源：公司公告

图 2：农业银行贷款结构变动(%)



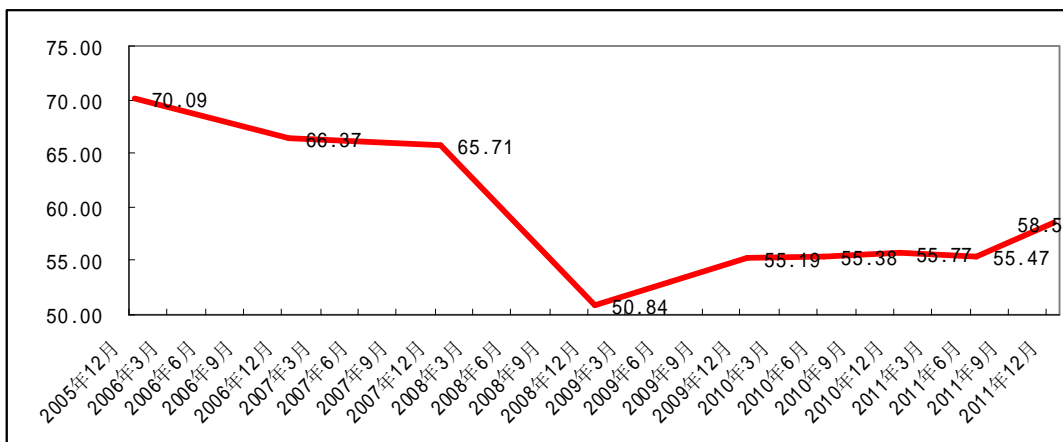
资料来源：公司公告

图 3：农业银行存款结构及变动趋势（亿元，%）



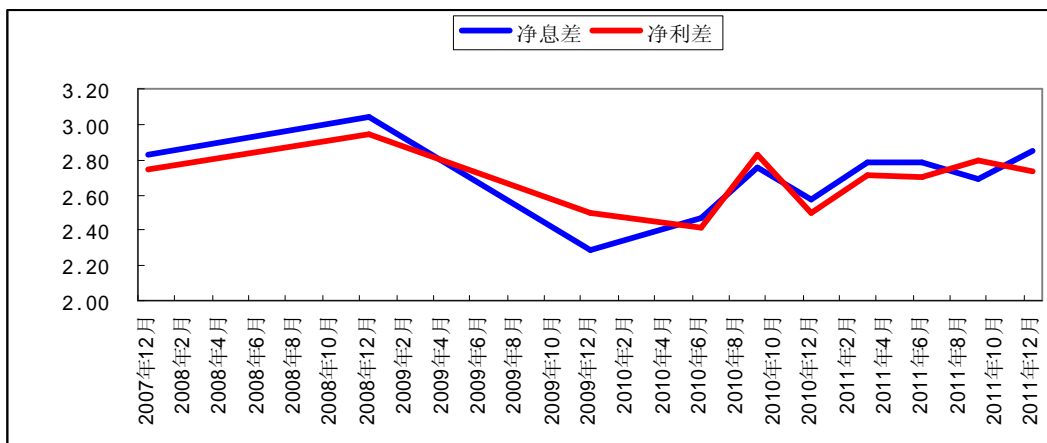
资料来源：公司公告

图 4: 农业银行存贷比有上升趋势 (%)



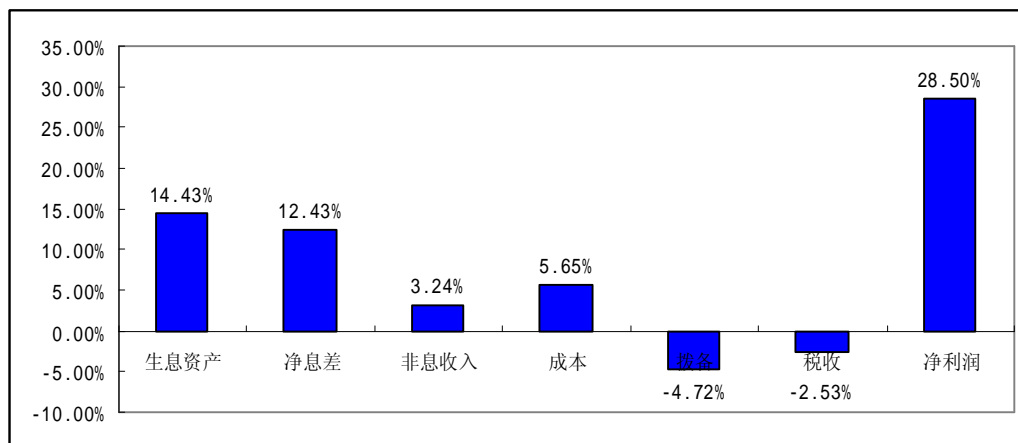
资料来源: 公司公告

图 5: 净息差有所改善 (%)



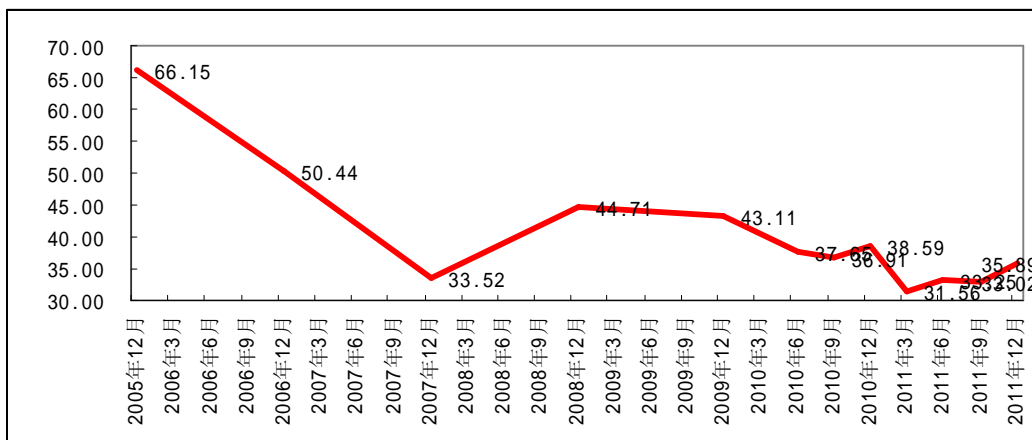
资料来源: WIND,公司公告

图 6: 农业银行 2011 年利润增长驱动分解 (%)



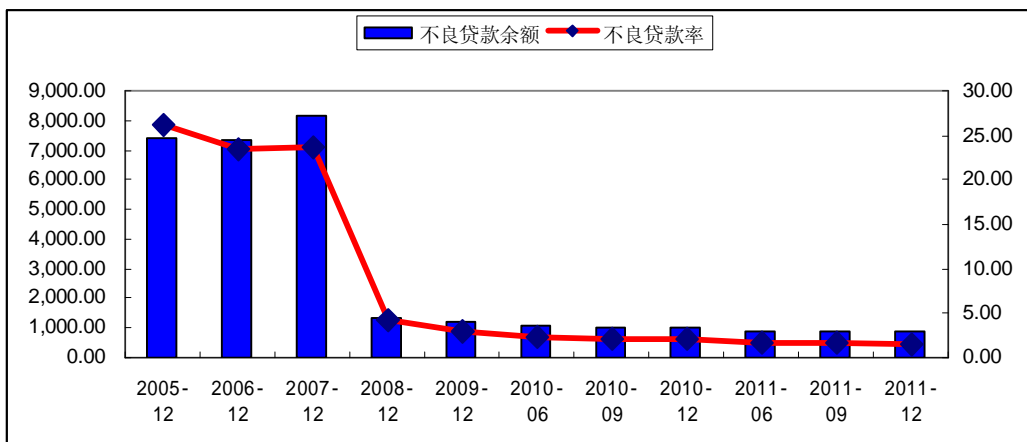
资料来源: WIND,公司公告,爱建证券研发总部

图 7：成本收入比环比上升，同比下降（%）



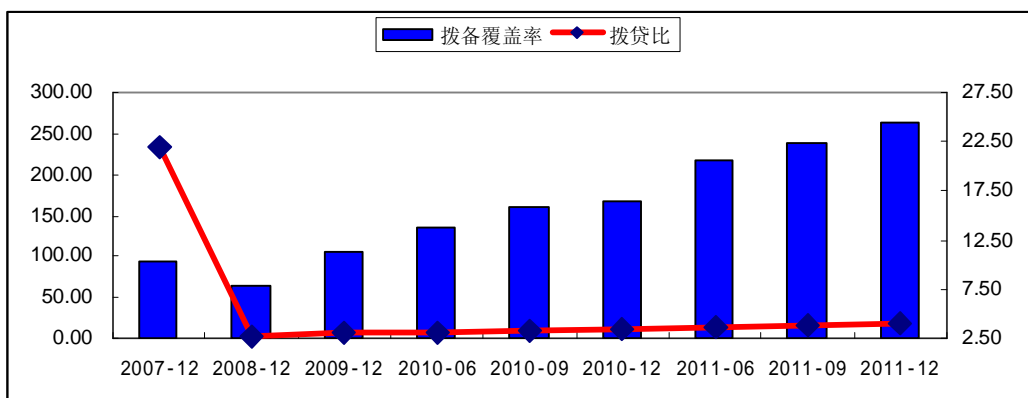
资料来源: WIND,公司公告

图 8：不良贷款余额和不良贷款率持续下降（百万元，%）



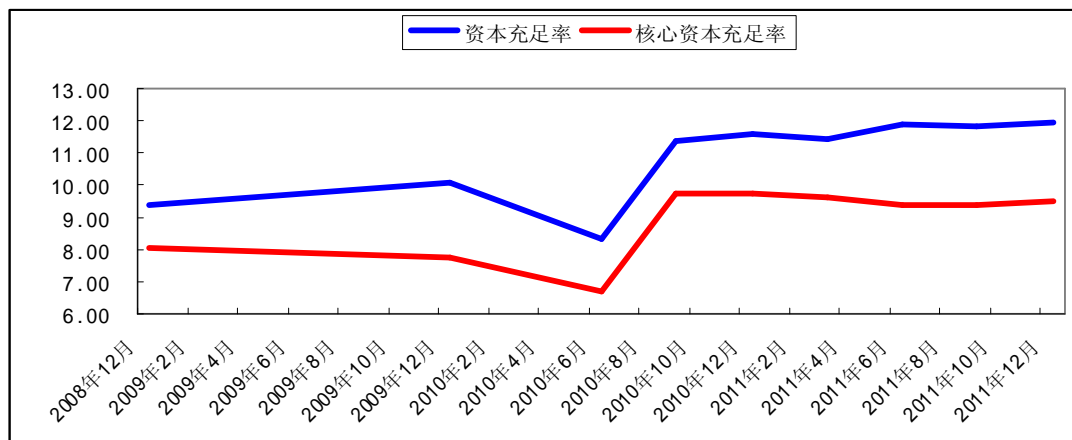
资料来源: WIND,公司公告

图 9：拨备覆盖率和拨贷比上升（%）



资料来源: WIND,公司公告

图 10: 核心资本充足率和资本充足率上升 (%)



资料来源: WIND,公司公告

附表：农业银行盈利预测表

损益表摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利息收入	181639.00	242152.00	307199.00	300849.58	346933.14	390069.55
非利息收入	40635.00	48266.00	70532.00	98527.40	137498.98	192167.38
经营收入合计	222274.00	290418.00	377731.00	399376.98	484432.12	582236.93
营业费用	95823.00	112071.00	135561.00	143775.71	174395.56	209605.29
拨备前利润	114070.00	164146.00	222426.00	234196.22	283908.36	341026.36
当期提取各项准备金	40142.00	43412.00	64225.00	9981.71	9161.12	56028.35
税前利润	73928.00	120734.00	158201.00	224214.50	274747.24	284998.01
净利润	65002.00	94907.00	121956.00	174887.31	214302.85	222298.45
资产负债表摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
总资产	8882588.00	10337406.00	11676976.00	12547965.33	13872710.99	15306476.70
贷款余额 (毛额)	4138187.00	4956741.00	5628705.00	6304149.60	7186730.54	8192872.82
其他生息资产	4617601.00	5246709.00	5909226.00	6106200.48	6516783.95	6803357.99
非生息资产	253492.00	302689.00	368887.00	376438.96	416181.33	612259.07
存款余额	7497618.00	8887905.00	9622026.00	10391788.08	11430966.89	12574063.58
其他付息负债	756310.00	682793.00	935755.00	872267.92	951752.66	1037778.60
股东权益	342925.00	542236.00	649788.00	781990.71	935083.00	1082375.46
主要驱动因素 (%)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
总资产年增长率	27.05%	16.38%	12.96%	7.46%	10.56%	10.34%
净息差 (NIM)	2.35%	2.59%	2.88%	2.56%	2.71%	2.77%
净利差 (Spread)	2.28%	2.54%	2.79%	2.44%	2.58%	2.64%
平均贷款生息率	5.57%	5.48%	6.33%	6.56%	6.62%	6.60%
平均债券投资收益率	3.06%	3.04%	2.38%	2.41%	2.46%	2.40%
平均生息资产生息率	3.84%	3.83%	4.43%	4.14%	4.27%	4.33%
平均存款付息率	1.52%	1.25%	1.52%	1.58%	1.57%	1.51%
平均付息负债付息率	1.56%	1.30%	1.65%	1.70%	1.69%	1.69%
非利息收入/经营收入	18.28%	16.62%	18.67%	24.67%	28.38%	33.01%
营业费用/经营收入	43.11%	38.59%	35.89%	36.00%	36.00%	36.00%
提取准备金/贷款平均余额	1.14%	0.99%	1.26%	0.17%	0.14%	0.76%
年增长率 (%)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
贷款余额		19.78%	13.56%	12.00%	14.00%	14.00%
存款余额	22.96%	18.54%	8.26%	8.00%	14.42%	13.71%
净利息收入	-6.30%	33.31%	26.86%	-2.07%	15.32%	12.43%
非利息收入	134.29%	18.78%	46.13%	39.69%	39.55%	39.76%
经营收入合计	5.25%	30.66%	30.06%	5.73%	21.30%	20.19%
营业费用	1.49%	16.96%	20.96%	6.06%	21.30%	20.19%
拨备前利润	9.87%	43.90%	35.50%	5.29%	21.23%	20.12%
税前利润	41.22%	63.31%	31.03%	41.73%	22.54%	3.73%
净利润	26.33%	46.01%	28.50%	43.40%	22.54%	3.73%
盈利结构杜邦分析	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利息收入	2.29%	2.52%	2.79%	2.48%	2.63%	2.67%
非利息收入	0.51%	0.50%	0.64%	0.81%	1.04%	1.32%
经营收入合计	2.80%	3.02%	3.43%	3.30%	3.78%	4.14%
营业费用	1.21%	1.17%	1.23%	1.19%	1.32%	1.44%

请务必阅读正文之后的重要声明

## 行业研究

拨备前利润	1.44%	1.71%	2.02%	1.93%	2.15%	2.34%
当年提取各项准备金	0.51%	0.45%	0.58%	0.08%	0.07%	0.38%
税前利润	0.93%	1.26%	1.44%	1.85%	2.08%	1.95%
所得税	0.11%	0.27%	0.33%	0.41%	0.46%	0.43%
ROAA	0.65%	0.68%	0.86%	1.01%	1.32%	1.47%
X(平均总资产/平均净资产)	25.06	21.71	18.47	16.92	15.39	14.46
ROAE	20.52%	21.44%	20.46%	24.43%	24.96%	22.04%
<b>每股盈利及估值指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
EPS	0.25	0.33	0.38	0.54	0.66	0.68
每股拨备前利润(元)	0.44	0.51	0.68	0.72	0.87	1.05
BVPS	1.32	1.67	2.00	2.41	2.88	3.33
P/E	10.72	8.12	7.05	4.98	4.06	3.92
P/PPOP	6.11	5.30	3.91	3.72	3.07	2.55
P/B	2.03	1.61	1.34	1.11	0.93	0.80
股息派发率(%)	40.00%	63.64%	34.61%	35.00%	35.00%	35.00%
股息收益率(%)	3.73%	7.84%	4.91%	7.03%	8.62%	8.94%
<b>资产质量指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
NPL 余额(百万元)	120241.00	100405.00	87358.00	88020.40	87642.02	88061.83
正常贷款比例(%)	89.25%	91.59%	92.86%	N.A	N.A	N.A
关注贷款比例(%)	7.85%	6.39%	5.59%	N.A	N.A	N.A
次级贷款比例(%)	1.27%	0.71%	0.55%	N.A	N.A	N.A
可疑贷款比例(%)	1.52%	1.17%	0.84%	N.A	N.A	N.A
损失贷款比例(%)	0.12%	0.15%	0.16%	N.A	N.A	N.A
NPL/贷款余额(%)	2.91%	2.03%	1.55%	1.40%	1.22%	1.07%
逾期贷款/贷款余额(%)	0.00%	1.58%	1.36%	0.00%	0.00%	0.00%
准备金余额/NPL(%)	105.37%	168.05%	263.10%	271.33%	281.81%	342.96%
准备金余额/贷款余额(%)	3.06%	3.40%	4.08%	3.79%	3.44%	3.69%
<b>资产负债配置结构(%)</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
核心资本充足率	7.74%	9.75%	9.50%	11.45%	12.37%	13.10%
资本充足率(CAR)	10.07%	11.59%	11.94%	13.23%	14.11%	14.80%
风险加权资产平均系数	49.23%	52.08%	49.87%	50.00%	50.00%	50.00%
股东权益/总资产	3.86%	5.25%	5.56%	6.23%	6.74%	7.07%
生息资产/总资产	97.15%	97.07%	96.84%	97.00%	97.00%	96.00%
贷款/总资产	46.59%	47.95%	48.20%	50.24%	51.80%	53.53%
债券投资/总资产	29.46%	24.45%	22.51%	21.43%	20.67%	19.02%
贷款/存款(含贴现)	55.19%	55.77%	58.50%	60.66%	62.87%	65.16%
存款结构(占存款余额%)						
企业活期存款	24.41%	25.53%	22.57%	N.A	N.A	N.A
个人活期存款	22.43%	24.10%	24.14%	N.A	N.A	N.A
企业定期存款	8.26%	8.65%	8.63%	N.A	N.A	N.A
个人定期存款	26.72%	24.90%	24.04%	N.A	N.A	N.A
贷款结构(占贷款余额%)						
公司贷款	33.72%	35.40%	35.05%	36.68%	56.04%	57.97%
个人贷款	8.89%	11.07%	12.25%	13.56%	45.90%	47.56%

请务必阅读正文之后的重要声明

7

票据贴现	3.98%	1.47%	0.90%	2.01%	2.07%	2.14%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: WIND,公司公告, 爱建证券研发总部

## 分析师简介:

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

### I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述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, 爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 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“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。