

农业银行 (601288.SH) 银行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 2.72元

不良继续双降

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	25,570.59
流通港股(百万股)	30,738.82
总市值(百万元)	883,440.00
年内股价最高最低(元)	2.87/2.46
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19

业绩简评

- 农业银行1季度实现归属于母公司净利润434.5亿, EPS 0.13元, 同比增长27.6%, 在国有银行中增速最快, 符合我们及市场预期。业绩同比增长主要源于规模扩张, 贡献14.6%的同比增速; 拨备计提减少和息差上行分别贡献8.1%和7.1%的业绩同比增速。

经营分析

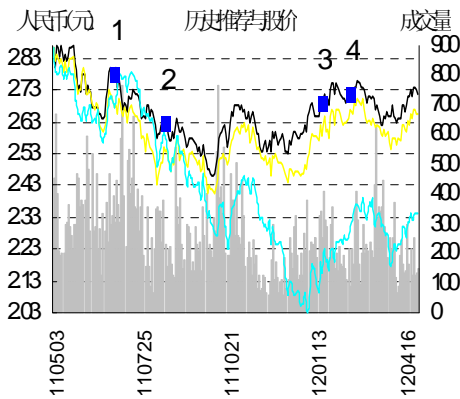
- **规模平稳扩张。**公司1季度生息资产/计息负债环比分别增长7.5%/6.4%, 其中贷款/存款环比分别增长4.6%/5.4%。县域业务优势突出, 县域贷款较年初增长5.2%, 占新增贷款的35%; 县域存款较年初增长6.6%, 贡献新增存款的51%。存款结构上, 活期存款和定期存款分别较期初增长2.3%/10.1%; 定期存款增长较快, 贡献1季度74.4%的存款增量。同其他大行一样, 公司1季度同业业务快速发展, 同业资产/同业负债分别较年初增长14.1%/18.1%, 其中存放同业和买入返售资产分别增长73.1%/69.8%; 负债端卖出回购债券大幅压缩, 较期初减少了94.9%。1季度末公司核心/总资本充足率为9.6%/12.01%, 较年初增长10BP和7BP, 资本内生能力较强。
- **1季度单季息差略微下滑。**我们测算公司1季度单季净息差2.94%, 环比下降5BP。息差下滑主要源于同业资产增长较快(占比提升1.8个百分点), 对息差有所摊薄, 导致生息资产收益率较4季度下降了4BP。公司资金成本优势明显, 单季计息负债成本率仅较4季度上行3BP。
- **中间业务收入增速放缓。**公司1季度中间业务收入同比增长12.2%, 其中手续费净收入同比增长19.8%, 增速下降明显。预计受银监会收费业务整顿, 公司占比较大的顾问咨询费增长缓慢。非息收入占比基本维持稳定, 较年初上升1.1个百分点至20.1%。
- **资产质量持续向好, 不良继续双降。**公司1季度不良贷款余额较年初下降23.4亿至850.1亿, 环比下降2.7%; 不良率环比下降11BP至1.44%。公司1季度单季拨备107.3亿, 较去年同期少提14.2亿(减少11.7%), 年化信贷成本同比下降21BP至0.75%; 由于不良下降较快, 拨备覆盖率较期初上升20个百分点至283.4%。

盈利调整

- 我们预计公司2012/2013年净利润分别为1461.6/1643.4亿, 同比增长19.9%/12.4%, 对应12/13EPS=0.45/0.51元, 12/13BVPS=2.29/2.62元。

投资建议

- 目前股价对应1.19x12PB/6.0x12PE, 农行的优势在于其存款吸收能力强, 且资金成本控制能力较高, 未来应对脱媒环境下比较优势明显, 暂时维持“持有”评级。



相关报告

1. 《2011年报点评》, 2012.3.23
2. 《吸存优势彰显》, 2011.10.27
3. 《县域金融迎头赶上》, 2011.8.26

陈建刚 分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

图表 1: 农业银行业绩分拆

累积同比增长业绩分拆									
业绩同比	2009	1H10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
利息收入	-6.19%	18.30%	20.14%	20.77%	27.04%	28.92%	30.67%	32.23%	32.96%
利息支出	-6.03%	-3.04%	-2.84%	0.87%	17.99%	27.66%	35.34%	43.47%	57.26%
净利息收入	-6.30%	33.15%	36.09%	33.31%	31.71%	29.56%	28.35%	26.86%	21.70%
非利息净收入	131.65%	17.83%	19.02%	21.43%	52.25%	63.38%	55.67%	45.24%	12.23%
营业收入	5.20%	30.11%	32.80%	31.13%	35.63%	35.65%	33.07%	29.98%	19.67%
营业支出	0.70%	31.89%	25.23%	17.70%	47.94%	21.94%	21.67%	22.88%	22.36%
拨备前利润	9.87%	28.79%	38.91%	43.90%	40.54%	45.99%	41.37%	35.50%	18.10%
拨备	-22.02%	11.84%	3.00%	8.15%	42.92%	41.15%	27.32%	47.94%	-11.65%
税前利润	41.22%	35.75%	59.15%	63.31%	39.90%	47.63%	46.50%	31.03%	26.23%
所得税	896.21%	21.34%	317.25%	189.35%	52.71%	56.07%	57.25%	40.34%	21.90%
税后利润	26.26%	40.12%	36.24%	45.98%	36.38%	45.43%	43.64%	28.52%	27.55%
业绩增长分拆									
规模增长	27.18%		13.87%	16.34%		18.09%	14.30%	12.79%	14.58%
净息差	-33.48%		22.21%	16.97%		11.47%	14.05%	14.07%	7.12%
非息收入	11.50%	-3.04%	-3.29%	-2.18%		6.09%	4.72%	3.12%	-2.03%
成本	4.67%	-1.31%	6.11%	12.76%		10.34%	8.30%	5.52%	-1.57%
拨备	31.36%	6.96%	20.25%	19.41%		1.64%	5.13%	-4.47%	8.13%
税收	-14.96%	4.37%	-22.91%	-17.34%		-2.19%	-2.86%	-2.52%	1.33%
单季环比增长业绩分拆									
业绩增长分拆			3Q10	4Q10	1Q11	1H11	3Q11	4Q11	1Q12
规模增长			4.34%	2.17%	5.83%	4.67%	1.00%	0.82%	7.51%
净息差			2.80%	7.16%	-2.31%	0.54%	4.98%	5.79%	-5.12%
非息收入			-1.29%	0.38%	6.80%	0.68%	-5.83%	-2.33%	5.84%
成本			12.16%	-13.54%	23.20%	-5.67%	3.39%	-18.63%	24.67%
拨备			0.77%	5.02%	7.48%	-7.59%	5.72%	-24.48%	71.00%
税收			-2.27%	0.54%	-3.23%	3.07%	-4.69%	0.93%	1.36%
业绩增长贡献									
规模增长			26.28%	125.21%	15.44%	-108.37%	21.81%	-2.16%	7.13%
净息差扩大			16.98%	413.45%	-6.12%	-12.53%	108.90%	-15.29%	-4.87%
非息收入			-7.80%	21.86%	18.01%	-15.74%	-127.49%	6.15%	5.54%
成本			73.62%	-781.54%	61.42%	131.64%	74.20%	49.17%	23.44%
拨备			4.68%	289.75%	19.80%	176.23%	125.21%	64.58%	67.45%
税收			-13.75%	31.28%	-8.55%	-71.23%	-102.63%	-2.45%	1.30%

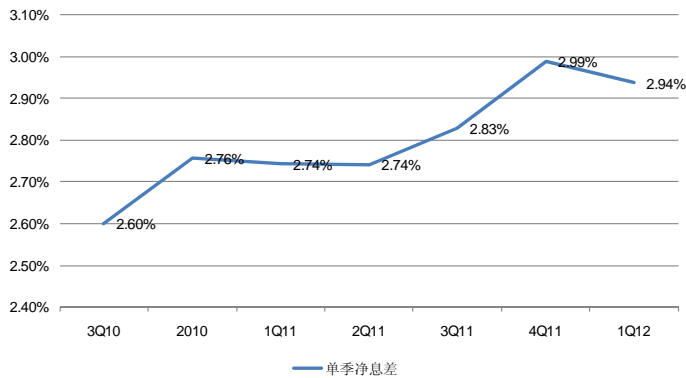
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 2: 农业银行规模增长

同比增长	2009	1H10	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12
生息资产同比增长	27.18%	9.14%	13.87%	16.34%		18.09%	14.30%	12.79%	14.58%
贷款	33.48%	11.74%	15.47%	19.78%		16.43%	14.84%	13.56%	12.85%
其中企业贷款	26.92%			12.52%		11.23%	9.66%	9.52%	10.11%
其中个人贷款	69.95%			44.99%		29.43%	28.01%	24.99%	20.41%
投资	13.32%	-0.72%	3.10%	-3.40%		-1.96%	-6.14%	3.98%	11.32%
同业	36.72%	9.14%	13.87%	16.34%		44.01%	35.89%	20.86%	21.04%
季度环比增长	4Q09	1H10	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12
生息资产同比增长	27.18%		4.34%	2.17%	5.83%	4.67%	1.00%	0.82%	7.51%
贷款	33.48%		3.34%	3.73%	5.27%	3.18%	1.92%	2.57%	4.62%
其中企业贷款	26.92%			12.52%		1.88%	0.74%	2.66%	4.51%
其中个人贷款	69.95%			44.99%		6.77%	5.10%	3.06%	4.12%
投资	13.32%		3.85%	-6.31%	-1.86%	2.68%	-0.58%	3.79%	5.07%
同业	36.72%		7.08%	8.43%	13.91%	8.88%	1.04%	-3.56%	14.08%
同比增长	4Q09	1H10	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12
计息负债	27.74%	9.92%	12.85%	15.95%		16.86%	13.83%	10.31%	10.84%
存款	22.96%	11.35%	15.56%	18.54%		16.26%	12.00%	8.26%	8.31%
活期存款	27.30%			23.32%		19.80%	0.00%	6.37%	5.58%
定期存款	18.01%			11.75%		9.23%	0.00%	10.25%	12.12%
债券									
同业	95.29%	-4.92%	-15.58%	-11.50%		16.50%	31.64%	31.58%	36.40%
季度环比增长	4Q09	1H10	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12
计息负债	27.74%		2.67%	2.75%	5.92%	4.58%	0.00%	-0.42%	6.43%
存款	22.96%		3.78%	2.58%	5.38%	3.64%	-0.03%	-0.84%	5.42%
债券			2.02%	6.87%	3.68%	84.10%	0.53%	-0.19%	7.32%
同业	95.29%		-11.21%	4.84%	13.94%	9.85%	0.32%	4.79%	18.11%

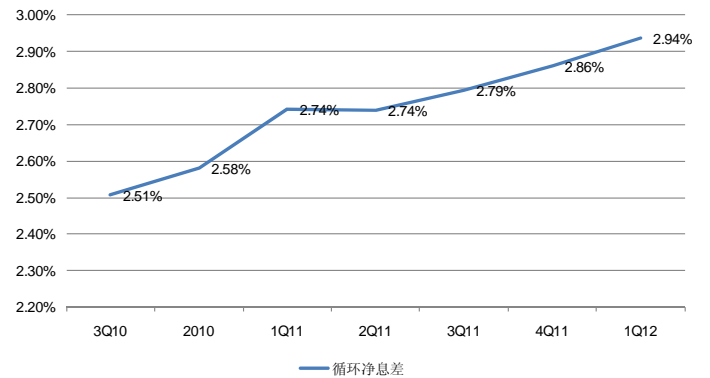
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 3: 农业银行单季净息差



来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 4: 农业银行循环净息差



图表 5: 农业银行资产质量

 农业银行 (601398.SH): 资产质量
 (RMB百万)

	2009	1H10	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12
五级分类									
正常类	3,693,136	4,204,677		4,539,665		4,983,702		5,226,690	
关注类	324,810	312,220		316,671		310,163		314,657	
次级类	52,575	41,257		34,987		30,627		31,115	
可疑类	62,895	59,481		57,930		50,764		47,082	
损失类	4,771	6,348		7,488		8,657		9,161	
不良贷款总额	120,241	107,086	99,438	100,405	91,698	90,048	87,956	87,358	85,014
增加额									
贷款总额	4,138,187	4,623,983	4,780,673	4,956,741	5,218,154	5,383,913	5,487,462	5,628,705	5,888,685
关注类占贷款比重	7.85%	6.75%		6.39%		5.76%		5.59%	
次级占不良贷款比重	43.72%	38.53%		34.85%		34.01%		35.62%	
可疑占不良贷款比重	52.31%	55.55%		57.70%		56.37%		53.90%	
损失占不良贷款比重	3.97%	5.93%		7.46%		9.61%		10.49%	
不良贷款率	2.91%	2.32%	2.08%	2.03%	1.76%	1.67%	1.60%	1.55%	1.44%
不良贷款准备	(126,692)	(145,753)	(158,802)	(168,733)	(181,048)	(195,926)	(209,237)	(229,842)	(240,923)
组合计提贷款准备	(71,096)	(90,450)		(110,232)		(142,556)		(175,818)	
个别计提贷款准备	(55,596)	(55,303)		(58,501)		(53,370)		(54,024)	
不良贷款覆盖率	105.37%	136.11%	159.70%	168.05%	197.44%	217.58%	237.89%	263.10%	283.39%
不良贷款覆盖率 (剔除损	105.59%	138.38%		173.54%		230.09%			
不良贷款拨备	(44,289)	(19,728)	(32,547)	(43,536)	(12,148)	(27,652)	(41,439)	(64,225)	(10,733)
当期拨备/不良贷款	36.83%	36.85%	43.64%	43.36%	52.99%	61.42%	62.82%	73.52%	50.50%
当期拨备/贷款总额(风险)	1.22%	0.90%	0.97%	0.96%	0.96%	1.07%	1.06%	1.21%	0.75%
组合计提准备/(非不良贷	1.77%	2.00%		2.27%		2.69%		3.17%	
个别计提准备/不良贷款	46.24%	51.64%		58.27%		59.27%		61.84%	

来源: 公司数据、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	2010	2011	2012E	2013E
利息收入	243,317	315,697	296,147	357,660	472,921	516,602	577,237
利息支出	(85,852)	(121,852)	(114,508)	(115,508)	(165,722)	(187,156)	(215,966)
净利息收入	157,465	193,845	181,639	242,152	307,199	329,446	361,270
手续费及佣金净收入	22,995	23,798	35,640	46,128	68,750	87,679	110,693
其他非息收入	(413)	(6,176)	5,181	3,442	3,245	3,245	3,245
非利息净收入	22,582	17,622	40,821	49,570	71,995	90,924	113,938
营业收入	180,047	211,467	222,460	291,722	379,194	420,370	475,208
营业税金及附加	(11,140)	(13,223)	(12,567)	(15,505)	(21,207)	(23,567)	(26,829)
营业费用	(60,076)	(94,417)	(95,823)	(112,071)	(135,561)	(147,130)	(166,323)
营业支出	(71,216)	(107,640)	(108,390)	(127,576)	(156,768)	(170,697)	(193,152)
拨备前利润	108,831	103,827	114,070	164,146	222,426	249,674	282,056
拨备	(30,574)	(51,478)	(40,142)	(43,412)	(64,225)	(59,899)	(68,675)
			20,945				
税前利润	78,257	52,349	73,928	120,734	158,201	189,775	213,381
所得税	(34,470)	(896)	(8,926)	(25,827)	(36,245)	(43,648)	(49,078)
税率	44.05%	1.71%	12.07%	21.39%	22.91%	23.00%	23.00%
少数股东权益	0	(21)	10	34	29	35	39
税后利润	43,787	51,474	64,992	94,873	121,927	146,162	164,342
净利润增长率		17.56%	26.26%	45.98%	28.52%	19.88%	12.44%
ROE		17.72%	18.96%	17.50%	18.77%	19.63%	19.30%
Per share data	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
股本, 期末 (mn)		260,000	260,000	324,794	324,794	324,794	324,794
每股拨备前利润		0.40	0.44	0.51	0.68	0.77	0.87
EPS(basic)		0.198	0.250	0.292	0.375	0.450	0.506
EPS(Diluted)							
BVPS		1.117	1.319	1.669	2.000	2.292	2.621
BVPS(Diluted)							
Dividend	0.000	0.000	0.077	0.125	0.132	0.158	0.177
Dividend Ratio	#DIV/0!	0.00%	30.77%	42.81%	35.03%	35.03%	35.03%

来源: 公司数据、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	14	15	18
买入	0	0	11	11	13
持有	0	0	2	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.54	1.56	1.58

来源：朝阳永续

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	2.64	N/A
2 2010-10-28	持有	2.74	N/A
3 2011-03-30	持有	2.69	N/A
4 2011-04-28	持有	2.90	N/A
5 2011-08-26	持有	2.62	N/A
6 2011-10-27	持有	2.68	N/A
7 2012-03-23	持有	2.64	N/A

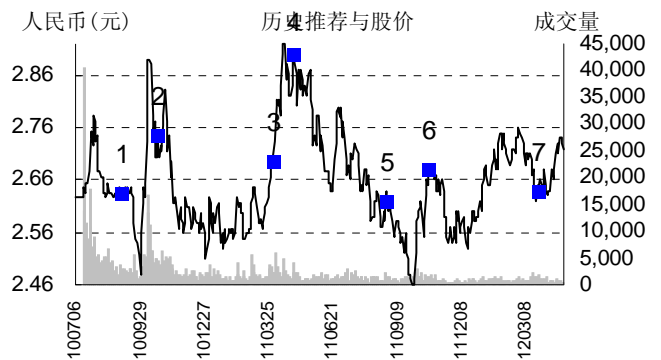
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

本报告仅供机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B