

农业银行(601288.SH)
信贷成本逐步回落助推业绩增长
——农业银行 2012 年年报点评

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 3.37-3.65
 分析师 联系人
 程娇翼 蔡闽
 S0740510120019
 021-20315179 021-20315942
 chengjiy@r.qlzq.com.cn caimin@r.qlzq.com.cn
 2013 年 3 月 27 日

基本状况

总股本(百万股)	324794.12
流通股本(百万股)	25570.59
市价(元)	2.90
市值(百万元)	941902.94
流通市值(百万元)	74154.71

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	377,731	421,964	461,948	532,886	613,274
营业收入增速	30.06%	11.71%	9.48%	15.36%	15.09%
净利润增长率	28.52%	19.00%	11.93%	19.01%	20.08%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.45	0.50	0.60	0.71
前次预测每股收益(元)	0.38	0.45	0.50	0.60	0.71
市场预测每股收益(元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
偏差率(本次-市场/市场)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(倍)	7.62	6.40	5.72	4.81	4.00
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产(元)	2.00	2.31	2.81	3.41	4.12
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	20.46%	20.74%	19.53%	19.15%	18.99%
市净率	1.43	1.24	1.02	0.84	0.69
总股本(百万股)	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 事件:** 农业银行发布 2012 年年报, 全年实现净利润 1451 亿, 同比增长 19%, 实现每股收益为 0.45 元, 每股净资产为 2.31 元; 利润分配预案为拟每 10 股派送现金股利 1.565 元人民币(含税), 分红率为 35%。
- 2012A 及 2012Q4 财务表现简评:** (1) 业绩基本符合预期, 全年营业净收入实现 11.7% 的增长, 其中利息净收入和手续费净收入分别增长 11.3% 和 8.9%。手续费增长放缓的原因为: 受监管因素和市场因素影响顾问咨询费、信贷承诺手续费分别较上年明显下滑, 幅度分别达 18% 和 22%。(2) 公司披露的累计 NIM 为 2.81%, 较 2012Q3 下降 1 个 BP; 我们由此估算 **2012Q4 单季度 NIM 环比降幅约为 4 个 BP**, 相对较温和, 下半年同业利差收窄对 NIM 有负面影响; 考虑到较高比例的个贷重定价因素, 预计 **2013 上半年 NIM 压力较大**。2012 年县域存贷利差为 **5.11%**, 高于全行 **54 个 BP**, 且较中期收窄幅度亦小于全行。期末该行零售存款和活期存款均较中期提升, 日均存款增速为可比银行最高, 显示存款的低成本及稳定性优势继续。(3) 2012Q4 单季拨备支出较前三季明显增加, 占全年拨备额的 38%; 但全年拨备额仍小于去年同期, 拨备对净利润增速的正向贡献达 **10 个百分点**, 是业绩明显高出可比银行的原因所在。
- 不良额开始出现上升, 符合我们不良增加时点晚于同业的判断, 结合关注类和逾期类贷款的变动情况以及农行股改红利的释放因素, 我们认为农行未来的不良增加额将较同业温和。**截至 2012 年末, 公司不良贷款余额为 858 亿(不良贷款率为 1.33%), 较 2012Q3 环比增加 19 个亿, 环比升幅为 2.3%; 加回核销数据后不良环比增加 **38 个亿**, 环比升幅为 **4.5%**。关注类贷款较中期减少 **126 亿**, 降幅约 **4%**; 逾期贷款较中期增加 **29 亿**, 增幅为 **3.4%**。全年平均信贷成本为 0.9%, 虽较去年水平有回落, 但仍明显高出工中建行; 期末拨贷比和拨备覆盖率分别为 **4.35%** 和 **326%**, 前者为上市银行最高, 后者预计为行业最高。综合考虑拨备覆盖率和拨贷比水平, 我们预计未来 2-3 年信贷成本将逐步回落至行业平均水平。

- 2013年投资看点:** (1) 预计农行的资产质量变化将较其他三大行温和, 上市银行最高的拨贷比水平(意味着当前拨备水平可应对不良率上升至**4.35%**)显示未来业绩对风险暴露的敏感度偏低, 风险抵补能力强。(2) 未来**2-3年**该行的信贷成本有望逐步回落至行业平均水平, 将推动农行实现高于其他三大行的业绩增速。(3) 农行在县域的网点数超过**1.2万个**, 而县域地区是未来城镇化的主要承载区域, 我们判断在县域经济快速增长+金融竞争相对温和双重条件下, 农行凭借其在县域市场的绝对领先优势有望最大程度分享城镇化市场机遇及县域经济快速发展的成果。
- 盈利预测及投资评级:** 预计 2013-2015 年净利润分别为 1624/1933/2321 亿元, 同比增速分别为 12%/19%/20%, 每股收益分别 0.50/0.60/0.71 元, 每股净资产为 2.8/3.4/4.1 元, 目前股价对应 5.7X2013PE&1.02X2013PB。我们给予其 2013 年 1.20-1.30XPB 作为合理估值, 对应的目标价区间为 3.37-3.65 元, 维持对农业银行的“买入”评级。**2012 年公司的分红比例上升, 按最新收盘价计算的税前股息收益率为 5.47%, 税后股息收益率为 4.92% (按税率 10%计算), 投资价值明显。**
- 风险提示:** (1) 由于县域资产质量对经济增速的敏感性高于城市地区, 若县域经济增长速度放缓, 则会导致县域地区业务的风险增加。(2) 若国内外的经济形势增长低于预期, 将对整个银行业经营环境造成冲击, 进而可能导致农业银行的净利润低于预期, 资本市场估值难以提升。(3) 房地产价格若出现较大幅度的下跌, 将会对银行资产质量产生较大的负面影响, 进而导致估值下行风险加大。

图表 1: 农业银行净利润单季环比/累计同比增长驱动力

净利润增长驱动力分解	单季环比				累计同比				单季同比			
	12Q1/11Q4	12Q2/12Q1	12Q3/12Q2	12Q4/12Q3	12Q1/11Q1	12H/11H	12Q3/11Q3	12A/11A	12Q1/11Q1	12Q2/11Q2	12Q3/11Q3	12Q4/11Q4
营业收入贡献	8.54%	-3.93%	3.62%	-0.71%	19.44%	13.89%	13.27%	11.71%	19.44%	8.63%	12.07%	7.29%
利息净收入贡献	2.03%	-3.73%	3.60%	2.91%	17.09%	12.46%	10.70%	9.18%	17.09%	8.09%	7.28%	4.88%
手续费净收入贡献	7.45%	-3.38%	1.48%	-2.30%	3.93%	0.97%	1.18%	1.61%	3.93%	-1.83%	1.57%	2.85%
其他净收益贡献	-0.95%	3.17%	-1.45%	-1.32%	-1.58%	0.45%	1.39%	0.92%	-1.58%	2.37%	3.23%	-0.44%
营业支出贡献	25.32%	-5.77%	-2.32%	-10.41%	-1.71%	-1.75%	-4.02%	-2.55%	-1.71%	-2.10%	-8.36%	1.55%
拨备贡献利润	71.00%	-4.32%	3.29%	-22.00%	8.13%	9.58%	9.02%	9.92%	8.13%	10.63%	8.02%	13.24%
营业外收支贡献	-0.97%	-0.72%	1.90%	-2.23%	0.37%	-0.30%	0.32%	-0.29%	0.37%	-0.95%	1.52%	-2.38%
实际税率变化贡献	1.30%	0.01%	0.34%	-1.47%	1.32%	-0.65%	0.59%	0.21%	1.32%	-2.54%	2.87%	-1.58%
母公司净利润增长	105.26%	-14.75%	6.85%	-36.82%	27.55%	20.75%	19.18%	19.00%	27.55%	13.63%	16.12%	18.14%

来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表 2: 农业银行利润表项增长

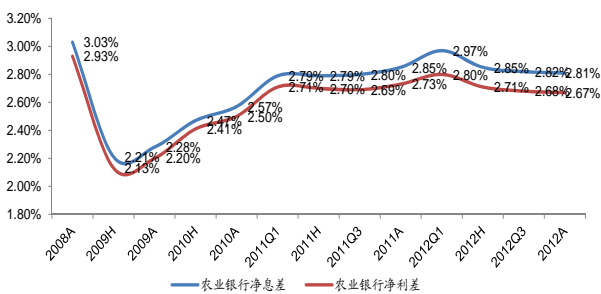
	2012/3/31	2012/6/30	2012/9/30	2012/12/31	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	12Q1	12H	12Q3	12A	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入	106,967	209,733	316,224	421,964	106,967	102,766	106,491	105,740	19.44%	13.89%	13.27%	11.71%	8.54%	-3.93%	3.62%	-0.71%
利息净收入	85,835	167,685	253,233	341,879	85,835	81,850	85,548	88,646	21.70%	15.86%	13.37%	11.29%	2.39%	-4.64%	4.52%	3.62%
手续费及佣金净收入	21,270	38,929	58,110	74,844	21,270	17,659	19,181	16,734	19.84%	4.83%	5.99%	8.86%	52.74%	-16.98%	8.62%	-12.76%
非息净收入合计	21,132	42,048	62,991	80,085	21,132	20,916	20,943	17,094	11.06%	6.65%	12.86%	13.54%	43.56%	-1.02%	0.13%	-18.38%
营业支出	(51,270)	(106,084)	(162,653)	(234,993)	(51,270)	(54,814)	(56,569)	(72,340)	13.23%	7.03%	8.96%	6.34%	-28.51%	6.91%	3.20%	27.88%
营业税金及附加	(6,302)	(12,539)	(19,033)	(25,374)	(6,302)	(6,237)	(6,494)	(6,341)	29.43%	23.05%	21.50%	19.65%	13.71%	-1.03%	4.12%	-2.36%
管理费用	(34,235)	(70,773)	(109,999)	(155,130)	(34,235)	(36,538)	(39,226)	(45,131)	21.14%	15.59%	19.34%	14.44%	-21.09%	6.73%	7.36%	15.05%
资产减值损失	(10,733)	(22,772)	(33,621)	(54,235)	(10,733)	(12,039)	(10,849)	(20,614)	-11.65%	-17.78%	-18.87%	-15.55%	-52.90%	12.17%	-9.88%	90.01%
营业利润	55,697	103,649	153,571	186,971	55,697	47,952	49,922	33,400	25.79%	21.88%	18.23%	19.29%	107.51%	-13.91%	4.11%	-33.10%
归属母公司股东的净利润	43,454	80,499	120,083	145,094	43,454	37,045	39,584	25,011	27.55%	20.75%	19.18%	19.00%	105.26%	-14.75%	6.85%	-36.82%

来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

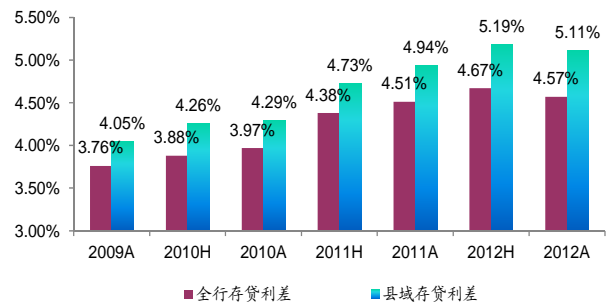
图表 3: 农业银行规模增长情况

资产负债表季度分析-较年初增长	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
总资产增长	6.02%	10.88%	12.11%	12.96%	7.55%	10.48%	11.85%	13.42%
生息资产增长	5.84%	10.76%	11.87%	12.77%	7.50%	10.32%	11.28%	13.39%
贷款增长	5.20%	8.35%	10.24%	12.76%	4.61%	7.98%	10.83%	13.98%
证券投资增长	-1.80%	0.75%	0.20%	3.94%	5.02%	3.32%	6.98%	8.33%
拆出和买入返售	32.19%	44.89%	49.59%	19.56%	43.34%	51.88%	30.43%	39.87%
总负债增长	6.00%	11.00%	11.98%	12.58%	7.59%	10.72%	11.85%	13.29%
计息负债增长	5.82%	10.71%	11.56%	12.04%	7.79%	10.56%	11.62%	12.85%
存款增长	5.38%	9.21%	9.18%	8.26%	5.42%	10.21%	12.15%	12.90%
拆入和卖出回购	-17.21%	48.32%	83.60%	113.48%	-52.88%	-34.01%	-41.03%	-21.73%
总股东权益增长	6.33%	8.72%	14.44%	19.83%	6.80%	6.47%	11.89%	15.63%

来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表 4: 农业银行累计净息差(日均余额口径)


来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表 5: 农业银行全行及县域存贷利差对比


来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表 6: 农业银行资产质量一览表

五级分类法	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012Q3	2012A
不良贷款余额(百万元)	818,853	134,067	120,241	100,405	87,358	83,951	85,848
五级分类贷款占比							
——正常类贷款	68.69%	82.84%	89.25%	91.59%	92.87%		94.07%
——关注类贷款	7.74%	12.84%	7.85%	6.39%	5.58%		4.59%
——次级类贷款	1.48%	2.81%	1.27%	0.71%	0.55%		0.46%
——可疑类贷款	6.27%	1.42%	1.52%	1.17%	0.83%		0.73%
——损失类贷款	15.83%	0.10%	0.12%	0.15%	0.16%		0.15%
A:不良贷款率	23.57%	4.32%	2.91%	2.03%	1.55%	1.34%	1.33%
A:不良贷款净形成率		-19.71%	-0.41%	-0.47%	-0.26%	-0.02%	0.04%
A:期末信贷成本(年化)	0.61%	1.29%	1.07%	0.88%	1.10%	0.72%	0.85%
A:平均信贷成本(年化)	0.61%	1.21%	1.22%	0.96%	1.17%	0.75%	0.90%
A:拨备覆盖率	93.42%	63.53%	105.37%	168.05%	263.10%	311.20%	326.14%
A:拨备覆盖充分度	109.17%	105.95%	136.54%	174.08%	231.81%		262.50%
A:关注/不良贷款余额	32.83%	296.81%	270.13%	315.39%	360.19%		344.16%
A:拨备/贷款余额	22.02%	2.75%	3.06%	3.40%	4.08%	4.18%	4.35%

来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表 7: 农业银行重要财务比率一览表

重要财务比率	2009/3/31	2009/6/30	2009/9/30	2009/12/31	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	2011/6/30	2011/9/30	2011/12/31	2012/3/31	2012/6/30	2012/9/30	2012/12/31
成本收入比(累计)仅业务及管理费用	#DIV/0!	36.86%	39.05%	43.11%	33.84%	37.65%	36.91%	38.59%	31.56%	33.25%	33.02%	35.89%	32.01%	33.74%	34.79%	36.76%
成本收入比(单季)仅业务及管理费用	#DIV/0!	36.86%	43.30%	53.00%	33.84%	41.27%	35.55%	42.94%	31.56%	34.85%	32.57%	44.02%	32.01%	35.55%	36.84%	42.68%
有效税率(期末)	#DIV/0!	23.45%	8.13%	12.07%	21.42%	20.96%	21.31%	21.39%	23.38%	22.16%	22.88%	22.91%	22.58%	22.58%	22.49%	22.77%
ROA(期末简单年化)	0.00%	1.87%	1.96%	0.82%	2.25%	0.99%	0.98%	0.99%	1.28%	1.22%	1.23%	1.11%	1.43%	1.31%	1.29%	1.16%
ROE(期末简单年化)	0.00%	45.05%	47.26%	20.53%	58.27%	26.30%	21.48%	21.44%	24.37%	23.57%	23.11%	20.46%	25.88%	24.01%	23.27%	20.74%
生息资产收益率(累计简单年化)	0.00%	8.33%	8.46%	3.82%	7.48%	3.71%	3.74%	3.81%	3.97%	4.07%	4.24%	4.40%	4.64%	4.64%	4.66%	4.66%
付息负债成本率(累计简单年化)	0.00%	3.59%	3.64%	1.54%	2.84%	1.29%	1.30%	1.28%	1.32%	1.43%	1.53%	1.63%	1.83%	1.95%	1.96%	1.95%
单季净息差(年化/期初期末口径)	0.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	4.95%	4.93%	4.91%	2.57%	2.73%	2.71%	2.71%	2.80%	2.95%	2.90%	2.64%	2.71%	2.77%
累计净息差(年化/年初期末口径)	0.00%	4.91%	4.99%	2.34%	4.93%	2.46%	2.50%	2.58%	2.71%	2.72%	2.78%	2.86%	2.90%	2.80%	2.80%	2.81%

来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表 8: 农业银行财务预测简表

每股盈利及估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	盈利驱动因素	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
每股收益(EPS)	0.38	0.45	0.50	0.60	0.71	生息资产规模增长	12.77%	13.39%	11.89%	12.22%	12.99%
每股拨备前收益	0.68	0.75	0.81	0.94	1.09	生息资产平均收益率	4.32%	4.56%	4.27%	4.32%	4.34%
每股净资产(BVPS)	2.00	2.31	2.81	3.41	4.12	计息负债平均付息率	1.63%	1.96%	1.77%	1.77%	1.76%
P/E	7.62	6.40	5.72	4.81	4.00	净利差(SPREAD)	2.69%	2.60%	2.50%	2.55%	2.58%
P/PPPOP	4.18	3.84	3.55	3.05	2.63	净息差(NIM)	2.86%	2.81%	2.71%	2.78%	2.83%
P/B	1.43	1.24	1.02	0.84	0.69	业务支出/营业净收入	35.89%	36.82%	37.31%	36.89%	36.57%
ROAE	20.46%	20.74%	19.53%	19.15%	18.99%	有效税率	22.91%	22.77%	22.80%	22.80%	22.80%
ROAA	1.11%	1.16%	1.16%	1.23%	1.31%	权益倍数(A/E)	17.98	17.66	16.24	15.05	14.07
资产负债表摘要	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	规模增长	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
总资产	11,677,577	13,244,342	14,829,498	16,651,253	18,823,542	总资产	12.96%	13.42%	11.97%	12.28%	13.05%
贷款总额	5,628,705	6,433,399	7,269,741	8,178,458	9,159,873	贷款净额	12.76%	13.98%	12.76%	12.32%	11.93%
证券投资	2,636,576	2,856,273	3,284,714	3,777,421	4,344,034	证券投资	3.94%	8.33%	15.00%	15.00%	15.00%
央行及同业资产	3,361,079	3,913,344	4,236,907	4,655,879	5,268,414	央行及同业资产	20.86%	16.43%	8.27%	9.89%	13.16%
总负债	11,027,789	12,492,988	13,914,959	15,543,305	17,483,375	总负债	12.58%	13.29%	11.38%	11.70%	12.48%
存款总额	9,622,026	10,862,935	12,166,487	13,626,466	15,261,642	存款总额	8.26%	12.90%	12.00%	12.00%	12.00%
其它计息负债	1,154,449	1,225,419	1,302,841	1,397,517	1,525,330	其它计息负债	58.10%	6.15%	6.32%	7.27%	9.15%
股东权益	649,601	749,815	912,900	1,106,179	1,338,268	股东权益	19.84%	15.43%	21.75%	21.17%	20.98%
损益表摘要	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	收入增长	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	307,199	341,879	371,358	426,483	488,204	净利息收入	26.86%	11.29%	8.62%	14.84%	14.47%
非利息收入	70,532	80,085	90,590	106,403	125,070	非利息收入	46.13%	13.54%	13.12%	17.46%	17.54%
营业净收入	377,731	421,964	461,948	532,886	613,274	营业净收入	30.06%	11.71%	9.48%	15.36%	15.09%
营业支出	-156,768	-180,758	-200,068	-228,288	-260,456	营业支出	22.88%	15.30%	10.68%	14.11%	14.09%
营业利润	220,963	241,206	261,880	304,598	352,817	营业利润	35.69%	9.16%	8.57%	16.31%	15.83%
计提准备金前利润	222,426	242,162	261,880	304,598	352,817	计提准备金前利润	35.50%	8.87%	8.14%	16.31%	15.83%
当期计提准备金	-64,225	-54,235	-51,387	-54,069	-52,015	当期计提准备金	47.94%	-15.55%	-5.25%	5.22%	-3.80%
税前利润	158,201	187,927	210,494	250,529	300,802	税前利润	31.03%	18.79%	12.01%	19.02%	20.07%
净利润	121,927	145,094	162,401	193,279	232,089	净利润	28.52%	19.00%	11.93%	19.01%	20.08%
资产负债结构	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产质量指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
央行及同业/总资产	28.78%	29.55%	28.57%	27.96%	27.99%	不良贷款率	1.55%	1.33%	1.55%	1.55%	1.55%
证券投资/总资产	22.58%	21.57%	22.15%	22.69%	23.08%	信贷成本	1.17%	0.91%	0.75%	0.70%	0.60%
贷款净额/总资产	46.23%	46.46%	46.79%	46.80%	46.34%	拨备覆盖率	263.10%	326.14%	294.08%	304.06%	308.12%
存款/总负债	87.25%	86.95%	87.43%	87.67%	87.29%	拨备/贷款余额	4.08%	4.35%	4.56%	4.71%	4.78%
贷款结构	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	其它数据	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
企业贷款	72.72%	71.70%				分支机构数量	23,461	23,472			
票据贴现	1.86%	1.75%				员工数量	447,401	461,100			
个人贷款	25.42%	26.55%				总股本数量	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。