

农业银行(601288.SH)

高增长潜力在 Q1 继续显现

——2011Q1 业绩点评

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

3.48-3.69

分析师

分析师

程娇翼

谢刚

S0740210080001

S0740210090003

021-20315179

金融小组

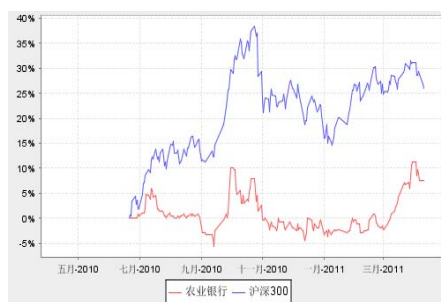
chengjiy@qlzq.com.cn

2011 年 4 月 27 日

基本状况

总股本(百万股)	324794.12
流通股本(百万股)	15342.35
市价(元)	2.88
市值(百万元)	935407.06
流通市值(百万元)	44185.98

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	211,189	222,274	290,418	357,516	411,944
营业收入增速	17.83%	5.25%	30.66%	23.10%	15.22%
净利润增长率	17.56%	26.26%	45.98%	29.23%	20.41%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.25	0.29	0.38	0.45
前次预测每股收益(元)	0.20	0.25	0.29	0.37	0.44
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)	13.84	10.96	9.38	7.68	6.38
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产(元)	1.12	1.32	1.67	2.05	2.50
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	-23.55%	20.53%	21.44%	20.31%	19.98%
市净率	.45	2.08	1.64	1.42	1.16
总股本(百万股)	260,000	260,000	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: 农业银行今日发布 2011Q1 季报, 当季实现净利润 341 亿, 同比增长约 36%, 实现每股收益 0.10 元(全面摊薄), 每股净资产 1.77 元。
- 净利润超出我们预测值约 6%, 业绩超预期的主要原因在于手续费收入增长态势好于预期。Q1 农行实现手续费 177 亿, 同比和环比分别增长 63%和 47%, 我们预计各项中间业务均保持快速增长, 尤其是顾问咨询费、代理业务等。手续费净收入增长对业绩同比和环比增长的贡献度分别为 10 个和 7 个百分点, 其中环比的贡献度高于利息收入(见图表 1)。Q1 单季费用支出占到我们全年预测值的 21%, 较为合理。
- 我们曾在《农业银行_增长的确定性不因紧缩环境而改变》报告中指出“农业银行是少数几个贷款投放不受准备金持续上调影响的银行之一, 良好的流动性使得以规模换取利润成为可能, 息差改善潜力在大行中较大”, 从 Q1 农行的经营状况看我们的判断得到验证: (1) Q1 贷款总额较年初增长 5.3%, 若按照 3322 的节奏推测全年的增速在 17%左右, 预计增速在四大行中最高, 且县域地区的存贷款增速均明显高于城市地区; (2) 良好的负债基础使得农行在整个市场流动性趋紧的环境下在不增加负债成本的前提下(因为压缩了利率较高的卖出回购资产)加大买入返售类资产配置赚取收益, 所以我们看到农业银行的负债成本仅有小幅上升, 远低于资产收益率上升幅度; (3) 截至 Q1 末农行的央行资产占存款比例上升至 24%, 显示即使后续继续多次上调存款准备金率, 其流动性和贷款投放都不受影响。(4) 2011Q1 农行披露的 NIM 值为 2.79%, 较去年全年水平上升 22 个 BP, 我们推测较 2010Q4 单季 NIM 有 6 个 BP 左右的上升(日均口径)。
- Q1 末农行的不良贷款余额较年初下降约 87 个亿至 917 亿, 不良率下降 27 个 BP 至 1.76%, 拨备覆盖率和拨贷比分别达 197%和 3.47%, 对应的信贷成本为 0.96%, 说明农行依旧没有通过拨备释放利润。

- **上调农业银行 2011 年盈利预测：**我们上调了农行 2011 年手续费收入预测值，调整后 2011-2013 年净利润分别为 1226/1476/1759 亿，分别增长 29%/20%/19%。2011-2013 年 EPS 分别为 0.38/0.45/0.54 元，BVPS 分别为 2.05/2.50/3.04 元。
- **维持对农业银行的“买入”评级：**农业银行当前股价对应于 7.7X2011 年 PE 和 1.4X2011 年 PB。我们给予 2011 年 1.70-1.80XPB 作为合理估值区间，对应的目标价 3.48-3.69 元，维持“买入”评级不变。
- **重申我们看好农行的两大理由：发展县域金融的差异化战略+2011 年业绩的高增长潜力，并认为农行业绩增长的确定性不因当前的紧缩环境而改变。**详见我们先后发布的三篇报告，即《尽享县域金融的天时、地利与人和》，《战略是金，业绩是石》及《增长的确定性不因紧缩环境而改变》。
- **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，并对其估值有负面影响。

图表 1：农业银行净利润单季环比/累计同比增长驱动力

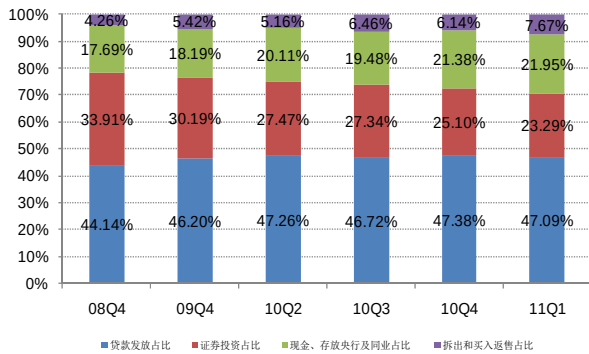
净利润增长 驱动力分解	单季环比				累计同比			
	10Q2/10Q1	10Q3/10Q2	10Q4/1 Q3	11Q1/10Q4	10H1/09H1	10Q3/09Q3	10Q4/09Q4	11Q1/10Q1
营业收入贡献	5.04%	6.19%	9.65%	10.66%	30.45%	32.91%	30.66%	35.34%
利息净收入贡献	6.97%	5.98%	7.88%	2.97%	26.74%	29.28%	27.22%	25.66%
手续费净收入贡献	1.13%	-0.04%	0.71%	6.99%	5.23%	5.35%	4.72%	10.42%
其他净收益贡献	-3.05%	0.25%	1.06%	0.71%	-1.52%	-1.72%	-1.29%	-0.74%
营业支出贡献	-12.94%	12.15%	-13.69%	23.74%	-1.07%	6.26%	12.33%	5.23%
拨备贡献利润	-10.19%	0.77%	5.02%	7.48%	6.96%	20.25%	19.41%	-0.64%
营业外收支贡献	0.64%	-0.33%	0.21%	-0.88%	-0.59%	-0.26%	0.91%	-0.04%
实际税率变化贡献	1.06%	-2.32%	0.45%	-3.18%	4.42%	-22.84%	-17.31%	-3.49%
母公司净利润增长	-16.42%	16.46%	1.73%	37.77%	40.12%	36.26%	45.98%	36.43%

来源：齐鲁证券研究所

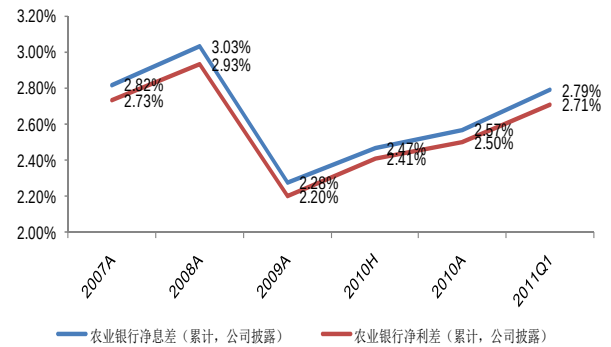
图表 2：农业银行利润表项增长

累计值	2009/12/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	YoY	QoQ
营业收入	222,274	135,680	209,489	290,418	89,556	35.34%	10.66%
利息净收入	181,639	111,708	174,023	242,152	70,529	31.71%	3.52%
手续费及佣金净收入	5,640	22,459	34,032	46,128	17,749	63.48%	46.73%
非息净收入合计	40,635	23,972	35,466	48,266	19,027	50.72%	48.65%
营业支出	(148,532)	(78,194)	(121,177)	(170,988)	(45,278)	31.12%	-9.10%
营业税金及附加	(12,567)	(7,489)	(11,311)	(15,505)	(4,869)	33.84%	16.09%
管理费用	(95,823)	(51,082)	(77,319)	(112,071)	(28,261)	26.20%	-18.68%
资产减值损失	(40,142)	(19,623)	(32,547)	(43,412)	(12,148)	42.92%	11.81%
营业利润	73,742	57,486	88,312	119,430	44,278	39.94%	42.29%
归属母公司股东净利润	64,992	45,840	70,146	94,873	34,067	36.43%	37.77%

来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 3：农业银行生息资产结构


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 4：农业银行净息差（日均余额口径）


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 5：农业银行资产质量一览表

五级分类法	2007A	2008A	2009A	2010Q1	2010H	2010A	2011Q1
不良贷款余额（百万元）	818,853	134,067	120,241	109,543	107,086	100,405	91,698
五级分类贷款占比							
——正常类贷款	68.69%	82.84%	89.25%	90.64%	90.93%	91.59%	
——关注类贷款	7.74%	12.84%	7.85%	6.90%	6.75%	6.39%	
——次级类贷款	1.48%	2.81%	1.27%	0.98%	0.89%	0.71%	
——可疑类贷款	6.27%	1.42%	1.52%	1.36%	1.29%	1.17%	
——损失类贷款	15.83%	0.10%	0.12%	0.12%	0.14%	0.15%	
A:不良贷款率	23.57%	4.32%	2.91%	2.46%	2.32%	2.03%	1.76%
A:不良贷款净形成率		-19.71%	-0.41%	-0.26%	-0.32%	-0.47%	-0.18%
A:期末信贷成本（年化）	0.61%	1.29%	1.07%	0.77%	0.85%	0.88%	0.93%
A:平均信贷成本（年化）	0.61%	1.21%	1.22%	0.80%	0.90%	0.96%	0.96%
A:拨备覆盖率	93.42%	63.53%	105.37%	123.25%	136.11%	168.05%	197.44%
A:拨备覆盖充分度	109.17%	105.95%	136.54%	145.06%	153.92%	174.08%	
A:关注/不良贷款余额	32.83%	296.81%	270.13%	280.38%	291.56%	315.39%	
A:拨备/贷款余额	22.02%	2.75%	3.06%	3.03%	3.15%	3.40%	3.47%

来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 6：农业银行财务预测简表

每股盈利及估值	2009A	2010A	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益 (EPS)	0.25	0.29	0.38	0.45	生息资产规模增长	27.12%	16.39%	15.34%	13.72%
每股拨备前收益	0.44	0.51	0.63	0.73	生息资产平均收益率	3.77%	3.75%	4.12%	4.15%
每股净资产 (BVPS)	1.32	1.67	2.05	2.50	计息负债平均付息率	1.54%	1.28%	1.57%	1.64%
P/E	11.60	9.93	7.68	6.38	净利差 (SPREAD)	2.23%	2.46%	2.55%	2.51%
P/POP	6.61	5.74	4.58	3.99	净息差 (NIM)	2.34%	2.58%	2.70%	2.67%
P/B	2.20	1.74	1.42	1.16	业务支出/营业净收入	43.11%	38.59%	36.67%	36.90%
ROAE	20.53%	21.44%	20.31%	19.98%	有效税率	12.07%	21.39%	22.00%	22.00%
ROAA	0.82%	0.99%	1.10%	1.16%	权益倍数 (A/E)	25.91	19.07	17.91	16.66
资产负债表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	规模增长	2009A	2010A	2011E	2012E
总资产	8,882,588	10,337,406	11,910,359	13,535,451	总资产	26.63%	16.38%	15.22%	13.64%
贷款总额	4,138,187	4,956,741	5,774,603	6,640,794	贷款净额	33.05%	19.36%	16.20%	14.87%
证券投资	2,621,148	2,536,604	2,917,095	3,354,659	证券投资	13.17%	-3.23%	15.00%	15.00%
央行及同业资产	2,050,027	2,780,931	3,174,682	3,509,638	央行及同业资产	36.72%	35.65%	14.16%	10.55%
总负债	8,539,663	9,795,170	11,245,295	12,722,761	总负债	27.01%	14.70%	14.80%	13.14%
存款总额	7,497,618	8,887,905	10,309,970	11,753,366	存款总额	22.96%	18.54%	16.00%	14.00%
其它计息负债	877,899	730,184	780,184	780,184	其它计息负债	120.21%	-16.83%	6.85%	0.00%
股东权益	342,819	542,071	665,063	812,690	股东权益	18.03%	58.12%	22.69%	22.20%
损益表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	收入增长	2009A	2010A	2011E	2012E
净利息收入	181,639	242,152	293,538	332,428	净利息收入	-6.30%	33.31%	21.22%	13.25%
非利息收入	40,635	48,266	63,978	79,516	非利息收入	134.29%	18.78%	32.55%	24.29%
营业净收入	222,274	290,418	357,516	411,944	营业净收入	5.25%	30.66%	23.10%	15.22%
营业支出	-108,390	-127,576	-151,655	-176,135	营业支出	0.70%	17.70%	18.87%	16.14%
营业利润	113,884	162,842	205,860	235,809	营业利润	9.98%	42.99%	26.42%	14.55%
计提准备金前利润	114,070	164,146	205,860	235,809	计提准备金前利润	9.87%	43.90%	25.41%	14.55%
当期计提准备金	-40,142	-43,412	-48,608	-46,454	当期计提准备金	-22.02%	8.15%	11.97%	-4.43%
税前利润	73,928	120,734	157,252	189,355	税前利润	41.22%	63.31%	30.25%	20.42%
净利润	64,992	94,873	122,606	147,627	净利润	26.26%	45.98%	29.23%	20.41%
资产负债结构	2009A	2010A	2011E	2012E	资产质量指标	2009A	2010A	2011E	2012E
央行及同业/总资产	23.08%	26.90%	26.65%	25.93%	不良贷款率	2.91%	2.03%	2.00%	1.90%
证券投资/总资产	29.51%	24.54%	24.49%	24.78%	信贷成本	1.22%	0.96%	0.85%	0.70%
贷款净额/总资产	45.16%	46.32%	46.71%	47.21%	拨备覆盖率	105.37%	168.05%	182.76%	198.29%
存款/总负债	87.80%	90.74%	91.68%	92.38%	拨备/贷款余额	3.06%	3.40%	3.66%	3.77%
贷款结构	2009A	2010A	2011E	2012E	其它数据	2009A	2010A	2011E	2012E
企业贷款	72.37%	73.83%			分支机构数量	23,624	23,486		
票据贴现	8.55%	3.07%			员工数量	441,144	444,447		
个人贷款	19.08%	23.09%			总股本数量 (百万股)	260,000	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。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501