

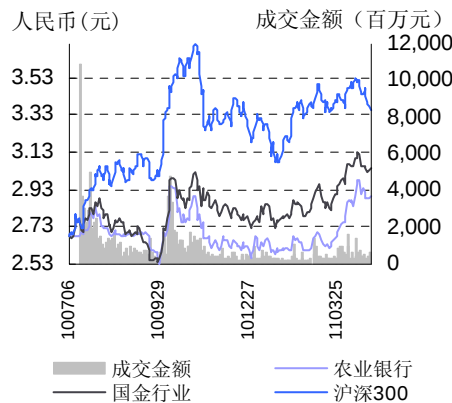
农业银行 (601288.SH) 银行业
评级：持有 维持评级
业绩点评

市价（人民币）：2.90 元

一季报点评——符合预期

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)	15,342.35
流通港股(百万股)	30,738.82
总市值(百万元)	941,902.94
年内股价最高最低(元)	2.98/2.53
沪深 300 指数	3209.50
上证指数	2925.41


相关报告

1. 《息差反弹幅度较大》，2011.3.30
2. 《3 季报点评》，2010.10.28
3. 《2010 中期业绩点评》，2010.8.31

业绩简评

- 农业银行 2011 年 1 季度实现归属母公司净利润 340.7 亿元，EPS0.1 元，同比增长 36.4%，环比增长 37.8%，符合我们及市场的预期；业绩同比增长主要来源于净利息收入增长（同比增长 31.7%），业绩环比增长主要来源于非息收入增长（环比增长 45.4%）和费用支出的下降（环比降低 18.7%）。

经营分析

- **贷款和存款环比增速较高。**公司 1 季度生息资产/贷款环比增长 5.83%/5.27%，计息负债/存款环比增长 5.92%/5.38%。与其他上市银行贷款环比增速普遍低于 4%相比，公司贷款业务完成较好。受益于国家对三农领域的政策支持力度不断加大，公司三农业务贷款/存款环比增长 6.42%/6.66%，高于整体的平均水平。
- **息差弹性较大。**公司公告 1 季度净息差 2.79%，较 10 年提高了 22BP，息差弹性在国有银行中最高；我们测算 1 季度单季净息差 2.74%，环比略微下降 2BP。成本方由于公司网点规模庞大，负债成本控制能力较强；收入方得益于公司在县域金融业务中的绝对优势，对中小企业及三农贷款的定价能力较强，因而紧缩环境中负债成本率的上升幅度要低于资产收益率的上升幅度，净息差相对更为受益。
- **手续费收入快速增长。**1 季度公司手续费净收入同比增长 63.5%，环比增长 46.7%，在国有银行中表现突出。代理业务、银行卡、顾问咨询费是中间业务保持较快增长的主要动力。
- **不良余额下降较快，覆盖率继续提升。**1 季度末不良余额 917 亿，环比下降 87 亿；不良率 1.76%，环比降低 27BP。1 季度拨备计提 121.5 亿，折信贷成本年化 0.96%，拨备计提力度与 10 年保持平稳，拨备覆盖率提升至 197.44%。1 季度末公司拨备率达到 3.47%，后续拨备压力较小，信贷成本存在下降空间。

盈利调整

- 我们维持公司 2011/2012 年实现归属母公司净利润 1152.6/1367.9 亿的盈利预测，同比增长 21.5%/18.7%，2011/2012EPS=0.35/0.42 元，2011/2012BVPS=1.97/2.25 元。

投资建议

- 公司目前股价对应 1.47x11PB/8.2x11PE 和 1.29x12PB/6.9x12PE，维持对公司的“持有”评级。

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

张英 分析师 SAC 执业编号：S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

图表 1：农业银行业绩增长归因分析

累积同比增长业绩分拆						
业绩同比	2008	2009	1H10 ¹	3Q10	4Q10	1Q11
利息收入	29.75%	-6.19%	18.30%	20.14%	20.77%	27.04%
利息支出	41.93%	-6.03%	-3.04%	-2.84%	0.87%	17.99%
净利息收入	23.10%	-6.30%	33.15%	36.09%	33.31%	31.71%
非利息净收入	3.49%	49.76%	31.98%	32.95%	29.43%	63.48%
营业收入	17.45%	5.20%	30.11%	32.80%	31.13%	35.63%
营业支出	51.15%	0.70%	31.89%	25.23%	17.70%	47.94%
拨备前利润	-4.60%	9.87%	28.79%	38.91%	43.90%	40.54%
拨备	68.37%	-22.02%	11.84%	3.00%	8.15%	42.92%
税前利润	-33.11%	41.22%	35.75%	59.15%	63.31%	39.90%
所得税	-97.40%	896.21%	21.34%	317.25%	189.35%	52.71%
税后利润	17.56%	26.26%	40.12%	36.24%	45.98%	36.38%
业绩增长分拆						
规模增长	32.00%	27.18%		13.87%	16.34%	
净息差	-8.90%	-33.48%		22.21%	16.97%	
非息收入	-5.65%	11.50%	-3.04%	-3.29%	-2.18%	
成本	-22.05%	4.67%	-1.31%	6.11%	12.76%	
拨备	-28.51%	31.36%	6.96%	20.25%	19.41%	
税收	50.66%	-14.96%	4.37%	-22.91%	-17.34%	
单季环比增长业绩分拆						
业绩增长分拆						
规模增长				3.65%	1.82%	4.58%
净息差				2.36%	6.00%	-1.82%
非息收入				-0.07%	1.90%	9.72%
成本				12.16%	-13.54%	23.20%
拨备				0.77%	5.02%	7.48%
税收				-2.27%	0.54%	-3.23%
业绩增长贡献						
规模增长				21.98%	104.45%	11.48%
净息差扩大				14.20%	344.88%	-4.55%
非息收入				-0.43%	109.36%	24.33%
成本				73.28%	-778.45%	58.09%
拨备				4.65%	288.60%	18.73%
税收				-13.69%	31.15%	-8.09%

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	2007	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10	4Q10	1Q11
生息资产同比增长		32.00%	27.18%				16.34%	
贷款		-10.77%	33.48%				19.78%	
其中企业贷款		-11.76%	26.92%					
其中个人贷款		-5.44%	69.95%					
投资		76.39%	13.32%				-3.40%	
同业		30.29%	36.72%				16.34%	
季度环比增长	4Q07	4Q08	4Q09	1Q10	1H10	3Q10	4Q10	1Q11
生息资产同比增长			27.18%			4.34%	2.17%	5.83%
贷款			33.48%			3.34%	3.73%	5.27%
其中企业贷款			26.92%					
其中个人贷款			69.95%					
投资			13.32%			3.85%	-6.31%	-1.86%
同业			36.72%			7.08%	8.43%	13.91%
同比增长	2007	2008	2009		1H10	3Q10	4Q10	1Q11
计息负债		15.42%	27.74%				15.95%	
存款		15.32%	22.96%				18.54%	
活期存款		8.60%	27.30%					
定期存款		26.24%	18.01%					
债券								
同业		16.94%	95.29%				-11.50%	
季度环比增长	4Q07	4Q08	4Q09		1H10	3Q10	4Q10	1Q11
计息负债			27.74%			2.67%	2.75%	5.92%
存款			22.96%			3.78%	2.58%	5.38%
债券						2.02%	6.87%	3.68%
同业			95.29%			-11.21%	4.84%	13.94%

来源：公司数据、国金证券研究所

图表 3：农业银行收益率水平

	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010	1Q11
循环收益率(折算为年收益率)							
生息资产收益率	5.27%	3.82%		3.74%	3.76%	3.81%	4.03%
计息负债成本	2.02%	1.56%		1.31%	1.31%	1.30%	1.33%
净利差	3.24%	2.26%		2.43%	2.45%	2.51%	2.70%
贷款收益率	6.58%	5.41%		5.24%		5.21%	
存款成本率	1.96%	1.52%		1.27%		1.25%	
存贷差	4.62%	3.89%		3.97%		3.96%	
净息差	3.23%	2.34%		2.48%	2.51%	2.58%	2.74%
债券收益率	4.03%	3.06%		2.96%		3.00%	
同业收益率	2.00%	1.42%		1.50%		1.57%	
同业成本率	2.88%	1.90%		1.56%		1.71%	
单季收益率(折算为年收益率)	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010	1Q11
生息资产收益率					3.86%	3.96%	4.03%
计息负债成本					1.30%	1.25%	1.33%
净利差					2.56%	2.71%	2.70%
贷款收益率							
存款成本率							
存贷差							
净息差					2.60%	2.76%	2.74%
债券收益率							
同业收益率							
同业成本率							

来源：公司数据、国金证券研究所

图表 4: 农业银行资产质量

 农业银行 (601398.SH): 资产质量
 (RMB百万)

	2007	2008	2009	1H10	3Q10	2010	1Q11
五级分类							
正常类	2,386,505	2,568,164	3,693,136	4,204,677		4,539,665	
关注类	268,816	397,928	324,810	312,220		316,671	
次级类	51,341	87,104	52,575	41,257		34,987	
可疑类	217,721	43,968	62,895	59,481		57,930	
损失类	549,791	2,995	4,771	6,348		7,488	
不良贷款总额	818,853	134,067	120,241	107,086	99,438	100,405	91,698
增加额							8,707
贷款总额	3,474,174	3,100,159	4,138,187	4,623,983	4,780,673	4,956,741	5,218,154
关注类占贷款比重	7.74%	12.84%	7.85%	6.75%		6.39%	
次级占不良贷款比重	6.27%	64.97%	43.72%	38.53%		34.85%	
可疑占不良贷款比重	26.59%	32.80%	52.31%	55.55%		57.70%	
损失占不良贷款比重	67.14%	2.23%	3.97%	5.93%		7.46%	
不良贷款率 (reported)		19.25%					
不良贷款率	23.57%	4.32%	2.90%	2.32%	2.08%	2.03%	1.76%
不良贷款准备	(764,982)	(85,175)	(126,692)	(145,753)	(158,802)	(168,733)	(181,048)
组合计提贷款准备	(96,852)	(42,034)	(71,096)	(90,450)		(110,232)	
个别计提贷款准备	(668,130)	(43,141)	(55,596)	(55,303)		(58,501)	
不良贷款覆盖率	93.42%	63.53%	105.37%	136.11%	159.70%	168.05%	197.44%
不良贷款覆盖率 (剔除损	79.98%	62.70%	105.59%	138.38%		173.54%	
不良贷款拨备	(21,115)	(39,858)	(44,289)	(19,728)	(32,547)	(43,536)	(12,148)
当期拨备/不良贷款	2.58%	29.73%	36.83%	36.85%	43.64%	43.36%	52.99%
当期拨备/贷款总额(风险)	0.61%	1.21%	1.22%	0.90%	0.97%	0.96%	0.96%
组合计提准备/(非不良贷款)	3.65%	1.50%	1.77%	2.00%		2.27%	
个别计提准备/不良贷款	81.59%	32.18%	46.24%	51.64%		58.27%	

来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 5: 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	2011E	2012E
利息收入	243,317	315,697	296,147	357,660	440,461	514,107
利息支出	(85,852)	(121,852)	(114,508)	(115,508)	(156,151)	(177,893)
净利息收入	157,465	193,845	181,639	242,152	284,310	336,214
手续费及佣金净	22,995	23,798	35,640	46,128	54,786	65,141
其他非息收入	(413)	(6,176)	5,181	3,442	3,442	3,442
非利息净收入	22,582	17,622	40,821	49,570	58,228	68,583
营业收入	180,047	211,467	222,460	291,722	342,538	404,797
营业税金及附加	(11,140)	(13,223)	(12,567)	(15,505)	(19,315)	(22,591)
营业费用	(60,076)	(94,417)	(95,823)	(112,071)	(133,590)	(157,871)
营业支出	(71,216)	(107,640)	(108,390)	(127,576)	(152,904)	(180,461)
拨备前利润	108,831	103,827	114,070	164,146	189,633	224,336
拨备	(30,574)	(51,478)	(40,142)	(43,412)	(38,977)	(46,094)
税前利润	78,257	52,349	73,928	120,734	150,657	178,242
所得税	(34,470)	(896)	(8,926)	(25,827)	(35,435)	(41,495)
税率	44.05%	1.71%	12.07%	21.39%	23.52%	23.28%
少数股东权益	0	(21)	10	34	41	49
税后利润	43,787	51,474	64,992	94,873	115,263	136,796
净利润增长率		17.56%	26.26%	45.98%	21.49%	18.68%
ROE		17.72%	18.96%	17.50%	17.97%	18.69%
Per share data	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
股本, 期末 (mn)		260,000	260,000	324,794	324,794	324,794
每股拨备前利润		0.40	0.44	0.51	0.58	0.69
EPS(basic)		0.198	0.250	0.292	0.355	0.421
EPS(Diluted)						
BVPS		1.117	1.319	1.669	1.975	2.254

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	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

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。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室