

2011年4月28日

农业银行

基本符合预期

A
买入

601288.SS – 人民币 2.90

目标价格: 人民币 3.42(▲3.29)

H
持有

1288.HK – 港币 4.71

目标价格: 港币 4.78(▲4.58)

尹劲桦

(8621) 6860 4866 分机 8590

jinhua.yin@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210050006

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	8	7	10.7	-
相对新华富时 A50 指数(%)	3	7	4.4	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数(百万)	324,794
流通股(%)	4.7
流通股市值(人民币 百万)	44,269
3 个月日均交易额(人民币 百万)	446
主要股东(%)	
汇金	40.03

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

农行 1 季度净利润同比增长 36.4%，基本符合我们和市场的预期。1 季度手续费收入超预期，同时成本收入比有明显下降，虽然拨备超预期增长，但资产质量的改善说明拨备主要是预防性提取。未来的风险在于较低的资本充足率和活期存款占比下降导致加息的正面效应减弱。调高目标价格但维持评级不变。

季报要点

- 1 季度 2.79% 的净息差水平符合预期，但由于总资产增速相对较低，导致净息收入略低于预期。较高的手续费收入以及较低的营业费用使得拨备前利润高于我们预期。
- 尽管拨备高出预期，但不良贷款率和不良贷款余额的下降表明资产质量仍在改善，我们认为未来农行拨备压力较小。
- 贷款增速高于行业平均，贷存比有提升空间，资产流动性较好，因此未来净息差有望随着结构的改善继续提高。
- 主要风险：较低的资本充足率，活期存款占比下降。

估值

- 农行 A 股按照 2011 年的预测值计算的市盈率和市净率分别为 8.04 倍和 1.52 倍，基本和五大行平均值持平，但考虑到农行较高的增长速度和较高的净资产收益率，其应享受一定的溢价。按照 2011 年 1.8 倍的市净率，我们将 A 股目标价格由 3.29 元上调至 3.42 元，维持**买入**评级；将 H 股目标价格从 4.58 港币调高到 4.78 港币，相当于 2.15 倍 2011 年市净率，较目前工行、建行的 H 股平均估值高出 5%。由于 H 股估值吸引力较低，维持**持有**评级。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净息收入(人民币 百万)	181,639	242,152	307,914	363,439	422,912
净利润(人民币 百万)	64,992	94,873	117,178	137,013	159,523
完全摊薄每股收益(人民币 元)	0.25	0.29	0.36	0.42	0.49
变动(%)	26.3	16.9	23.5	16.9	16.4
市盈率(倍)	11.60	9.93	8.04	6.87	5.90
每股净资产值(人民币 元)	1.32	1.67	1.90	2.18	2.50
市净率(倍)	2.20	1.74	1.52	1.33	1.16
净资产收益率(%)	20.53	21.44	20.20	20.67	21.01
每股股息(人民币 元)	0.08	0.15	0.13	0.15	0.17
股息收益率(%)	2.7	5.3	4.4	5.1	5.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	21	12	21	-
相对恒生中国企 业指数 (%)	15	8	15	-

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数(百万)	324,794
流通股(%)	5.4
流通股市值(港币 百万)	82,608
3 个月日均交易额(港币 百万)	624

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净息收入 (人民币 百万)	181,639	242,152	307,914	363,439	422,912
净利润 (人民币 百万元)	64,992	94,873	117,178	137,013	159,520
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.25	0.29	0.36	0.42	0.49
增长率(%)	26.3	16.9	23.5	16.9	16.4
市盈率(倍)	15.78	13.51	10.94	9.35	8.03
每股净资产值 (人民币 元)	1.32	1.67	1.90	2.18	2.50
市净率(倍)	2.99	2.36	2.07	1.81	1.58
净资产收益率(%)	20.53	21.44	20.20	20.67	21.01
每股股息 (人民币 元)	0.08	0.15	0.13	0.15	0.17
股息收益率(%)	1.9	3.9	3.2	3.7	4.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

1 季报业绩基本符合预期

农行 1 季度净利润同比增长 36.4%，环比增长 37.8%，该业绩略低于我们的预期 0.3%。我们分析主要差异如下：

- 1、净息收入略低于预期。尽管 1 季度净息差由去年 4 季度的 2.72% 上升至 2.79%，符合我们的预期，但总资产增速略低于我们预期，因此整体上净息收入略低于我们预期；
- 2、手续费收入超出预期 38.5%，我们估计主要是由理财收入推动。
- 3、拨备费用大大高出预期。我们认为在拨备前利润增速较好的情况下，公司加大了拨备力度，也可能增加了地方融资平台的拨备，从而导致拨备增加。

图表 2. 2011 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度	同比变动 (%)	环比 2010 年四 季度变动(%)
净利息收入	53,548	70,529	31.7	3.5
手续费收入	10,857	17,749	63.5	46.7
其他非息收入	1,930	1,515	(21.5)	115.2
营业收入	66,335	89,793	35.4	11.0
营业费用	(22,409)	(28,305)	26.3	(18.5)
拨备前营业利润	43,926	61,488	40.0	33.2
拨备费用	(8,500)	(12,148)	42.9	11.8
营业利润	35,426	49,340	39.3	39.7
营业税	(3,638)	(4,869)	33.8	16.1
税前利润	31,788	44,471	39.9	41.0
所得税	(6,809)	(10,398)	52.7	52.5
净利润	24,979	34,073	36.4	37.8
少数股东权益	(9)	(6)	(33.3)	(220.0)
归属于母公司的净利润	24,970	34,067	36.4	37.8

资料来源：公司数据

图表 3. 2011 年 1 季度实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	1 季度预测值	1 季度实际值	差异(%)
净利息收入	71,803	70,529	(1.8)
手续费收入	12,811	17,749	38.5
其他非息收入	500	1,515	203.0
营业收入	85,114	89,793	5.5
营业费用	(28,011)	(28,305)	1.0
拨备前营业利润	57,103	61,488	7.7
拨备费用	(9,520)	(12,148)	27.6
营业利润	47,583	49,340	3.7
营业税	(4,681)	(4,869)	4.0
非主营业务收入	342	0	(100.0)
税前利润	43,244	(4,869)	(111.3)
所得税	(9,081)	(10,398)	14.5
净利润	34,163	34,073	(0.3)
少数股东权益	(3)	-6	100.0
归属于母公司的净利润	34,160	34,067	(0.3)

资料来源：公司数据，中银国际研究

1 季报亮点

1. 资产质量持续改善

农行的不良贷款由 2010 年底的 1,004 亿下降到 1 季末的 916 亿，不良贷款率从 2.03% 下降到 1.76%，资产质量改善明显。截至 1 季度末，不良贷款拨备覆盖率已达到 197.44%，拨贷比也达到 3.47%，未来拨备压力不大。

2. 成本收入比降低

1 季度的成本收入比只有 30.18%，费用同比增长率只有 21%，尽管通常 1 季度的费用会相对较低，但这也体现了农行在净息差上升的同时进行了有效的成本控制。展望未来，我们预计成本收入比会有所上升，但上升幅度不会太大。

3. 非息收入快速增长。

农行的手续费收入同比增长 64%，由于未披露详细项目，我们估计理财业务、贷款相关的担保承诺等业务的快速增长是主要原因。展望未来，我们预计非息收入增速仍将保持较高水平。

4. 贷款增长较快

1 季度末，农行贷款相比年初增长 5.27%，增速在行业中处于较高水平。同时，存款相比年初增长 5.38%，1 季度末贷存比为 55.71%，仍处于较低水平。我们预计未来贷款的持续增长有望进一步提高贷存比，这对提高净息差有积极作用。

1 季报弱势

1. 资本金面临压力

截至 1 季度末，农行核心资本充足率为 9.61%，总资本充足率 11.4%，其中总资本充足率已低于监管要求，核心资本充足率也已经接近最低 9.5% 的监管要求，因此我们认为若计算方法和监管要求不改变，未来农行的资本金将面临压力。

2. 活期存款占比有所下降

根据我们计算，农行 1 季度末活期存款占比为 56.46%，低于 2010 年底的 57.7%。我们估计储蓄存款定期化是部分原因。活期存款占比的下降对加息环境下未来息差扩张不利。

估值

农行A股按照2011年的预测值计算的市盈率和市净率分别为8.04倍和1.52倍，基本和五大行平均值持平，但考虑到农行较高的增长速度和较高的净资产收益率，其应享受一定的溢价。我们按照2011年1.8倍的市净率得出A股目标价格为3.42元，维持**买入**评级。我们将H股目标价格从4.58调高到4.78，相当于2.15倍2011年市净率，较目前**工商银行**(601398.SS/人民币4.54; 1398.HK/港币6.65, 持有)、**建设银行**(601939.SS/人民币5.16; 0939.HK/港币7.46, 持有)的平均估值高出5%，由于H股估值吸引力较低，维持**持有**评级。

损益表(人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	181,639	242,152	307,914	363,439	422,912
净手续费及佣金收入	35,640	46,128	55,086	64,363	74,526
其他非息收入	4,995	2,138	1,571	1,723	1,890
营业收入	222,274	290,418	364,570	429,525	499,329
营业费用	(95,823)	(112,071)	(136,310)	(161,317)	(190,962)
拨备前经营利润	126,451	178,347	228,260	268,207	308,366
贷款损失准备	(40,142)	(43,412)	(60,074)	(70,232)	(77,252)
营业利润	86,309	134,935	168,186	197,975	231,114
来自联营公司的利润	186	1,304	1,369	1,438	1,510
营业税	(12,567)	(15,505)	(21,332)	(25,188)	(28,936)
税前利润	73,928	120,734	148,223	174,225	203,688
所得税	(8,926)	(25,827)	(31,034)	(37,198)	(44,150)
税后利润	65,002	94,907	117,190	137,027	159,537
少数股东损益	(10)	(34)	(12)	(13)	(15)
净利润	64,992	94,873	117,178	137,013	159,523
+/-%	26.3	46	23.5	16.9	16.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产					
现金及等价物	1,517,806	2,082,332	2,281,868	2,711,829	3,073,830
存放同业	532,221	698,599	1,198,444	1,529,853	2,017,095
短期投资	4,678	9,173	10,090	11,099	12,209
总客户贷款	4,138,187	4,956,741	5,770,043	6,636,899	7,539,800
减: 拨备	(126,692)	(168,733)	(227,673)	(296,658)	(372,539)
长期投资	2,616,672	2,527,431	2,674,573	2,835,764	3,012,525
对联营企业投资	141	141	141	141	141
净固定资产	111,973	121,391	131,953	131,739	129,696
其他资产	87,602	110,331	114,478	119,206	124,566
总资产	8,882,588	10,337,406	11,953,918	13,679,873	15,537,324
负债及权益					
客户存款	7,497,618	8,887,905	10,277,255	11,717,308	13,311,901
同业存放	701,131	620,449	744,533	893,433	1,027,444
其他借款	55,179	62,344	88,575	114,937	116,435
总借款	8,253,928	9,570,698	11,110,363	12,725,679	14,455,781
其他负债	285,735	224,472	225,145	246,719	270,371
总负债	8,539,663	9,795,170	11,335,509	12,972,398	14,726,152
普通股股本(面值)	260,000	324,794	324,794	324,794	324,794
准备金	23,002	171,793	206,950	248,058	295,919
其他权益	59,817	45,484	86,493	134,443	190,272
总股东权益	342,819	542,071	618,237	707,295	810,985
少数股东权益	106	165	173	180	187
已运用资本	342,925	542,236	618,410	707,475	811,172
总负债及权益	8,882,588	10,337,406	11,953,918	13,679,872	15,537,323

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	65,002	94,907	148,224	174,225	203,687
非现金项目	(17,351)	43,386	66,925	76,421	83,671
其他变动	0	4,667	100	100	100
经营活动产生现金流	45,206	67,511	218,055	254,675	291,949
经营性资产的增减	(58,231)	(157,389)	325,915	333,019	507,820
营业活动产生现金流	(13,025)	(89,878)	543,969	587,693	799,769
投资及融资回报	0	76,405	(2,811)	(3,935)	(4,498)
支付税金	(8,000)	0	(27,935)	(33,483)	(39,740)
投资活动产生现金流	(21,025)	(13,473)	513,224	550,275	755,531
投资	(188,338)	(8,522)	(164,113)	(167,135)	(181,282)
自由现金流	(209,363)	(21,995)	349,111	383,140	574,250
收购活动	0	1,373	0	0	0
投资者可用现金	(209,363)	(20,622)	349,111	383,140	574,250
融资活动产生的净现金	49,950	109,707	(16,019)	(22,955)	(55,833)
现金增(减)	(159,264)	86,317	329,770	357,196	515,726

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%) — A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
生息资产收益率	3.79	3.77	4.49	4.63	4.78
资金成本	1.56	1.30	1.82	1.92	2.04
利差	2.23	2.48	2.67	2.71	2.74
净息差	2.33	2.55	2.79	2.85	2.89
其他收入总收入	18.3	16.6	15.5	15.4	15.3
成本收入比	43.1	38.6	37.4	37.6	38.2
有效税率	24.8	30.3	30.9	31.3	31.4
增长					
贷款增长率	33.5	19.8	16.4	15.0	13.6
存款增长率	23.0	18.5	15.6	14.0	13.6
资产增长率	26.6	16.4	15.6	14.4	13.6
可持续增长率	35.5	30.6	61.0	31.5	33.5
流动性					
贷存比	55.2	55.8	56.1	56.6	56.6
贷款/付息资金	54.8	55.4	55.7	56.1	56.1
贷款/总资产	46.6	47.9	48.3	48.5	48.5
核心负债/总负债					
资产质量					
不良贷款	2.9	2.0	2.4	2.8	3.2
一般拨备率	105.4	168.1	165.2	157.4	155.0
专项准备覆盖率	3.1	3.4	3.9	4.5	4.9
总拨备覆盖率	128.3	196.9	199.3	193.7	190.7
信用风险成本	1.1	0.9	1.0	1.1	1.0
关注类贷款比例	7.8	6.4	10.4	10.9	11.6
资本充足率					
权益资产比率	3.9	5.2	5.2	5.2	5.2
盈余资本	2.1	3.6	3.8	4.0	4.1
一级资本充足率	7.7	9.7	9.4	9.3	9.3
总资本充足率	10.1	11.6	11.8	12.0	12.1
回报率					
资产收益率	0.82	0.99	1.05	1.07	1.09
净资产收益率	20.5	21.4	20.2	20.7	21.0
已运用资本收益率	20.5	21.4	20.2	20.7	21.0
结构性已运用资本收益率	20.9	24.3	25.0	25.0	25.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371