

投资评级:

买入

深耕县域金融，业绩增速高

——农业银行 2011 年度中报点评

投资要点:

□ **规模扩张、净息差提升、手续费增长、成本收入比下降驱动净利润高速增长。**

上半年实现净利润 667 亿元，同比增长 45%，符合预期。驱动盈利显著增长主要是因为生息资产规模增长、净息差同比提升、手续费及佣金净收入增长、成本收入比同比大幅下降，分别贡献了净利润增长 16%、16%、14%、14%。

□ **贷款市场份额同比上升；净息差同比大幅提升。**

贷款及垫款总额为 53839 亿元，比上年末增长 8.62%，市场份额为 9.85%，同比上升 10 个 BP、环比下降 7 个 BP。

上半年净息差为 2.79%，同比提升 32 个 BP；经计算得二季度净息差（期末期初均值）2.71%，与一季度持平。

净息差同比大幅提升主要是因为一、信贷资源向县域业务倾斜，而县域业务贷款收益率高于全行水平。上半年县域业务贷款量较年初增长 10.8%，高于全行 2 个多百分点，而县域业务贷款收益率为 6.09%，比全行高 30 个 BP。二、县域业务存款竞争优势明显，存款比年初增长 10.1%，高于全行存款增速将近 1 个百分点，而上半年县域业务的存款平均付息率为 1.36%，比全行低 5 个 BP。三、加息周期下，贷款收益率上升幅度要高于存款成本率上升幅度，2011 年中期存贷利差达 4.38%，同比提升 50 个 BP。

上半年贷款投向发生小幅变化，一方面是农行自身调整贷款结构的需要，另一方面是房地产、基建投资增速下降造成相关行业贷款占比出现小幅下降。

□ **手续费收入高速增长。**

上半年手续费及佣金收入同比增长 65.4%，占营业收入的比重为 20.17%，同比上升 3.62 个百分点，驱动手续费及佣金净收入强劲增长的主要是顾问和咨询费、结算与清算手续费、银行卡手续费，分别增长 134.8%、36%、58.1%。

□ **成本收入比大幅下降，预计未来将保持稳定。**

2011 年上半年成本收入比 33.25%，同比下降 4.4 个百分点。我们预计未来成本收入比将保持稳定。

□ **资产质量改善，拨贷比达 3.64%，拨备计提充分，未来业绩改善弹性较大。**

不良、关注类贷款余额、占比均下降。而逾期贷款余额、占比比年初也均下降，好于行业趋势。拨贷比达 3.64%，比年初上升 24 个 BP；拨备覆盖率达到 218%，比年初上升 50 个百分点。拨备计提充分，未来业绩改善弹性较大。

□ **信贷紧缩环境下，银行表外扩张速度加快，表外业务比重大幅提升。**

6 月底农业银行表外业务余额 20405 亿元，占总资产比重 17.8%，比年初提升 1.93 个百分点，我们认为信贷规模控制背景下，农行为保证部分优质企业正常生产经营，通过表外业务满足其合理的信贷需求，这既能增加手续费及佣金净收入，又能吸收保证金存款。

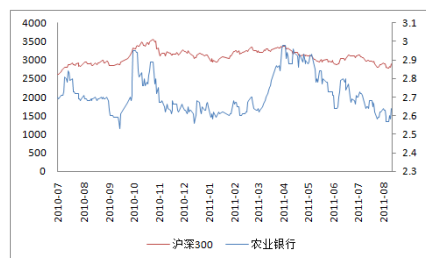
□ **估值和投资建议：**农行资本充足率和核心资本充足率分别为 11.91% 和 9.36%，有一定资本压力。预计 2011 年全年实现净利润 1295 亿元，同比增长 36%，每股净利润 0.40 元，每股净资产 1.96 元，11 年动态市盈率、市净率分别为 6.57 倍、1.33 倍，给予买入评级。

市场数据

总股本(百万股)	324794
A 股股本(百万股)	294054
A 股流通比例(%)	6.96%
第一大股东	汇金
第一大股东持股比例	40%
上证综指/沪深 300	2550/2826

注：2011 年 8 月 26 日数据

近十二个月股价表现



分析师:

许荣聪

执业证书编号:

S0500511070002

(8621)68634510-8515

xrc3356@xcsc.com

联系人:

孙其芳

(8621)68634510-8708

sqf3305@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路

958号华能联合大厦5层湘财证券研

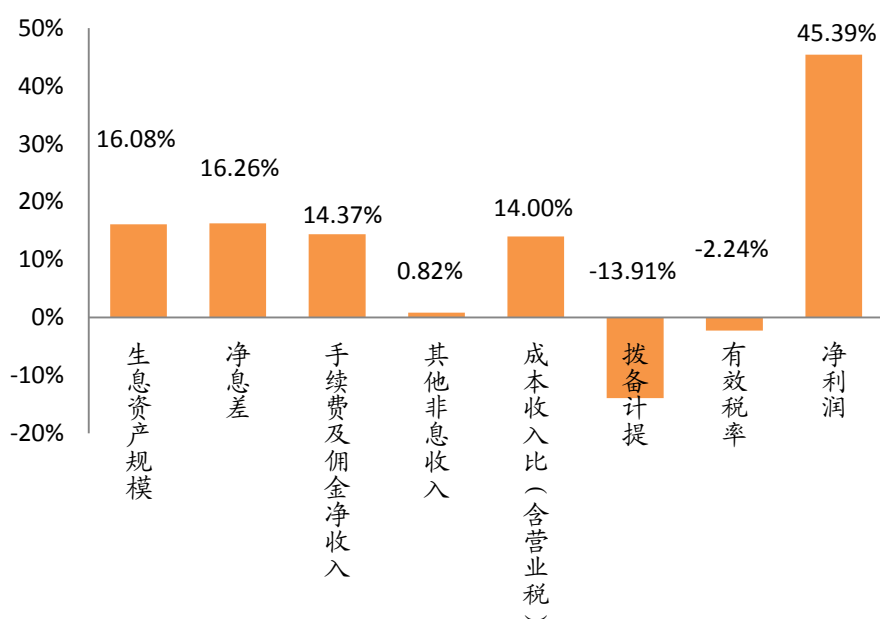
究所

<http://www.xcsc.com>

1 规模、净息差提升、手续费及佣金净收入增长、成本收入比大幅下降驱动净利润高速增长。

农业银行 2011 年上半年实现净利润 666.79 亿元，同比增长 45.39%，符合我们预期。盈利显著增长的主要驱动因素按重要性排序为：1、生息资产规模增长，贡献了净利润增长 16.08%；2、手续费及佣金净收入增长，贡献净利润增长 14.37%；3、净息差同比提升，贡献净利润增长 16.26%；4、成本收入比同比大幅下降，贡献净利润增长 14%。

图 1、2011 年上半年净利润增长驱动因素分析

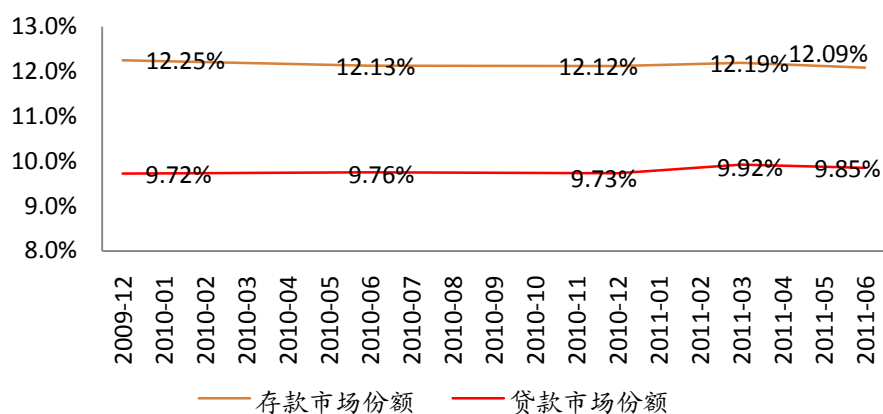


数据来源：公司财报，湘财证券研究所

2 贷款市场份额同比上升、环比下降；存款市场份额同比、环比均下降；存贷比小幅下降；流动性比例小幅下降。

截止 2011 年 6 月底，农业银行贷款及垫款总额为 53839 亿元，比上年末增长 8.62%，市场份额为 9.85%，同比上升 10 个 BP、环比下降 7 个 BP；客户存款总额为 97066 亿元，比上年末增长 9.21%，市场份额为 12.09%，同比下降 4 个 BP、环比下降 10 个 BP。

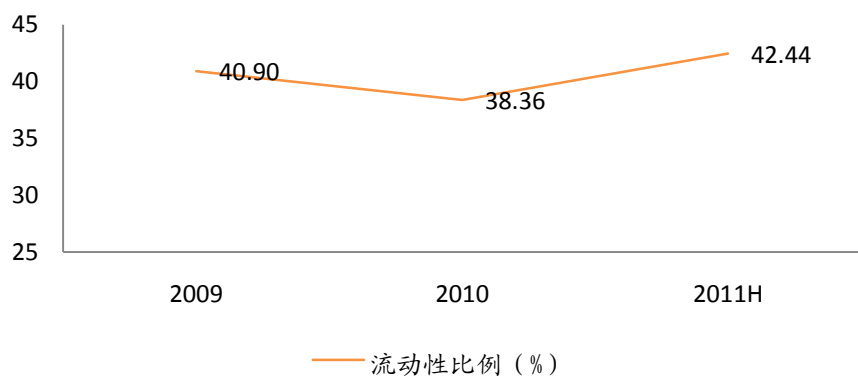
图 2、贷款市场份额上升，存款市场份额下降



数据来源：公司财报，中国人民银行、湘财证券研究所

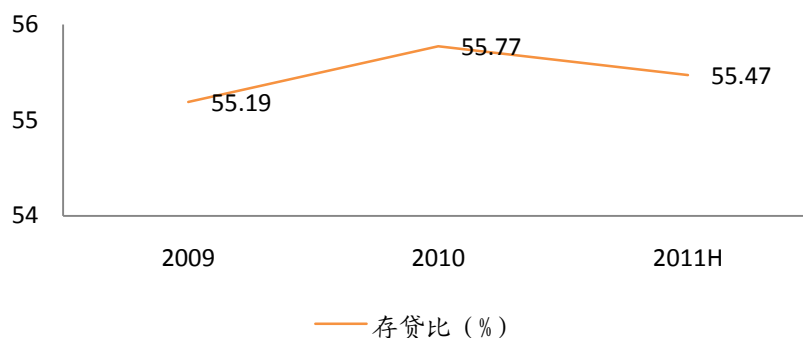
农业银行 2011 年 6 月底存贷比为 55.47%，比年初下降 0.3 个百分点。
流动性比例 42.44%，比年初上升 4.08 个百分点。

图 3、流动性比例小幅上升



数据来源：公司财报，湘财证券研究所

图 4、存贷比小幅下降



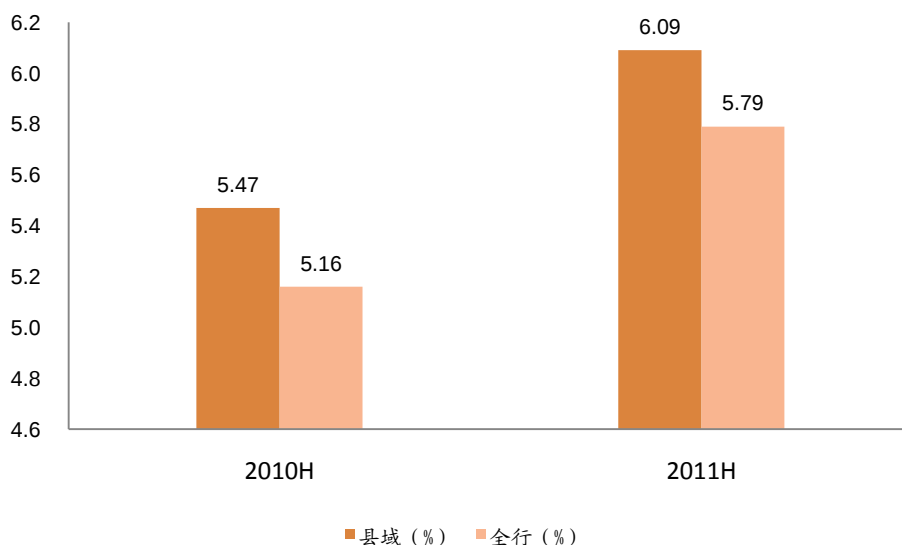
数据来源：公司财报，湘财证券研究所

3 净息差同比大幅提升。

农业银行 2011 年 1-6 月份净息差为 2.79%，同比提升 32 个 BP；经计算得二季度净息差（期末期初均值）2.71%，与一季度持平。

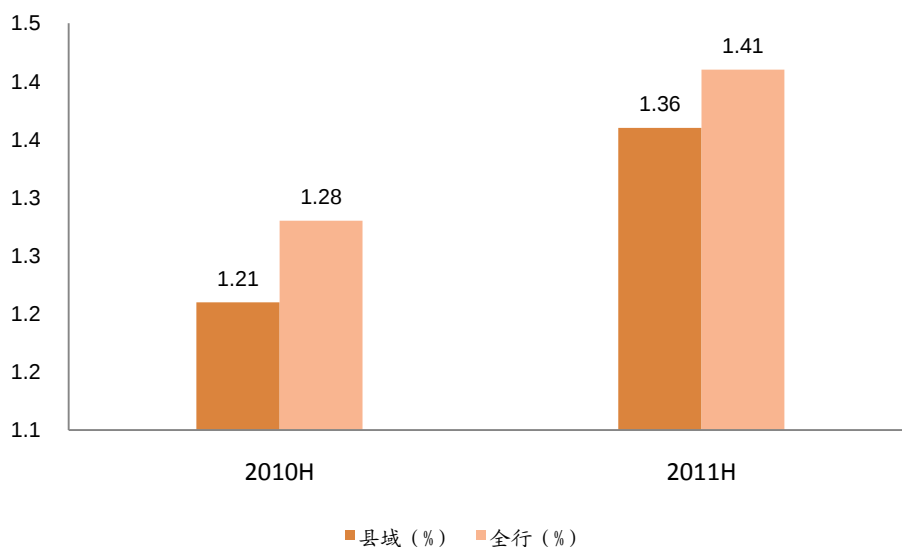
净息差同比大幅提升主要是因为一、信贷资源向县域业务倾斜，而县域业务贷款收益率高于全行平均水平。上半年县域业务发放贷款量较上年末增长 10.8%，高于全行平均水平 2 个多百分点，而县域业务贷款平均收益率为 6.09%，比全行平均水平高 30 个 BP。二、县域业务存款竞争优势明显，存款比年初增长 10.1%，高于全行存款增速将近 1 个百分点，而上半年县域业务的存款平均付息率为 1.36%，比全行平均水平低 5 个 BP。三、加息周期下，贷款收益率上升幅度要高于存款成本率上升幅度，2011 年中期存贷利差达 4.38%，同比提升 50 个 BP。

图 5、县域贷款收益率高于全行水平



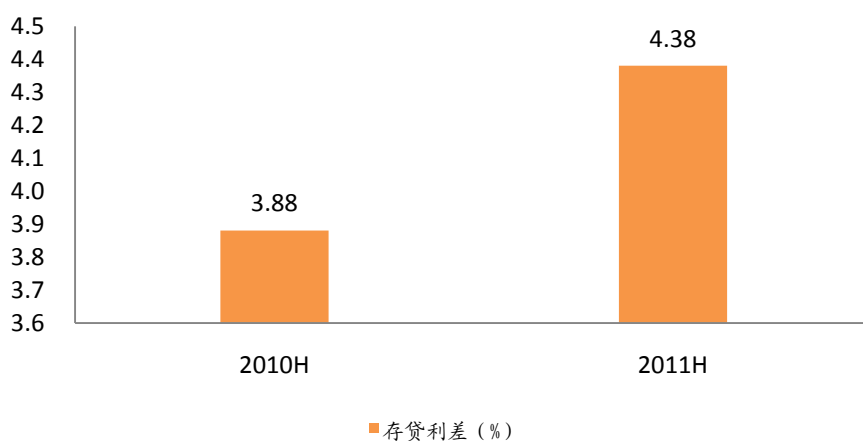
数据来源：公司财报，湘财证券研究所

图 6、县域业务存款付息率低于全行平均水平



数据来源：公司财报，湘财证券研究所

图 7、存贷利差同比大幅扩大



数据来源：公司财报，湘财证券研究所

3.1 活期存款占比下降。

活期存款占比从 2010 年底的 57.7% 下降到 2011 年中期的 57.4%，其中企业活期存款占比从 2010 年底的 29.7% 下降到 2011 年中期的 28.7%，下降 1 个百分点。活期存款占比的下降一定程度上增加了存款利息支出，拉低了净息差增幅。

表 1、活期存款占比下降，尤其是企业活期存款占比下降较多

2011 年 6 月 30 日			2010 年 12 月 31 日		
项目（单位：百万，%）					
项目	金额	占比（%）	金额	占比（%）	占比变化（%）
境内分行存款	9,676,199	99.7	8,870,588	99.8	-0.1
公司存款	3,760,076	38.7	3,532,975	39.8	-1.1
定期	969,733	10.0	893,965	10.1	-0.1
活期	2,790,343	28.7	2,639,010	29.7	-1
个人存款	5,564,424	57.4	5,065,195	56.9	0.5
定期	2,783,815	28.7	2,573,683	28.9	-0.2
活期	2,780,609	28.7	2,491,512	28.0	0.7
总定期存款	3,753,548	38.7	3,467,648	39.0	-0.3
总活期存款	5,570,952	57.4	5,130,522	57.7	-0.3
其他存款	351,699	3.6	272,418	3.1	0.5
境外及其他	30,388	0.3	17,317	0.2	0.1
合计	9,706,587	100	8,887,905	100	0

数据来源：公司财报，湘财证券研究所

4 非息收入高速增长缘于顾问和咨询费、结算与清算手续费、银行卡手续费高速增长。

农业银行 2011 年 1-6 月份非息收入增长强劲，其中主要是手续费及佣金收入，同比增长 65.4%，占营业收入的比重为 20.17%，同比上升 3.62 个百分点，驱动手续费及佣金净收入强劲增长的主要是顾问和咨询费同比增长 134.8%、结算与清算手续费同比增长 36%、银行卡手续费同比增长 58.1%。

表 2、手续费及佣金收入子项增长情况

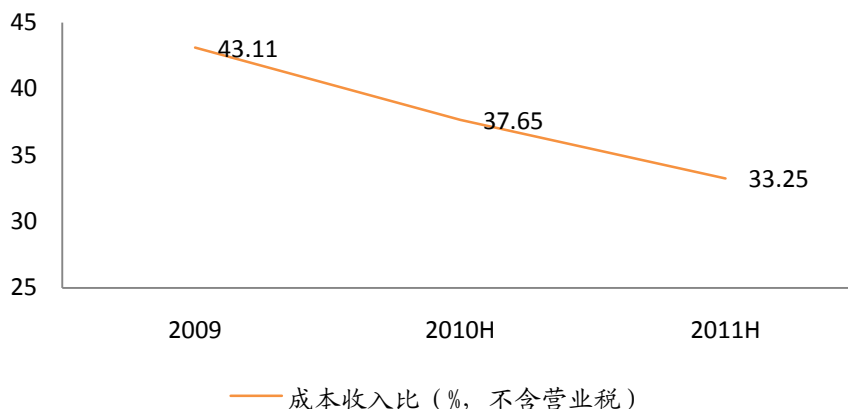
项目（单位：百万，%）	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	增减额	增长率（%）
顾问和咨询费	12,736	5,424	7,312	134.8
结算与清算手续费	9,620	7,075	2,545	36
代理业务手续费	7,059	5,593	1,466	26.2
银行卡手续费	4,554	2,881	1,673	58.1
电子银行业务收入	1,932	1,063	869	81.7
承诺手续费	1,424	689	735	106.7
托管及其他受托业务佣金	541	401	140	34.9
其他	310	50	260	520
手续费及佣金收入	38,176	23,176	15,000	64.7
减：手续费及佣金支出	1,040	717	323	45
手续费及佣金净收入	37,136	22,459	14,677	65.4

数据来源：公司财报，湘财证券研究所

5 成本收入比大幅下降，预计未来保持稳定。

2011 年上半年成本收入比 33.25%，同比下降 4.4 个百分点。我们预计未来成本收入比将保持稳定。

图 8、成本收入比大幅下降，预计未来将保持稳定（单位：%）



数据来源：公司财报，湘财证券研究所

6 资产质量继续改善。

农业银行 2011 年 1-6 月份不良贷款率 1.67%，比 2010 年底下降 36 个 BP；不良额 900 亿元，比 2010 年底减少 103.57 亿元，资产质量继续改善。关注类贷款余额、占比均出现下降。逾期贷款余额、占比比 2010 年底均出现下降，好于行业趋势。

表 3、贷款五级分类

项目（单位：百万，%）	2011 年 6 月 30 日		2010 年 12 月 31 日		
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	占比变化 (%)
正常	4,983,702	92.57	4,539,665	91.58	0.99
关注	310,163	5.76	316,671	6.39	-0.63
不良贷款	90,048	1.67	100,405	2.03	-0.36
次级	30,627	0.57	34,987	0.71	-0.14
可疑	50,764	0.94	57,930	1.17	-0.23
损失	8,657	0.16	7,488	0.15	0.01
合计	5,383,913	100	4,956,741	100	0

数据来源：公司财报，湘财证券研究所

表 4、逾期贷款变动情况

项目（单位：百万，%）	2011 年 6 月 30 日		2010 年 12 月 31 日		
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	占比变化（%）
逾期 90 天以下（含 90 天）	23,908	0.4	21,172	0.4	0
逾期 91 天至 360 天	8,241	0.2	10,027	0.2	0
逾期 361 天至 3 年	26,770	0.5	35,179	0.7	-0.2
逾期 3 年以上	13,967	0.3	9,366	0.2	0.1
合计	72,886	1.4	75,744	1.5	-0.1

数据来源：公司财报，湘财证券研究所

7 拨贷比达到 3.64%，拨备计提充分，未来业绩改善弹性较大。

农业银行 2011 年中期拨贷比达到 3.64%，比上年末上升 0.24 个百分点；拨备覆盖率达到 217.58%，比上年末上升了 49.53 个百分点。拨备计提充分，未来业绩改善弹性较大。

2011 年上半年贷款投向发生小幅变化，电力燃气水的生产和供应业、水利等基建行业，房地产行业等贷款占比出现小幅下降。2011 年上半年贷款投向发生小幅变化，一方面是农业银行自身调整贷款结构的需要，另一方面是房地产、基建投资增速下降造成相关行业贷款占比出现小幅下降。

表 5、2011 年上半年贷款投向发生小幅变化，房地产、基建行业贷款占比出现下降

项目（单位：百万，%）	2011 年 6 月 30 日		2010 年 12 月 31 日	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
制造业	1,152,489	29.8	1,046,317	29.3
电力、燃气及水的生产及供应业	423,433	10.9	394,414	11
房地产业	534,374	13.8	543,625	15
交通运输、仓储和邮政业	427,469	11	384,798	10.7
批发和零售业	353,245	9.1	292,209	8.1
水利、环境和公共设施管理业	197,284	5.1	213,705	5.9
建筑业	167,069	4.3	148,799	4.1
采矿业	141,352	3.7	115,779	3.2
租赁和商务服务业	244,173	6.3	210,882	5.9
信息传输、计算机服务和软件业	14,249	0.4	18,788	0.5
其他行业	214,562	5.6	226,124	6.3
合计	3,869,699	100	3,595,440	100

数据来源：公司财报，湘财证券研究所

8 信贷紧缩环境下，银行表外扩张速度加快，表外业务比重提升

6 月底农业银行表外业务余额 20405 亿元，占总资产比重 17.8%，比年初提升 1.93 个百分点，我们认为信贷规模控制背景下，农行为了保证部分优质企业正常生产经营，通过表外业务满足其合理的信贷需求，这既能增加手续费及佣金净收入，又能吸收保证金存款。

表 6、信贷紧缩环境下，表外资产比重提升

	2011 年 6 月 30 日	2010 年 12 月 31 日
项目（单位：百万，%）		
	金额	金额
贷款承诺	1,184,490	955,563
承兑汇票	374,463	311,664
开出保函	186,018	158,584
开出信用证	103,418	79,400
信用卡承诺	192,127	135,235
表外业务合计	2,040,516	1640446
总资产	11,461,784	10337406
表外业务占总资产比重	17.80%	15.87%

数据来源：公司财报，湘财证券研究所

9 估值和投资建议。

农业银行 2011 年中期资本充足率和核心资本充足率分别为 11.91% 和 9.36%，若将来被划入系统重要性银行序列，将会有一定资本压力。预计 2011 年全年实现净利润 1295 亿元，同比增长 36%，每股净利润 0.40 元，每股净资产 1.96 元，11 年动态市盈率、市净率分别为 6.57 倍、1.33 倍，给予买入评级。

10 风险提示。

出台更严厉的紧缩政策及监管政策。

财务预测及估值

每股盈利及估值	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	盈利能力	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益	0.20	0.25	0.29	0.40	0.49	生息资产增长率	32.26%	27.29%	16.29%	16.00%	15.21%
每股拨备前利润	0.40	0.44	0.50	0.66	0.80	NIM	3.02%	2.32%	2.55%	2.74%	2.84%
每股净资产	1.12	1.32	1.67	1.96	2.40	非息收入占比	8.21%	18.28%	16.62%	19.91%	22.09%
P/E	16.54	13.09	8.97	6.57	5.29	成本收入比	50.97%	48.76%	43.93%	41.00%	40.87%
P/B	2.93	2.48	1.57	1.33	1.09	信用成本率	1.80%	1.14%	0.99%	0.91%	0.86%
P/PPOP	8.22	7.47	5.23	3.96	3.29	有效税率	1.71%	12.07%	21.39%	23.00%	23.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	3.99%	5.33%	6.61%	ROAA	0.84%	0.82%	0.99%	1.16%	1.24%
股息派发率	0.00%	0.00%	35.80%	35.00%	35.00%	ROAE	17.71%	20.52%	21.44%	21.93%	22.69%
利润表摘要	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	资产负债表摘要	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
利息净收入	193,845	181,639	242,152	291,885	341,383	资产总额	7,014,351	8,882,588	10,337,406	12,000,531	13,826,144
手续费净收入	23,798	35,640	46,128	69,286	93,474	贷款额	3,014,984	4,011,495	4,788,008	5,482,893	6,231,978
其他非息收入	-6,454	4,995	2,138	3,296	3,296	证券投资	2,308,885	2,616,470	2,527,431	3,267,591	3,826,958
营业收入	211,189	222,274	290,418	364,466	438,153	同业资产	353,517	532,221	698,599	828,037	967,830
营业支出（含营业税）	107,640	108,390	127,576	149,431	179,052	存放央行	1,101,716	1,468,910	2,020,679	2,061,994	2,384,593
拨备前利润	103,549	113,884	162,842	214,945	259,011	负债总额	6,723,810	8,539,663	9,795,170	11,362,197	13,047,707
当期拨备	51,478	40,142	43,412	46,801	50,230	存款总额	6,097,428	7,497,618	8,887,905	10,309,970	11,804,915
税前利润	52,349	73,928	120,734	168,144	208,781	同业负债	358,993	701,073	620,419	744,033	995,482
所得税	896	8,926	25,827	38,673	48,020	发行债券	5,150	55,179	62,344	118,994	118,994
净利润	51,453	65,002	94,907	129,471	160,762	股东权益	290,541	342,925	542,236	638,334	778,436
增长率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	资产负债结构	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利息收入增长	23.1%	-6.3%	33.3%	20.5%	17.0%	核心资本充足率	8.04%	7.74%	9.75%	9.23%	9.33%
手续费净收入增长	3.5%	49.8%	29.4%	50.2%	34.9%	资本充足率	9.41%	10.07%	11.59%	11.91%	11.78%
营业收入增长	17.8%	5.2%	30.7%	25.5%	20.2%	风险加权系数	48.42%	49.23%	52.08%	53.00%	53.50%
拨备前利润增长	-4.1%	10.0%	43.0%	32.0%	20.5%	贷款/总资产	42.98%	45.16%	46.32%	45.69%	45.07%
当期拨备增长	68.4%	-22.0%	8.1%	7.8%	7.3%	同业/总资产	5.04%	5.99%	6.76%	6.90%	7.00%
净利润增长	17.5%	26.3%	46.0%	36.4%	24.2%	证券投资/总资产	32.92%	29.46%	24.45%	27.23%	27.68%
总资产增长	32.2%	26.6%	16.4%	16.1%	15.2%	存款/总负债	90.68%	87.80%	90.74%	90.74%	90.48%
总负债增长	11.4%	27.0%	14.7%	16.0%	14.8%	同业负债/总负债	5.34%	8.21%	6.33%	6.55%	7.63%
存款增长	15.3%	23.0%	18.5%	16.0%	14.5%	存贷比	49.45%	53.50%	53.87%	53.18%	52.79%
贷款增长	11.3%	33.1%	19.4%	14.5%	13.7%	活期存款占比	53.61%	55.50%	57.74%	57.00%	56.00%
资产质量	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	对公活期	26.90%	28.93%	29.70%	29.00%	28.00%
不良贷款余额	134,067	120,241	100,405	105,505	120,551	居民活期	26.71%	26.57%	28.03%	28.00%	28.00%
不良率	4.32%	2.91%	2.03%	1.85%	1.86%	公司贷款占比	76.72%	72.41%	73.83%	72.80%	72.50%
不良毛生成率	-44.18%	-0.35%	-0.43%	0.11%	0.27%	其中票据占比	8.30%	8.51%	3.07%	2.20%	2.00%
核销	29	1,070	355	600	1,200	个人贷款占比	14.98%	19.07%	23.09%	25.00%	25.50%
拨贷比	0.00%	3.13%	3.45%	3.81%	4.10%	存款市场份额	13.08%	12.54%	12.37%	12.48%	12.43%
拨备覆盖率	0.0%	107.6%	170.5%	206.0%	220.9%	贷款市场份额	9.94%	10.04%	9.99%	9.86%	9.79%

数据来源：公司财报，湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。

在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。