

农业银行 (601288)

拥抱城镇化带来的发展契机，分享县域经济的辉煌成长

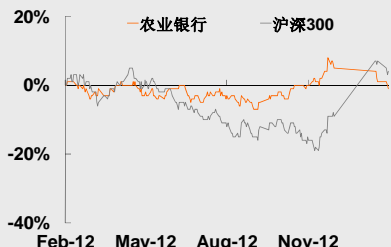
推荐 (维持)

现价: 2.69 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.abchina.com
大股东/持股	汇金公司/8.99%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	324,794
流通 A 股(百万股)	25,571
流通 B/H 股(百万股)	30,738
总市值 (亿元)	9581.43
流通 A 股市值(亿元)	754.33
每股净资产(元)	2.24
资本充足率(%)	12.61

行情走势图



证券分析师

励雅敏	投资咨询资格编号 S1060513010002 021-38635563 liyamin860@pingan.com.cn
王宇轩	投资咨询资格编号 S1060513020001 021-38633846 wangyuxuan535@pingan.com.cn

研究助理

马鲲鹏	一般证券从业资格编号 S1060112040052 021-38632767 makunpeng200@pingan.com.cn
------------	--

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 城镇化：大舞台，广空间：

新的决策层上台后，新型城镇化被赋予了激发中国经济再次腾飞的重任，希望通过城镇化率的提高，尤其是中西部地区城镇化率的提高来实现国民收入整体提高。根据平安证券宏观研究团队的预测，过去每年城市新增的人口大约在 2000 万左右，假定未来这个步伐保持稳定，那么到 2020 年，中国的城镇化率有望达到 60%，虽然仍比美国有差距，但是已经是一个较快的提高。服务业，尤其是金融服务业中的银行业将获得良好的发展机遇，表现在：1) 信贷需求带来生息资产规模进一步扩大；2) 息差提升有空间；3) 中间业务增长有舞台。

■ 农行：以往成绩斐然，城镇化助力继续领跑

农行的县域业务为农行提供了充沛的资金和良好的盈利来源。截至 2012 年，农行的县域存贷利差已经较全行存贷利差高 54BPs，体现了农行在县域良好的贷款定价水平，也显示了农行存款的优势。充沛的县域存款是农行负债成本低于其他大行的最主要原因。农行独特的客户结构也为农行带来了良好的息差弹性，我们预测 2013 年农行息差的收窄幅度是 4 大行中最小的(8BPs, 工行 10BPs, 中行 15BPs, 建行 12BPs)。往前看，农行在贷存比、成本收入比和信用成本方面均有继续让业绩领跑的能力。根据我们的测算，农行的成本收入比每下降 1%，净利润提升 1.5%；信用成本方面，农行的信用成本每下降 10BPs，净利润提升 2.5%。我们认为农行独特的县域金融是保障其长期快速发展的发动机，新一代城镇化推进为农行进一步扩宽其县域业务带来良好的契机。我们预计 13 年农行的不良率将有继续向下的空间，不良率 1.25%，拨备覆盖率 377%。我们预计农行 13/14 年净利润增速分别为 11.1%和 13.5%，在四大行中领先。

我们向中长期投资者推荐农业银行。相比其他大行，定位于县域，在城镇化推进过程中农行具有更好的业绩成长空间，农行的投资价值被认可过程中，估值有望进一步得到提高。目前农行 A 股交易于 1.02X13 年 PB，相比工行和建行分别有 5%和 6%的折价，整体银行板块已经再次回到了历史低点附近。经历了上市至今 3 年时间，农行快速超越同行的业绩增长是股改红利的一个体现。未来的 5-10 年，伴随着城镇化进程的推进，农行有望利用自身的优势取得下一个快速发展的阶段。基于 13%的股权成本，13%的长期 ROE 水平以及 3.9%的永续增长率假设，我们得出农行 A 股未来 6-12 个月的合理价值在 3.2 元，对应的 13 年市净率空间为 1.2X，对应的 13 年市盈率为 6.4X。目前股价 2.69 元，距离目标价有 19%的空间。

■ 风险提示：市场竞争格局改变过快；农业贷款易受到自然灾害影响；利率市场化进程加速超预期；城镇化过程中平台投资的资产质量问题潜在影响。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	290,418	377,731	421,710	458,595	513,859
YoY(%)	30.7	30.1	10.9	9.6	12.1
净利润(百万元)	94,873	121,927	145,094	161,175	182,898
YoY(%)	46.0	28.5	19	11.1	13.5
ROE(%)	17.5	18.8	19.4	18.7	18.7
EPS(摊薄/元)	0.29	0.38	0.45	0.5	0.56
P/E(倍)	10.1	7.9	6.1	5.4	4.9
P/B(倍)	1.8	1.5	1.19	1.02	0.91

正文目录

一、 城镇化：大舞台，广空间	5
1.1 城镇化率提高的过程将带来第三产业巨大的增长空间	5
1.2 服务业，尤其是金融服务业中的银行业将获得良好的发展机遇	8
二、 农行：既往成绩斐然，城镇化助力继续领跑	9
2.1 农行在县域的竞争优势不会被轻易赶上	15
2.2 贷存比的提升有空间，带来农行盈利能力的提高	16
2.3 成本收入比有改善空间	18
2.4 拨备有最大反哺空间	18
2.5 我们向中长期投资者推荐农业银行	20
三、 风险因素	22
3.1 竞争格局变化可能带来农行无法稳固已有的市场份额	22
3.2 农行的农业相关贷款容易受到自然灾害等影响，对于农行不良贷款形成压力	22
3.3 市场担心新一轮大规模投资在县域，资产质量有长期隐患	22

图表目录

图表 1	中国的城镇化率自 1978 年改革开放后有明显的提高，我们预计 2020 年将达到 60%	5
图表 2	日本城镇化率目前已经达到 91%	5
图表 3	美国城镇化率目前已经达到 83%	5
图表 4	城镇化率提高伴随着产业结构变迁，就业人口逐渐向二、三迁徙（单位%）	6
图表 5	印度城镇化率与第三产业占比提高高度相关	6
图表 6	巴西城镇化率与第三产业占比提高显著相关	7
图表 7	中国的城镇化率高于印度低于巴西，而第三产业却有非常明显的提高空间	7
图表 8	城镇与农村在可选消费品量上有较大的差距（每百户家庭拥有台数或架数）	8
图表 9	4 大行 07-12 年收入端复合增速	9
图表 10	县域业务对于利差的巨大贡献——农行最重要的竞争力体现	9
图表 11	农行的息差表现已经是 4 大行中最好的	10
图表 12	在上一轮利率调整周期中农行弹性最好	10
图表 13	农行净息差变动情况	10
图表 14	行业比较角度，农行拥有 4 大行中最低的存款成本	10
图表 15	县域业务资产负债发展相当迅猛	11
图表 16	利润贡献保持相对较高的水平，对于公司税前利润的贡献持续上升	11
图表 17	县域风控水平在逐步提高，不良率与全行平均的差距逐渐减小	11
图表 18	因历史原因，农行不良率在四大行中最高	12
图表 19	成本收入比与其他大行相比基本没有优势，管理能力需要提高	12
图表 20	农行人均费用 4 大行最低	13
图表 21	同样，网均费用也保持了 4 大行最低水平	13
图表 22	农行拥有 4 大行最多的员工	13
图表 23	农行的网点：四大行中最多	14
图表 24	同过惠农卡和智付通的铺设，农行的零售业务已经很有起色	14
图表 25	在县乡地区，农信社在机构数、营业网点和从业人员方面均占比较高（08 年数据）	15
图表 26	我们预测农行的县域业务贡献利润比重将从现在的 34% 上升到 40%	15
图表 27	农行的 ROA 与中行接近，依然显著低于工行和建行	16
图表 28	4 大行腕骨监管指标考核内容对比	17
图表 29	4 大行贷存比比比较	17
图表 30	资产结构配置造成 ROA 较低	17
图表 31	债券配置上已经显示出灵活和领先	17
图表 32	4 大行成本收入比比比较	18
图表 33	网均创收在费用增速较慢的情况下上升较快	18

图表 34	人均创收增长同样明显	18
图表 35	农行不良贷款自 2007 年剥离后依然保持了快速下降的趋势	19
图表 36	尽管不良贷款保持快速的下降，在信用成本的计提上，农行依然保持了较高的水平 19	
图表 37	农行盈利预测	20
图表 38	世界主要银行最近一期报表的 ROE 水平	21
图表 39	3 阶段 DDM 模型.....	21
图表 40	分红率较高，对于中长期投资者具有吸引力	22
图表 41	农行不良贷款情况	23

一、城镇化：大舞台，广空间

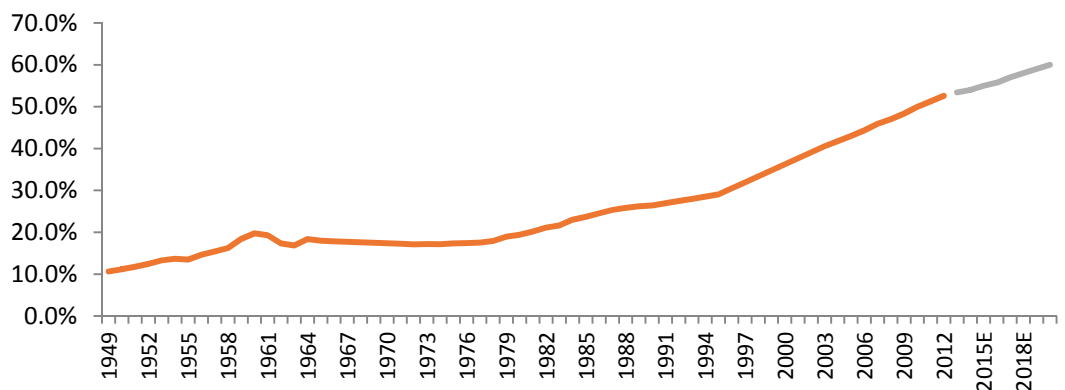
1.1 城镇化率提高的过程将带来第三产业巨大的增长空间

自改革开放以来，中国城镇化水平稳步提升，城镇化的步伐进一步加快。1978年中国的城镇化率仅为17.9%，目前已经达到52.6%（2012年末）。城镇化的进程伴随着产业的转移和区域经济重点的迁徙，带来了庞大的投资需求，产生了良好的经济结果，城市居民收入水平上升明显。中西部地区逐渐承接了东部地区的产业转移。行政级别上来看，县乡级行政区域在城镇化过程中向城、镇输出了大量的劳动力，并逐渐承接一些简单的制造业，从原来的第一产业为主的形式逐渐向二、三产业延伸。

新的决策层上台后，**新型城镇化被赋予了激发中国经济再次腾飞的重任，希望通过城镇化率的提高，尤其是中西部地区城镇化率的提高来实现国民收入整体提高。**这一点也被一直关注产权与经济效率研究的科斯和他的学生王宁在其新著《变革中国》中提及，“中国的关键优势来自于她拥有的13亿进取、努力、不屈不挠的人民。中国的城镇化进程将激发现有农村人口渴望进程的动力和干劲，从而实现经济的再次腾飞”。

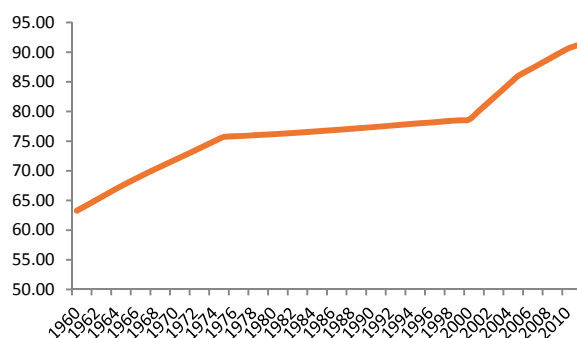
我们认为，城镇化率继续提高的过程是中国经济增长再次焕发生机的一个动力。根据平安证券宏观研究团队的预测，过去每年城市新增的人口大约在2000万左右，假定未来这个步伐保持稳定，那么到2020年，中国的城镇化率有望达到60%，虽然仍比美日有差距，但是已经是一个较快的提高。

图表1 中国的城镇化率自1978年改革开放后有明显的提高，我们预计2020年将达到60%



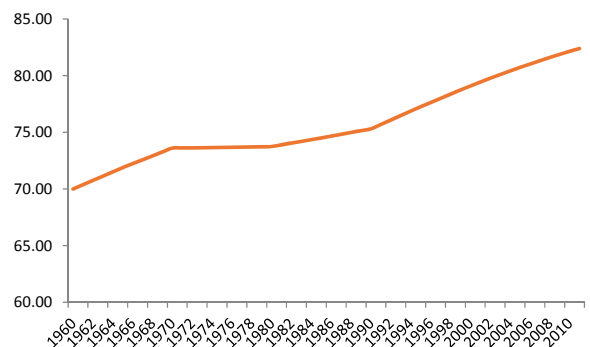
资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表2 日本城镇化率目前已经达到91%



资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表3 美国城镇化率目前已经达到83%



资料来源：CEIC、平安证券研究所

在近 50 年的城镇化率逐渐提高的过程中，第三产业的比重在显著提高，代表着服务业对于经济增长的贡献越来越重要。随着城镇人口的增长，人口结构的变迁本身会增加对服务业的需求，从而带来第三产业的占比提高。我们预计，第三产业的占比有望从目前的 44%左右的水平提高到 2020 年的 50%左右。

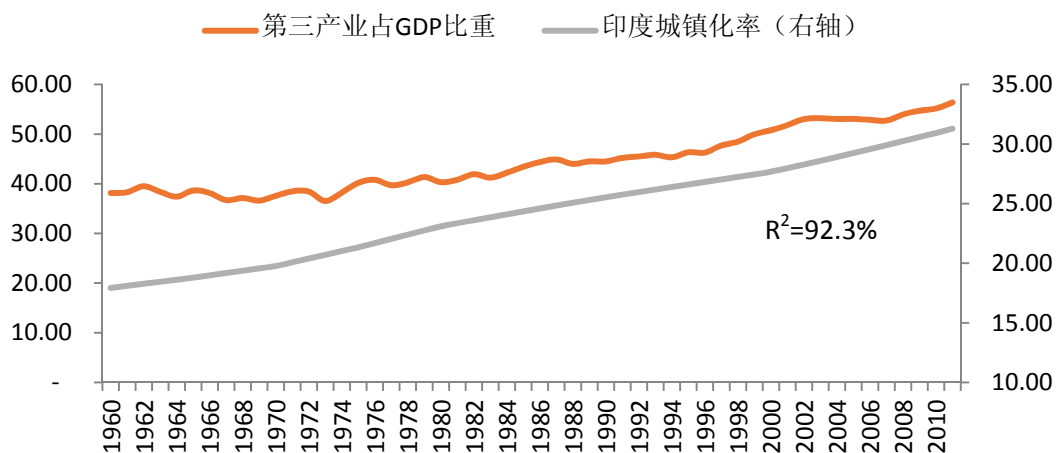
图表4 城镇化率提高伴随着产业结构变迁，就业人口逐渐向二、三迁徙（单位%）

年份	产业结构			就业结构			城镇化率
	I	II	III	I	II	III	
1952	50.50	20.90	28.60	83.50	7.40	9.10	12.46
1955	46.30	24.40	29.30	81.21	9.01	9.81	13.48
1960	23.40	44.50	32.10	82.12	8.02	9.92	19.75
1965	37.90	35.10	27.00	81.60	8.40	10.00	17.98
1970	35.20	40.50	24.30	80.80	10.20	9.00	17.38
1975	32.40	45.70	21.90	77.20	13.50	9.30	17.34
1980	30.10	48.50	21.40	68.70	18.20	13.10	19.39
1985	28.40	43.10	28.50	62.40	20.80	16.80	23.71
1990	27.10	41.60	31.30	60.10	21.40	18.50	26.41
1995	20.50	48.80	30.70	52.20	23.00	24.80	29.04
2000	15.06	45.92	39.02	50.00	22.50	27.50	36.22
2001	14.39	45.15	40.46	50.00	22.30	27.70	37.66
2002	13.74	44.79	41.47	50.00	21.40	28.60	39.09
2003	12.80	45.97	41.23	49.10	21.60	29.30	40.53
2004	13.39	46.23	40.38	46.90	22.50	30.60	41.76
2005	12.12	47.37	40.51	44.80	23.80	31.40	42.99
2006	11.11	47.95	40.94	42.60	25.20	32.20	44.34
2007	10.77	47.34	41.89	40.80	26.80	32.40	45.89
2008	10.73	47.45	41.82	39.60	27.20	33.20	46.99
2009	10.33	46.24	43.43	38.10	27.80	34.10	48.34
2010	10.10	46.67	43.24	36.70	28.70	34.60	49.95
2011	10.04	46.59	43.37	34.80	29.50	35.70	51.27

资料来源：CEIC、平安证券研究所

从国际比较角度，我们也比较了同为金砖四国的印度和巴西在城镇化过程中第三产业提高的情况：

图表5 印度城镇化率与第三产业占比提高高度相关

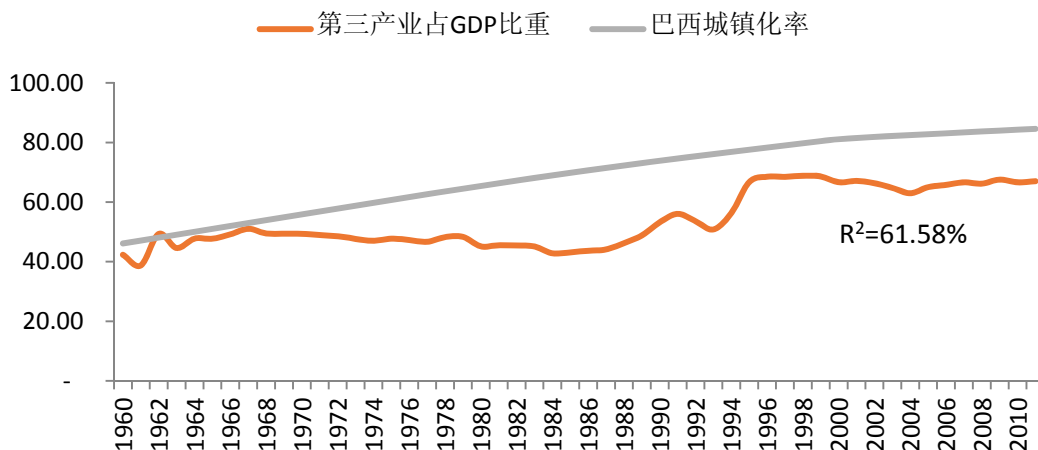


资料来源：CEIC (World Bank、IMF)、平安证券研究所

从印度的情况来看，其城镇化率自 1960 年开始统计的 17.9%提高到 2011 年的 31.3%，在这个过程

中，第三产业占 GDP 的比重从 38.1% 提高到 56.4%，两者的关联度较高。当然，印度第三产业占比相对较高与印度相对较多的软件和科技类公司占比有关，是印度的产业政策引导的结果。印度整体的基础设施配套还相对较差，第二产业的占比也是相对较低。

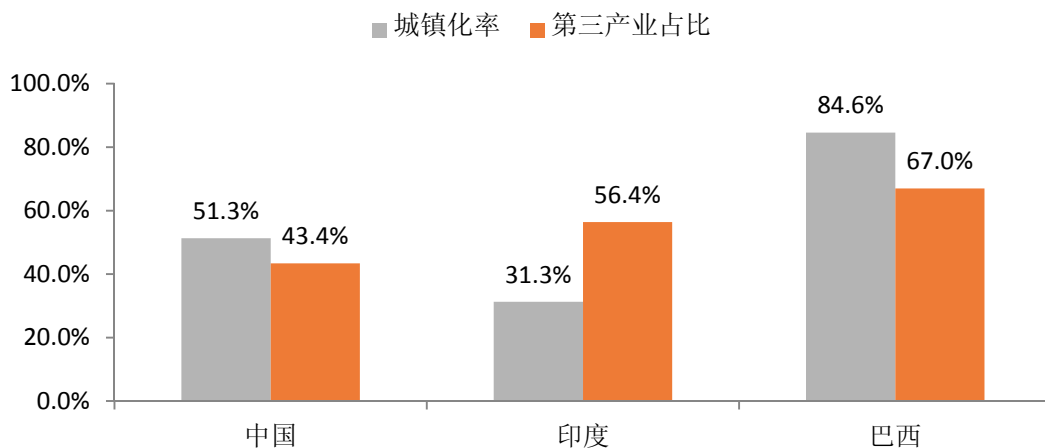
图表6 巴西城镇化率与第三产业占比提高显著相关



资料来源：CEIC (World Bank、IMF)、平安证券研究所

表面上看，巴西的城镇化率提高较快，城镇化之路显得较为顺利。但是实际上，巴西的城镇化“质量”并不好，这也是为什么第三产业提高在很长时间内（1994 年至 2010 年）呈现平台状。由于城镇化率过快的提高（其自 1960 年始，20 年的城镇化率提高 20%，远快于印度和中国），相关的配套设施建设和发展思路并没有很好的跟上。造成了巴西大量的“贫民窟”和“城中村”情况出现，反而影响了其第三产业对经济增长的贡献，我们会发现其第三产业对经济增长的贡献从 1994 年开始基本停滞，然而这个阶段还是不断有农民成为城镇居民，城镇化率依然处于提高过程中。

图表7 中国的城镇化率高于印度低于巴西，而第三产业却有非常明显的提高空间



资料来源：CEIC (World Bank、IMF)、平安证券研究所

就 2011 年的城镇化率水平来看，中国 51.3% 的水平高于印度（31.3%），低于巴西（84.6%）。但是我们的第三产业占 GDP 比重（43.4%）却比印度（56.4%）和巴西（67%）均显著低，也表明了我们的国家第三产业未来的增长潜力还是有明显的提升空间。我们认为金融行业作为现代服务业中最为重要的一个部分，必将在新的城镇化过程中迎来新的发展机遇，而银行的角色将会更加的重要。

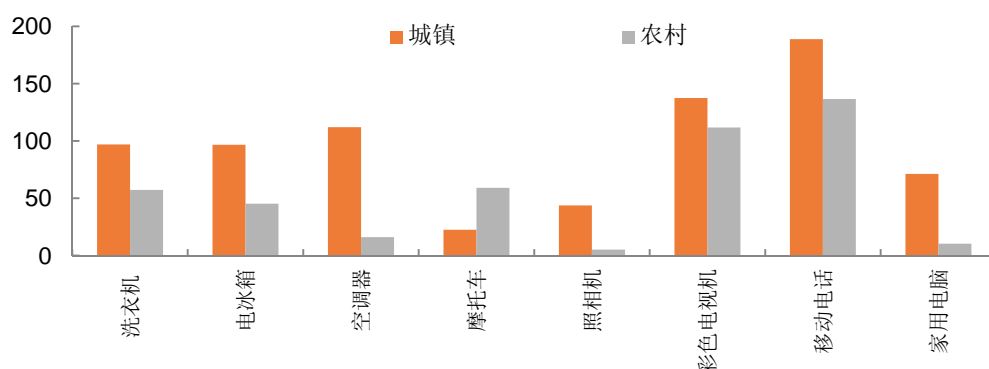
1.2 服务业，尤其是金融服务业中的银行业将获得良好的发展机遇

一般认为，城镇化率每提高 1%，地方政府公共投资需求会提高 6%左右。2013 年，根据发改委的预测，中国的城镇化率 2013 年有望从 2012 年的 52.6%提高到 53.4%，在这个过程中，随着投资力度的加大，金融行业对投资的支持需求也在增加。通过大城市的辐射作用，增强中小城市和乡镇企业的发展，提高县乡一级行政区域的发展水平，增强其吸纳就业和人口聚集的能力，通过逐渐形成核心城市的城市群来实现城镇化率的提高，带动城乡一体发展。

如果我们说工业化是创造供给，新的决策层旨在通过新城镇化创造新的需求。中国在改革开放的 30 年间将工业化进程推进到了前所未有的高度，但是随着不论是国内经济还是海外经济都逐渐在从高速增长向平稳增长过度，新的需求需要被开发，新的增长点需要寻找，目前快速工业化累计的过剩产能需要被消化。新城镇化恰恰是达成这些目标的重要手段。在中西部地区城镇化推进以及东部地区城镇化进程深化的过程中，我们认为对于金融行业特别是银行业会得到以下的促进：

1) **信贷需求带来生息资产规模进一步扩大**：投资规模提高需要银行业的投融资支持，不论是来自于信贷的投放，还是来自财务咨询和信贷安排业务的专业化建议，银行业都有相对更为明显的优势。相比东部沿海地区等已经较为发达地区，中西部地区和包括东部地区在内的县域经济并不具备通过直接融资满足所有资金需求的能力，信贷还是最为简单、直接的方式，这恰恰是银行的优势。与此同时，伴随着财富效应，县乡居民的消费信贷增长是值得期待的。我们以可选消费品为例，我们通过比较每百户家庭拥有的可选消费品量发现，县域的可选消费品水平的提高是有较大的空间的，在这个过程中，我们认为消费信贷的增长是可以期待的。

图表8 城镇与农村在可选消费品量上有较大的差距（每百户家庭拥有台数或架数）



资料来源：CEIC、平安证券研究所

2) **息差提升有空间**：从贷款角度，向农户、小额倾斜的过程中，银行的议价能力会相对较强，有望维持较好的贷款定价水平；从存款角度，网点布局在城市较多的银行随着越来越多的客户将存款转换为理财产品，付息负债成本难以下降，而理财产品对于储蓄存款的替代在县域还没有快速展开，低付息负债成本还能够维持。

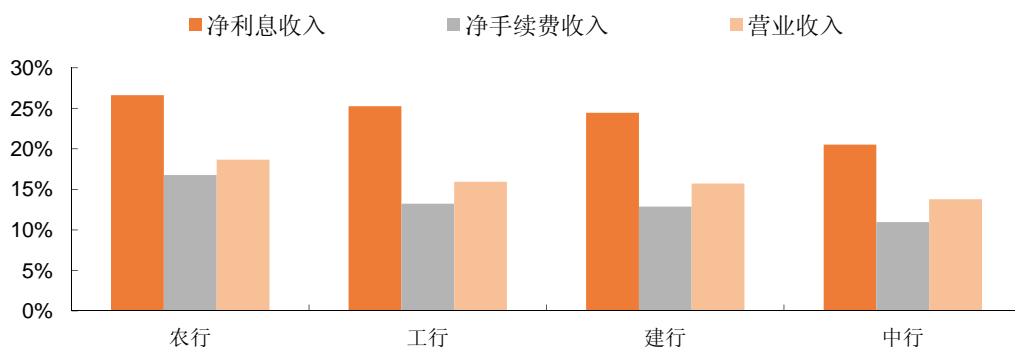
3) **中间业务增长有舞台**：1>伴随着城镇化过程的推进，广大县域居民的财富效应会激发出相对广泛的理财需求，考虑到县域居民的风险接受能力，这类型零售业务的初期培育阶段往往反映在银行保本理财产品销售额的增长，同时也会进一步刺激如银行卡的发行，托管业务收费的增长，手续费及佣金收入多元化提高；2>县域地区城镇化的过程也会带来相对充沛的结算需求。

二、农行：既往成绩斐然，城镇化助力继续领跑

我们认为，中国的城镇化过程不会是一个盲目的造城运动。县域作为城市的配套和辅助将逐渐承载城市产业转移的任务，是成为新一代城市群的基础，因此，拥有县域资源的机构将会相对受益。在这个过程中，农行机遇和挑战并存。

股改对于农行来说，引入了雄厚的资本作为基础，剥离了长期以来的不良资产负担，农行轻装上路。自启动商业化改制以来，农行取得了非常显著的成绩，不论是净利息收入的复合增速还是手续费及佣金收入的复合增速都远超行业平均水平。其净利息收入、净手续费及佣金收入以及营业收入的5年复合增速分别是26.6%、16.8%、18.7%，比比同业的平均24.2%、13.5%和16%高2%、3%和2.7%。

图表9 4大行07-12年收入端复合增速

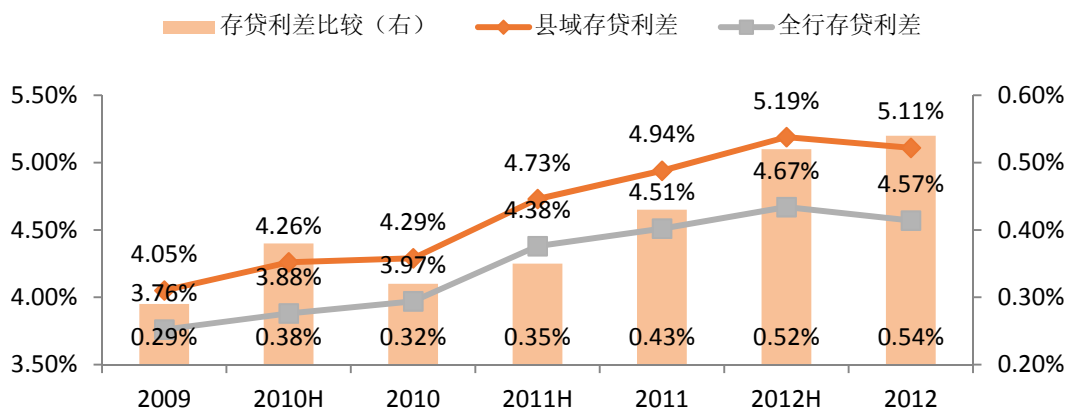


资料来源：公司年报、平安证券研究所

曾经带来巨量不良资产的县域业务已经给农行带来了非常大的好处。2012年的存款竞争大战中，农行的压力一直相对较小，在2012年的新增存款中，农行的县域存款贡献了一半的新增量。县域业务的低成本高收益对于农行业务较快发展是极为有利的。

我们拆分了农行自2009年有公开数据披露以来的县域业务利差和全行整体利差，县域业务利差逐年与全行平均水平拉开差距，到2012年，县域利差和全行平均利差的差异已经达到54BPs，县域存贷利差扩张的幅度是远高于全行平均的，这也体现出来，县域业务是农行最有力的竞争工具。

图表10 县域业务对于利差的巨大贡献——农行最重要的竞争力体现

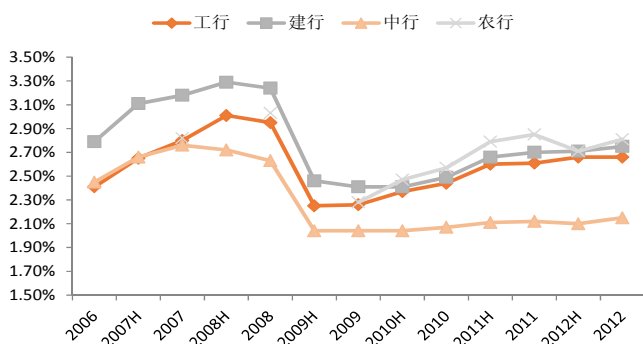


资料来源：公司公告、平安证券研究所

我们认为农行近几年持续较好的净息差表现与县域充沛的资金来源有关。良好的县域资金来源也为农行在资产端大展拳脚打下了良好的基础。农行受到腕骨监管的限制，贷存比一直低于其他三大行，

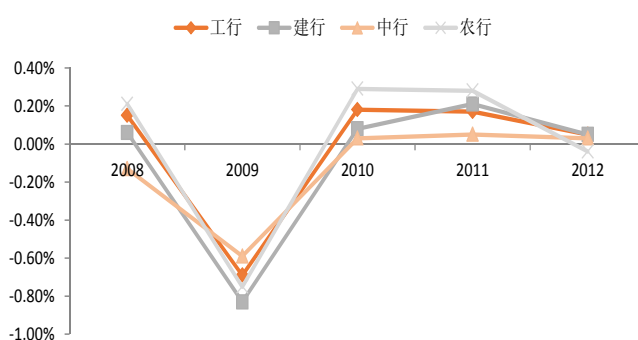
但是通过资金业务和投资，农行仍然在资产端取得了非常优异的成绩，使农行的息差自上市以来保持了良好的水平。

图表11 农行的息差表现已经是4大行中最好的



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 在上一轮利率调整周期中农行弹性最好



资料来源：公司公告、平安证券研究所

农行的客户结构决定了农行在息差的表现上要相对于其他三大行更加敏感。我们观测上一个利率调整周期发现，农行的息差弹性要相对更强。在下跌的过程中，农行对于中小客户的议价能力保证其下跌的速度较慢，比如我们看09年相对08年全年息差的变化，农行下降75BPs，工行下降69BPs，建行下降了83BPs（中行由于海外业务暂不纳入参考）。在2010年开始的息差反弹过程中，我们发现，农行的反弹速度最快。

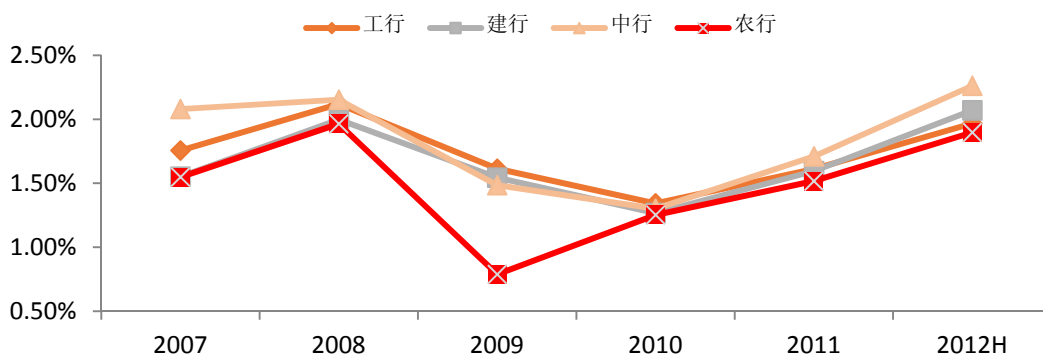
2012年的两次降息均发生于年中，考虑到农行相对较快的重定价速度，其12年相对11年息差收窄的幅度也是四大行最多的（4BPs）。这样看来，在2013年，农行的重定价压力反而就是四大行中最小的，同时，根据目前对于经济“弱复苏”的判断，我们认为2013年内再次降息的概率不大，因此我们推测农行的息差受到的负面影响不大，将继续保持良好。根据已经披露的年报，农行在2013年1季度重定价资产占比小于其他可比大行，目前预测农行的息差在2013年的收窄幅度是四大行中最小的（8BPs，工行10BPs，中行15BPs，建行12BPs）。息差的良好表现对于业绩有良好的稳定作用。

图表13 农行净息差变动情况

	2011A	2011Q4	2012Q1	2012H1	2012Q2	2012 3Q	2012Q3	2012A	2012Q4
净利差公布	2.73%		2.80%	2.71%		2.68%		2.67%	
净息差公布	2.85%		2.97%	2.85%		2.82%		2.81%	

资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表14 行业比较角度，农行拥有4大行中最低的存款成本



资料来源：公司公告、平安证券研究所

农行良好的县域存款除了带来较低的负债成本，也为农行内部资金往来提供了充沛的资金，使农行成为大行中资金运用相对较为灵活的一家机构，是债券市场上极为重要的参与者。

图表15 县域业务资产负债发展相当迅猛

	2008	2009	2010	2011	2012
资产					
贷款	832,278	1,193,413	1,505,286	1,751,535	2,049,217
贷款减值准备	-26,698	-43,327	-60,376	-83,198	-107,372
贷款净额	805,580	1,150,086	1,444,910	1,668,337	1,941,845
占贷款总额比重	28%	30%	31%	32%	33%
县域贷款增速		43%	26%	16%	17%
全行贷款增速	11%	33%	19%	13%	14%
通过内部资金往来提供资金	1,800,086	1,975,226	2,196,002	2,423,092	2,686,346
资产合计	2,715,177	3,235,103	3,843,686	4,394,520	4,979,344
资产占总资产比重(提出内部资金提供)	13%	14%	16%	17%	17%
负债					
存款	2,514,308	3,034,646	3,612,346	4,014,015	4,557,316
占存款总额比重	41%	40%	41%	42%	42%
县域存款增速		21%	19%	11%	14%
全行存款增速	15%	23%	19%	8%	13%
其他负债	189,190	182,760	77,428	143,389	175,489
负债合计	2,703,498	3,217,406	3,689,774	4,157,404	4,732,805

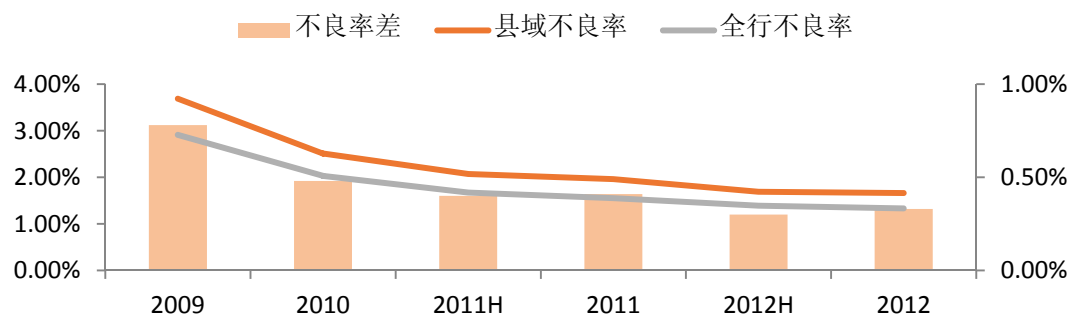
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16 利润贡献保持相对较高的水平，对于公司税前利润的贡献持续上升

	2008	2009	2010	2011	2012
利息收入	62,889	57,708	76,969	105,835	131,796
利息支出	-48,514	-41,830	-40,976	-56,656	-77,192
利息净收入	14,375	15,878	35,993	49,179	54,604
同比增速		10%	127%	37%	11%
净手续费及佣金收入	10,416	13,693	16,967	25,020	26,734
业务及管理费	-40,936	-42,783	-51,101	-61,213	-69,210
利润总额	13,444	20,945	34,527	55,718	63,716
占公司税前利润比重	26%	28%	29%	35%	34%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表17 县域风控水平在逐步提高，不良率与全行平均的差距逐渐减小

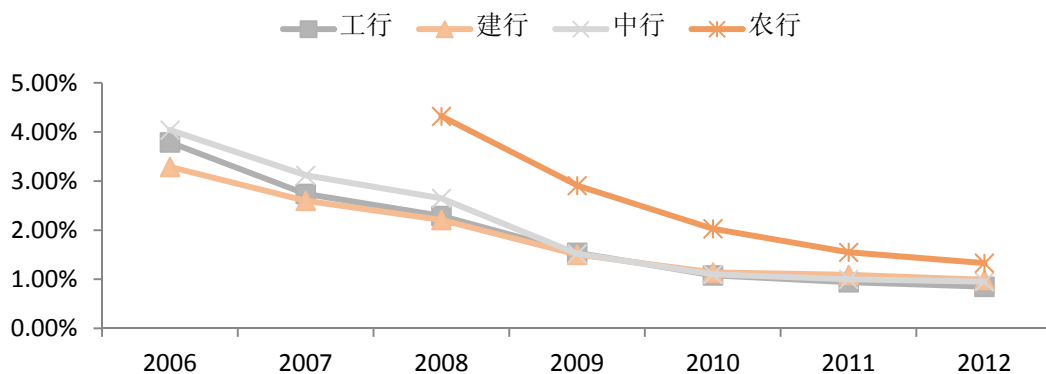


资料来源：公司公告、平安证券研究所

历史上，客观上由于 1) 中西部地区经济相对落后；2) 其中的县乡级地区更是风险意识相对较弱；

3) 三农业务本身受到天灾等因素影响较大；主观上，农行的风控水平与其他大行也有明显的差距，农行一直背负着相对较大的包袱，体现在农行一直相对较为落后的不良率以及高居不下的成本收入比。在上市之前，农行有高达 23% 的不良率，拨备水平也相对薄弱。目前，经过农行自身的努力，不良高发的县域经济产生的不良已经与全行的差距越来越小。

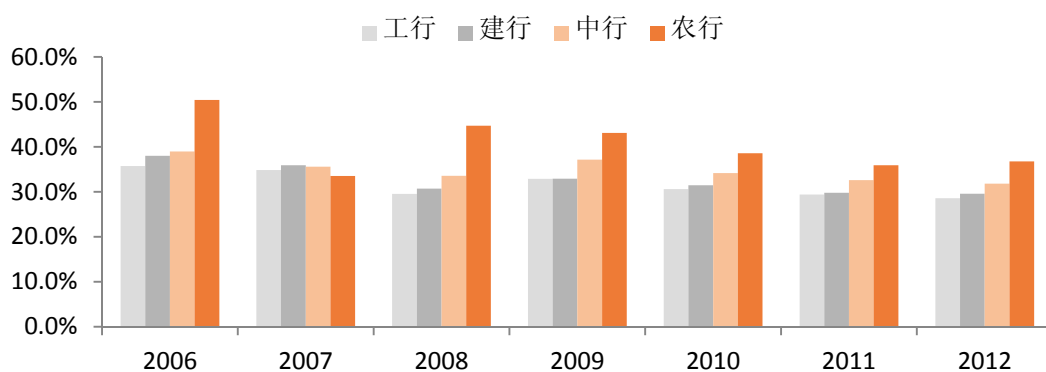
图表18 因历史原因，农行不良率在四大行中最高



资料来源：公司年报、平安证券研究所

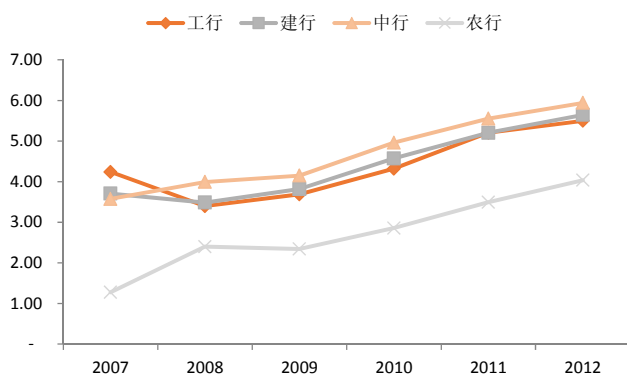
虽然农行拥有广泛的渠道布局，但是农行也承担着庞大的解决就业问题的重担。农行的员工数是 4 大行中最多的，在 12 年末已经拥有员工 46 万人，与之相比工行人数为 43 万人，建行人数为 35 万，中行人数为 30 万。我们拆分了 4 大行从 07 年以来的网均费用和人均费用，农行的网均、人均费用均为 4 大行最低。当然我们承认农行的网均、人均费用较低与布局县域有较大的关系，县域的网点费用和人均工资水平本就低于城市水平，但是我们也看到了农行在努力提升县域网点的营销力度，提高客户满意程度，增加员工薪酬以保持员工稳定。值得称赞的是，在 07 年至今的 6 年中，农行的总员工数没有明显的增长，成本收入比在逐步下降，在一定程度上也说明农行管理水平在逐步提高，员工的产能在增长，人员结构在逐渐优化。

图表19 成本收入比与其他大行相比基本没有优势，管理能力需要提高



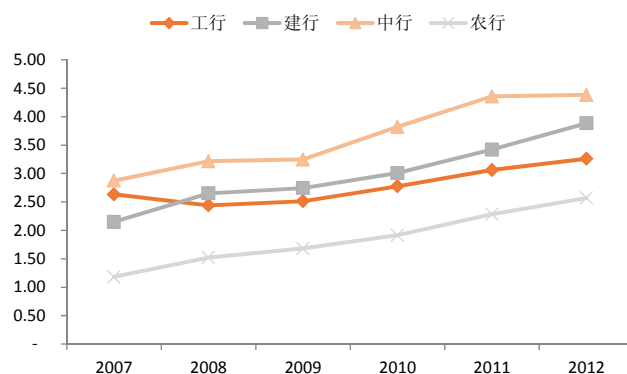
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表20 农行人均费用4大行最低



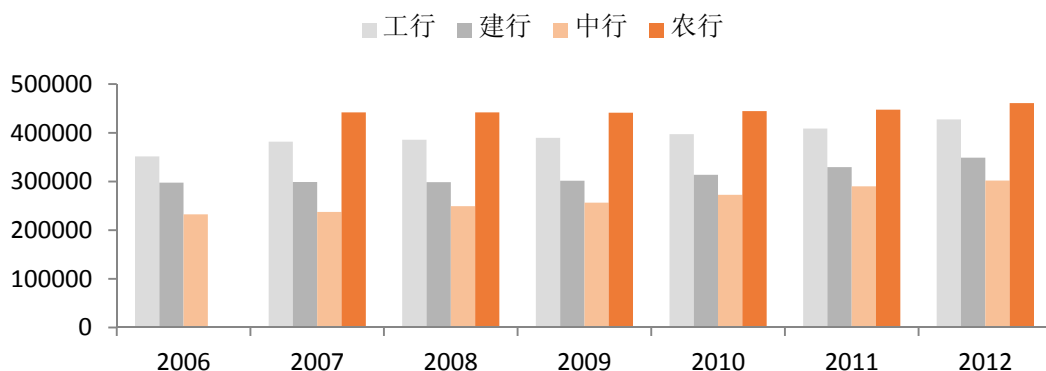
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 同样，网均费用也保持了4大行最低水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表22 农行拥有4大行最多的员工



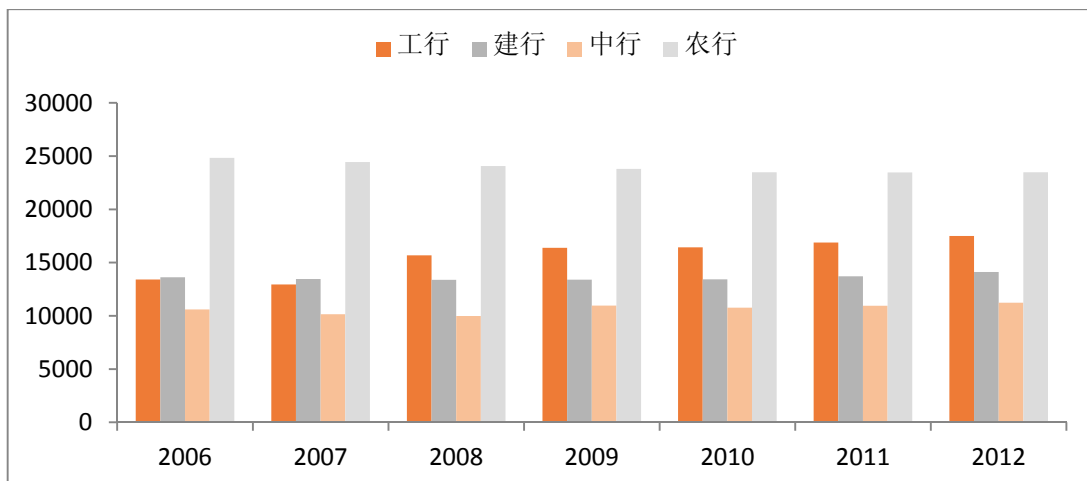
资料来源：公司年报、平安证券研究所

往前看，我们对农行的优势和挑战的分析如下：

农行的优势在于：

- 1) 长期以来农行和农发行都是国家支持三农的主要渠道，国家的支农贷款政策、优惠准备金以及其他惠农政策都是通过农行和农发行进行传递。由于相当大部分的农行是位于县乡一级，**农行对于行业和地区的了解相对其他大行更加透彻。**
- 2) 农行是四大行中中西部地区和县乡级地区业务和网点最多的银行，相当大规模的资产在地理上属于中西部地区，在行政级别上属于县乡级。农行在中西部地区和行政区划上的县乡级行政区的网点分布广，对于当地客户的了解好，在这些区域发展过程中有望对于当地企业保持较好的议价水平，维持良好的存款基础，整体降低负债成本，提高息差水平。

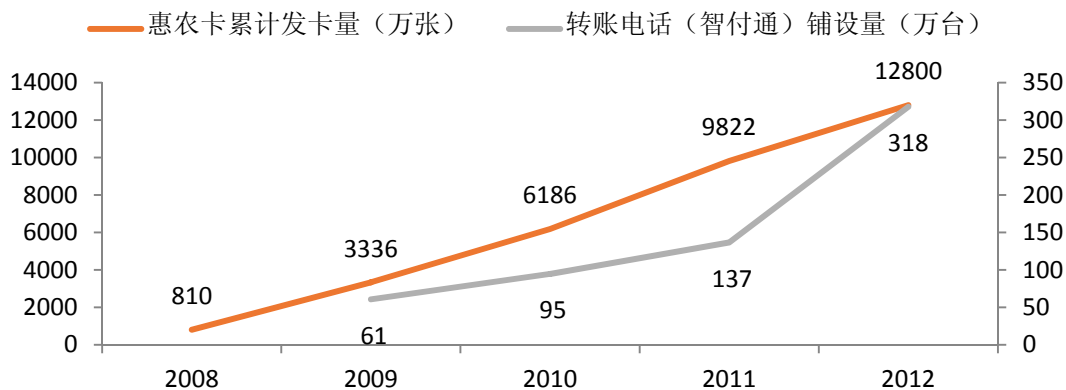
图23 农行的网点：四大行中最多



资料来源：公司年报、平安证券研究所

3) 在业务模式上，农行已经通过惠农卡作为抓手拓展小额县域贷款；通过转账电话的铺设稳定县域零售客户，控制好县域的结算存款。通过惠农通工程规划，借助惠农卡、服务点、电子渠道、流动性服务等平台，提高农村基础金融服务的覆盖面，这样的覆盖面是远超其他上市银行水平的。截至2012年末，金穗“惠农通”工程设立的服务点已经达到57.9万个，布置的电子机具112.6万台，电子机具行政村覆盖率达到63.9%。到2012年末，惠农卡发卡量达到1.28亿张，是中国发行量最大的银行卡品种。

图24 同过惠农卡和智付通的铺设，农行的零售业务已经很有起色

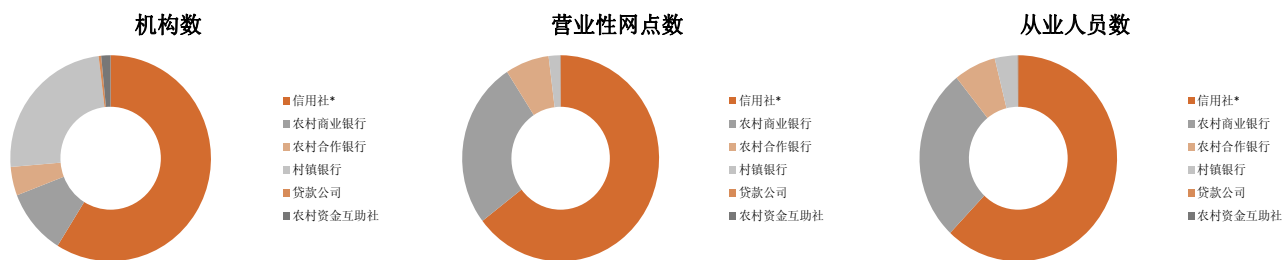


资料来源：公司年报、平安证券研究所

在发展过程中，农行面临的挑战也是比较明显的：

1) 在机构运营上，除了与农行网点布局量相差不多的邮储以外，在东部经济较为发达地区，部分股份制银行已经通过创设和参股村镇银行的方式进入，而本地的农信社、小额贷款公司等等也在一定程度上抢夺农行的贷款市场份额。而就在县域本身，农行也面临着信用社、农商行等区域金融机构的正面竞争。

图表25 在县乡地区，农信社在机构数、营业网点和从业人员方面均占比较高（08年数据）



资料来源：农行招股说明书、平安证券研究所

- 2) 农行在产品设计上还需要进一步提高，以提高农行的品牌识别度。
- 3) 继续参与和投身于中西部地区县域的城镇化过程还是会给农行带来一定资产质量的不确定性

2.1 农行在县域的竞争优势不会被轻易赶上

我们认为，农行在县域的竞争优势不会被轻易赶上，理由是，网点数农行 23472 个，仅少于邮储 (3.9 万个，2012 年 10 月底数据)，但领先于其他大部分金融机构。相比邮储，农行在信贷投放专业性、国家支持政策倾斜程度、产品线分布等方面均具有明显优势，贷款收益率显著高于邮储。

相比其他大行，已经存在的物理网点将会是农行最主要的资源禀赋，新开设网点对于其他大行也是一笔不小的开支，会造成成本收入比相对明显的压力。

相比上市股份制银行，农行优势更加明显，大部分上市股份制银行都布局在东部沿海地区的城镇当中，中西部地区布点较少，目前仅有浦发、民生等银行通过村镇银行等方式在逐渐打开县域市场，但是当地认可度依然弱于农行。

我们认为，未来随着城镇化过程的推进，农行的县域业务的优势会保持在持续向全行提供充沛的存款资源，我们预计随着县域贷款收益率水平的进一步提高，县域存贷利差与全行平均水平的差异有望达到 60BPs，税前利润有望在未来的 3-5 年内继续保持 15-20% 的增长，对农行长期业绩增长形成支撑。

对农行的县域业务，我们的预测如下：

图表26 我们预测农行的县域业务贡献利润比重将从现在的34%上升到40%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
资产							
贷款	832,278	1,193,413	1,505,286	1,751,535	2,049,217		
贷款减值准备	-26,698	-43,327	-60,376	-83,198	-107,372		
贷款净额	805,580	1,150,086	1,444,910	1,668,337	1,941,845	2,271,959	2,658,192
占贷款总额比重	27.6%	29.7%	31.4%	32.4%	33.3%	33.1%	34.4%
县域贷款增速		43.4%	26.1%	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%
全行贷款增速	11.3%	33.1%	19.4%	13.0%	13.7%	11.6%	12.6%
通过内部资金往来提供资金	1,800,086	1,975,226	2,196,002	2,423,092	2,686,346		
资产合计	2,715,177	3,235,103	3,843,686	4,394,520	4,979,344		
资产占总资产比重(剔除内部资金提供)	13%	14%	16%	17%	17%		
负债							
存款	2,514,308	3,034,646	3,612,346	4,014,015	4,557,316	5,218,127	5,990,410
占存款总额比重	41.2%	40.5%	40.6%	41.7%	42.0%	42.7%	43.8%
县域存款增速		21%	19%	11%	14%	15%	15%

全行存款增速	15%	23%	19%	8%	13%	13%	12%
其他负债	189,190	182,760	77,428	143,389	175,489		
负债合计	2,703,498	3,217,406	3,689,774	4,157,404	4,732,805		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
利息收入	62,889	57,708	76,969	105,835	131,796	154,493	180,757
利息支出	-48,514	-41,830	-40,976	-56,656	-77,192	-91,839	-105,431
存贷利息净收入	14,375	15,878	35,993	49,179	54,604	62,654	75,326
同比增速		10%	127%	37%	11%	15%	20%
手续费及佣金收入	10,671	14,146	17,545		26,734		
手续费及佣金支出	-255	-453	-578				
净手续费及佣金收入	10,416	13,693	16,967	25,020	26,734	28,873	31,471
同比增速		31%	24%	47%	7%	8%	9%
业务及管理费	-40,936	-42,783	-51,101	-61,213	-69,210	-79,592	-93,918
业务及管理费增速		5%	19%	20%	13%	15%	18%
成本收入比						42%	40%
资产减值准备	12,824	17,524	17,525	23,018	26,087	30,444	37,215
利润总额	13,444	20,945	34,527	55,718	63,716	74,108	82,976
占公司税前利润比重	26%	28%	29%	35%	34%	36%	40%

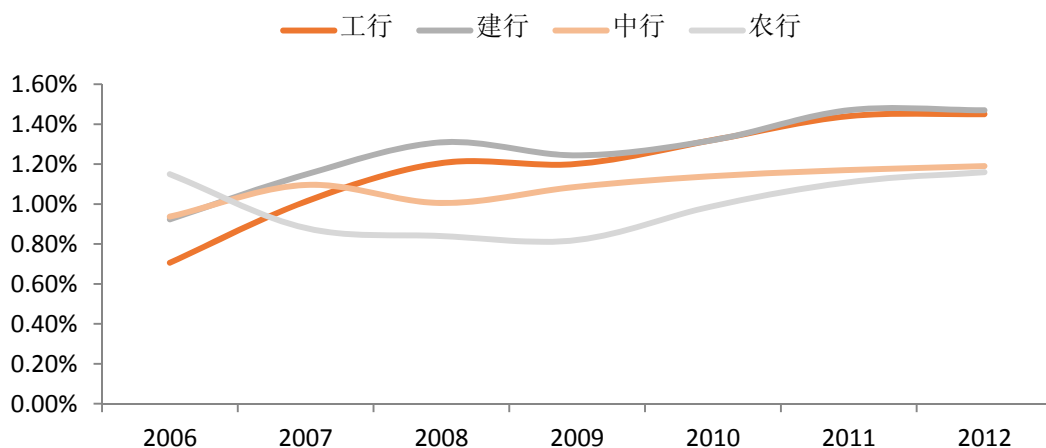
资料来源：公司年报、平安证券研究所

除了此前对于县域业务的经营空间展望，我们对于农行的整体预测包括以下几个观点：

2.2 贷存比的提升有空间，带来农行盈利能力的提高

受制于腕骨监管指标的影响，农行的贷存比上限一直显著低于其他三大行。贷存比的约束造成了农业银行生息资产结构当中高收益率资产占比一直较低，同时，ROA 水平显著低于其他三大行。

图表27 农行的ROA与中行接近，依然显著低于工行和建行



资料来源：公司年报、平安证券研究所

根据腕骨监管体系，包括资本充足率（C）、贷款质量（A）、大额风险集中度（R）、拨备覆盖（P）、附属机构（A）、流动性（L）和案件防控（S）在内的七大指标对于大型银行的放贷能力和安全考量提出了一定的要求。根据 2012 年年报数据，农行资本充足率水平依然较可比同业低，不良率比其他大行高，对于农行的腕骨考核成绩构成了制约。

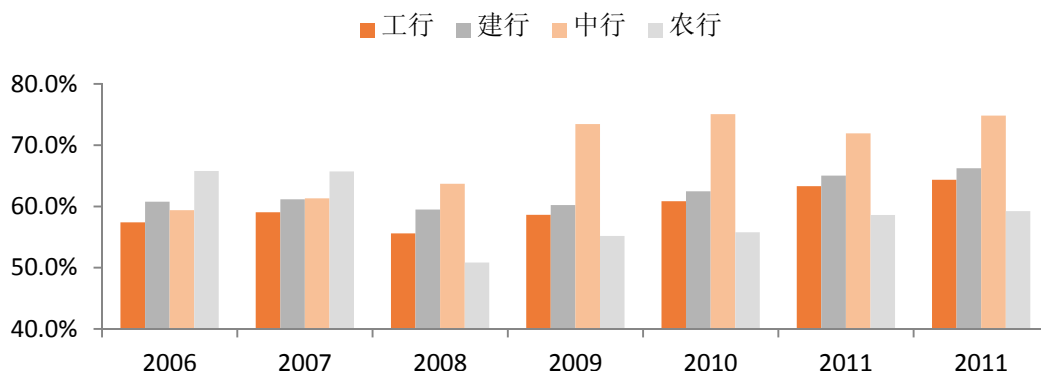
我们认为，农行的不良率在 2013 年有望继续保持下降的水平，有助于腕骨指标的考虑，从而为其贷存比上调提供了一定的空间。

图表28 4大行腕骨监管指标考核内容对比

	农行	工行	建行	中行
资本充足率	12.61%	13.66%	14.32%	13.63%
不良率	1.33%	0.85%	0.99%	0.95%
单一客户占比	3.59%	4.00%	3.86%	2.60%
拨备覆盖率	326.14%	295.55%	271.29%	236.30%
附属机构	23472	17508	14121	11277
流动性	44.75%	32.50%	56.73%	49.80%
案件防控	n/a	n/a	n/a	n/a

资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表29 4大行贷存比比较

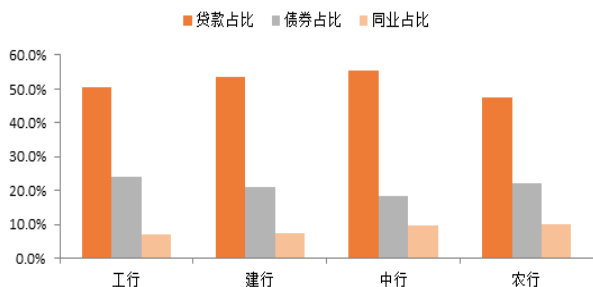


资料来源：公司年报、平安证券研究所

农行在债券市场上一直在四大行中都具有一定的优势，我们发现，在整体债券的配置上，以12年底数据为例，农行的公司类债券配置比例是最高的，占3类债券投资合计比重高达18%，金融机构债券占比最低，仅为3%，显示了农行资金业务的灵活和领先。从过往成绩来看，农行的资金业务一直都发挥着非常重要的影响，体现在：1) 农行是央行首批Shibor报价行之一，多年连续获得“全国银行间同业拆借优秀交易员”；2) 代客资金交易、结算方面创新很快，曾获“优秀做市商”、“最有影响力做市商”和“最佳衍生品做市商”。

虽然农行的贷存比保持了较低的水平，但是农行一方面做好了负债方的成本管理，有效得通过县域存款摊薄了整体负债端的成本，另一方面在其他资产的配置上，农行还是做到了机动、灵活。这也解释了为什么农行高收益生息资产占比非常低的情况下仍然保持了4大行最好的净息差水平的原因。我们认为，农行的贷存比逐渐提升的过程有助于其继续保持息差领先的优势，同时对于提高其ROA水平也有帮助。

图表30 资产结构配置造成ROA较低



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表31 债券配置上已经显示出灵活和领先

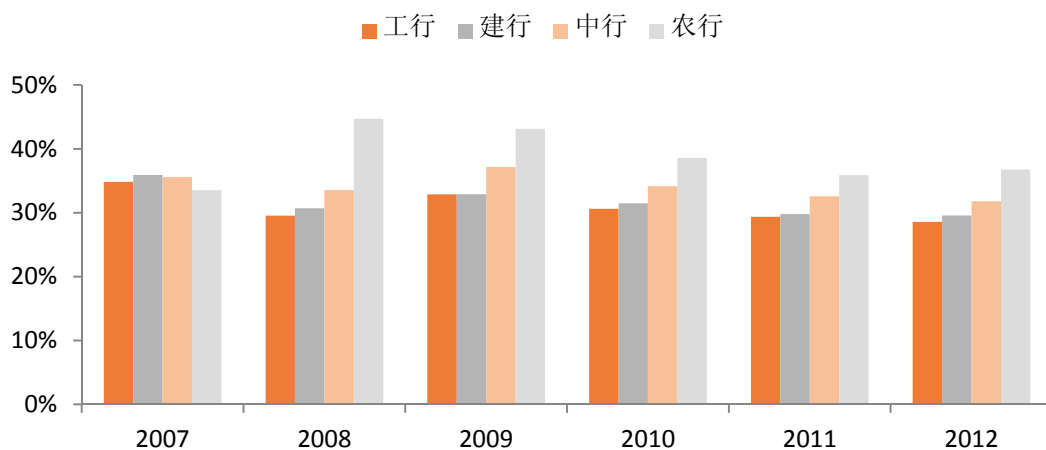
	建行	农行	工行	中行
金融机构债券	27%	3%	6%	13%
政府类机构债券	60%	78%	82%	70%
公司债	13%	18%	12%	16%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 成本收入比有改善空间

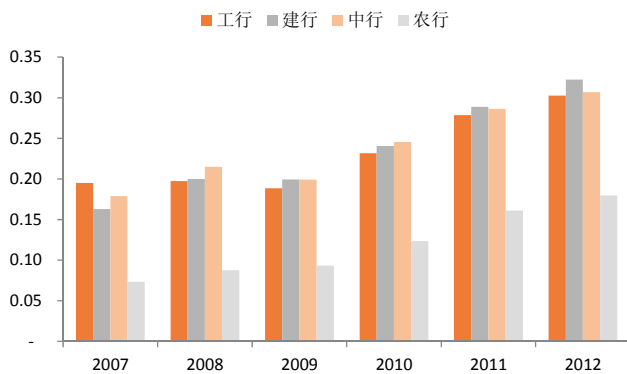
我们认为，农行的成本收入比将会随着县域网点产能利用率的进一步提高而得到改善。我们目前假设农行的成本收入比在此后的每年下降 0.5%。往前看，如果其他大行拓展在县域领域的业务，势必伴随着网点和人员的增加，根据目前其他三大行的网均费用和人均费用测算，增加网点和人员必然提高这些大行的成本收入比。根据我们的模型假设，成本收入比每下降 1%，净利润增速提高 1.5%，若农行的成本收入比下降到大行平均水平（32%），净利润增速将提高 10%。

图表32 4大行成本收入比比较



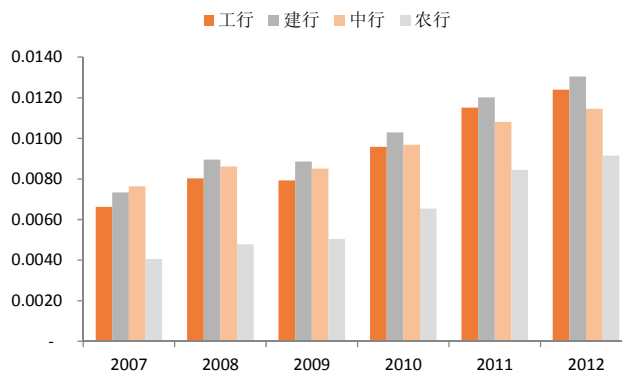
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表33 网均创收在费用增速较慢的情况下上升较快



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34 人均创收增长同样明显

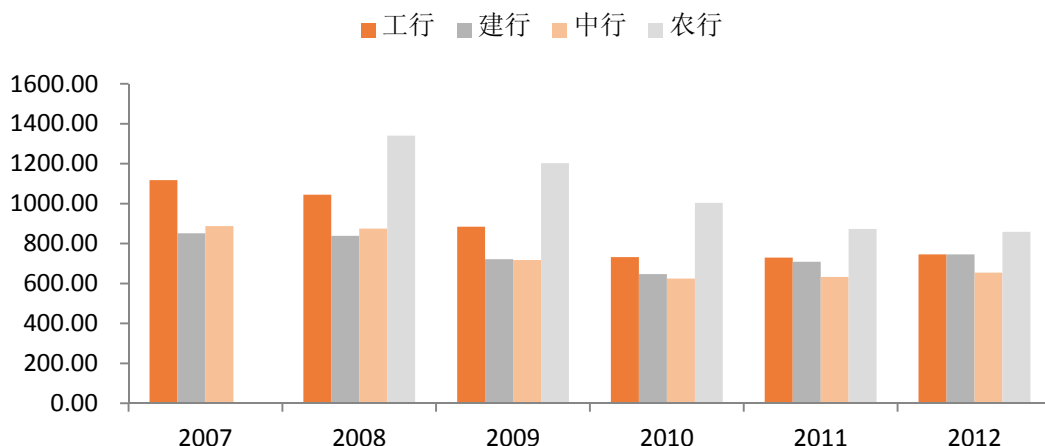


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.4 拨备有最大反哺空间

自 2007 年农行大笔剥离了不良贷款以后，近几年来农行的不良贷款均保持了良好的下降趋势。2012 年末，农行不良贷款余额 858 亿元，已经与工行、建行的 750 亿左右的水平相差仅 100 亿左右，这个差距在 2008 年是近 300 亿。

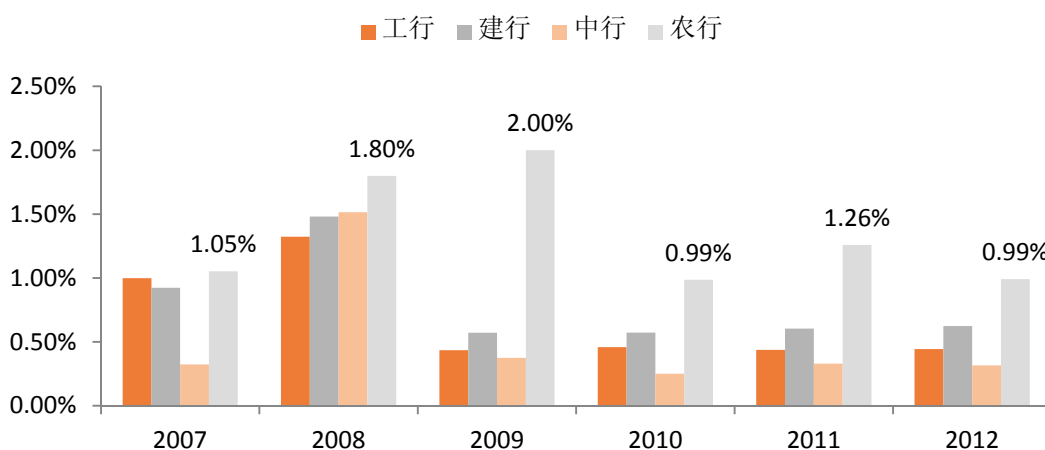
图表35 农行不良贷款自2007年剥离后依然保持了快速下降的趋势



资料来源：公司年报、平安证券研究所

农行的拨贷比是四大行中最高的,2012年末为4.33%,较工行的2.51%、建行的2.68%和中行的2.24%优势明显,没有达标压力。农行的拨备覆盖水平保持了4大行中最高的水平。12年末,农行的拨备覆盖率为326%,高于工行的295%、建行的271%和中行的236%。未来虽然我们认为农行在县域业务的推进过程中还会碰到资产质量的问题,并且也对不良形成进行了假设,相比其他大行,1)农行的风控水平相较以往已经明显提高,体现在农行近几年的不良形成水平并没有明显差于其他大行;2)农行有相对较大的可供核销的不良余额,至少从数据上来看,农行根据我们的模型,农行的信用成本每下降10BP,净利润增速提高2.5%。

图表36 尽管不良贷款保持快速的下降,在信用成本的计提上,农行依然保持了较高的水平



资料来源：公司年报、平安证券研究所

对于农行业绩的显性预测显示,根据以上假设,我们预测农行2013、14年净利润增速分别为11.1%和13.5%,每股收益0.5元和0.56元,每股净资产为2.65元和3.01元。以上盈利预测与wind一致预期差异不大。未来两年农行的增长依然会保持快于可比同业的趋势。

图表37 农行盈利预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E		2010	2011	2012	2013E	2014E
每股指标						经营管理 (%)					
每股净利润	0.29	0.38	0.45	0.50	0.56	贷款增长率 (毛额)	19.78%	13.78%	13.50%	12.00%	13.00%
每股净资产	1.67	2.00	2.31	2.65	3.01	生息资产增长率	16.34%	12.90%	13.33%	13.00%	13.00%
每股股利	0.06	0.15	0.13	0.16	0.20	总资产增长率	16.38%	12.96%	13.42%	13.00%	13.00%
股息派发率	31%	52%	35%	35%	35%	存款增长率	18.54%	8.26%	12.90%	12.50%	12.00%
资产负债表 (人民币百万元)						付息负债增长率	15.95%	10.31%	13.64%	13.02%	12.99%
贷款余额 (净额)	4,788,008	5,410,086	6,153,411	6,864,452	7,732,511	净利息收入增长率	33.31%	26.86%	11.29%	9.91%	13.66%
其他生息资产	5,308,362	5,989,131	6,764,792	7,733,118	8,762,742	手续费及佣金净收入增长率	29.43%	49.04%	8.86%	8.00%	4.85%
总资产	10,337,406	11,677,577	13,244,342	14,966,106	16,911,700	营业收入增长率	32.68%	30.41%	10.85%	9.57%	12.10%
存款余额	8,887,905	9,622,026	10,862,935	12,220,802	13,687,298	拨备前利润增长率	43.90%	35.50%	8.87%	10.13%	13.81%
其他付息负债	682,793	935,755	1,134,409	1,338,317	1,633,026	税前利润增长率	63.31%	31.03%	18.79%	9.31%	14.20%
总负债	9,795,170	11,027,789	12,492,988	14,104,327	15,930,958	净利润增长率	46.01%	28.50%	19.00%	11.11%	13.47%
总股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	非息收入占比	15.88%	18.20%	17.75%	17.63%	16.49%
股东权益	542,071	649,601	749,815	860,160	979,044	成本收入比	38.59%	35.89%	36.50%	36.00%	35.00%
利润表 (人民币百万元)						信贷成本	0.95%	1.21%	0.90%	0.90%	0.90%
净利息收入	242,152	307,199	341,879	375,763	427,107	有效税率	12.07%	21.39%	21.50%	21.50%	22.00%
手续费及佣金净收入	46,128	68,750	74,844	80,832	84,752	盈利能力 (%)					
营业收入合计	290,418	377,731	421,710	458,595	513,859	平均贷款收益率	5.48%	6.32%	6.41%	6.50%	6.60%
营业费用	-112,071	-135,561	-155,130	-165,094	-179,851	平均生息资产收益率	3.81%	4.40%	4.66%	4.54%	4.60%
拨备前利润	164,146	222,426	242,162	266,688	303,530	平均存款付息率	1.25%	1.52%	1.84%	1.80%	1.85%
资产减值准备	-43,412	-64,225	-54,235	-61,267	-68,943	平均付息负债付息率	1.30%	1.65%	1.99%	1.95%	2.00%
税前利润	120,734	158,201	187,927	205,420	234,587	存贷利差	4.22%	4.80%	4.57%	4.70%	4.75%
净利润 (归属母公司)	94,873	121,927	145,094	161,175	182,898	净利差	2.51%	2.75%	2.67%	2.59%	2.61%
资本状况 (%)						净息差	2.58%	2.86%	2.81%	2.73%	2.75%
核心资本充足率	9.74%	9.49%	9.68%	10.47%	10.54%	拨备前ROA	1.59%	1.90%	1.83%	1.78%	1.79%
资本充足率	11.94%	12.61%	12.93%	12.86%	0.00%	拨备前ROE	30.28%	34.24%	32.30%	31.00%	31.00%
资产风险权重平均系数	54.71%	54.48%	55.00%	55.00%	0.00%	拨备前ROAA	1.71%	2.02%	1.94%	1.89%	1.90%
资产质量 (%)						拨备前ROAE	37.10%	37.33%	34.61%	33.13%	33.01%
正常	91.7%	92.9%	94.1%			ROA	0.92%	1.04%	1.10%	1.08%	1.08%
关注	6.4%	5.6%	4.6%			ROE	17.50%	18.77%	19.35%	18.74%	18.68%
次级	0.7%	0.6%	0.5%			ROAA	0.99%	1.11%	1.16%	1.14%	1.15%
可疑	1.2%	0.8%	0.7%			ROAE	21.44%	20.46%	20.74%	20.02%	19.89%
损失	0.2%	0.2%	0.2%			流动性 (%)					
不良贷款比例	2.0%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	准备金率	23.43%	25.85%	20.50%	20.50%	20.50%
不良贷款余额 (亿元)	100,405	87,358	85,848	90,322	93,858	存贷比例 (含贴现)	55.77%	58.61%	59.22%	58.96%	59.49%
贷款减值准备覆盖率	168%	263%	326%	377%	436%	存贷比例 (不含贴现)	54.04%	56.96%	58.46%	55.27%	55.21%
拨贷比	3.40%	4.08%	4.35%	4.73%	5.03%	贷款/总资产	46.32%	46.33%	46.46%	45.87%	45.72%

资料来源: 公司年报、平安证券研究所

2.5 我们向中长期投资者推荐农业银行

相比其他大行, 定位于县域, 在城镇化推进过程中农行具有更好的业绩成长空间, 农行的投资价值被认可过程中, 估值有望进一步得到提高。目前农行 A 股交易于 1.02X13 年 PB, 相比工行和建行分别有 5%和 6%的折价, 整体银行板块已经再次回到了历史低点附近。经历了上市至今 3 年时间, 农行快速超越同行的业绩增长是股改红利的一个体现。未来的 5-10 年, 伴随着城镇化进程的推进, 农行有望利用自身的优势取得下一个快速发展的过程。

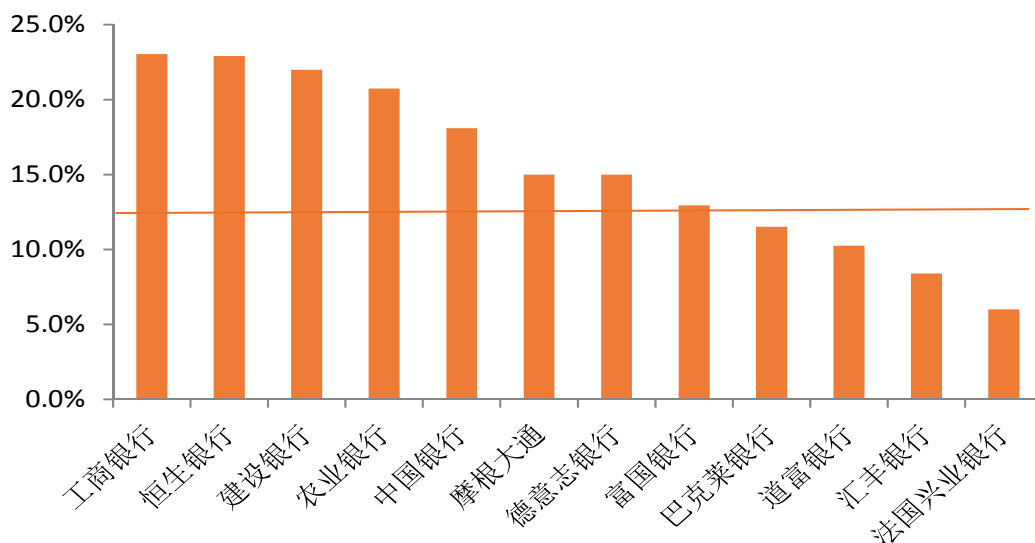
未来的 5-15 年中国的金融行业将面临两个重大的课题, 一方面经济增长将从以往的 8%以上的水平逐渐回落, 城镇化进程能否顺利推进, 能否焕发经济增长的活力是下一阶段银行业经营需要面临的一个挑战; 另一方面, 经历了 15 年时间的准备, 我们认为利率市场化的全面推进会在未来的 5-10 年中逐步推进, 在这个过程中, 我们将迎来中国银行业 ROE 水平逐渐向已完成利率市场化国家的银行 ROE 平均水平靠拢, 也就是说, ROE 会从目前的 20%左右 (农行 12 年 ROE 20.7%) 逐渐下降到 13%左右 (目前美国银行业平均水平)。

基于此, 我们的 3 阶段 DDM 模型的阶段假设将分为 3 段, 城镇化进程推进、投资继续增长带来农行继续快速增长的 3 年, 此后稳定增长 10 年, 伴随着 ROE 水平逐渐回落到 13%, 最后农行进入永续增长阶段。

关键假设:

1) 我们参考已经完成利率市场化的发达国家银行 ROE 平均水平, 假设农行的 ROE 水平进入永续阶段维持在 13% 的水平

图表38 世界主要银行最近一期报表的ROE水平



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

2) 股权成本为 13%。我们假定长期无风险利率 4.75% (5 年期存款利率) 和股权风险溢价为 8%, Beta 采用 Wind 月度数据相对沪深 300 计算为 1.05。

我们认为未来的 5 年内, 农行依然会保持 4 大行中最好的成长性, 然而由于其特殊的市场定位, 相应的风险也会较其他大行更加大, 农行需要进一步去调整其组织架构、风控体系以适应县域市场的风险需求, 因此我们认为其 Beta 略高于其他大行是合理的。

3) 二阶段稳定增长采用净利润增长率假设为 10 年年均增长 6%。

4) 永续增长率 3.9%, 基于长期 70% 的分红率 (参考目前香港恒生银行和汇丰银行的分红率水平 60%) 得到的 30% 留存收益比率和 13% 的发达国家银行业 ROE 水平。

基于以上假设, 我们得出农行 A 股未来 6-12 个月的合理价值在 3.2 元, 对应的 13 年市净率空间为 1.2X, 对应的 13 年市盈率为 6.4X。目前股价 2.69 元 (2013 年 4 月 23 日收盘) 距离目标价有 19% 的空间。

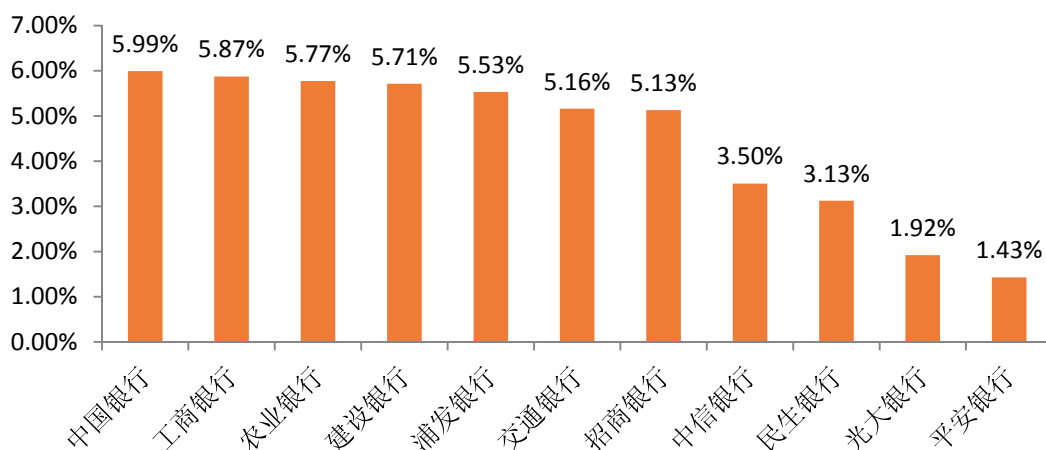
图表39 3阶段DDM模型

	一阶段					二阶段					永续阶段		
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
净利润	161,175	182,898	197,530	209,382	221,944	235,261	249,377	264,339	280,200	297,012	314,832	333,722	346,738
现金分红	56,411	64,014	59,259	62,814	66,583	70,578	74,813	79,302	84,060	89,104	94,450	100,117	2,623,960
净利润增长率	11.1%	13.5%	8.0%					6%					3.9%
折现值	49,855	50,000	40,906	38,321	35,900	33,631	31,506	29,515	27,650	25,903	24,266	22,733	595,803
各阶段现值	1,005,990												
股权价值	1,037,941												
最新股本	324,794												
每股价值	3.20												

资料来源: 公司年报、平安证券研究所

相比其他依然处于高速扩张期的股份制银行, 农行的扩张步伐会相对更加稳健, 表现在农行会向投资者分享更多业绩的成果。我们认为, 以目前的收益率情况来看, 投资货币市场理财产品的年化收益率不及目前买入如农行等大型股份制银行。根据已经公布的年报, 农行股息率按照 2013 年 4 月 19 日收盘价为 5.8%, 远超一年期定期存款收益率及目前主流货币市场基金的预期年化收益率。作为汇金直接控股的大型股份制银行, 农行将在相当长的时间内维持 35% 的分红率, 未来有望进一步提高分红比例。相对较高的股息收益率在目前的市场上是农行防御性好的一个体现。

图表40 分红率较高，对于中长期投资者具有吸引力



资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、风险因素

3.1 竞争格局变化可能带来农行无法稳固已有的市场份额

银监会在贯彻国家对于农村的支持政策同时，对于农村机构的设置、农村金融机构市场的准入管理还是相对宽松的。除了已有的庞大的邮储体系，农行需要持续关注 1) 股份制银行不断成立的村镇银行、2) 地区性小金融机构、3) 大型银行利用在城市网点和已有客户的良好关系，将经营触角延伸到县域。

3.2 农行的农业相关贷款容易受到自然灾害等影响，对于农行不良贷款形成压力

由于自然原因和很多的不可控因素，农业本身受到自然灾害的影响较大，而农行在该领域投入的资产相比其他银行略多，在不良的生成上也会有一定的劣势。

3.3 市场担心新一轮大规模投资在县域，资产质量有长期隐患

我们不否认在新一轮投资过程中县域将是接纳投资的主体。而恰恰在 09 年的大规模经济刺激过程中，产生一定还款困难的也确实是县级以下的地方政府融资平台。但是，我们认为，在经历了 10-12 年的地方政府融资平台清理整顿后，农行对于项目的贷前选择，贷后跟踪等都上了一个新的台阶。而我们也确实从农行相对较好的资产质量表现中看到了这一进步。

2012 年末，农行不良贷款余额 858.48 亿元，不良率 1.33%，拨备覆盖率 326%，拨贷比 4.35%。五级分类角度来看，关注类贷款年末比重为 4.59%，比中报的 5.07% 有所下降。全年核销 40 亿元，加回核销后同口径计算不良余额净增 2.5%，比建行 9%、中行 7% 的情况要好。逾期贷款年末 879.05 亿元，比中报的 850.08 亿元略有增长，逾期情况存在隐忧。管理层同时在业绩发布会上就目前市场关注的光伏行业贷款情况进行说明，截至 2012 年末，农行光伏行业贷款敞口约有 150 亿元，对于无锡尚德 (SUNTECH) 的贷款余额有 7.03 亿元。

考虑到农行在县域市场占有率依然较高，潜在不良生成水平不会快速下降，预测农行 13、14 年的不良形成率分别为 0.07% 和 0.05%，显示了我们对于农行未来在城镇化进程中资产质量控制能力的信

心。我们计算的年度信用成本为 0.9%，较 2011 年的 1.21%有明显的回落，对于 2012 年业绩有一定程度上的贡献。农行的拨备覆盖率水平为 326%，拨贷比 4.35%，没有达标压力。我们认为农行在可见的未来会保持 0.9%甚至更加优化的信用成本，拨备“反哺”利润的余地将更大。

图表41 农行不良贷款情况

	2009A	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010A	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011A	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012A
不良贷款余额	1202.41	1095.43	1070.86	994.38	1004.05	916.98	900.48	879.56	873.58	850.14	845.08	839.51	858.48
不良率	2.91%	2.46%	2.32%	2.08%	2.03%	1.76%	1.67%	1.60%	1.55%	1.44%	1.39%	1.34%	1.33%
拨备覆盖率	105%	123%	136%	160%	168%	197%	218%	238%	263%	283%	296%	311%	326%
拨贷比	3.07%	3.03%	3.16%	3.32%	3.41%	3.47%	3.63%	3.81%	4.08%	4.08%	4.12%	4.17%	4.35%

资料来源：公司年报、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257