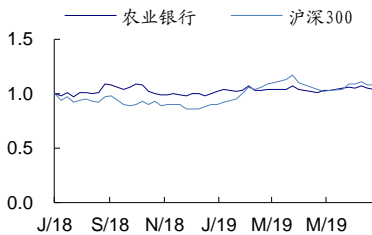


证券研究报告—深度报告
金融
银行
农业银行(601288)
买入

合理估值: 4~5 元 昨收盘: 3.59 元 (维持评级)

2019年07月25日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	349,983/294,055
总市值/流通(百万元)	1,256,439/1,055,659
上证综指/深圳成指	2,923/9,176
12个月最高/最低(元)	3.76/3.29

相关研究报告:

《农业银行-601288-2019年一季报点评: 资产质量保持稳定》——2019-04-29
 《农业银行-601288-2018年报点评: 资产质量平稳》——2019-03-31
 《农业银行-601288-2018年三季报点评: 存款优势突出, 拨备进一步夯实》——2018-10-31
 《农业银行-601288-2018年中报点评: 盈利能力企稳, 资产质量稳定》——2018-08-29
 《农业银行-601288-重大事件快评: 大股东溢价定增彰显信心》——2018-06-26

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

掘金县域

● 发挥县域优势, 存款吸收能力行业领先

从网点分布来看, 到了经济发展程度一般的县域, 竞争更多是发生在农业银行、邮储银行以及当地农商行之间。因此虽然县域的存款总量小, 但竞争也更少, 而农业银行在县域有着卓越的品牌认可度, 尤其是个人存款方面, 优势十分明显, 个人活期存款/净资产非常高。

● 借助新技术积极应对竞争, 长期优势有望保持

随着城市化进程加快和互联网向下渗透, 农业银行除了继续与当地金融机构短兵相接外, 还受到也正进入农村市场的互联网公司金融服务的竞争。为此, 农业银行借助新技术提高产品和服务体验, 正面应对竞争。我们认为, 农业银行相比小型农村金融机构, 技术实力更强, 品牌影响力也更大; 而相比互联网金融机构, 农业银行所提供的金融产品更加丰富, 线下网点也有助于提升服务体验, 因此其竞争优势有望长期维持。

● 负债优势明显, 资产经营稳健

从运营结果来看, 农业银行因其明显的存款优势, 所以负债成本低于同业, 即便考虑到维持存款优势所需要的大量网点及由此带来的高管理成本, 农业银行在负债端依然是有优势的。而在资产端, 农业银行经营风格保守, 金融资产基本不投非标, 贷款偏向个人房贷和公用事业类贷款, 虽然降低了收益率, 但提高了稳健性。不过因信用卡及理财业务开展相对其他银行要少, 农业银行在手续费收入方面仍有提升空间, 这使得农业银行的 ROA 相对而言低于同业; 但县域客群的这一特点也使得农业银行因存款而带来的杠杆更高, 所以最终的 ROE 跟行业整体水平大致相当。

● 维持“买入”评级

通过多角度估值得出公司合理估值区间 4.0~5.0 元, 相对目前股价有 10%-40% 的溢价空间。我们认为公司县域业务领先, 负债成本低、经营更加稳健, 这种稳健性对银行的长期发展而言是非常重要的, 当前估值未能合理反映其竞争优势, 维持“买入”评级。

● 风险提示

多种因素变化可能会对我们的判断产生影响, 详见正文。

盈利预测和财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	537,041	598,588	638,970	670,968	717,410
(+/-%)	6.1%	11.5%	6.7%	5.0%	6.9%
净利润(百万元)	193,133	202,631	211,457	221,016	233,719
(+/-%)	4.9%	4.9%	4.4%	4.5%	5.7%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.57	0.59	0.62	0.65
总资产收益率(ROA)	0.94%	0.92%	0.91%	0.89%	0.88%
净资产收益率(ROE)	14.7%	13.0%	12.1%	11.6%	11.4%
市盈率(PE)	6.6	6.3	6.1	5.8	5.5
P/PPoP	3.8	3.2	3.0	2.9	2.7
市净率(PB)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

综合绝对估值与相对估值方法,我们认为公司股票价值在 4.0~5.0 元之间,2019 年动态 PB 为 0.8~1.0 倍,相对于公司目前股价有 10%~40%的上升空间。我们认为,公司在县域银行业务方面领先竞争对手,负债端成本低、经营更加稳健,当前估值未能合理反映其竞争优势,维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

农业银行以其庞大且下沉到县镇的网点获得了明显的存款优势,而且目前正积极引进新技术提升服务客户的能力,其优势有望长期维持。

县域客群相对城市客群而言,金融需求更简单,导致农业银行的手续费收入偏低,而长期来看,县域客群存款脱媒的空间更大,这可能会使得农业银行的 ROE 相对水平略有下降。

与市场的差异之处

市场对农业银行的认知往往限于其存款较多以及服务三农的特点,但未能从微观视角观察农业银行所面临的竞争情况。我们从县域样本出发,深入村镇,分析县域地区的金融业竞争态势,指出农业银行借助科技实力和产品服务的综合水平,对农商行形成相对优势,同时又借助线下网点以及由此带来的综合服务能力,对互联网金融机构形成相对优势,因此其整体优势是可以长时间维持的。

股价变化的催化因素

从近两年情况来看,银行业普遍面临资产质量下行压力,农业银行资产端经营稳健且不良认定严格、未来生成压力相对更小,目前估值显著低于行业平均水平,随着时间推移有望逐渐迎来估值修复。

核心假设或逻辑的主要风险

宏观经济下行压力增加导致资产质量下行超预期。

内容目录

估值与投资建议	5
绝对估值.....	5
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值.....	6
投资建议.....	7
深入县域，做实存款	8
新形势、新做法：维持竞争优势	10
“小行下乡、大行上网”.....	11
产品、服务两手抓.....	11
小结.....	13
财务分析：负债优势明显，资产经营稳健	13
存款优势带来低负债成本.....	13
存款优势亦有相应的成本付出.....	14
农业银行资产端低收益、低风险.....	15
手续费净收入偏少，仍有提升空间.....	17
盈利预测	19
假设前提.....	19
未来三年盈利预测.....	19
盈利预测的敏感性分析.....	20
风险提示	20
附表：财务预测与估值	23
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

图 1: 农业银行三农金融事业部组织架构	8
图 2: 农业银行的个人存款吸收能力领先, 尤其是个人活期存款	9
图 3: 农村金融机构总资产市占率不断提升	11
图 4: 农业银行的的优势主要在负债端	13
图 5: 农业银行的负债以存款为主	14
图 6: 农业银行的存款成本远低于同业	14
图 7: 农业银行的高管理成本主要因县域业务引起	15
图 8: 农业银行金融资产中几乎没有非标	15
图 9: 农业银行贷款中房贷和公用事业类贷款占比非常高	16
图 10: 农业银行贷款收益率较低	16
图 11: 农业银行不良贷款生成率低于行业平均水平	17
图 12: 农业银行逾期贷款基本都划入了不良贷款, 比其他银行更加严格	17
图 13: 农业银行信用卡贷款投放较少	18
图 14: 农业银行表外理财的相对规模明显低于其他银行	18
图 15: 虽然 ROA 低于行业, 但农业银行的 ROE 是略高于行业的	19
表 1: DDM 模型相关参数	6
表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析	6
表 3: 上市银行估值比较	7
表 4: 不同银行在样本区县内网点数量分布情况	9
表 5: 以平度市为例, 在乡镇农业银行的竞争对手主要是邮储银行和当地农商行	10
表 6: 盈利预测结果	20
表 7: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析	20
表 8: 估值表	22

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们对农业银行的优势分析如下，我们认为：

- 农业银行发挥县域优势，存款吸收能力行业领先。从网点分布来看，到了经济发展程度一般的县域，竞争就仅限于五家大行（工建农中邮）和当地农商行之间。从网点数量来看，竞争更多是发生在农业银行、邮储银行以及当地农商行之间。因此虽然县域的存款总量小，但竞争也更少，而农业银行在县域有着卓越的品牌认可度，尤其是个人存款方面，优势十分明显，个人活期存款/净资产非常高。
- 农业银行借助新技术积极应对竞争，长期优势有望保持。随着城市化进程加快和互联网向下渗透，农业银行除了继续与当地金融机构短兵相接外，还受到也正进入农村市场的互联网公司金融服务的竞争。为此，农业银行推出包括惠农 e 付、惠农 e 贷、惠农 e 商等产品，借助新技术提高产品和服务体验，正面应对竞争。我们认为，农业银行相比小型农村金融机构，技术实力更强，品牌影响力也更大；而相比互联网金融机构，农业银行所提供的金融产品更加丰富，线下网点也有助于提升服务体验，因此其竞争优势有望长期维持。
- 负债优势明显，资产经营稳健。从运营结果来看，农业银行因其明显的存款优势，所以负债成本低于同业，即便考虑到维持存款优势所需要的大量网点及由此带来的高管理成本，农业银行在负债端依然是有优势的。而在资产端，农业银行经营风格保守，金融资产基本不投非标，贷款偏向个人房贷和公用事业类贷款，虽然降低了收益率，但提高了稳健性。不过因信用卡及理财业务开展相对其他银行要少，农业银行在手续费收入方面仍有提升空间，这使得农业银行的 ROA 相对而言低于同业；但县域客群的这一特点也使得农业银行因存款而带来的杠杆更高，所以最终的 ROE 略高于行业整体水平。

综合来看，农业银行以其庞大且下沉到县镇的网点获得了明显的存款优势，而且目前正积极引进新技术提升服务客户的能力，其优势有望长期维持。县域客群相对城市客群而言，金融需求更简单，导致农业银行的手续费收入偏低，而长期来看，县域客群存款脱媒的空间更大，这可能会使得农业银行的 ROE 相对水平略有下降。

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），接下来十年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定估值假设：

- 我们假设折现率为 10%，主要是考虑到全市场长期回报率可能维持在这一水平附近。比如美国标普 500 指数 1927 年以来的长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 10.7%，道琼斯工业指数平均为 10.6%；国内上证综指长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 6.0%，深证综指平均为 11.2%，这两个数字平均为 8.6%；
- 假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%。对于 ROE 的假设主要是考虑到银行业作为竞争较为充分的行业，在准入退出机制有效运作的情况下，供需平衡将导致行业投资回报率向全市场平均水平收敛；

长期利润增长率则假设与名义 GDP 增速近似，我们进一步假设长期名义 GDP 增速在 5% 左右（作为一个参考，美国 1929-2017 年的名义 GDP 复合增长率是 6.1%，1999-2017 是 3.9%）；

- 考虑到虽然农业银行具备负债优势，但县域客群需求转变所带来的存款脱媒会将一部分风险溢价从银行转移至客户手中，考虑到这一点，尤其是未来潜在的 TLAC 实施可能会进一步增加公司的监管成本，我们假设其第二、三阶段 ROE 略低于平均水平，假设为 9%；

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 4.0~5.0 元。

表 1：DDM 模型相关参数

估值日	2019/12/31
COE	10.0%
估值结果：	
第一阶段	181836
第二阶段	434148
永续期	965428
公司价值	1581412
2019/12/31 目标价	4.50 元

	第一阶段				第二阶段	永续期
	2018A	2019E	2020E	2021E	(2022-2031)	
净息差	2.23%	2.25%	2.22%	2.24%	2.30%	2.30%
非息收入占比	20%	19%	19%	18%	25%	25%
营业成本/营业收入	35%	35%	35%	35%	40%	40%
资产减值损失/总资产	0.61%	0.64%	0.64%	0.65%	0.60%	0.60%
所得税率	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	21.0%	21.0%
生息资产/总资产	98%	98%	98%	98%	97%	97%
权益乘数	14	13	13	13	10	10
股利支付率	30%	30%	30%	30%	34%	44%
ROA	0.92%	0.91%	0.89%	0.88%	0.94%	0.94%
ROE	13.4%	12.4%	11.9%	11.6%	9.0%	9.0%
净利润增速	5.1%	4.4%	4.5%	5.7%	5.9%	5.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 2：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

		折现率								
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续增 长率	6.5%	9.1	7.0	5.7	4.8	4.2	3.8	3.4	3.1	2.9
	6.0%	8.4	6.8	5.7	4.9	4.3	3.9	3.5	3.2	3.0
	5.5%	8.0	6.6	5.7	5.0	4.4	4.0	3.6	3.3	3.1
	5.0%	7.7	6.5	5.7	5.0	4.5	4.1	3.7	3.4	3.2
	4.5%	7.5	6.5	5.7	5.1	4.6	4.2	3.8	3.5	3.3
	4.0%	7.3	6.4	5.7	5.1	4.6	4.2	3.9	3.6	3.3
	3.5%	7.2	6.4	5.7	5.1	4.7	4.3	3.9	3.7	3.4

资料来源：国信证券经济研究所分析（单位：元）

相对法估值

我们将全部上市银行放在一起进行比较，从全部上市银行的关键财务数据及估值来看，农业银行盈利能力与行业整体水平相当，股息率高于行业，但估值却低于行业平均水平。尤其考虑到农行的优势在于负债端而非资产端，因此确定

性更高、商业模式更好,其当前处于明显低估状态。综合比较各公司的当前 PB、股息率值以及 ROE,我们认为给予公司 0.8~0.9 倍动态 PB 是合理的,2019 年的合理价格区间为 4.0~4.5 元。

表 3: 上市银行估值比较

收盘日:		普通股 ROE			归母净利润同比			PB			股息率		
2019/7/24		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601398.SH	工商银行	13.7%	13.0%	12.3%	4.1%	3.9%	4.2%	0.90	0.82	0.76	4.2%	4.4%	4.6%
601939.SH	建设银行	13.9%	13.2%	12.7%	5.1%	4.8%	5.8%	0.97	0.88	0.81	3.9%	4.2%	4.4%
601288.SH	农业银行	13.4%	12.4%	11.9%	5.1%	4.4%	4.5%	0.79	0.72	0.66	4.6%	4.8%	5.1%
601988.SH	中国银行	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.72	0.66	0.61	4.8%	5.0%	5.2%
601328.SH	交通银行	11.5%	11.0%	10.3%	4.9%	3.8%	5.1%	0.67	0.60	0.54	4.9%	0.0%	0.0%
600036.SH	招商银行	16.6%	16.7%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.82	1.60	1.41	2.3%	2.6%	2.9%
601166.SH	兴业银行	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.88	0.79	0.71	3.5%	3.7%	4.0%
600016.SH	民生银行	13.0%	12.3%	11.1%	1.0%	3.9%	4.8%	0.64	0.59	0.54	2.1%	5.8%	6.0%
600000.SH	浦发银行	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.9%	0.77	0.69	0.62	0.9%	3.0%	3.3%
601998.SH	中信银行	11.2%	10.6%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.70	0.65	0.60	4.5%	4.0%	4.2%
000001.SZ	平安银行	11.4%	11.1%	10.8%	7.0%	6.9%	7.1%	1.08	0.98	0.89	1.0%	1.0%	1.1%
601818.SH	光大银行	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.69	0.63	0.58	4.8%	4.2%	4.5%
600015.SH	华夏银行	12.3%	10.0%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.59	0.54	0.50	1.7%	2.3%	2.3%
601169.SH	北京银行	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.68	0.63	0.58	4.8%	5.1%	5.4%
601009.SH	南京银行	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.06	0.94	0.83	4.1%	4.6%	5.2%
002142.SZ	宁波银行	19.0%	18.2%	17.8%	19.9%	18.2%	16.1%	1.92	1.58	1.37	1.6%	1.6%	1.9%
600919.SH	江苏银行	12.4%	12.7%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.78	0.71	0.65	2.6%	4.9%	5.5%
601128.SH	常熟银行	13.3%	12.3%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.77	1.37	1.26	1.8%	2.1%	2.5%
平均		13.4%	12.8%	12.4%	7.8%	8.0%	7.8%	0.97	0.86	0.77	3.2%	3.5%	3.8%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

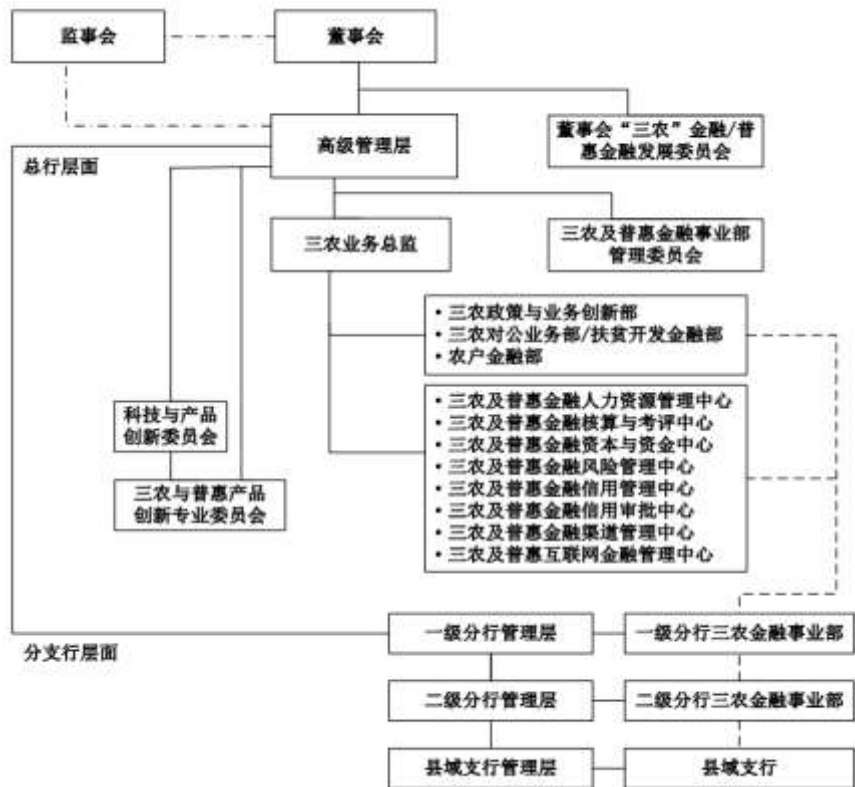
综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票价值在 4.0~5.0 元之间,2019 年动态 PB 为 0.8~1.0 倍,相对于公司目前股价有 10%-40% 的上升空间。我们认为,公司在县域银行业务方面领先竞争对手,负债端成本低、经营更加稳健,这种稳健性对银行的长期发展而言是非常重要的,当前估值未能合理反映其竞争优势,维持“买入”评级。

深入县域，做实存款

农业银行当前的业务特点很大程度上跟县域业务有关，而县域业务是农业银行的历史遗产。农业银行原本是人民银行下属机构，负责推动农村金融工作，在1979年分设成为独立的银行，1994年将政策性业务剥离至农发行，1996年进一步剥离农信社的行政隶属关系，逐步转型为国有商业银行。在本世纪初的国有行改制上市潮中，农业银行由于历史上承担了很多与农业有关的政策性金融业务，在资产质量、机构和人员设置等方面都比其他三家大行复杂，改革难度更大，因此直到2007年才确立“面向‘三农’、整体改制、商业运作、择机上市”的改革原则，2010年才完成IPO。

在服务“三农”方面，农业银行采取了事业部方式，设立三农金融事业部，在资源上给予其更高的独立性，支持县域金融业务的发展。由于服务“三农”的需求基本都存在于县域（包括县和县级市），所以三农金融亦被称为县域金融。

图 1：农业银行三农金融事业部组织架构



资料来源：农业银行2018年报，国信证券经济研究所整理

县域经济发展程度低于城市，存款总量相对小，但竞争也少。我们随机挑选了一个城区和七个县（或县级市）作为对比，观察当地银行业竞争格局。下表中的一区七县是按照GDP总量排列，越往右经济发达程度越低；样本银行我们选取了六大行、四家股份行（有大有小）以及当地农商行和当地城商行。从网点分布来看，到了经济发展程度一般的县域，股份行以及交行就不再设立网点，竞争仅限于五家大行（工建农中邮）和当地农商行之间。从网点数量来看，竞争更多是发生在农业银行、邮储银行以及当地农商行之间。因此我们经常看到，一些县域农商行的存款吸收能力比股份行还要强，也是这个原因导致的。

所以虽然县域的存款总量小，但竞争也更少。

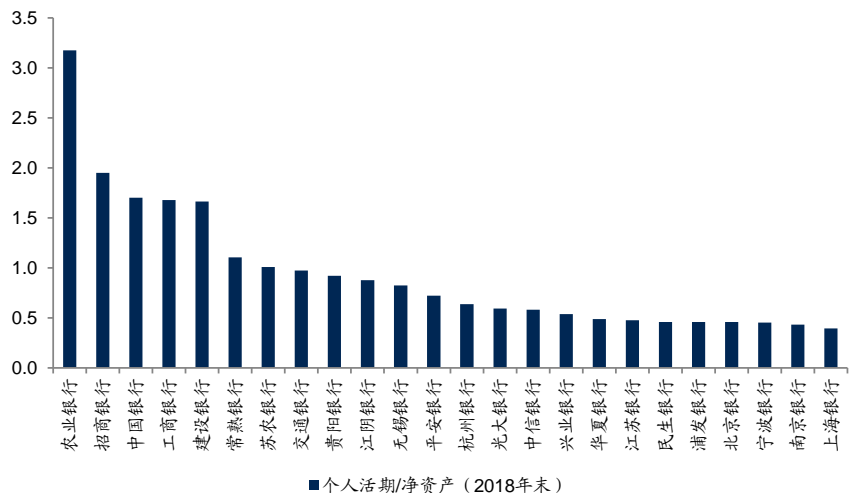
表 4：不同银行在样本区县内网点数量分布情况

	黄浦区	常熟市	太仓市	平度市	东海县	五莲县	蒲江县	城口县
工商银行	49	22	13	5	4	3	2	-
建设银行	33	26	17	6	4	2	2	-
农业银行	20	56	27	20	10	4	5	3
中国银行	25	24	17	6	5	3	1	-
邮储银行	22	58	33	56	25	10	7	13
交通银行	10	4	2	1	2	-	-	-
招商银行	10	2	1	-	-	1	-	-
兴业银行	7	1	3	1	-	-	-	-
民生银行	7	4	2	1	-	-	-	-
平安银行	5	1	1	1	-	-	-	-
当地农商行	5	108	26	53	31	31	21	28
	(上海农商行)	(常熟农商行)	(太仓农商行)	(青岛农商行)	(东海农商行)	(五莲农商行)	(成都农商行)	(重庆农商行)
当地城商行	20	6	6	3	1	4	1	1
	(上海银行)	(苏州银行)	(苏州银行)	(青岛银行)	(江苏银行)	(日照银行)	(成都银行)	(重庆银行)
2018 年末常住人口 (万人)	65	152	72	138	97	50	26	18
2018 年末存款余额 (亿元)	-	3280	1528	674	415	273	180	105
2018 年 GDP (亿元)	2270	2400	1331	896	494	272	152	49

资料来源：各银行官网，各地区国民经济和社会发展统计公报，百度地图，国信证券经济研究所整理。注 1：重庆农商行、东海农商行、五莲农商行网点数据系百度地图搜索统计得到，因此与实际值可能略有出入。注 2：城口县经济数据为 2017 年数据。

农业银行发挥县域优势，存款吸收能力行业领先。在网点设置上，农业银行在改制过程中也进行了大规模的网点撤并，但基于其服务三农的宗旨，仍然保留了大量的县域网点。根据其上市招股书数据，截止 2008 年末，农业银行县域机构网点 12737 个，占网点总数的 54%，网点数量超过其他三家大行总和。农业银行网点覆盖了全国 99.5% 的县级行政区，并且下沉到乡镇一级。截止 2018 年末，农业银行县域对公存款占全部存款的 1/3，县域个人存款占全部存款的一半，对农业银行存款贡献显著。尤其是个人存款方面，农业银行在县域有着卓越的品牌认可度。

图 2：农业银行的个人存款吸收能力领先，尤其是个人活期存款



资料来源：各银行 2018 年报，国信证券经济研究所整理

表 5: 以平度市为例, 在乡镇农业银行的竞争对手主要是邮储银行和当地农商行

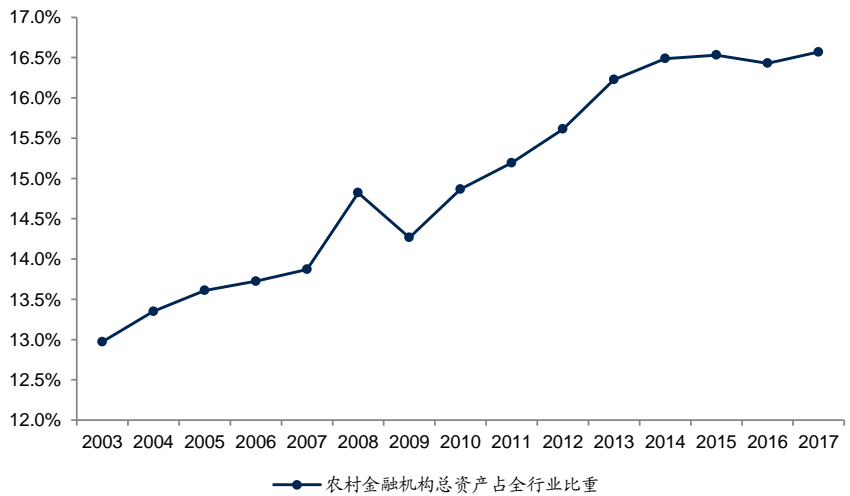
	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	邮储银行	青岛农商行
平度市区	5	6	9	5	15	20
白埠镇	-	-	-	-	2	2
长乐镇	-	-	-	-	1	1
崔家集镇	-	-	1	-	2	2
崔召镇	-	-	-	-	1	1
大田镇	-	-	-	-	2	-
大泽山镇	-	-	1	-	1	1
店子镇	-	-	1	-	3	1
古岬镇	-	-	-	-	1	1
郭庄镇	-	-	-	-	1	1
灰埠镇	-	-	1	-	2	2
旧店镇	-	-	-	-	2	2
兰底镇	-	-	-	-	1	1
蓼兰镇	-	-	1	-	2	2
麻兰镇	-	-	-	-	1	1
马戈庄镇	-	-	-	-	1	1
门村镇	-	-	-	-	2	2
明村镇	-	-	1	-	-	2
南村镇	-	-	1	1	4	1
仁兆镇	-	-	1	-	2	2
田庄镇	-	-	-	-	1	1
万家镇	-	-	1	-	2	1
新河镇	-	-	-	-	1	1
云山镇	-	-	1	-	2	1
张戈庄镇	-	-	-	-	1	1
张舍镇	-	-	1	-	2	1
祝沟镇	-	-	-	-	1	1
合计	5	6	20	6	56	53

资料来源: 各银行官网, 百度百科, 国信证券经济研究所整理。注: 上述镇级区域的划分为旧版, 与现行平度市行政区划划分不同, 概因乡镇合并引起。

新形势、新做法: 维持竞争优势

如前文所述, 农业银行网点几乎遍布全部县, 并在乡镇地区也有布局, 在全国拥有网点两万多个, 居于行业前列。农业银行依靠遍布县域的网点, 获得了存款优势。但随着城市化进程加快和互联网金融服务向农村地区渗透, 除了继续与当地农村金融机构短兵相接, 农业银行还会受到也正进入农村市场的互联网公司(如支付宝等)金融服务的竞争。因此, 农业银行需要采取措施巩固既有优势, 同时也借助新技术, 提升产品和服务体验, 正面应对竞争。

图 3：农村金融机构总资产市占率不断提升



资料来源：上市银行 2018 年报，国信证券经济研究所整理。注：邮储银行含自营网点与代理网点。

“小行下乡、大行上网”

根据我们前期关于小微信贷的研究成果，小微企业、三农等群体长期存在融资难、融资贵问题，其主要根源是信息生产成本高，过去难以用较为经济的成本获取授信所需的足够信息。一方面是风险成本，即为了完成风险定价，需要掌握客户足够的信息；另一方面是业务成本，即单户收益必须覆盖单户变动成本，而单户毛利与客户数量之积，又必须覆盖整体固定成本。因此，单户金额过低或客户数量不够，都有可能导致整个业务风险成本、业务成本难以覆盖，商业上不可持续。为解决上述问题，行业内探索了很多方法，比较典型的包括基于人手的纯手工、基于数据的纯自动两大类方法（现实中一般是两种方法的不同比例的融合）。

传统上我们采取过最多的是“人海战术”，即传统的手工模式。其要点是，调动一线业务员的积极性，让他们长期深入小微三农群体中间，获取大量硬信息、软信息，然后综合判断其风险水平。这种模式一般适用于本土化程度较高的小型金融机构，他们可打造一只较为专业化的一线员工队伍，并实施到位的激励约束机制，通过遍布乡村的网点，完成上述业务。但这一模式很难由大型银行采纳，因为在全国范围内推开类似的网点布局、员工团队、激励约束机制，已远远超过了一家大型银行的管理半径。

后来，随着互联网、大数据的兴起，和大数据积累日益丰富，部分互联网银行、大型银行开始尝试在线上基于客户的信息来完成获客、授信业务。随着数据源越来越多，不同数据源之间交叉验证，对单一客户的画像也越来越清晰，获客、授信开始完全在线上实现。但这一模式需要丰富的数据积累和强大的数据处理能力，需要一只过硬的科技队伍，小型金融机构并不具备这一能力，因此一般是大型银行或专业的互联网银行从事。

最终，在银行领域，小微和三农业务形成了“小行下乡、大行上网”的差异化格局。当然，现实中，区分并不是泾渭分明，所有机构都是两类方法不同比例的融合。在这样的背景下，农业银行积极引进有关技术，以便进一步扩展自身的客户覆盖和业务效率。

产品、服务两手抓

虽然技术升级了，但获客的思维，我们认为本质上仍然是“汇—存—贷”。即通过

日常的综合服务（以汇兑结算最为常见）吸引客户，获取客户的有效账户，然后在日常服务中留下存款，并通过日常服务掌握客户信息，以此放贷。而农业银行新推出的一整套惠农产品，沿袭了这一思路，从而全面覆盖目标客户的支付结算、贷款、理财等需求。

基本结算汇兑：代表产品惠农 e 付

基本金融服务是获取客户的第一入口，至关重要。农业银行针对农村地区推出惠农 e 付业务，涵盖基础结算、线上缴费等支付功能，并在此基础上拓展投资理财等功能。惠农 e 付通过线上线下多个渠道为客户提供支付服务，支付方式多种多样，包括线上支付、综合收银台、聚合码等。截止 2019 年一季末，农业银行在县域已经上线聚合支付码超过 52 万个，县域掌上银行活跃客户数超过 5200 万户，同比增长约 100%。

随着经济发展水平提升，农村客户金融服务需求将更加复杂，我们认为农业银行的优势将进一步提升。随着农村地区经济发展水平提高，围绕农业和其他有关产业的生产经营活动日趋活跃，对基本的结算汇兑需求也在增加。在给农村广大零散农户、经营户提供这些服务时，农商行、农业银行、互联网金融各有优劣势。农商行网点最为下沉，客户经理也深入村落，因此服务最为贴近客户，但他们的产品实力相对弱。以支付宝为代表的互联网金融则借助智能终端的普及，也有了很深的渗透率，但产品相对单一。不过对于大部分需求较为单一的客户来说，农商行、互联网金融的服务已经基本够用。农业银行的优势在于，作为一家大型银行，产品与服务能力较强，能够满足更复杂的客户需求。因此，随着我国农村经济进一步发展，客户金融需求复杂化，农业银行的优势还将进一步体现。

小额放贷：代表产品惠农 e 贷

农业银行在 2016 年试点推出惠农 e 贷产品，2018 年开始全面推进。惠农 e 贷主要是运用大数据技术，批量采集农户家庭和生产经营等多位数据，建立授信模型，实现系统自动评级、自动审批、自动放贷。因此，它是一种先积累数据，然后再基于数据挖掘信贷需求的模式，业内有时称之为“预授信模式”。与之对应的是“陌生人模式”，即任何陌生人均可来申请，然后再为之采集数据进行判断。显然，后者难度更大，业内也有机构从事。农业银行采用的是与蚂蚁微贷、网商银行等机构类似的预授信模式，主要从已成为本行客户的客群出发，通过大数据画像，结合一定的线下服务，选定优质客户，并定向营销贷款服务。因此，这基本上是一种基于“水泥+鼠标+手机”渠道开展的，不是完全的纯互联网信贷，也不是传统的纯手工模式，而是综合运用各种技术手段，这样在充分发挥大行现有优势的基础上，也尽可能提高获客、授信的效率。

如果这类信贷业务运行一段时间后，证明其风控效果良好，则在未来的信贷投放中，价格成为了关键因素。农业银行借助自身负债成本低的优势，可以将信贷利率与其他竞争机构形成差异化优势。近期调研来看，其信贷利率确实比农商行等机构要低。

惠农 e 贷从 2016 年开始试点，截止 2019 年一季末，惠农 e 贷已经覆盖 2000 多家县域支行，贷款余额 1545 亿元，虽然在贷款总额中的占比很低，只有 1.2%，但发展很快，较年初增长超过 50%。

其他综合服务

扎根更深的当地法人银行，和完全线上化的互联网金融机构，各有自身的优势，但农业银行与它们比较，最大的优势依然是产品与服务的综合能力更强。比如农业银行顺应农村电商的发展趋势，从农村超市、经销商、农业生产主体等已有合作关系介入，在县域提供惠农 e 商服务，从而将农业银行的金融服务嵌入到农村产销流程当中，更好地发挥自身优势，推广金融产品和服务。

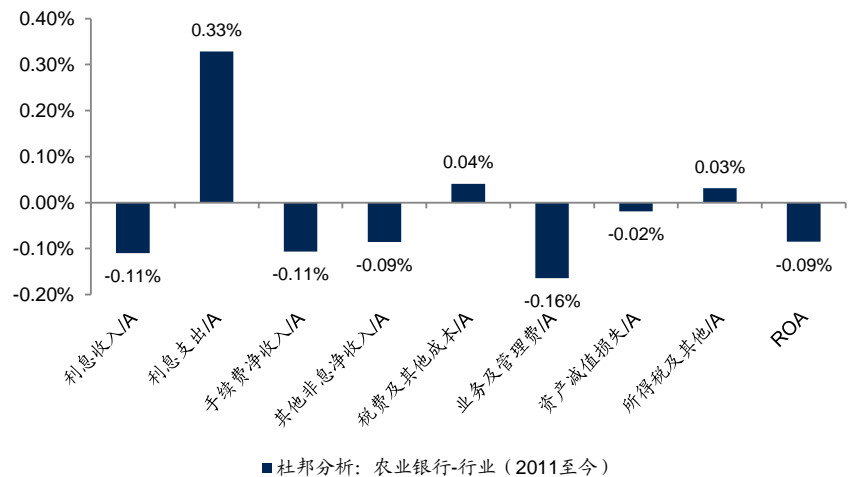
小结

县域或农村市场中，目前农业银行与农商行、互联网金融机构等形成一定的竞争。随着未来农村经济进一步发展，这里可能会成为兵家必争之地。农商行、互联网金融机构也有其自身优势。从农业银行角度，借助科技实力和产品服务的综合水平，对农商行构成了较明显的相对优势，同时又借助线下网点以及由此带来的综合服务、资金成本等，对互联网金融机构形成优势。因此，农业银行如果在全国范围推广惠农系列金融产品，扩大客群覆盖面，即有望巩固甚至进一步提升这一领域的优势，并最终体现在经营成果之中。

财务分析：负债优势明显，资产经营稳健

从上市后的长期杜邦分析平均值来看，农业银行的优势很明显体现为负债成本低于行业平均水平。但农业银行的 ROA 仍然低于行业，主要是三点原因导致：一是管理成本偏高，二是资产端投资保守、收益率偏低，三是手续费收入相对较少。我们接下来详细分析。

图 4：农业银行的劣势主要在负债端



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

注 1：A 指平均资产。

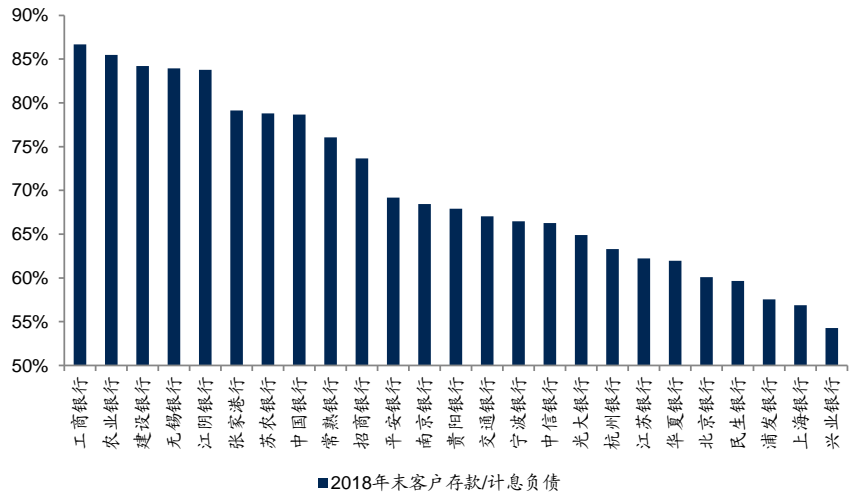
注 2：其他非息净收入与其他成本存在跷跷板关系，两者合并会有所抵消，且其他非息净收入中部分收入波动性很大，因此我们不做详细分析。

注 3：2018 年数据已将 IFRS9 对利息收入和投资收益的影响还原，以保持与历史口径的一致性。

存款优势带来低负债成本

农业银行的存款优势为其带来极低的负债成本。存款优势体现为两方面：一是农业银行存款总量庞大，加杠杆主要通过存款的方式，而非同业负债的方式，因此负债结构中存款占比更高，这是结构性因素的贡献；二是农业银行获取的客户主账户更多，存款中的活期存款比例更高，因此存款成本本身也比其他银行成本低，这是利率性因素的贡献。我们认为，农业银行的这些优势主要来自于其广泛分布的网点以及强大的品牌影响力，加之积极采用新技术提升产品和服务能力，构造出牢固的护城河。

图 5：农业银行的负债以存款为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：农业银行的存款成本远低于同业

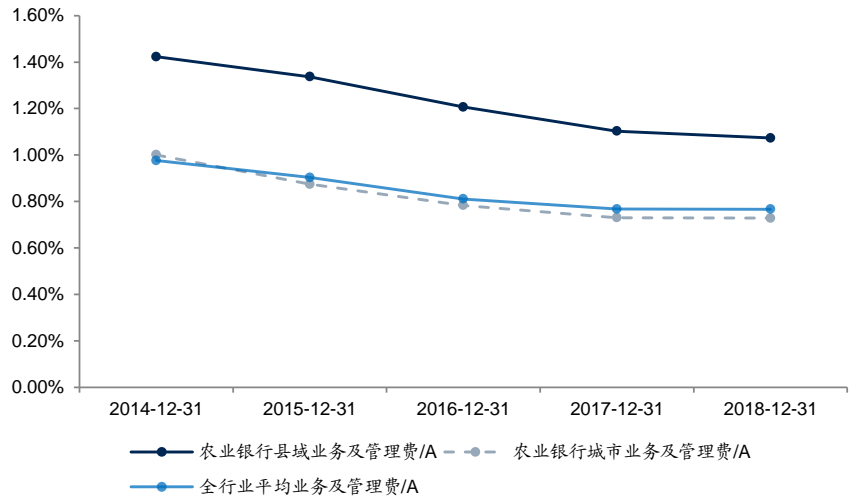


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

存款优势亦有相应的成本付出

农业银行的存款优势是十分明显的，但也有相应的成本付出，即前述杜邦分析中所体现的更高的管理成本。这主要是因为其网点铺设较多导致，这一点在县域表现尤其明显。当然，即便农业银行的管理成本更高，但综合负债成本和管理成本来看，依然是有优势的。

图 7：农业银行的高管理成本主要因县域业务引起

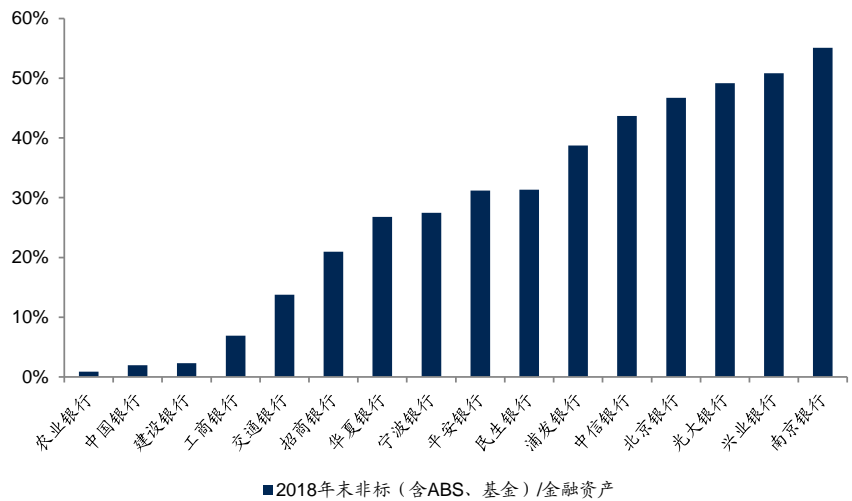


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：A 指平均资产。

农业银行资产端低收益、低风险

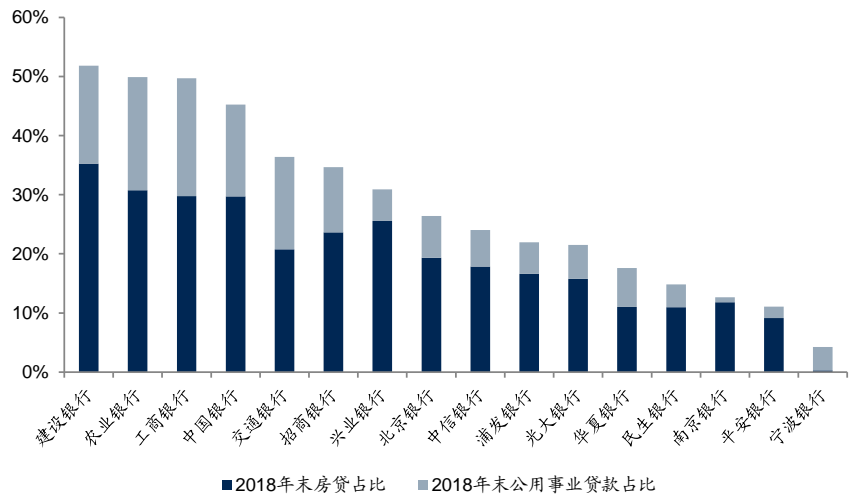
农业银行资产端收益率低于行业平均水平，主要是其投资风格保守，以低风险、低收益的资产为主。从金融资产配置来看，农业银行基本没有非标投资，资产透明度高；从贷款投向来看，农业银行全部贷款中，低风险的住房贷款、公用事业贷款占比很高。

图 8：农业银行金融资产中几乎没有非标



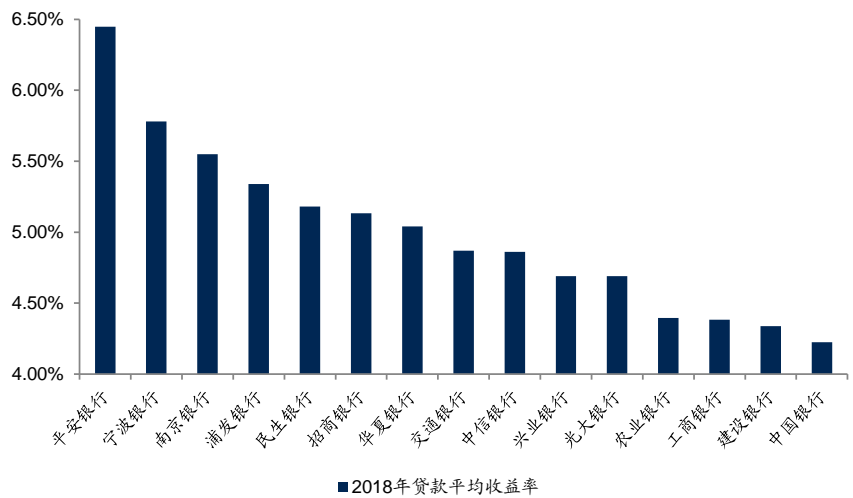
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：农业银行贷款中房贷和公用事业类贷款占比非常高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：公用事业类贷款指电力、热力、燃气及水生产和供应业+交通运输、仓储和邮政业。

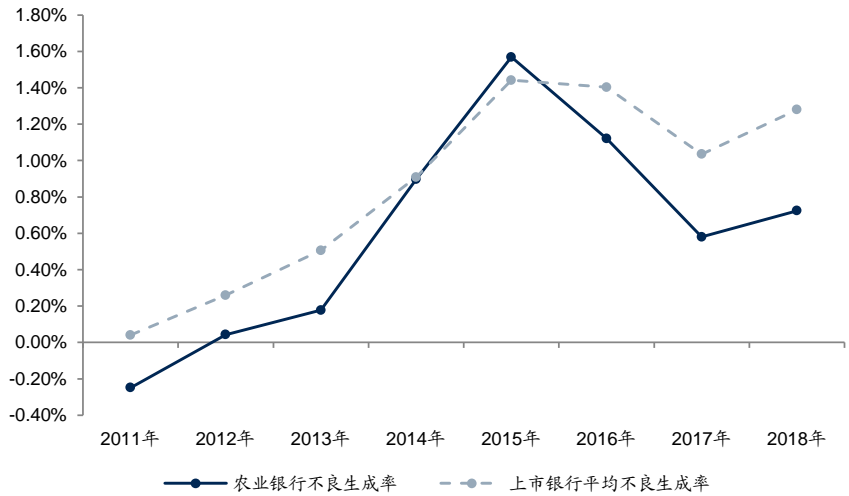
图 10：农业银行贷款收益率较低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

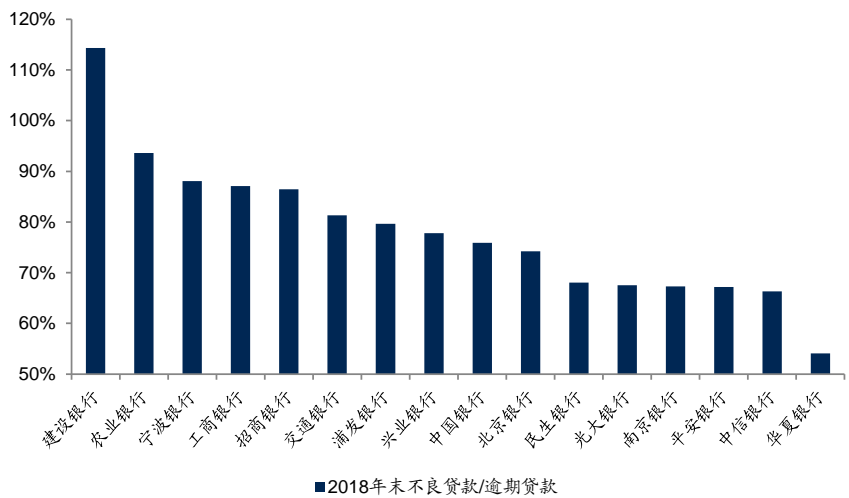
得益于低风险类别的贷款占比更高，因此虽然收益率偏低，但农业银行的资产质量较好。农业银行的不良贷款生成率低于行业平均水平，而且农业银行对不良贷款的认定更加严格，不良/逾期 90 天以上贷款、不良/逾期贷款高于其他银行。

图 11: 农业银行不良贷款生成率低于行业平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 农业银行逾期贷款基本都划入了不良贷款, 比其他银行更加严格

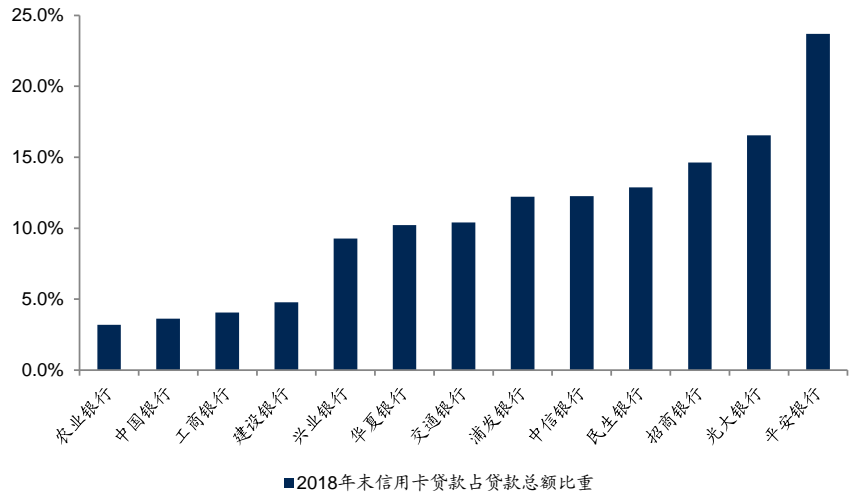


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

手续费净收入偏少, 仍有提升空间

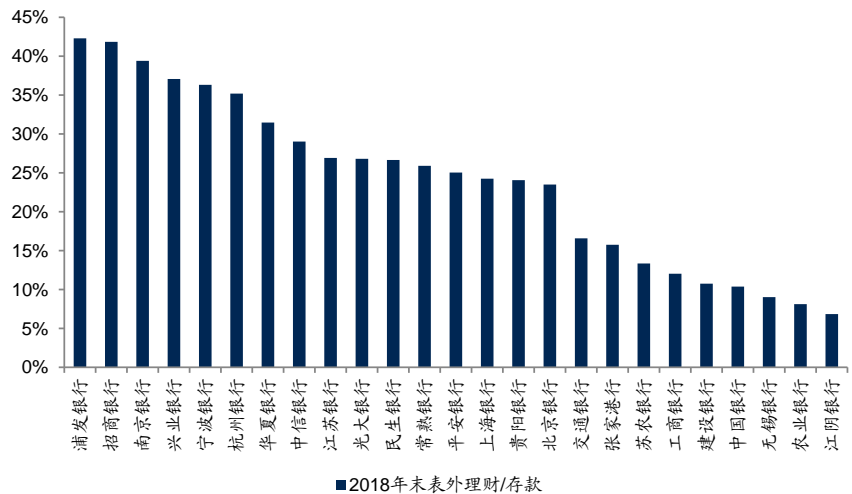
农业银行手续费净收入偏少, 我们在之前的报告《四大行竞争力比较分析: 竞争优势与估值对比》(2018年3月13日)中已经做了分析, 其原因主要是农业银行的客群偏向传统人群, 金融需求相对较少, 导致农业银行信用卡、理财等业务的手续费收入较少。

图 13: 农业银行信用卡贷款投放较少



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

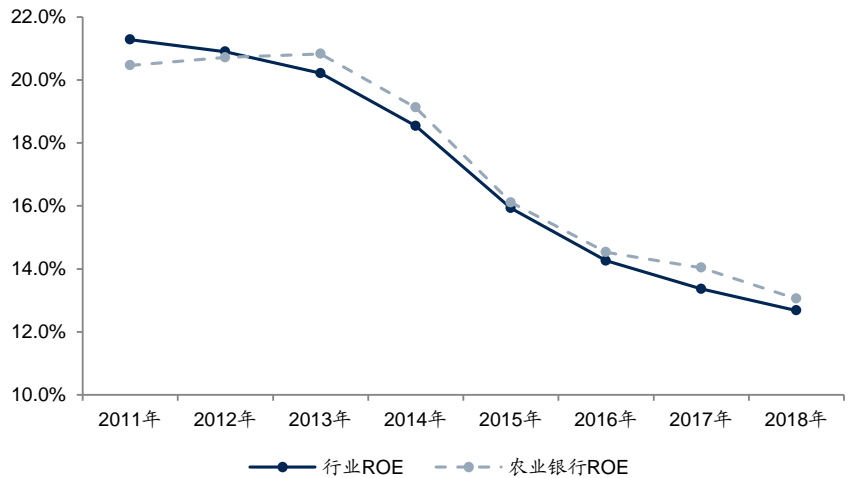
图 14: 农业银行表外理财的相对规模明显低于其他银行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

当然，县域客群相对城市客群而言对金融服务的需求较少，比如说，这类客群更喜欢存款而较少购买理财，虽然减少了农业银行的手续费收入，但由于存款计入表内，因此提高了农业银行的杠杆。存款这种被动负债带来的权益乘数，我们称之为被动杠杆，以便跟中小银行通过同业融资提高主动杠杆进行区别(后者的流动性风险更大、成本也更高)。我们看到农业银行被动杠杆比较高，显现出“低 ROA、高被动杠杆、较高 ROE”的特点。长期来看，由于县域存款脱媒程度还不高，因此未来随着县域客群金融需求复杂化，存款向理财转变，则农业银行的前述特征有望改变，即 ROA 相对行业提升、被动杠杆相对行业下降，但 ROE 或小幅回落——因为从事理财业务意味着风险由银行转向客户，因此其必须让渡一部分风险溢价给客户。

图 15: 虽然 ROA 低于行业, 但农业银行的 ROE 是略高于行业的



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对农业银行盈利增长的关键驱动因素假设如下:

- 总资产增长率: 考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配, 我们预计未来几年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动, 从 Wind 一致预测的名义 GDP 增速来看, 大致在 8.5% 上下。考虑到蓬勃发展的中小银行, 农业银行资产增速将略低于全行业。我们假设 2019-2021 年农业银行总资产同比增速分别为 6.5/7.1/7.1%;
- 净息差: 我们在未来利率保持稳定的假设下, 通过资产负债到期日结构数据测算未来净息差变化。我们预计农业银行 2019-2021 年净息差为 2.25/2.22/2.24%, 整体保持稳定。考虑到未来利率变动存在较大不确定性, 以及重定价未考虑新投放资产收益率及新增负债付息率情况, 可能存在较大误差, 我们在下表中对净息差做了敏感性分析;
- 资产质量: 农业银行资产质量近来比较稳定, 但我们在此处处于谨慎考虑, 仍然适当提高了对其不良生成率的假设, 主要是考虑到 2018 年以来工业企业偿债能力下滑, 对银行不良生成率有一定影响, 目前这种下滑趋势未见明显改善。作为一家全国性银行, 其整体资产质量表现与整体宏观经济相关性也会更高。我们假设公司 2019-2021 年不良生成率稳定在 0.90%, 比 2018 年高出 18bps; 我们假设 2019-2021 年不良贷款率稳定在 1.59%; 公司最新一期拨备覆盖率 264%, 不算特别高, 我们假设公司未来进一步加大拨备计提力度, 拨备覆盖率有所上升, 2019-2021 年分别为 260/267/276%;
- 分红率: 假设未来分红率跟 2018 年一样, 为 30%。

未来三年盈利预测

在上述关键假设下, 我们预计公司 2019-2021 年净利润同比增长 4.4/4.5/5.7%, 归母净利润同比增长增速跟净利润增速相同; 2019-2021 年 ROE 为

12.1/11.6/11.4%，归母普通股股东 ROE 为 12.5/11.9/11.6%。

表 6: 盈利预测结果

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业净收入	598,588	638,970	670,968	717,410
(+/-%)	11.5%	6.7%	5.0%	6.9%
其中: 净利息收入	477,760	515,015	543,637	586,430
手续费净收入	78,141	81,268	84,644	88,293
营业成本	211,474	223,459	233,156	247,819
其中: 资产减值损失	136,898	154,333	164,762	180,763
利润总额	251,674	262,636	274,508	290,287
减: 所得税	49,043	51,179	53,493	56,567
净利润	202,631	211,457	221,016	233,719
(+/-%)	4.9%	4.4%	4.5%	5.7%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.59	0.62	0.65
总资产收益率(ROA)	0.92%	0.91%	0.89%	0.88%
净资产收益率(ROE)	13.4%	12.4%	11.9%	11.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁, 因此净息差对预测影响不确定性最大, 我们进行如下敏感性分析:

表 7: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
净息差 (+5bps)	8.9%	9.2%	10.5%	12.6%	12.1%	11.9%
基准情形	4.4%	4.5%	5.7%	12.1%	11.6%	11.4%
净息差 (-5bps)	-0.2%	-0.1%	1.0%	11.6%	11.2%	10.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 4.0~5.0 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司折现率的假设和永续期 ROE、永续增长率的假定, 及其和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

(1) 我们尽可能拉取了较长时间的回报率, 以此作为我们所认为的大盘长期投资收益率合理假设值。但市场上投资者众多, 不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致, 因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值, 这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析, 但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值;

(2) 我们假定公司在第二阶段、第三阶段的 ROE 比行业平均水平低 1%, 考虑到目前公司普通股 ROE 略高于行业, 因此该假设审慎地反映了公司的竞争优势。但该假设所基于的前提, 是全行业长期 ROE 在 10% 左右, 而这一假设又进一步基于行业竞争充分, 存在高效的准入和退出机制。但现实情况是, 目前行业准入难度较高, 退出壁垒也很高。虽然监管当局推动民营银行成立、研究

银行业破产相关法律法规等有助于增强行业准入退出效率，但未来行业能否实现高效的准入和退出机制在时间上存在不确定性。较高的退出壁垒可能导致行业竞争过度，从而拉低公司估值水平；

(3) 我们假设公司永续增长率将收敛于长期名义 GDP 增速，但对名义 GDP 增速的假设比较主观。虽然有美国长达 90 年的名义 GDP 增速作为参考，但依然存在不确定性。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(4) 相对估值时我们选取了全部上市银行进行比较，选取了可比公司 2019 年平均动态 PB 做为相对估值的参考，同时考虑公司盈利能力、公司成长性、公司较高的拨备覆盖率，对行业平均动态 PB 进行修正，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，尤其是农业银行资产负债表中具有相当大比例的利率敏感性资产和负债，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。

对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了偏向保守的假设（农业银行 2018 年不良生成率相较 2017 年上升 14bps，我们假设其未来不良生成率进一步上升 18bps）。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响，正面和负面影响都有可能。

经营风险

公司经营范围遍布全国，为了适应不同区域经济、社会、文化等的差异，会给予分行一定的自主经营权限，这一方面可以提高经营效率，但另一方面也面临一定的委托-代理风险。

财务风险

银行业普遍存在高杠杆经营，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

表 8: 估值表

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
2019/7/24														
601288.SH	农业银行	3.59	13.4%	12.4%	11.9%	5.1%	4.4%	4.5%	0.79	0.72	0.66	6.3	6.1	5.8
601988.SH	中国银行	3.69	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.72	0.66	0.61	6.3	6.0	5.8
—														
600036.SH	招商银行	36.43	16.6%	16.7%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.82	1.60	1.41	11.6	10.2	8.9
601166.SH	兴业银行	18.73	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.88	0.79	0.71	6.6	6.0	5.6
600016.SH	民生银行	6.00	13.0%	12.3%	11.1%	1.0%	3.9%	4.8%	0.64	0.59	0.54	5.1	4.9	4.7
600000.SH	浦发银行	11.59	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.9%	0.77	0.69	0.62	6.3	5.7	5.3
601998.SH	中信银行	5.77	11.2%	10.6%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.70	0.65	0.60	6.5	6.3	6.1
000001.SZ	平安银行	13.88	11.4%	11.1%	10.8%	7.0%	6.9%	7.1%	1.08	0.98	0.89	10.0	9.3	8.7
601818.SH	光大银行	3.81	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.69	0.63	0.58	6.2	5.8	5.5
600015.SH	华夏银行	7.52	12.3%	10.0%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.59	0.54	0.50	5.8	5.7	5.7
—														
601169.SH	北京银行	5.60	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.68	0.63	0.58	6.1	5.8	5.4
601009.SH	南京银行	8.47	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.06	0.94	0.83	6.7	5.9	5.2
002142.SZ	宁波银行	23.57	19.0%	18.2%	17.8%	19.9%	18.2%	16.1%	1.92	1.58	1.37	11.5	9.7	8.4
600919.SH	江苏银行	6.95	12.4%	12.7%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.78	0.71	0.65	6.7	5.9	5.3
—														
601128.SH	常熟银行	8.28	13.3%	12.3%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.77	1.37	1.26	15.3	12.9	10.8
平均			13.4%	12.8%	12.4%	7.8%	8.0%	7.8%	0.97	0.86	0.77	7.6	7.0	6.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	6.3	6.1	5.8	5.5	净利息收入	477,760	515,015	543,637	586,430
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	利息收入	784,724	832,472	879,781	946,105
P/PPoP	3.2	3.0	2.9	2.7	利息支出	306,964	317,456	336,145	359,675
市值/总资产(A股)	5.6%	5.2%	4.9%	4.5%	资产准备支出	136,898	154,333	164,762	180,763
股息收益率(税后)	4.8%	5.1%	5.3%	5.6%	拨备后净利息收入	340,862	360,683	378,874	405,668
					手续费净收入	78,141	81,268	84,644	88,293
					其他经营净收益	42,687	42,687	42,687	42,687
					营业净收入	598,588	638,970	670,968	717,410
					营业费用	211,474	223,459	233,156	247,819
					营业外净收入	1,458	1,458	1,458	1,458
					拨备前利润	387,114	415,511	437,812	469,591
					总利润	251,674	262,636	274,508	290,287
					所得税	49,043	51,179	53,493	56,567
					少数股东利润	-152	-152	-152	-152
					净利润	202,631	211,457	221,016	233,719
每股指标 (元)					资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
EPS	0.57	0.59	0.62	0.65	现金及存放同业	929,468	875,041	854,240	825,240
BVPS	4.54	4.96	5.40	5.86	央行准备金	2,805,107	3,001,464	3,211,567	3,436,377
PPoPPS	1.11	1.19	1.25	1.34	拆放金融企业	103,274	97,227	94,916	91,693
DPS	0.17	0.18	0.19	0.20	贷款	11,461,542	12,561,690	13,549,696	14,613,754
					贷款拨备	-452,083	-543,298	-603,691	-671,904
					债券投资	6,885,075	7,086,609	7,590,179	8,128,742
					固定资产	152,452	151,074	150,392	150,052
					递延税款净额	97,751	97,751	97,751	97,751
					其他资产	174,802	203,720	236,560	271,292
					盈利资产	22,184,466	23,622,031	25,300,597	27,095,806
					总资产	22,609,471	24,074,577	25,785,300	27,614,901
					金融企业存放	2,168,159	2,085,321	2,231,294	2,387,484
					存款	17,346,290	18,560,530	19,859,767	21,249,951
					应付款项	639,562	679,860	727,450	778,371
					发行债券	780,673	928,027	992,988	1,062,498
					付息负债	20,295,122	21,573,878	23,084,049	24,699,933
					总负债	20,934,684	22,253,737	23,811,499	25,478,304
					实收资本	349,983	349,983	349,983	349,983
					公积金	173,556	173,556	173,556	173,556
					一般准备	239,190	247,997	257,203	266,936
					未分配利润	652,944	769,413	891,456	1,021,557
					少数股东权益	4,493	4,493	4,493	4,493
					所有者权益	1,674,787	1,820,839	1,973,801	2,136,597
盈利驱动					贷款结构				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
存款增长	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	企业贷款	58%			
贷款增长	11.1%	10.0%	8.0%	8.0%	票据贴现	3%			
存贷比	69%	71%	71%	72%	个人贷款	39%			
盈利资产增长	8.0%	6.5%	7.1%	7.1%					
贷款收益率	4.41%	4.37%	4.33%	4.33%	存款结构				
债券收益率	3.35%	3.28%	3.15%	3.15%		2018A	2019E	2020E	2021E
资产生息率	3.67%	3.63%	3.60%	3.61%	企业活期	27%			
存款成本率	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	企业定期	11%			
负债付息率	3.56%	3.21%	3.04%	3.04%	储蓄活期	31%			
净息差(NIM)	2.23%	2.25%	2.22%	2.24%	储蓄定期	26%			
净利差(SPREAD)	2.10%	2.12%	2.09%	2.11%	其他存款	5%			
非利息收入比重	20%	19%	19%	18%					
费用收入比(含税金及附加)	35.3%	35.0%	34.7%	34.5%					
拨备支出/平均贷款	1.26%	1.28%	1.26%	1.28%					
有效所得税率	19%	19%	19%	19%					
收入盈利增长									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利息收入增长	8.1%	7.8%	5.6%	7.9%					
手续费收入增长	7.2%	4.0%	4.2%	4.3%					
营业净收入增长	11.5%	6.7%	5.0%	6.9%					
拨备前利润增长	16.1%	7.3%	5.4%	7.3%					
净利润增长	4.9%	4.4%	4.5%	5.7%					
资产盈利能力									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
RoAE	13.0%	12.1%	11.6%	11.4%					
RoAA	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%					
RoAA(拨备前)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%					
RoRWA	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%					
资产质量									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
不良资产率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%					
拨备覆盖率	252%	260%	267%	276%					
拨备余额/全部贷款	3.8%	4.1%	4.3%	4.4%					
资本									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
资本充足率	15%	14%	14%	14%					
一级资本充足率	12%	12%	12%	13%					
财务杠杆(倍)	13.5	13.2	13.1	12.9					
风险加权资产比重	61%	61%	61%	61%					
核心一级资本充足率	11.6%	11.7%	11.9%	12.0%					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032