

## 农业银行(601288.SH)

### 战略是金，业绩是石

评级: **买入** 前次:  
 目标价(元): **3.39-3.59**

分析师  
 程娇翼  
 S0740210080001  
 021-20315179  
 chengjiy@qlzq.com.cn  
 2010年11月17日

#### 基本状况

总股本(百万股)	324794.12
流通股本(百万股)	15342.35
市价(元)	2.72
市值(百万元)	883440.00
流通市值(百万元)	41731.20

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	211,189	222,274	282,866	338,982	401,915
营业收入增速	17.83%	5.25%	27.26%	19.84%	18.57%
净利润增长率	17.56%	26.26%	35.13%	25.87%	21.93%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.25	0.27	0.34	0.41
前次预测每股收益(元)	0.20	0.25	0.27	0.34	0.41
市场预测每股收益(元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
偏差率(本次-市场/市场)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(倍)	13.49	10.68	9.87	7.84	6.43
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产(元)	1.12	1.32	1.65	1.99	2.41
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	-23.55%	20.53%	19.95%	18.65%	18.84%
市净率	2.39	2.02	1.61	1.34	1.11
总股本(百万股)	260,000	260,000	324,794	324,794	324,794

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 我们在7月15日发布的《农业银行: 尽享县域金融的天时、地利与人和》报告中从县域业务的发展对农行全行盈利能力提升的促进角度阐述了农行未来的增长潜力将优于其他三大行。而在本报告中, 我们将重点从农行如何受益于县域经济发展, 其在县域金融领域的优劣势以及存在的机会与威胁角度进一步挖掘其投资价值。
- 未来县域经济发展的两大推动力为城镇化持续提升和中西部经济崛起, 县域金融的机遇在于县域经济发展中蕴含的广泛的多样的金融服务需求, 更为重要的是目前金融服务在县域地区的渗透率仍然较低, 这意味着县域金融的竞争程度远低于城市地区。在县域经济快速增长加金融竞争相对温和双重条件下, 我们认为目前在县域领域已经成为龙头老大的农业银行将是县域经济发展的最大受益者。虽然过去县域金融生态环境偏弱导致了较高的信贷风险, 但我们认为随着县域金融生态建设的逐步推进, 未来县域地区金融机构的经营风险将大大降低。
- 农业银行在县域金融领域的 SWOT 分析结果显示农行将最大程度受益于县域经济的快速发展: (1) 农行在县域领域具备网络优势, 产品研发优势, 客户基础优势和组织管理优势; (2) 虽然农行面临着效益、效率和风控方面的劣势, 但其正在积极运用先进的信息手段和下放审批权来控制风险提高效率, 我们判断未来县域地区的经济效益也将延续近年来的上升趋势; (3) 农行在发展县域金融的过程中将实现大中型企业向中小企业/零售的客户结构转型, 将实现中间业务收入占比提升的收入结构转型; (4) 农信社和邮储对农行现有的优势并不构成冲击; 虽然未来其他三大行可能会重新进入县域地区参与竞争, 但我们判断未来至少5年农行在县域地区的领先地位不会因此而受到影响。

- 我们看好农行的两大理由为：差异化战略+高增长潜力。
  - 同其他三大行相比，农行拥有最具差异化的战略定位。县域金融领域是农业银行短期业绩的稳定器，中长期业绩的加速器。
  - 同其他三大行相比，农行的业绩增长潜力最佳。我们预计农业银行 2010-2012 年的业绩复合增速将达到 27%，显著高于其他三大行 17% 的平均水平。
- 盈利预测：我们预计对农业银行 2010-2012 年净利润分别达 878/1105/1348 亿元，营业净收入增长 27%/20%/19%，净利润增长 35%/26%/22%。对应的 2010-2012 年 EPS 分别为 0.27/0.34/0.41 元，BVPS 分别为 1.65/1.99/2.41 元。
- 投资建议：我们认为农行的合理估值水平应该在 1.7-1.8X2011PB 之间，对应的目标价区间为 3.39-3.59 元，这一目标价区间较前次有 13% 的上调幅度，我们首次给予农行“买入”评级。

## 内容目录

县域金融的机遇=经济快速增长+竞争程度偏低 .....	- 4 -
城镇化进程中蕴含的县域经济的增长潜力已经显现 .....	- 4 -
未来中西部经济崛起的过程也是县域经济腾飞的过程 .....	- 5 -
历史演变成就农行今日在县域金融的龙头地位 .....	- 6 -
县域金融领域的竞争程度偏弱将使得农行是县域经济发展的最大受益者 ...	- 6 -
县域金融的挑战在于信贷风险控制 .....	- 7 -
农行在县域金融领域的 SWOT 分析 .....	- 8 -
Strengths (优势): 网络+产品+客户+组织 .....	- 8 -
Weaknesses (劣势): 大银行做小业务面临的效益、效率和风控问题 .....	- 9 -
Opportunities (机会): 县域金融助力农行实现战略转型 .....	- 10 -
Threats (威胁): 农行在县域领域的潜在竞争对手分析 .....	- 11 -
我们看好农行的理由: 差异化战略+高增长潜力 .....	- 12 -
同其他三大行相比，农行拥有最具差异化的战略定位 .....	- 12 -
同其他三大行相比，农行的业绩增长潜力最佳 .....	- 13 -
首次给予农业银行“买入”评级 .....	- 14 -
盈利预测 .....	- 14 -
投资建议: 首次给予“买入”评级 .....	- 14 -
风险提示 .....	- 15 -

## 图表目录

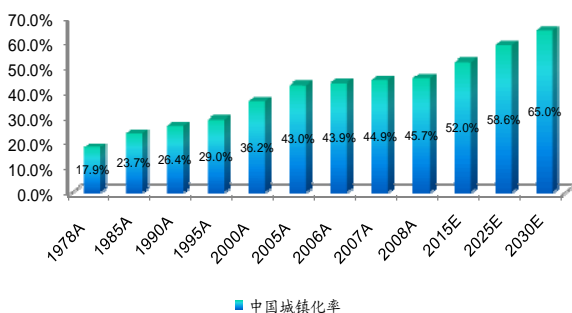
图表 1: 中国城镇化率仍将持续快速提升 .....	- 4 -
图表 2: 县域地区经济增速持续高于全国水平 .....	- 4 -
图表 3: 城镇化促进县域基础设施投资规模的扩大 .....	- 5 -
图表 4: 城镇化刺激个人消费需求增长 .....	- 5 -
图表 5: 中西部地区县域单位多 .....	- 5 -
图表 6: 中西部地区县域经济比重高 .....	- 5 -
图表 7: 中西部固定资产投资增速持续快于东部 .....	- 6 -
图表 8: 农业银行中西部网点占比超过 50% .....	- 6 -
图表 9: 农业银行县域地区 2004 年以后发放的新贷款质量 .....	- 7 -
图表 10: 农业银行县域地区 2004 年以前发放的老贷款质量 .....	- 8 -
图表 11: 农业银行为县域客户提供的产品和服务一览表 .....	- 9 -
图表 12: 农业银行网均产出四大行最低 .....	- 10 -
图表 13: 农业银行人均产出四大行最低 .....	- 10 -
图表 14: 农业银行网均产出正在逐步提升 .....	- 10 -
图表 15: 农业银行人均产出正在逐步提升 .....	- 10 -
图表 16: 县域地区的贷款利率高于城市地区 .....	- 11 -
图表 17: 农业银行个人贷款结构 .....	- 11 -
图表 18: 农业银行县域手续费收入占全行比重 .....	- 11 -
图表 19: 农行的贷款利率较农信社更优 (2007 年) .....	- 11 -
图表 20: 农行未来贷款增速在四大行中较高 .....	- 13 -
图表 21: 非重组类债券久期较短 .....	- 13 -
图表 22: 农行息差改善潜力为四大行最大 .....	- 13 -
图表 23: 农行的业绩增长潜力较大 .....	- 13 -
图表 24: A 股市场四大行估值水平 .....	- 14 -
图表 25: 农行 A 股可自由流通市值较小 .....	- 14 -
图表 26: 农行 AH 折价率为 7 家同步上市银行最大 .....	- 14 -

## 县域金融的机遇=经济快速增长+竞争程度偏低

城镇化进程中蕴含的县域经济的增长潜力已经显现

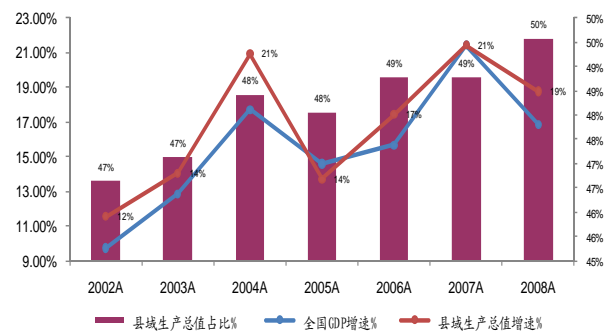
- 什么是县域经济？县域经济是一种行政区划型区域经济，是以县城为中心、乡镇为纽带、农村为腹地的区域经济，**城镇化、工业化、现代化是县域经济的发展目标。**
- 截至 2009 年末，我国的城镇化率为 46.6%。中国社科院发布《2010 年城市蓝皮书》中指出“十二五”期间，中国将进入城镇化与城市发展双重转型的新阶段，预计城镇化率年均提高 0.8-1.0 个百分点，到 2015 年达到 52%左右，到 2030 年达到 65%左右。
- 过去伴随着城镇化率的提升，**县域地区经济增速持续高于全国水平**，县域地区名义生产总值年均复合增长率达 16.8%，高于全国 15.5% 的增长水平，县域生产总值占全国 GDP 的比重已经达到 50%。而由于第二、三产业具有更高的边际生产率，产业结构的持续升级是县域经济增长的重要驱动因素。截至 2008 年末县域经济中二三产业占比已经达到 82%，较 2001 年上升 8.7 个百分点。
- 城镇化是由农村传统的自然经济转化为城市社会化大生产的过程。一方面表现为人口由农村向城市迁移聚集的过程，另一方面又表现为地域景观的变化、产业结构的转变、生活方式的变革。**正是在这样一种持续的变革中产生了各种金融服务需求**，如政府的基础建设贷款需求，一般企业的结算服务、供应链金融以及流动资金贷款需求，居民收入水平提升而产生的房屋按揭、消费信贷、理财管理等需求。
  - 1997 年以来，我国城镇固定资产投资增速持续高于农村固定资产投资增速，1995 年我国城镇固定资产投资完成额是农村固定资产投资额的 3.6 倍，而到 2009 年这一比例已经达到 6.2 倍。
  - 2004 年以来，农村居民人均生活消费支出开始呈现较快增长态势，而城镇居民家庭人均生活消费支出达到农村居民家庭人均生活消费支出的 3.1 倍。

图表 1：中国城镇化率仍将持续快速提升



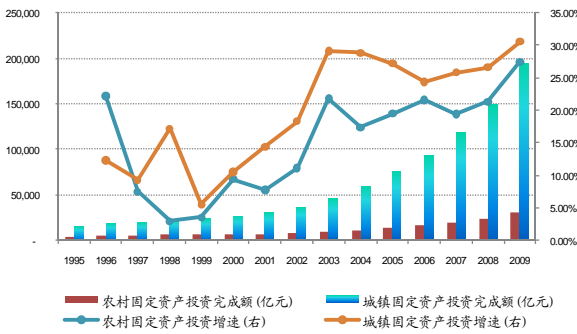
来源：《2010 年城市蓝皮书》，齐鲁证券研究所

图表 2：县域地区经济增速持续高于全国水平



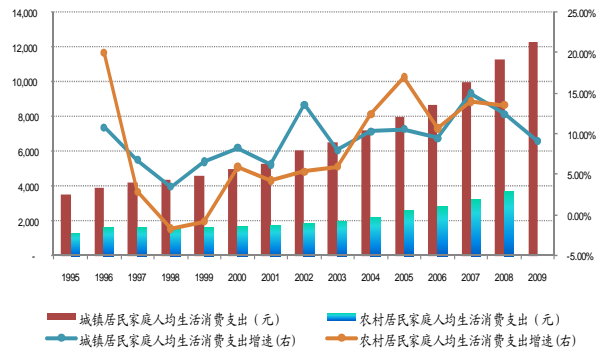
来源：国家统计局，齐鲁证券研究所

图表 3: 城镇化促进县域基础设施投资规模的扩大



来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

图表 4: 城镇化刺激个人消费需求增长

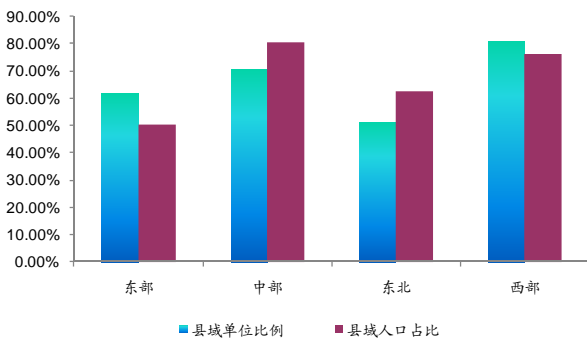


来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

### 未来中西部经济崛起的过程也是县域经济腾飞的过程

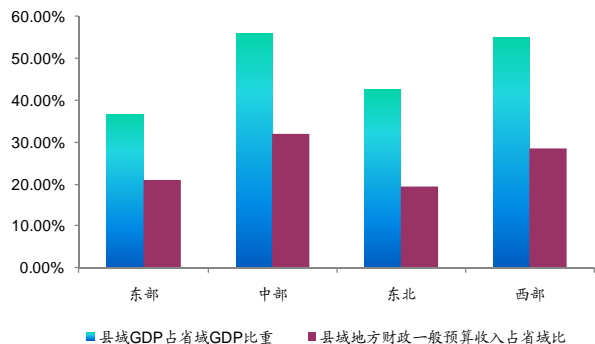
- 我国东部、中部、西部区域城镇化的发展水平很不平衡, 中西部地区城镇化水平明显偏低, 城镇化发展比较滞后。所以从城镇化带来的金融需求潜力看, 未来中西部的需求将远大于东部。
- 《全国县域经济基本竞争力与县域科学发展评价报告》显示中西部地区中县域行政单位和县域人口占比高于东部地区, 县域经济和财政收入占比也明显高于东部地区。所以未来中西部经济崛起的过程也是中西部县域经济腾飞的过程。
- 过去东部崛起的发展历程也说明了县域经济的增长潜力不可忽视。如浙江、江苏和山东等都是通过大力实施经济强县战略, 实现经济大省向经济强省的跨越。最新的数据显示在全国百强县中, 江苏、山东、浙江三省占的比例最大。
- 央行货币政策执行报告中的数据显示, 近几年来, 中西部的固定资产投资增速持续快于东部地区。农业银行在中西部地区的网点占比超过 50%, 也将最大程度受益于中西部经济崛起。

图表 5: 中西部地区县域单位多

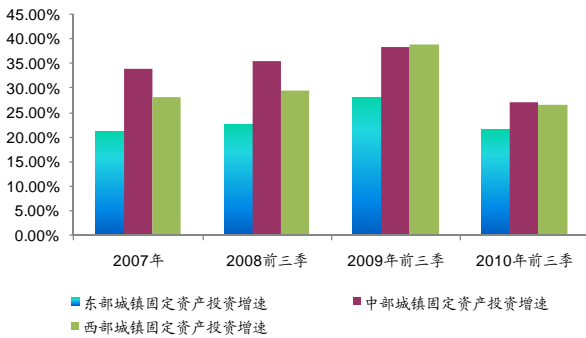


来源: 中国县域经济网, 齐鲁证券研究所

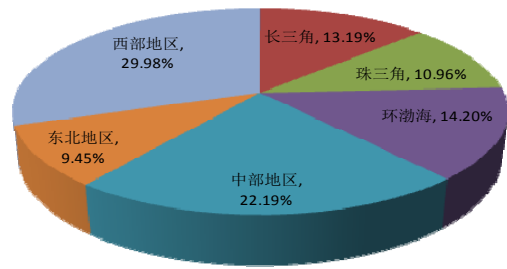
图表 6: 中西部地区县域经济比重高



来源: 中国县域经济网, 齐鲁证券研究所

**图表 7: 中西部固定资产投资增速持续快于东部**


来源: 央行, 齐鲁证券研究所

**图表 8: 农业银行中西部网点占比超过 50%**


来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

### 历史演变成就农行今日在县域金融的龙头地位

- 1998 年-2002 年间国有商业银行大举撤并县及县下机构网点(据统计四大行期间共撤并 3.1 万个网点), 同时大幅度调整信贷资金营运战略引发了所谓的县域金融退潮危机。而正是这次国有商业银行大幅撤并县级及以下机构后, 县域金融格局发生了深刻的变化: 县级城市的金融主角成为农业银行, 县域乡镇以及农村的市场大部分被农村信用社占据。而工行、建行、中行等虽然在大多数县级仍保留着支行编制, 但已把经营的重点更多地转移至大中城市以及沿海地区。
- 实际上近些年来中国农业银行的经营重心也一直在不断进行转移。
  - 机构设置上, 大量撤并农村县以下的营业机构。2000 年初, 农行有各类机构网点 5.6 万个, 而到 2007 年已经压缩至不足 2.5 万个, 几乎所有不能保本的网点已经全部撤并, 被撤并的也大部分是分布在农村地区的网点。目前农业银行在县域地区的网点主要集中在建制县、县级市以及县属的规模较大的中心集镇。
  - 业务发展上, 也不再直接面向一般农户和众多乡村小企业开展业务, 重点开发城市优良大客户、行业垄断性客户、城镇高收入群体客户、农业产业化龙头企业与公司客户等。
- 今天的农业银行在县域金融市场中有着绝对领先优势。数据显示, 其在县域的存贷款市场份额分别高达 22% 和 14%, 全行存贷款中分别有 40% 和 30% 来自于县域地区。

### 县域金融领域的竞争程度偏弱将使得农行是县域经济发展的最大受益者

- 县域金融的机遇在于经济发展和金融服务的互生性, 目前金融服务在县域地区的渗透率仍然较低。这一方面表明未来县域各项金融业务的发展潜力有很大空间, 另一方面也意味着县域金融的竞争程度远低于城市地区。2008 年, 县域地区贷款相对于县域生产总值的比值为 40.2%, 而城市地区这一比值则达到 171.5%。
- 在县域经济快速增长加金融竞争相对温和双重条件下, 我们认为目前在县域领域已经成为龙头老大的农业银行将是县域经济发展的最大受益者。

## 县域金融的挑战在于信贷风险控制

- 过去县域金融生态环境偏弱导致较高的信贷风险。过去县域地区贷款的不良率居高不下的重要原因在于信用环境不佳，体现在征信体系建设滞后，县域企业诚信意识淡薄，地方政府甚至带头失约。
- 我们认为随着县域金融生态建设的逐步推进，未来县域地区金融机构的经营风险将大大降低。县域金融生态的建设包括但不限于以下内容：
  - 县域综合征信体系建设。截至 2009 年一季度末，全国大部分的县（区）开展了电子征信体系的建设工作。由于征信体系能够根据农户、企业等主体的信用记录进行打分，该体系的建设可以有效缓解县域地区金融机构与客户之间信息不对称的问题，为信贷决策提供重要的信息保障；
  - 融资抵押担保机制改善。如建立专门的中小企业贷款担保基金及担保机构，简化抵押评估、登记、公证等手续，逐步完善资产拍卖转让市场、产权转让市场，缓解抵押物变现困难的问题；
  - 农业风险转移分摊机制建设。农业保险体系建设和农产品期货市场发展，提高了农户和农业企业的抗风险能力，有利于缓释农村金融机构的经营风险。
- 有文献显示，从 2004 年以来县域地区金融机构的不良贷款率整体呈现大幅下降。而从农行自身披露的县域贷款 2004 年前后首次发放的资产质量来看，2004 年以后县域地区的资产质量明显好于 2004 年以前，我们认为其中的重要原因就在于县域金融生态的逐步改善。

**图表 9：农业银行县域地区 2004 年以后发放的新贷款质量**

	2009 年 12 月 31 日		2008 年 12 月 31 日		2007 年 12 月 31 日	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
正常	993,964	89.44	615,147	83.50	573,641	89.08
关注	83,862	7.55	89,696	12.18	42,818	6.65
次级	17,215	1.55	22,163	3.01	7,016	1.09
可疑	14,675	1.32	8,750	1.19	16,629	2.58
损失	1,612	0.14	911	0.12	3,857	0.60
合计	1,111,328	100.00	736,667	100.00	643,961	100.00
不良贷款率		3.01		4.32		4.27

备注：“新贷款”指 2004 年 1 月 1 日之后首次发放，且在下表所列日期当日尚未偿还的贷款。

来源：齐鲁证券研究所

**图表 10: 农业银行县域地区 2004 年以前发放的老贷款质量**

	2009 年 12 月 31 日		2008 年 12 月 31 日		2007 年 12 月 31 日	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
正常	59,302	72.24	60,782	63.57	81,107	19.63
关注	12,192	14.86	20,817	21.77	22,218	5.38
次级	3,765	4.59	8,290	8.67	7,484	1.81
可疑	5,711	6.96	4,538	4.75	65,936	15.96
损失	1,115	1.35	1,184	1.24	236,431	57.22
合计	82,085	100.00	95,611	100.00	413,176	100.00
不良贷款率		12.90		14.66		74.99

备注：“老贷款”指 2004 年 1 月 1 日之前首次发放，且在下表所列日期当日尚未偿还的贷款。

来源：齐鲁证券研究所

## 农行在县域金融领域的 SWOT 分析

### Strengths (优势): 网络+产品+客户+组织

- **网络优势在于县域物理网点和电子渠道广泛。**目前农行在县域地区有 1.27 万个分支机构，占全行网点总数比重近 54%，占全国县域网点总数的 12.1%，覆盖全国 99.5% 的县级行政区。不仅如此，农行在县域地区的电子渠道也最为广泛，截至 2009 年末，其在县域市场拥有 15,350 台 ATM、3,398 个自助银行、4,666 台自助服务终端、88,089 台 POS 机、606,823 台转账电话；能够通过网上银行和电话银行实现的金融服务也较为齐全。
- **强大的产品研发体系和完整的产品系列。**县域经济不同于国民经济，不是“小而全”，一般具有“宜农则农”、“宜工则工”、“宜商则商”、“宜游则（旅）游”的特点，所以不同区域之间经济特点及金融需求差异性非常大，地域性特征非常明显。
  - **三层研发体系满足不同县域地区金融需求的共性与个性。**农行在总行成立三农产品研发中心，在重庆设立三农产品研发分中心，负责全行三农金融业务产品的研发；各分行根据当地客户需求，开发区域性特色产品。
  - 2009 年，农行在全行标准产品体系的基础上，推出统一的“金益农”三农产品品牌，形成了完整的三农金融产品体系（见图表 11）。
  - 对农行来说，县域产品体系都是从全行层面梳理出来的产品线，而其他大行顶多是从二级分行单独去探索实施。
- **农业银行在县域地区有着长达 30 多年的经营历史，拥有庞大的客户基础，并积累了众多的优质客户。**
  - 2009 年末农行县域个人存款账户 3.4 亿个，县域个人贷款客户 360.4 万个，对公存款账户数 115 万个，有贷款余额的公司客户 3.37 万个。
  - 2009 年末县域市场拥有网上银行客户 827.8 万户，手机银行客户 62.6 万户。



- 组织优势体现在农行是唯一一家成立三农金融部，对县域业务实施单独的专业化经营和管理的银行，并选择了四川、重庆等八家一级分行先期进行三农金融业务的事业部制改革试点。

**图表 11: 农业银行为县域客户提供的产品和服务一览表**

	信贷产品	包含的细分贷款类型
对公信贷产品	农业产业化龙头企业贷款	各类流动资金贷款、中长期项目贷款、一般固定资产贷款等产品
	县域中小企业贷款	包括抵押贷款及自助可循环贷款
	农村基础设施建设贷款	中央和省级财政主导投资建设的农村基础设施建设项目，财政承诺全额偿还本息的贷款
	农村城镇化贷款	用于改善县域生产生活条件、提升县域经济承载功能的各类基础设施建设开发贷款
	农村商业流通贷款	农业部定点批发市场和商务部“双百市场”的设施改造与功能升级；与供销合作总社的合作，支持“新农村现代流通网络工程”基础设施建设；开发供应链金融服务产品，提供配套的资金结算、结构性融资和业务代理等全方位金融服务
	县域商品流通市场建设贷款	县域范围内农副产品、文化用品、服装家具、装饰建材、五金钢材、种子化肥等流通市场建设
	化肥淡季商业储备贷款	开展化肥淡季商业储备业务的短期流动资金贷款，票据承兑、贴现、保函、期限不超过 90 天的短期信用证及其他国际贸易融资等业务
	农民专业合作社流动资金贷款(福建)	向本辖区内农民专业合作社发放的用于统一采购农业生产资料、统一收购、销售农副产品等人民币贷款
	森林资源资产抵押贷款(福建)	以森林资源资产(用材林、经济林、薪炭林及其林地使用权)作为抵押物的银行贷款品种
个人信贷产品	农户小额贷款	为农户发放额度介于 3,000 元至 50,000 元的小额贷款。农户可采用抵押、质押、保证、农户联保等多种方式申请贷款
	县域个人生产经营贷款	为县域地区从事种养业、工商业、运输业、服务业等规模化生产经营的农户提供额度介于 5 万元至 100 万元的贷款
	金穗惠农卡	具有金穗借记卡的基本功能，同时可向持卡人提供交易明细折、农户小额贷款、新型农村合作医疗、农村公用事业代收付、财政补贴代理等多种特色服务功能
	惠农信用卡	面向新型农户、个体工商户和小企业主等县域高端个人客户提供循环信用

来源：公司网站，公司数据，齐鲁证券研究所

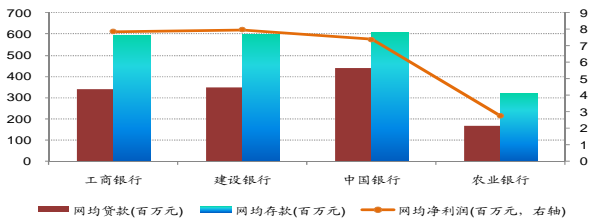
### Weaknesses (劣势): 大银行做小业务面临的效益、效率和风控问题

- 效益方面，县域金融业务和城市业务相比，普遍有着单笔金额小，单网点产出低的特征，这也直接拖累了农业银行的经营效率，即不论是从网均产出看还是人均产出看都是四大行中最低的。
- 效率方面，一般银行若想控制信贷风险，信贷审批权限都是上收的，而在县域地区由于层级最低，审批链条最长，可能导致信贷审批的效率低

下，进而影响收益。

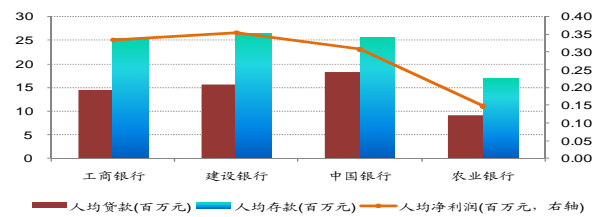
- 风控方面，县域经济地域性差异大，信贷审批人如果无法充分评估区域的经济环境和借款人的信用风险，就会产生因信息不对称而产生的坏账风险。
- 农行在补短方面做了哪些努力，未来可否扬长避短？
  - 县域地区经济效益的趋势应该是上升的，一方面，县域经济衍生出的贷款需求和中间业务发展潜力都对农行县域的收入增长提供了良好的契机；另一方面，农业银行专门针对县域分支行建立了综合绩效考核体系，对不同区域县域分支行（如中西部和东部）的考核也有差异，并在考核中注重业务增量和进步程度。观察过去三年的数据，我们也看到农行网均产出和人均产出的明显上升。
  - 运用信息技术和下放审批权来控制风险提高效率。三农事业部的重要职责就是探索适应客户的特色管理办法，包括（1）从总行层面全面推进新技术的运用，尽量利用数量化模型，风险地图，内部评级法等先进的IT手段来管理客户；（2）内部管理上尽可能下沉审批权限，缩短审批链条，在提高效率的同时也让审批人能更接近市场，更准确地评估风险；（3）向二级分行试点派驻风险主管，基本完成向县域支行和城区支行派驻风险合规经理。

**图表 12：农业银行网均产出四大行最低**



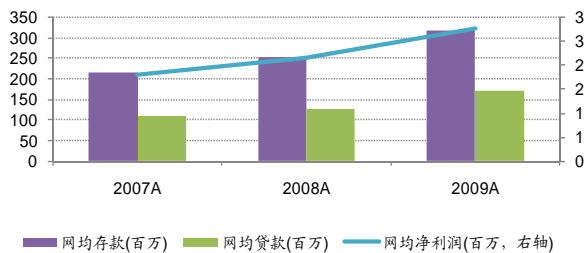
来源：公司数据，齐鲁证券研究所

**图表 13：农业银行人均产出四大行最低**



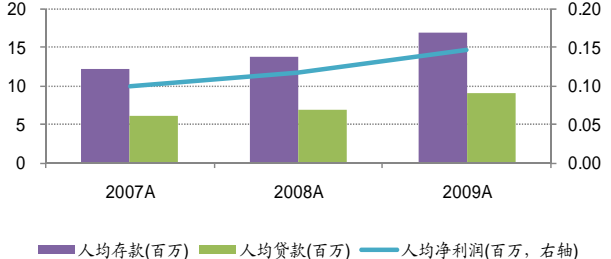
来源：公司数据，齐鲁证券研究所

**图表 14：农业银行网均产出正在逐步提升**



来源：公司数据，齐鲁证券研究所

**图表 15：农业银行人均产出正在逐步提升**

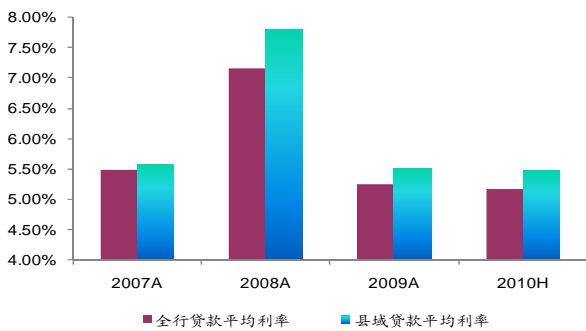


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

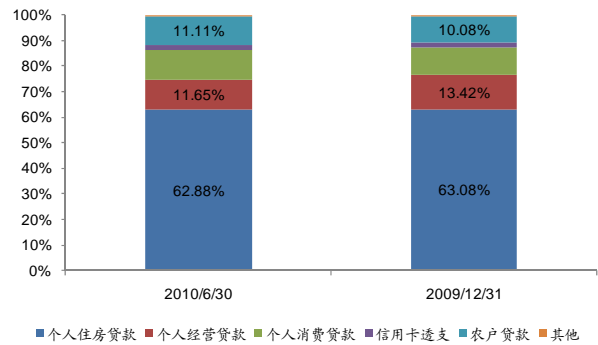
### Opportunities (机会)：县域金融助力农行实现战略转型

- 在“金融脱媒”和“利率市场化”两大威胁下，众多银行纷纷提出进行战略转型，即客户结构中逐步增加中小企业和零售客户，业务结构中逐步增加中间业务占比。

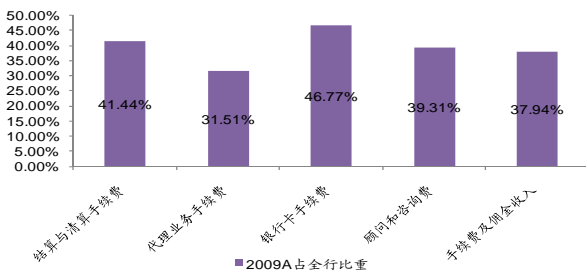
- 我们认为农业银行提出的县域蓝海发展战略在受益于县域经济快速发展的同时可实现自然的战略转型，即实现大中型企业向中小企业/零售的客户结构转型，将实现中间业务收入占比提升的收入结构转型。
  - 首先，县域经济的活动主体为中小企业，这也决定了农行在县域地区的贷款利率高于城市地区。我国工业企业总数的 75% 在县，全国中小企业中更有近 98% 之数在县，县域内企业多属乡镇企业，民营经济基础深厚（参考《县域经济与县域金融建设问题研究》）。
  - 其次，县域金融服务中不可避免的要涉及农户小额贷款，个人生产经营贷款等零售贷款，而且城镇化进程中还蕴含着巨大的住房信贷需求。
  - 第三，农行是当前县域金融机构中能够提供全面金融服务的为数不多的银行之一，凭借其在县级地区最为广泛的网点覆盖度，其在中间业务领域的领先优势和品牌优势难以被赶超。如（1）农行以金穗惠农卡为载体，充分发展银行保险、新农保（新型农村社会养老保险）、新农合（新型农村合作医疗）等相关业务；（2）与保险公司及其他非银行金融机构开展合作，在县域地区代理各类金融产品销售。

**图表 16: 县域地区的贷款利率高于城市地区**


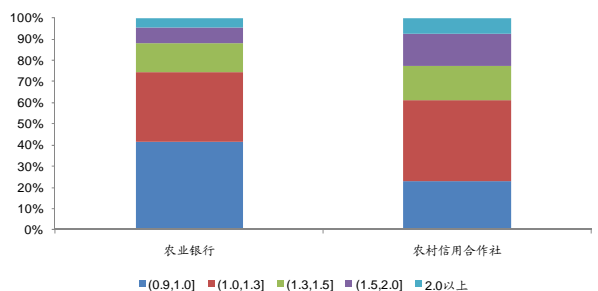
来源：公司数据，齐鲁证券研究所

**图表 17: 农业银行个人贷款结构**


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

**图表 18: 农业银行县域手续费收入占全行比重**


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

**图表 19: 农行的贷款利率较农信社更优 (2007 年)**


来源：《中国农村金融改革发展三十年》，齐鲁证券研究所

### Threats (威胁): 农行在县域领域的潜在竞争对手分析

- 目前农行在县域金融领域的主要竞争对手为农村信用合作社和邮政储蓄。但我们认为农信社和邮储对农行现有的优势并不构成冲击，主要理

由如下:

- 和信用社相比: (1) 农行网点的主要覆盖对象为县级, 但农信社的主要对象是县级以下区域, 农行网点所在地区行政级别更高, 经济环境更优; (2) 农行的低资金成本优势使得贷款利率相比农信社更具吸引力; (3) 信用社的系统不是全国联网的, 业务主要以存贷为主, 很多业务尤其是中间业务受限, 无法满足客户日益增长的金融服务需求。
- 和邮政储蓄比: 邮储的优势主要体现在吸储上, 而在贷款上具有先天弱势(2007年邮政储蓄银行挂牌成立后方才推出小额信贷业务), 资产业务对其是一个全新的业务领域, 其现有的人员构成、知识结构以及运作方式, 尚不足以支持其大规模开展业务(参考《中国农村金融改革发展三十年》), 所以同农信社一样, 邮储的金融服务品种极为有限。
- 而面对未来其他三大行可能会重新进入县域地区参与竞争, 我们判断未来至少5年农行在县域地区的领先地位不会因此而受到影响。一方面, 虽然三大行大规模进入县域领域没有政策上的准入障碍, 但除了网点建设和人员招聘的物理成本外的隐性成本还是很高的, 这主要体现在对区域经济的熟悉过程, 和当地政府、客户关系的培育, 对县域金融风险管控手段的探索。而农行在县域地区长期有业务开展, 其长期积累下来的优质的客户基础, 丰富的政策资源和业务拓展的经验短期内都将难以撼动。

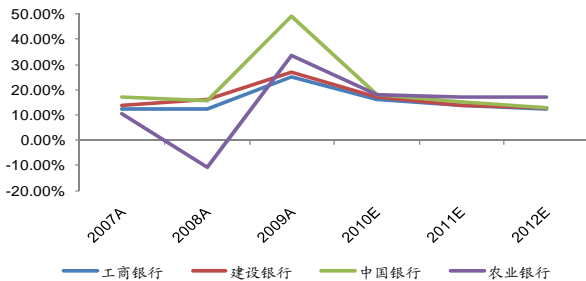
## 我们看好农行的理由: 差异化战略+高增长潜力

同其他三大行相比, 农行拥有最具差异化的战略定位

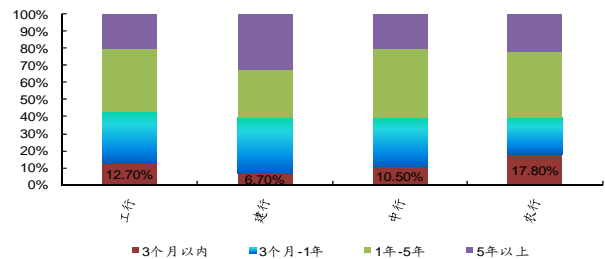
- 综合前两部分的详细分析, 我们得出“**农行将最大程度受益于县域经济的快速发展**”:
  - 农行在县域领域独特的细分市场定位(主要是县级行政区)使得同业竞争相对较弱;
  - 借助其既有的渠道、品牌和经验优势, 农行将继续享受县域金融的高收益(体现在高利差和中间业务上);
  - 在客观上县域金融生态好转及主观上积极探索风险控制手段的双重作用下, 未来农行在县域领域的经营风险将逐步降低。
- **农业银行瞄准的县域金融领域是农业银行短期业绩的稳定器, 中长期业绩的加速器。**
  - 所谓短期业绩的稳定器是指县域业务是符合国家政策鼓励的方向, 所以农行在信贷紧缩的环境中相对受到的影响较小。考虑到银监会对农行县域贷款有两项指标约束, 一是新增的贷存比不能低于50%, 二是存量的贷存比在5年内要提高至50%以上, 这两个指标是我们推断农行未来2-3年的信贷规模增速将高于其他三大行, 市场份额将有上升的重要原因。
  - 而中长期业绩的加速器是指农行在发展县域金融的过程中将实现大中型企业向中小企业/零售的客户结构转型, 将实现中间业务收入占比提升的收入结构转型。

**同其他三大行相比，农行的业绩增长潜力最佳**

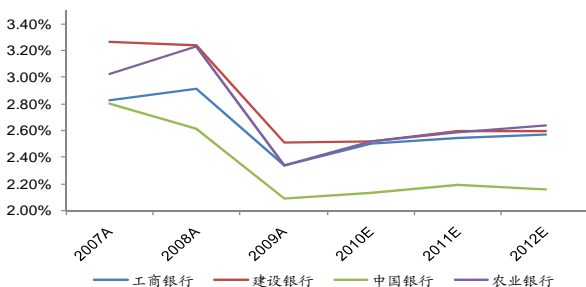
- 贷款增长方面，过去资本充足率偏低以及财务包袱过重使得农业银行贷款增速偏缓，但目前这两个负面因素均已消除，加上县域领域受信贷规模控制影响相对较小，故我们预计未来至少 **2-3 年内农行的贷款增速在四大行中都将处于较高水平。**
  - 我们预计农行 2010-2012 年贷款复合增速将超过 17%，高于其他三大行平均 15% 的水平。
- **三大因素驱动农行息差改善潜力为四大行最大，而且从历史经验看，农行的活期存款占比一般都稳定在 55%-57% 之间，在升息通道中息差反弹幅度在大行中一般较大。**
  - 县域贷存比 5 年内将提升至 50%，全行贷存比将因此提升 4-5 个百分点，静态测算将提升全行息差水平 20 个 BP；
  - 目前农行的投资结构中主权类投资占比较低，非重组类债券久期较短，未来可通过增加信用类债券及长期债券的比重来提升投资收益率；
  - 县域地区的贷款溢价能力较强，而存款低成本优势继续保持。
- 未来银监会可能会出台“拨贷比达 2.5% 为拨备计提标准之一”政策，而三季度末农行的拨贷比为 3.3%，为四大行中最高，所以我们预计明年农业银行信贷成本继续下降的趋势将不因政策的变化而变化，而其他三大行的信贷成本可能会略有提升。
- 基于以上判断，我们预计农业银行 2010-2012 年的业绩复合增速将达到 **27%**，显著高于其他三大行 17% 的平均水平。

**图表 20：农行未来贷款增速在四大行中较高**


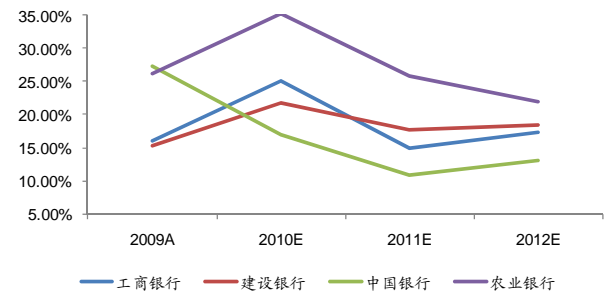
来源：公司数据，齐鲁证券研究所

**图表 21：非重组类债券久期较短**


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

**图表 22：农行息差改善潜力为四大行最大**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 23：农行的业绩增长潜力较大**


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

## 首次给予农业银行“买入”评级

### 盈利预测

- 我们维持在《农业银行：尽享县域金融的天时、地利与人和》的报告中对农行业绩驱动力的各项指标预测，但根据 2010 年上半年实际发生的特别分红对净资产预测值予以调整。
- 我们预计对农业银行 2010-2012 年净利润分别达 878/1105/1348 亿元，营业净收入增长 27%/20%/19%，净利润增长 35%/26%/22%。对应的 2010-2012 年 EPS 分别为 0.27/0.34/0.41 元，BVPS 分别为 1.65/1.99/2.41 元。

### 投资建议：首次给予“买入”评级

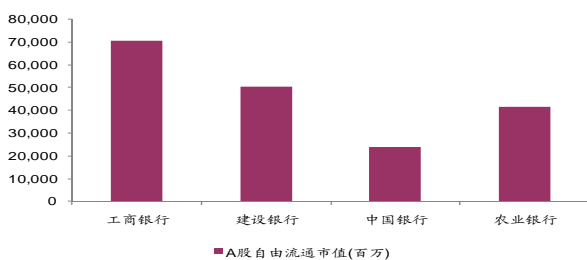
- 以 2010 年 11 月 16 日收盘价计算，农行当前交易于 10/8X2010/2011PE 以及 1.6/1.3X2010/2011PB。
- 综合考虑绝对估值（参见《农业银行：尽享县域金融的天时、地利与人和》）和相对估值，我们认为农行的合理估值水平应该在 1.7-1.8X2011PB 之间，对应的目标价区间为 3.39-3.59 元，这一目标价区间较前次有 13% 的上调幅度，我们首次给予农行“买入”评级。
- 农行 A 股还具有以下两个特点：（1）目前农行的可自由流通市值仅为 417 亿，低于工行和建行；（2）截至 11 月 16 日，农行 A 股较 H 股的折价率高达 26%，在 7 家同步上市银行中折价幅度最大。

**图表 24：A 股市场四大行估值水平**

股票代码	股票简称	市盈率 PE			市净率 PB		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
601398.SH	工商银行	12.99	10.67	9.28	2.48	2.08	1.70
601939.SH	建设银行	10.57	9.29	7.90	2.03	1.72	1.41
601988.SH	中国银行	10.43	9.81	8.85	1.64	1.44	1.24
601288.SH	农业银行	10.68	9.87	7.84	2.02	1.61	1.34
	四大行平均	11.17	9.88	8.44	2.04	1.71	1.42

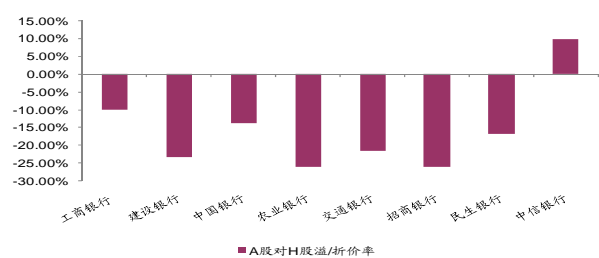
来源：齐鲁证券研究所（工行、建行、中行均已考虑配股）

**图表 25：农行 A 股可自由流通市值较小**



来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

**图表 26：农行 AH 折价率为 7 家同步上市银行最大**



来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

### 风险提示

- 由于县域资产质量对经济增速的敏感性高于城市地区，若县域经济增长速度放缓，则会导致县域地区业务的风险增加。
- 若国内外的经济形势低于预期将对整个银行业经营环境造成冲击，进而可能导致农业银行的净利润低于预期，并对其估值有负面影响。

**附录：财务预测简表**

每股盈利及估值	2009A	2010E	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益 (EPS)	0.25	0.27	0.34	0.41	生息资产规模增长	27.12%	15.41%	15.02%	14.90%
每股拨备前收益	0.44	0.46	0.56	0.67	生息资产平均收益率	3.77%	3.88%	4.02%	4.06%
每股净资产 (BVPS)	1.32	1.65	1.99	2.41	计息负债平均付息率	1.54%	1.48%	1.58%	1.58%
P/E	10.72	9.87	7.84	6.43	净利差 (SPREAD)	2.23%	2.39%	2.44%	2.48%
P/PPOP	6.11	5.75	4.77	3.96	净息差 (NIM)	2.34%	2.52%	2.59%	2.64%
P/B	2.03	1.61	1.34	1.11	业务支出/营业净收入	43.11%	41.22%	40.51%	39.65%
ROAE	20.53%	19.95%	18.65%	18.84%	有效税率	12.07%	20.00%	20.00%	22.00%
ROAA	0.82%	0.92%	1.00%	1.07%	权益倍数 (A/E)	25.91	19.06	18.16	17.26
资产负债表摘要	2009A	2010E	2011E	2012E	规模增长	2009A	2010E	2011E	2012E
总资产	8,882,588	10,240,699	11,768,108	13,509,765	总资产	26.63%	15.29%	14.92%	14.80%
贷款总额	4,138,187	4,883,061	5,713,181	6,684,422	贷款净额	33.05%	17.80%	16.85%	16.91%
证券投资	2,621,148	2,883,263	3,315,752	3,813,115	证券投资	13.17%	10.00%	15.00%	15.00%
央行及同业资产	2,050,027	2,411,830	2,688,514	2,974,770	央行及同业资产	36.72%	17.65%	11.47%	10.65%
总负债	8,539,663	9,703,169	11,120,150	12,727,019	总负债	27.01%	13.62%	14.60%	14.45%
存款总额	7,497,618	8,772,213	10,175,767	11,702,132	存款总额	22.96%	17.00%	16.00%	15.00%
其它计息负债	877,899	713,355	713,355	713,355	其它计息负债	120.21%	-18.74%	0.00%	0.00%
股东权益	342,819	537,410	647,958	782,746	股东权益	18.03%	56.76%	20.57%	20.80%
损益表摘要	2009A	2010E	2011E	2012E	收入增长	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入	181,639	235,385	278,905	327,028	净利息收入	-6.30%	29.59%	18.49%	17.25%
非利息收入	40,635	47,481	60,077	74,887	非利息收入	134.29%	16.85%	26.53%	24.65%
营业净收入	222,274	282,866	338,982	401,915	营业净收入	5.25%	27.26%	19.84%	18.57%
营业支出	-108,390	-132,682	-157,061	-182,718	营业支出	0.70%	22.41%	18.37%	16.34%
营业利润	113,884	150,184	181,921	219,197	营业利润	9.98%	31.87%	21.13%	20.49%
计提准备金前利润	114,070	150,865	181,921	219,197	计提准备金前利润	9.87%	32.26%	20.58%	20.49%
当期计提准备金	-40,142	-41,085	-43,736	-46,392	当期计提准备金	-22.02%	2.35%	6.45%	6.07%
税前利润	73,928	109,780	138,185	172,805	税前利润	41.22%	48.50%	25.87%	25.05%
净利润	64,992	87,824	110,548	134,788	净利润	26.26%	35.13%	25.87%	21.93%
资产负债结构	2009A	2010E	2011E	2012E	资产质量指标	2009A	2010E	2011E	2012E
央行及同业/总资产	23.08%	23.55%	22.85%	22.02%	不良贷款率	2.91%	2.00%	2.00%	1.90%
证券投资/总资产	29.51%	28.15%	28.18%	28.22%	信贷成本	1.22%	0.80%	0.75%	0.70%
贷款净额/总资产	44.85%	46.15%	46.92%	47.79%	拨备覆盖率	105.37%	161.13%	167.37%	180.02%
存款/总负债	87.80%	90.41%	91.51%	91.95%	拨备/贷款余额	3.06%	3.22%	3.35%	3.42%
贷款结构	2009A	2010E	2011E	2012E	其它数据	2009A	2010E	2011E	2012E
企业贷款	71.74%				分支机构数量	23,624			
票据贴现	8.51%				员工数量	441,144			
个人贷款	19.07%				总股本数量 (百万股)	260,000	324,794	324,794	324,794

来源：齐鲁证券研究所



**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话:021-20315181  
手机:13641659577  
传真:021-20315125  
邮编:200120  
地址:上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 楼

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话:021-20315187  
手机:18621368050  
传真:021-20315125  
邮编:200120  
地址:上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 楼

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86  
号证券大厦 2308

