

## 农业银行(601288.SH)

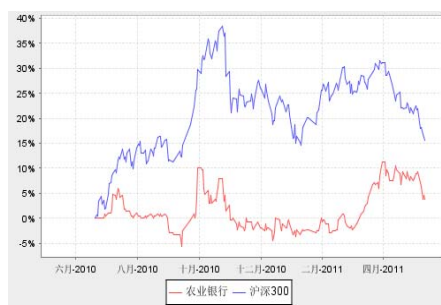
科技先行，县域为王

评级: **买入** 前次: **买入**  
 目标价(元): **3.48-3.69**  
 分析师: 程娇翼 分析师: 谢刚  
 S0740510120019 S0740510120005  
 021-20315179 金融小组  
 chengjy@qlzq.com.cn  
 2011年5月29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)     | 2.78      |
| 市值(百万元)   | 902927.65 |
| 流通市值(百万元) | 42651.74  |

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

| 指标            | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 222,274 | 290,418 | 357,516 | 411,944 | 482,879 |
| 营业收入增速        | 5.25%   | 30.66%  | 23.10%  | 15.22%  | 17.22%  |
| 净利润增长率        | 26.26%  | 45.98%  | 29.23%  | 20.41%  | 19.14%  |
| 摊薄每股收益(元)     | 0.25    | 0.29    | 0.38    | 0.45    | 0.54    |
| 前次预测每股收益(元)   | 0.25    | 0.29    | 0.38    | 0.45    | 0.54    |
| 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)        | 11.12   | 9.52    | 7.36    | 6.12    | 5.13    |
| PEG           | N.A.    | N.A.    | N.A.    | N.A.    | N.A.    |
| 每股净资产(元)      | 1.32    | 1.67    | 2.05    | 2.50    | 3.04    |
| 每股现金流量        | N.A.    | N.A.    | N.A.    | N.A.    | N.A.    |
| 净资产收益率        | 20.53%  | 21.44%  | 20.31%  | 19.98%  | 19.53%  |
| 市净率           | 2.11    | 1.67    | 1.36    | 1.11    | 0.91    |
| 总股本(百万股)      | 260,000 | 324,794 | 324,794 | 324,794 | 324,794 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

- 事件: 我们近期调研了农行上海数据中心, 并调研了四川分行、绵阳分行、北川支行、“村村通”迷你银行及企业客户。我们认为本次调研对我们之前报告(尤其是《农业银行: 战略是金, 业绩是石》)中的一些观点形成重要支持, 故继续看好农业银行在县域地区的发展潜力。
- 农行 IT 综合实力次于工行, 位居四大行第二, 明显超过建行和中行。虽然数据整合偏晚, 但却是第一家实现“一个系统一个中心”集中, 其核心系统均采取自主研发。对于农行这类网点最多(2.35 万个网点, 17 万柜面, 8 万自助机, 20 万 POS 机), 业务覆盖最广的银行来说, IT 对业务发展的有效支持正在逐步显现。
- 通过对农业银行四川分行等的调研, 我们对农行在西部地区、县域地区的竞争力继续持肯定态度。首先, 本次调研解答了投资者较为关心的“县域存款的增长缘何比城市地区快”, “农业银行在县域缘何具有垄断优势”等问题; 其次, 本次调研的最大收获是真实感受了“村村通”给农行负债带来的利处: 即交易资金在农行内部流转; 获得医保和社保资金; 成为唯一一家具有县域财政收支代理资格的银行。县域地区存款不仅成本更低, 而且稳定性更优, 这就决定了农行的负债基础为上市银行最优, 流动性最佳。第三, 虽然在这次调研中, 我们对贷款业务优势的感受不及存款强烈, 但不可否认的是农行在县域地区可提供贷款服务的金融机构中仍处于领先。
- 维持农行盈利预测, 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.38/0.45/0.54 元, BVPS 分别为 2.05/2.50/3.04 元。以 2011 年 5 月 27 日收盘价计算, 农行当前交易于 7.36X2011PE 以及 1.36X2011PB。我们维持对农行“买入”评级。

## 内容目录

|                                |       |
|--------------------------------|-------|
| IT 建设对业务发展的支持正在逐步显现 .....      | - 3 - |
| 目前 IT 实力位列四大行之二 .....          | - 3 - |
| 科技投入：对业务经营形成有效支持 .....         | - 3 - |
| 基础设施的前期投入已经完成，后续运维费用合理 .....   | - 4 - |
| 农行在西部地区、县域地区竞争优势明显 .....       | - 4 - |
| 农行在西部和县域地区竞争优势明显 .....         | - 4 - |
| 县域存款：从四川地区看全国潜力 .....          | - 5 - |
| 县域贷款：重点在县级，农业贷款是“抓龙头带业务” ..... | - 6 - |
| 维持农行“买入”评级 .....               | - 6 - |
| 风险提示 .....                     | - 7 - |

## 图表目录

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| 图表 1：IT 对部分业务运行的支持情况 ..... | - 4 - |
| 图表 2：农行全行和县域的贷款利率情况 .....  | - 5 - |
| 图表 3：农行全行和县域的存款利率情况 .....  | - 5 - |
| 图表 4：“村村通”具体流程示意 .....     | - 6 - |
| 图表 5：农业银行财务预测简表 .....      | - 7 - |

## IT 建设对业务发展的支持正在逐步显现

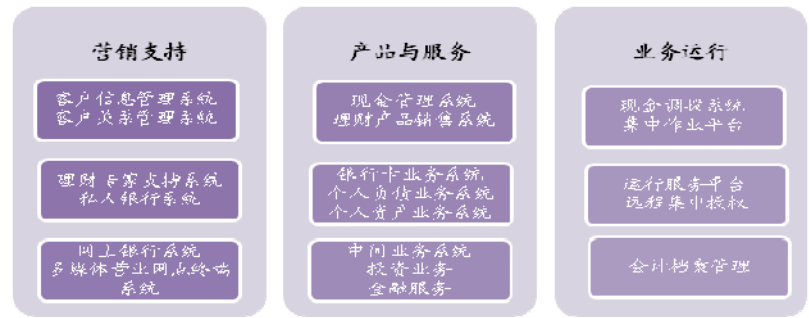
### 目前 IT 实力位列四大行之二

- 农业银行于 2008 年实现全国数据集中，实现全行一本帐。农行虽然不是四大行中第一家实现集中的（工行是第一家），但却是第一家实现“一个系统一个中心”集中的。目前四大行中，工行和农行已经实现一个中心集中，建行和中行尚未实现。虽然农行的数据整合偏晚，但目前已经超过建行和中行，竞争优势显现。
- 农行的核心系统均采用自主研发（工行亦是），而我们认为自主研发的方式竞争力更强。自主研发虽然前期投入较多，但优势在于：（1）可以防止信息泄密；（2）银行的系统需要不断升级，倘若采取外包，既会产生大量后期费用，且不能很好的完成数据整合；（3）一旦发生紧急故障，能够及时解决问题，外包方式解决故障的效率不高。
- 农行的数据中心在四大行中率先通过 ISO20000 认证（IT 运营和服务管理水平的国际标准）和 ISO27001 认证（信息安全管理国际标准）。
- 相比工行，农行拥有更为先进的数据中心基础设施，运算效率和响应时间优于工行大约 30%。工行相比农行的优势主要在于其 IT 研发团队更为强大，综合实力更优。

### 科技投入：对业务经营形成有效支持

- 工商银行、招商银行、民生银行、宁波银行等的 IT 系统都在同类银行中领先，我们通过对这些银行近年的跟踪和了解，认为先进的 IT 系统对业务形成的强大支持作用不可小视。而对于农行这类网点最多（2.35 万个网点，17 万柜面，8 万自助机，20 万 POS 机），业务覆盖最广的银行来说，IT 对业务发展的有效支持正在逐步显现。
- 典型应用案例一：多元化的县域服务支持体系
  - 通过 IT 支持可实现县域客户信息收集和县域客户评级，并实现县域独立核算；
  - 县域客户的金融服务产品获得 IT 支持：如惠农卡（全行累计发卡超过 6000 万张），农户小额贷款，惠农信用卡；
  - 县域金融的多元化服务渠道：网上银行，手机银行，转账电话，金益农自助服务终端，电话银行。
- 典型应用案例二：迅猛发展的电子银行
  - 2011Q1 电子渠道交易量为 44.19 亿笔，交易量占到全行 60%。
- 典型应用案例三：高效的运行效率
  - 2011Q1 农行工作日日均交易 9506 万笔，高峰日交易量 1.24 万亿，紧次于工行。
  - 玉树、汶川地震后农行的系统均是第一时间恢复。
- 典型应用案例四：我们预计今年将实行全行的 FTP 定价，目前在省一级分行可以做到。

图表 1: IT 对部分业务运行的支持情况



来源：齐鲁证券研究所

### 基础设施的前期投入已经完成，后续运维费用合理

- 数据中心最大的费用支持在于基础设施建设和 IT 运营。农行数据中心在基础设施建设上的大量前期投入已经完成。
- 我们预计后续的运维费用（不含人工工资）每年大概是 26-27 个亿（相当于 2010 年全部费用的 2%）。

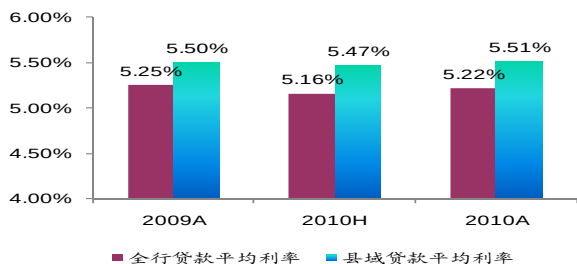
## 农行在西部地区、县域地区竞争优势明显

### 农行在西部和县域地区竞争优势明显

- 农行在西部竞争优势明显，在四川省 9 项指标是第一，存贷款规模最大（存款接近 5000 亿，贷款规模近 2700 亿），网点、员工、利润都是最多，也是四川最大的盈利企业，2010 年拨备后利润比第二名超过 10 个亿。
- 四川分行下辖 21 家二级分行，共有 1276 个网点，其中县域网点占比约为 63%。四川分行目前在农行系统内排在第一方阵。
- 目前四川分行中城市业务的贡献度为 70%，但我们认为未来的最大潜力还是在县域。
  - 四川省的“12.5”规划目标为：至 2015 年 GDP 过 3 万亿，平均年均增长 12% 左右（明显高于东部地区）；人均 GDP 为 3.6 万，进入中等收入地区；
  - 契合西部大开发、东部产业链向西部转移（劳动力成本上升导致很多民营企业向西部迁徙）、城乡统筹等，四川省的经济发展潜力，尤其是县域经济的发展潜力较大。
- 农行在四川地区县域存款四大行中的市场份额为 50.46%，接近其他三大行总和；县域贷款的市场份额占比为 48.5%。同全国的情形一致，四川县域地区拥有较低的贷存比和较高的利差水平（2010 年全行县域的存贷利差为 4.29%，高于全行水平 32BP）。
- 四川分行不仅是三农试点行，而且是产品创新的试点行。如创新开发了现金管理平台、中小企业结算套餐；代理财政收支平台（唯一一家覆盖

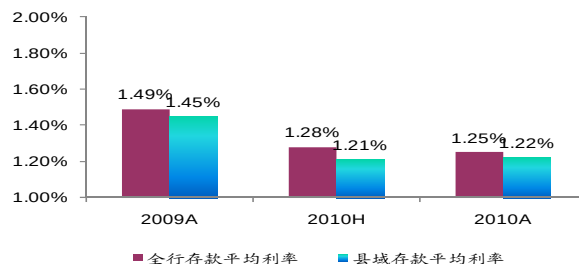
了县域领域的银行)；移动产业链金融服务方案、长虹银企直连系统、公积金联名卡，惠农卡助农取款等。

图表 2：农行全行和县域的贷款利率情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：农行全行和县域的存款利率情况



来源：齐鲁证券研究所

### 县域存款：从四川地区看全国潜力

#### ■ 调研成果 1：县域存款的增长缘何比城市地区快？

- 首先，大的背景仍是县域经济的快速发展，而且国家对农村的补贴逐年增加，2010 年是 8000 亿，预计 2011 年将超过 10000 亿。
- 其次，相比城市，县域地区的投资渠道相对偏少，银行存款及银行其他金融产品具有较大吸引力。

#### ■ 调研成果 2：农业银行在县域缘何具有“垄断”优势？

- 首先是网点，农行拥有“近水楼台先得月”的优势。以四川为例，农行在四川有 186 个县级支行，而工行、中行和建行分别为 46、38 和 36 家。农行县域网点远远超过其他三大行之和，而股份制银行在县域的渗透率更低。
- 在县域地区，农行负债端和信用社、邮政储蓄确实存在竞争，但农行因在资产端具有绝对优势（分析可参见我们之前的报告《农业银行：战略是金，业绩是石》），故总体优势还是相当明显。更为重要的是，相比农信社和邮储，农行在客户心目中的品牌形象和综合实力显然更优。

#### ■ 调研成果 3：本次调研的最大收获是“村村通”工程——农行占领农村存款市场的“二次革命”！

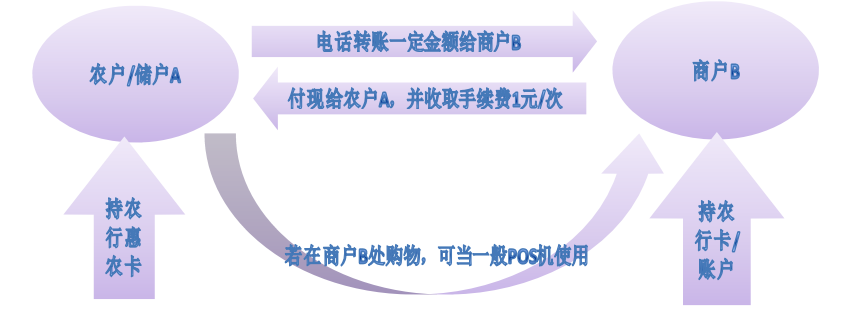
- 何谓“村村通”？又名“惠农卡助农取款业务”，以金穗惠农卡为载体，以转账电话为交易渠道，帮助广大农村地区储户实现最基本的取现要求（过去农户取现至少要到乡镇，具体交易过程见图表 4）。目前农行“村村通”在村级的覆盖率达到 70%，我们预计 2 年内可达到 100%。
- 农行的成本付出为 0（由于电话转账机等设备全部由合作商户承担，且没有资金垫付），却无形中成为最大受益者！首先，交易发生的前提条件是双方均拥有惠农卡/账户，故交易资金在农行体内流转；其次，和农户相关的医保和社保资金均留在农行；第三，由于解决了农户取现的问题，所以国家的相关财政补贴亦从农行逐级支付，这就是为什么农行成为了唯一一家具有县域财政收支代理资格的银行。
- 牌照优势巩固“垄断性”：该业务资质需要获得央行批准，目前小额取



款只限农行卡。

- 县域地区存款不仅成本更低，而且稳定性更优，这就决定了农行的负债基础为上市银行最优，流动性最佳。

图表4：“村村通”具体流程示意



来源：齐鲁证券研究所

#### 县域贷款：重点在县级，农业贷款是“抓龙头带业务”

- 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。在县域贷款的投向上，主要是支持三类：（1）县域基础设施建设（包括道路建设、交通及环保等）；（2）农业产业化企业；（3）个人贷款（主要是住房贷款和农户贷款）。
- 我们调研的企业A概况：一家农业产业化企业，主要开展高山农业研发及高山农特产品精深加工，年销售收入为5亿元。
  - 该企业研发的农产品种植均外包给当地农户，除本身和农行拥有深度合作外，和其相关的1.6万户农户通过该企业的担保从农行获得贷款支持。
  - 该企业还拥有农产品电子交易市场，故本地区所有农产品电子交易的相关资金均在农行流转。
- 虽然在这次调研中，我们对贷款业务优势的感受不及存款强烈，但不可否认的是农行在县域地区可提供贷款服务的金融机构中仍处于领先。

#### 维持农行“买入”评级

- 我们将此次调研的感受总结概括为：IT实力提升了我们对农行“软实力”的认识；农行在县域地区的吸存竞争力比我们之前预期的更为明显；县域贷款的业务重点基本符合预期。
- 对农行的盈利预测及投资评级：
  - 2011-2013年净利润分别为1226/1476/1759亿元，分别增长29%/20%/19%。2011-2013年EPS分别为0.38/0.45/0.54元，BVPS分别为2.05/2.50/3.04元。
  - 以2011年5月27日收盘价计算，农行当前交易于7.36X2011PE以及1.36X2011PB。
  - 我们维持对农行“买入”评级。

## 风险提示

- 若央行对 2011 年的信贷增量采取严格的行政控制手段，不排除农行 2011 年贷款增长低于预期。
- 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。

图表 5：农业银行财务预测简表

| 每股盈利及估值      | 2009A     | 2010A      | 2011E      | 2012E      | 盈利驱动因素       | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   |
|--------------|-----------|------------|------------|------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 每股收益 (EPS)   | 0.25      | 0.29       | 0.38       | 0.45       | 生息资产规模增长     | 27.12%  | 16.39%  | 15.34%  | 13.72%  |
| 每股拨备前收益      | 0.44      | 0.51       | 0.63       | 0.73       | 生息资产平均收益率    | 3.77%   | 3.75%   | 4.12%   | 4.15%   |
| 每股净资产 (BVPS) | 1.32      | 1.67       | 2.05       | 2.50       | 计息负债平均付息率    | 1.54%   | 1.28%   | 1.57%   | 1.64%   |
| P/E          | 11.12     | 9.52       | 7.36       | 6.12       | 净利差 (SPREAD) | 2.23%   | 2.46%   | 2.55%   | 2.51%   |
| P/POP        | 6.34      | 5.50       | 4.39       | 3.83       | 净息差 (NIM)    | 2.34%   | 2.58%   | 2.70%   | 2.67%   |
| P/B          | 2.11      | 1.67       | 1.36       | 1.11       | 业务支出/营业净收入   | 43.11%  | 38.59%  | 36.67%  | 36.90%  |
| ROAE         | 20.53%    | 21.44%     | 20.31%     | 19.98%     | 有效税率         | 12.07%  | 21.39%  | 22.00%  | 22.00%  |
| ROAA         | 0.82%     | 0.99%      | 1.10%      | 1.16%      | 权益倍数 (A/E)   | 25.91   | 19.07   | 17.91   | 16.66   |
| 资产负债表摘要      | 2009A     | 2010A      | 2011E      | 2012E      | 规模增长         | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   |
| 总资产          | 8,882,588 | 10,337,406 | 11,910,359 | 13,535,451 | 总资产          | 26.63%  | 16.38%  | 15.22%  | 13.64%  |
| 贷款总额         | 4,138,187 | 4,956,741  | 5,774,603  | 6,640,794  | 贷款净额         | 33.05%  | 19.36%  | 16.20%  | 14.87%  |
| 证券投资         | 2,621,148 | 2,536,604  | 2,917,095  | 3,354,659  | 证券投资         | 13.17%  | -3.23%  | 15.00%  | 15.00%  |
| 央行及同业资产      | 2,050,027 | 2,780,931  | 3,174,682  | 3,509,638  | 央行及同业资产      | 36.72%  | 35.65%  | 14.16%  | 10.55%  |
| 总负债          | 8,539,663 | 9,795,170  | 11,245,295 | 12,722,761 | 总负债          | 27.01%  | 14.70%  | 14.80%  | 13.14%  |
| 存款总额         | 7,497,618 | 8,887,905  | 10,309,970 | 11,753,366 | 存款总额         | 22.96%  | 18.54%  | 16.00%  | 14.00%  |
| 其它计息负债       | 877,899   | 730,184    | 780,184    | 780,184    | 其它计息负债       | 120.21% | -16.83% | 6.85%   | 0.00%   |
| 股东权益         | 342,819   | 542,071    | 665,063    | 812,690    | 股东权益         | 18.03%  | 58.12%  | 22.69%  | 22.20%  |
| 损益表摘要        | 2009A     | 2010A      | 2011E      | 2012E      | 收入增长         | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   |
| 净利息收入        | 181,639   | 242,152    | 293,538    | 332,428    | 净利息收入        | -6.30%  | 33.31%  | 21.22%  | 13.25%  |
| 非利息收入        | 40,635    | 48,266     | 63,978     | 79,516     | 非利息收入        | 134.29% | 18.78%  | 32.55%  | 24.29%  |
| 营业净收入        | 222,274   | 290,418    | 357,516    | 411,944    | 营业净收入        | 5.25%   | 30.66%  | 23.10%  | 15.22%  |
| 营业支出         | -108,390  | -127,576   | -151,655   | -176,135   | 营业支出         | 0.70%   | 17.70%  | 18.87%  | 16.14%  |
| 营业利润         | 113,884   | 162,842    | 205,860    | 235,809    | 营业利润         | 9.98%   | 42.99%  | 26.42%  | 14.55%  |
| 计提准备金前利润     | 114,070   | 164,146    | 205,860    | 235,809    | 计提准备金前利润     | 9.87%   | 43.90%  | 25.41%  | 14.55%  |
| 当期计提准备金      | -40,142   | -43,412    | -48,608    | -46,454    | 当期计提准备金      | -22.02% | 8.15%   | 11.97%  | -4.43%  |
| 税前利润         | 73,928    | 120,734    | 157,252    | 189,355    | 税前利润         | 41.22%  | 63.31%  | 30.25%  | 20.42%  |
| 净利润          | 64,992    | 94,873     | 122,606    | 147,627    | 净利润          | 26.26%  | 45.98%  | 29.23%  | 20.41%  |
| 资产负债结构       | 2009A     | 2010A      | 2011E      | 2012E      | 资产质量指标       | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   |
| 央行及同业/总资产    | 23.08%    | 26.90%     | 26.65%     | 25.93%     | 不良贷款率        | 2.91%   | 2.03%   | 2.00%   | 1.90%   |
| 证券投资/总资产     | 29.51%    | 24.54%     | 24.49%     | 24.78%     | 信贷成本         | 1.22%   | 0.96%   | 0.85%   | 0.70%   |
| 贷款净额/总资产     | 45.16%    | 46.32%     | 46.71%     | 47.21%     | 拨备覆盖率        | 105.37% | 168.05% | 182.76% | 198.29% |
| 存款/总负债       | 87.80%    | 90.74%     | 91.68%     | 92.38%     | 拨备/贷款余额      | 3.06%   | 3.40%   | 3.66%   | 3.77%   |
| 贷款结构         | 2009A     | 2010A      | 2011E      | 2012E      | 其它数据         | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   |
| 企业贷款         | 72.37%    | 73.83%     |            |            | 分支机构数量       | 23,624  | 23,486  |         |         |
| 票据贴现         | 8.55%     | 3.07%      |            |            | 员工数量         | 441,144 | 444,447 |         |         |
| 个人贷款         | 19.08%    | 23.09%     |            |            | 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 层

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: 021-20315112  
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 层

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