

日期: 2012年3月1日
行业: 银行业



刘洋
021-53519888-1976
lenonyu@hotmail.com
执业证书编号: S0870511100002

银行资本结构及融资研究专题之四: 农业银行

主要观点:

公司核心资本占比近 8 成: 股本为第一大来源

近三年来, 农业银行的核心资本占比分别为 74.08%、84.03%、78.50%; 按各类资本构成占比 11 年上半年排名来看, 前 3 位分别为股本 (45.26%)、储备 (33.22%)、次级债 (13.94%); 内源融资占比 40.78%, 外源融资占比 59.22%; 资本来源中次级债占比较低, 2011 年 6 月发行次级债 500 亿元后, 占核心资本比例为 17.75%, 处于规定上限之下, 未来仍可发行次级债空间为 408 亿元。

资本管理办法新规调整将对资本充足率形成负面影响

如果采用资本管理办法新规, 我们考虑三个变量因素对资本充足率的影响: (1) 风险权重; (2) 超额减值准备; (3) 操作风险调整。在假设条件下测算三项调整对公司的资本充足率影响情况, 如 2013 年达标则将分别降低核心资本充足率 0.28%、资本充足率 0.23%。

未来两年内可能实施的融资策略: 发行次级债+股权融资

我们判断公司在 2013 年产生资本缺口 447 亿元, 按照次级债发行上限与目前公司的实际占比差额测算, 公司仍有次级债发行空间为 408 亿元; 我们认为公司 2 年内可能视市场环境和经营情况, 发行次级债进行融资, 提升资本充足率, 弥补业务发展产生的资本缺口; 此外, 仍有少部分的缺口可能会采用股权融资的方式来实现, 或者降低分红比例通过内源融资的方式解决。(极端情况为不良贷款率大幅上升, 可能带来额外的股权融资需求)

投资建议:

维持公司评级: 大市同步。

从 3 季报情况来看, 农业银行的生息资产同比增长 14.30%, 与上市银行均值持平, 公司公布的 11 年 3 季度末 NIM 为 2.80%, 08-10 年分别为 3.03%、2.28%、2.57%, 在上市银行中排名靠前, 公司作为四大国有商业银行之一, 基层网点较多, 信贷资产规模增速与行业整体增速相当, 我们维持公司“大市同步”评级。

风险提示

房地产市场调整, 导致不良贷款率大幅攀升, 对银行业当期利润及净资产造成冲击, 带来银行股的股价下挫。

基本数据 (2012 年 2 月 29 日)

2 月 29 日股价 (元)	2.75
12mth A 股价格区间 (元)	2.43/3.01
总股本 (百万股)	324794
无限售 A 股/总股本	7.87%
流通市值 (百万元)	70319
每股净资产 (元)	1.91
PBR (X)	1.44
DPS (10, 元)	0.054

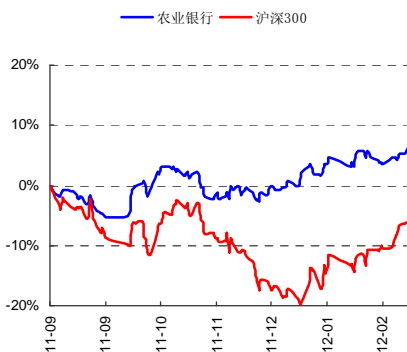
主要股东 (2011 年 10 月 10 日)

中央汇金投资有限责任公司	40.04%
中华人民共和国财政部	39.21%
香港中央结算 (代理人)	8.89%

收入结构 (11Q3)

利息净收入 (百万元)	223364
手续费及佣金净收入 (百万元)	54824
投资净收益 (百万元)	-2023
公允价值变动净收益 (百万元)	503
汇兑净收益 (百万元)	1991
其他业务净收益 (百万元)	517

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: LY12-CT05

相关报告:

首次报告时间: 2012 年 3 月 1 日

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

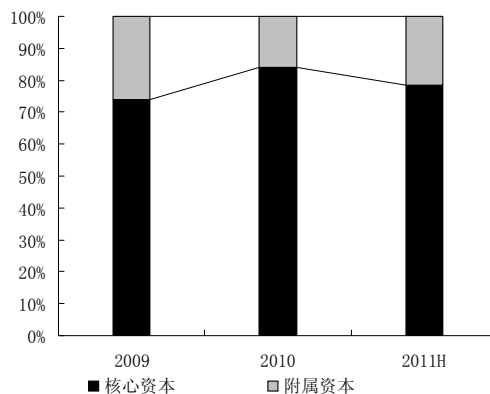
一、农业银行的资本结构状况

1、公司核心资本占比近 8 成

近三年来，农业银行的核心资本占比分别为 74.08%、84.03%、78.50%；按各类资本构成占比 11 年上半年排名来看，前 3 位分别为股本(45.26%)、储备(33.22%)、次级债(13.94%)；内源融资占比 40.78%，外源融资占比 59.22%。

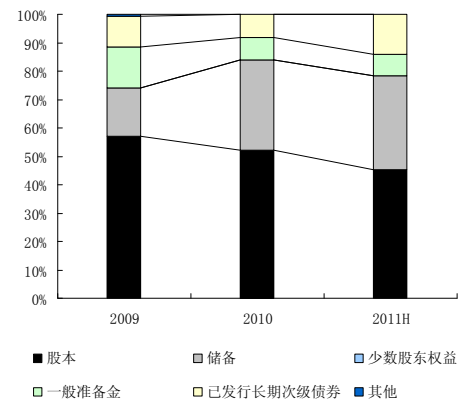
公司的资本来源中次级债占比较低，2011 年 6 月发行次级债 500 亿元后，占核心资本比例为 17.75%，处于规定上限之下，未来仍可发行次级债空间为 408 亿元。

图 1 核心资本、附属资本占比 (%)



数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

图 2 各类资本构成占比 (%)

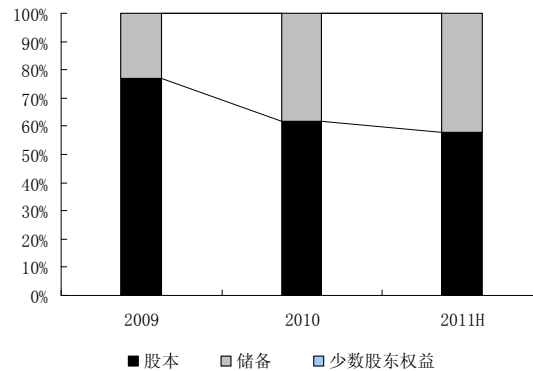


数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

2、核心资本结构：股本为第一大来源，但储备占比逐年上升

近三年来，农业银行的储备占核心资本比例分别为 23.13%、38.11%、42.31%；公司于 2010 年完成 A+H 的 IPO 上市，融资 450 亿元，用于补充核心资本。

图 3 农业银行的核心资本构成 (%)

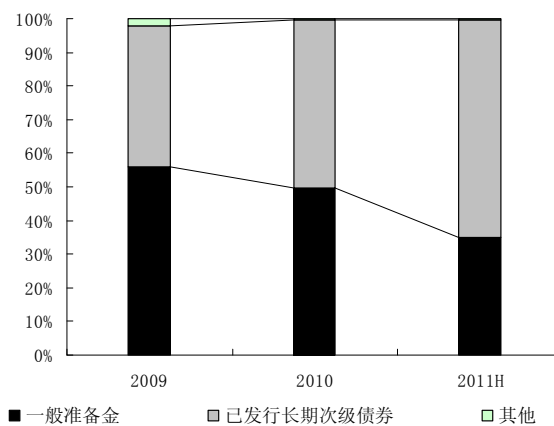


数据来源: 公司财报, 上海证券研究所整理

3、附属资本结构: 次级债占比逐年上升, 一般准备占比下降

近三年来, 公司的次级债占附属资本比例分别为 42.24%、50.09%、64.83%, 对附属资本贡献最大; 一般准备金占比呈逐年下降趋势; 公司最近一次发行次级债融资是 2011 年 6 月发行次级债 500 亿元, 用于补充附属资本, 大幅提升次级债在附属资本中占比。

图 4 农业银行的附属资本构成 (%)



数据来源: 公司财报, 上海证券研究所整理

4、公司的资本充足率在上市银行中排名居中

2010-2011 年 3 季度，农业银行的资本充足率、核心资本充足率如下所示：

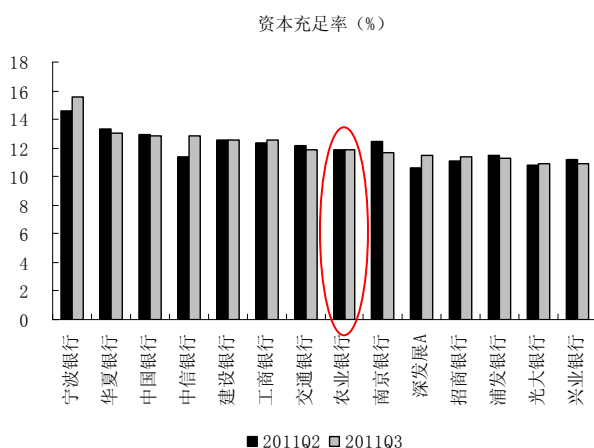
表 1 农业银行的资本充足率情况 (%)

农业银行	2010	2011H	2011Q3
资本充足率	11.59%	11.91%	11.85%
核心资本充足率	9.75%	9.36%	9.36%

数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

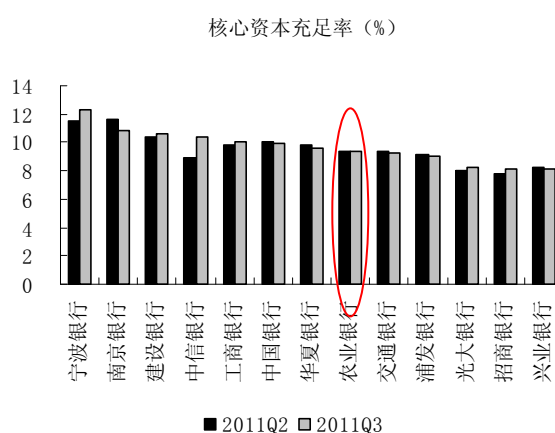
11 年三季度末，在公布指标的上市银行中，农业银行的资本充足率排名第 8 位，核心资本充足率排名第 8 位。

图 5 上市银行资本充足率 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所整理

图 6 上市银行核心资本充足率 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所整理

二、资本管理办法新规对资本充足率的潜在影响

1、风险权重变动影响

根据资本管理办法新规，同业资产风险权重由 04、07 版的 4 个月以内 0%、4 个月以上 20% 统一上调为 25%；非按揭零售贷款风险权重由 100% 下调至 75%；微小企业贷款的风险权重由 100% 下调至 75%。上述三项为影响较大的调整项目，我们测算三项调整对公司的资本充足率影响情况，2010-2011 年中期可分别增加核心资本充足率 0.33%、0.26%，

增加资本充足率 0.39%、0.32%。(注:用小企业贷款数据替代小微企业贷款测算)

表 2 风险权重变动对农业银行资本充足率影响 (%)

风险权重变动测算	2010	2011H
核心资本净额	5251	5633
资本净额	6241	7168
加权风险资产净额	53837	60190
同业资产调整项	351	787
非按揭零售贷款调整项	-1014	-1191
小企业贷款调整项	-1113	-1181
核心资本充足率影响%		
同业资产调整项	-0.06%	-0.12%
非按揭零售贷款调整项	0.19%	0.19%
小企业贷款调整项	0.21%	0.19%
合并影响核心资本充足率	0.33%	0.26%
资本充足率影响%		
同业资产调整项	-0.08%	-0.15%
非按揭零售贷款调整项	0.22%	0.24%
小企业贷款调整项	0.24%	0.24%
合并影响资本充足率	0.39%	0.32%

数据来源:上海证券研究所测算

2、超额减值准备变动影响

新规定下,拨备覆盖率超过 150%的部分,即超额贷款损失可计入二级资本,但不得超过对应贷款信用风险加权资产的 1.25%;在现行规定下,大型银行贷款损失一般准备计入附属资本不得超过贷款总额 1%;我们测算超额减值准备变动调整的结果表明,2010-2011 年中期可分别影响资本充足率-0.58%、+0.12%。

表 3 超额减值准备变动对农业银行资本充足率影响 (%)

超额准备金变动测算	2010	2011H
资本净额	6241	7168
加权风险资产净额	53837	60190
新规变动的调整项	-314	70
资本充足率影响%		
超额减值准备金变动影响资本充足率	-0.58%	0.12%

数据来源:上海证券研究所测算

3、操作风险资本要求变动影响

新规定引入了操作风险资本要求指标，对应增加风险加权资产规模，降低核心资本充足率及资本充足率。我们就操作风险对资本充足率影响测算如下：

假设条件：

- (1) $a=12\%$;
- (2) 按 2008-2010 年三年收入计算平均收入。

测算结果：2010-2011 年中期，引入操作风险资本要求可分别降低核心资本充足率 0.61%、0.53%，分别降低资本充足率 0.73%、0.68%。

表 4 操作风险资本要求对农业银行资本充足率影响 (%)

操作风险变动测算	2010	2011H
核心资本净额	5251	5633
资本净额	6241	7168
加权风险资产净额	53837	60190
操作风险调整项	3619	3619
核心资本充足率影响%		
操作风险变动影响核心资本充足率	-0.61%	-0.53%
资本充足率影响%		
操作风险变动影响资本充足率	-0.73%	-0.68%

数据来源：上海证券研究所测算

4、新规下的资本缺口分析

在原规定下，我们测算 2012-2013 年期间农业银行不存在核心资本缺口，但存在资本缺口 306 亿元；2014-2016 年期间不存在核心资本缺口，但一直存在资本缺口。

表 5 不考虑新规下的农业银行资本缺口预测 (%)

缺口分析	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
核心资本缺口 (预测-要求)	249	308	327	313	265	197
资本缺口 (预测-要求)	12	-113	-306	-564	-892	-1282

数据来源：上海证券研究所测算 (注：负数为缺口，正数为无缺口)

我们测算的假设是：12 年 NIM 与 11 年持平，13-15 年 NIM 分别下降 0.10 个百分点、0.06 个百分点、0.04 个百分点，16 年与 15 年持平；如果 NIM 出现大幅下跌可能会导致这一阶段产生额外的融资需求，在

此情况下公司可通过发行次级债补充二级资本来解决；如果经济周期变化导致不良贷款率大幅上升，这将产生大额股权融资的可能性。

如果采用新规定，农业银行作为系统重要性银行需要在 2013 年达标，三项变动调整合计对农业银行的资本缺口产生影响如下：以 2013 年达标为准，新增核心资本缺口 166 亿元，新增资本缺口 141 亿元；合并后导致公司在 2013 年产生资本缺口 447 亿元。

表 6 三项变动调整对农业银行的资本缺口影响（亿元）

变动指标	变动值
核心资本充足率变动%	-0.28%
资本充足率变动%	-0.23%
新增核心资本缺口	-166
新增资本缺口	-141
2013 年核心资本缺口	0
2013 年资本缺口	-447

数据来源：上海证券研究所测算

5、2 年内可能采取的融资策略：发行次级债+股权融资

在上述测算的基础上，我们判断公司在 2013 年形成融资需求，按照次级债发行上限与目前公司的实际占比差额测算，公司仍有次级债发行空间为 408 亿元；我们认为公司 2 年内可能视市场环境和经营情况，发行次级债进行融资，提升资本充足率，弥补业务发展产生的资本缺口；此外，仍有 39 亿元的缺口可能会采用股权融资的方式来实现，或者降低分红比例通过内源融资的方式解决。

6、公司近年来的融资情况

表 7 近年来农业银行的融资情况（亿元）

资本管理情况	融资方式	金额（亿元）	备注
已发行			
			10 年期，利率 3.3%；附 2014 年 5 月 20 日提前赎回权。
2009 年 5 月	次级债	200	
2009 年 5 月	次级债	250	15 年期，利率 4%；附 2019 年 5 月 20 日提前赎回权。
2009 年 5 月	次级债	50	10 年期，浮动利率=一年定存+0.6%；附 2014 年 5 月 20 日提前赎回权。
2011 年 6 月	次级债	500	15 年期，利率 5.3%；附 2021 年 6 月 7 日提前赎回权。

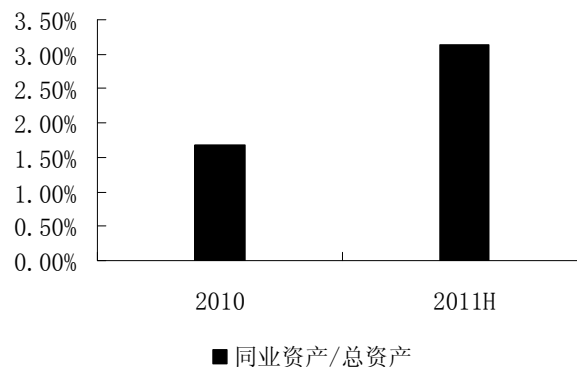
数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

三、资本管理办法新规对资产结构的潜在影响

1、同业资产的吸引力下降，农行占比较小受影响有限

在新规中，对我国其他商业银行的债权的风险权重由“4个月（含）以内 0%；4个月以上 20%”调整为“25%”，同业资产的风险权重整体上升；农业银行的同业资产占比较低，10、11H 分别为 1.68%、3.13%，我们认为此项调整对农业银行的同业资产占比影响较小。

图 7 农业银行存放同业+拆出资金占比（%）

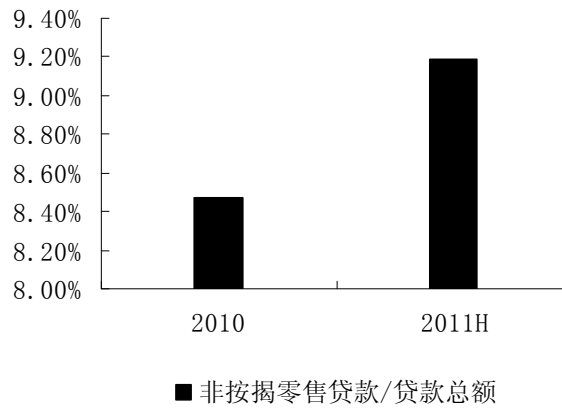


数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

2、非按揭零售贷款占比可能继续上升

2010-2011 年中期，农业银行的非按揭零售贷款占贷款总额比例分别为 8.47%、9.19%；新规中，非按揭零售贷款风险权重为 75%，原规定为 100%；按揭贷款首套房风险权重由原来的 50% 下调至 45%，二套房由原来的 50% 上调至 60%；我们判断，在房地产市场调控的影响下，以及受益于该项资产的风险权重调低，公司的非按揭零售贷款占比可能继续上升。

图 8 农业银行非按揭零售贷款占比 (%)

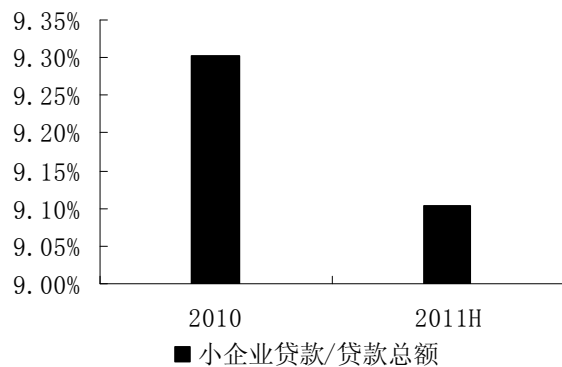


数据来源: 公司财报, 上海证券研究所整理

3、小企业贷款占比可能反弹回升

新规鼓励银行对微小企业放贷, 将风险权重由原来的 100% 下调至 75%, 农业银行的小企业贷款占比从 10 年的 9.30% 下降到 11 年中期的 9.10%, 我们认为在政策的鼓励引导下, 公司的小企业贷款占比可能反弹回升。

图 9 农业银行小企业贷款占比 (%)



数据来源: 公司财报, 上海证券研究所整理

4、风险权重对比表

表 8 资本管理办法新规与现行规定关于风险权重的对比

项目	征求意见稿新规 权重	现行规定 权重
1.现金类资产		
1.1 现金	0%	0%
1.2 黄金	0%	0%
1.3 存放中国人民银行款项	0%	0%
2.对中央政府和中央银行的债权		
2.1 对我国中央政府的债权	0%	0%
2.2 对中国人民银行的债权	0%	0%
2.3 对评级 AA-以上（含 AA-）的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	0%	0%
2.4 对评级 AA-以下，A-（含 A-）以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	20%	100%
2.5 对评级 A-以下，BBB-（含 BBB-）以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	50%	100%
2.6 对评级 BBB-以下，B-（含 B-）以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	100%	100%
2.7 对评级 B-以下的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	150%	150%
2.8 对未评级的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	100%	
3.对我国金融机构的债权		
3.1 对我国政策性银行的债权	0%	0%
3.2 对我国中央政府投资的金融资产管理公司的债权		
3.2.1 持有我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券	0%	0%
3.2.2 对我国中央政府投资的金融资产管理公司的其他债权	100%	100%
3.3 对我国其他商业银行的债权	25%	4 个月（含）以内 0%；4 个月以上 20%
3.4 对我国其他商业银行的次级债权（未扣除部分）	100%	100%
3.5 对我国其他金融机构的债权	100%	
4.对在其他国家/地区注册金融机构的债权		
4.1 对评级 AA-及以上国家和地区注册的商业银行的债权	25%	20%
4.2 对评级 AA-以下，A-（含 A-）以上国家和地区注册的商业银行的债权	50%	100%
4.3 对评级 A-以下，B-（含 B-）以上国家和地区注册的商业银行的债权	100%	100%
4.4 对评级 B-以下国家和地区注册的商业银行的债权	150%	100%
4.5 对未评级的国家和地区注册的商业银行的债权	100%	
4.6 对多边开发银行、国际清算银行及国际货币基金组织	0%	0%

的债权		
4.7 对其他金融机构的债权	100%	100%
5.对一般企业的债权	100%	100%
6.对符合标准的微小企业的债权	75%	100%
7.对个人的债权		
8.1 用于购买首套房的个人住房抵押贷款	45%	50%
8.2 用于购买第二套房的个人住房抵押贷款	60%	50%
8.3 对已抵押房产，在购房人没有全部归还贷款前，商业银行以再评估后的净值为抵押追加贷款的，追加的部分	150%	50%
8.4 对个人其他债权	75%	100%
8.租赁资产余值	100%	100%
9.股权		
10.1 对金融机构股权风险暴露（未扣除部分）	250%	100%
10.2 商业银行被动持有的对工商企业股权投资风险暴露	400%	
10.3 商业银行因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业股权风险暴露	400%	
10.4 商业银行持有的其他对工商企业其他股权风险暴露	1250%	100%
10.其他		
11.1 联行往来、外汇买卖及同城票据交换等零风险款项	0%	
11.2 非自用不动产	1250%	
11.3 未扣除的净递延税资产	250%	
11.4 其他表内资产	100%	100%

数据来源：银监会，上海证券研究所整理

■ 投资评级与投资策略：

维持农业银行“大市同步”的评级

从3季报情况来看，农业银行的生息资产同比增长14.30%，与上市银行均值持平，公司公布的11年3季度末NIM为2.80%，08-10年分别为3.03%、2.28%、2.57%，在上市银行中排名靠前，公司作为四大国有商业银行之一，基层网点较多，信贷资产规模增速与行业整体增速相当，我们维持公司“大市同步”评级。

风险提示

房地产市场调整，导致不良贷款率大幅攀升，对银行业当期利润及净资产造成冲击，带来银行股的股价下挫。

■ 数据预测与估值:
表9 银行业重点关注股票 EPS 预测和 P/E

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E			投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
民生银行	600016.SH	6.59	0.66	1.01	1.18	10.01	6.52	5.58	跑赢大市
南京银行	601009.SH	9.66	0.78	1.09	1.35	12.41	8.86	7.16	跑赢大市
浦发银行	600000.SH	9.54	1.03	1.46	1.60	9.28	6.53	5.98	跑赢大市
华夏银行	600015.SH	11.57	0.87	1.31	1.58	13.23	8.83	7.32	跑赢大市
招商银行	600036.SH	12.87	1.19	1.60	1.90	10.78	8.05	6.77	跑赢大市
北京银行	601169.SH	10.71	1.09	1.37	1.69	9.80	7.82	6.33	跑赢大市
深发展 A	000001.SZ	17.1	1.23	1.95	2.46	13.94	8.77	6.95	大市同步
兴业银行	601166.SH	14.31	1.72	2.37	2.75	8.33	6.05	5.20	大市同步
农业银行	601288.SH	2.75	0.29	0.39	0.46	9.41	7.04	5.94	大市同步
交通银行	601328.SH	5.02	0.63	0.76	0.92	7.96	6.59	5.45	大市同步
工商银行	601398.SH	4.43	0.47	0.58	0.69	9.36	7.59	6.41	大市同步
中国银行	601988.SH	3.07	0.37	0.46	0.54	8.21	6.63	5.67	大市同步

数据来源: Wind, 股价数据为2012年2月29日收盘价, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。