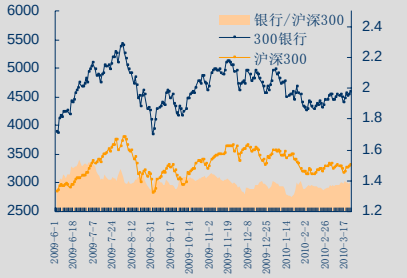
PB1.8 倍 定价 2.46 元

——农业银行（601288）新股定价报告——

研究员
付立春
执业证号：S1250109050918
电话：010-57631179
邮箱：flc@swsc.com.cn

银行业相对市场的表现：2009H-



资料来源：西南证券研发中心

内容摘要:

- **上市前农行的业绩快速提升。**经过了不良资产剥离、股份制改造以及运营管理改革，近年来农行业务快速发展，盈利能力大幅提升，资产质量明显改善。
- **规模大，投入压力不大。**农行规模庞大，在很多方面居于全国首位。相对而言，农行后续在物理网点、信息化投入方面的压力不大。
- **短期优惠对冲风险。**农行正在推行的三农金融业务发展和改革措施可能增加业务经营的风险，不过国务院的政策优惠会在相当程度上抵消这一风险。
- **涉农业务的长期潜力大。**目前农行 4 .1 万亿元的总信贷规模中，县域信贷规模约 1 .2 万亿元，占比为 28 .8％。在这 1 .2 万亿元之中，约有 8000 多亿元企业贷款，约 3000 多亿元的个人贷款。作为国家涉农改革的重要载体，农业银行将承担相当重要的责任，同时也会更多地分享涉农金融现代化的成果。
- **治理完善相对滞后，管理成本较高。**在其他银行股改上市、现代化治理日益形成时，农行的治理结构推进相对缓慢，公司管理现代化程度相对滞后。相对其他国有大行而言，农行的管理成本也比较高。
- **资产质量并无优势。**目前农业银行按揭、开发贷款占总贷款和比重为 22.3%，其中开发占 10.3%，按揭占 12.0%，风险不大。但不排除地方融资平台的风险相对较大。而公司全年计提了 443 亿元坏账准备，09 年末不良贷款拨备总额为 1267 亿元，拨备覆盖率 105.4%，略显偏低。
- **PB1.8X 定价 2.46。**相对而言，农行的增长空间较大，但盈利能力与资产质量相对处于劣势，2010 年一季度农行净资产 3703 亿元，股本 2700 亿，BVPS（MRQ）1.37 元。目前其他三大行分别为中国银行 1.67，建设银行 1.9，工商银行 1.95。按照 1.7-1.9 倍的 PB 范围计算，农行的 IPO 价格在每股 2.3-2.6 元；按照 1.8 倍 PB 计算，农业银行 IPO 价格在 2.46 元。

上市前农行的业绩快速提升

经过了不良资产剥离、股份制改造以及运营管理改革，近年来农行业务快速发展，盈利能力大幅提升，资产质量明显改善。2009 年，农行实现净利润人民币 650 亿元，同比增长 26.3%，基本每股收益达到 0 .25 元。农行资本充足率 10.07%，核心资本充足率 7.74%。今年一季度，农行业绩继续大幅提升。数据显示，一季度实现净利润 249 .79 亿元，较 2009 年同期的 180.34 亿元大幅增长 38.5%。在资产质量方面，一季末，不良贷款余额降至 1095.43 亿元，不良贷款率降至 2.46%。

规模大，投入压力不大

农行规模庞大，在很多方面居于全国首位：农行的物理网络覆盖范围最广泛、ATM 数量最多农行拥有 3.2 亿个人客户，是国内最大的零售银行；代理新保单规模同业第一；信息化水平高，信息科技水平在国家信息化测评中心“2008 年度中国企业信息化 500 强”中排名第五。

相对而言，农行后续在物理网点、信息化投入方面的压力不大。

短期优惠对冲风险

农行正在推行的三农金融业务发展和改革措施可能增加业务经营的风险，不过国务院的政策优惠会在相当程度上抵消这一风险。

如 5 月中旬，央行、财政部、银监会三部门联合发布了一份通知，明确了农行“三农金融事业部”改革试点的范围、管理架构、运行机制以及政策支持。对试点的县域支行，比照农信社收费政策，免收业务监管费和机构监管费，施行差别化存款准备金率。按照这些政策优惠和支持项目累加计算下来，如果进行量化的话，能为农行增加 50 亿到 60 亿元的利润。

涉农业务的长期潜力大

目前农行 4 .1 万亿元的总信贷规模中，县域信贷规模约 1 .2 万亿元，占比为 28 .8%。在这 1 .2 万亿元之中，约有 8000 多亿元企业贷款，约 3000 多亿元的个人贷款。作为国家涉农改革的重要载体，农业银行将承担相当重要的责任，同时也会更多地分享涉农金融现代化的成果。

治理完善相对滞后，管理成本较高

在其他银行股改上市、现代化治理日益形成时，农行的治理结构推进相对缓慢，公司管理现代化程度相对滞后。相对其他国有大行而言，农行的管理成本也比较高。

资产质量并无优势

目前农业银行按揭、开发贷款占总贷款和比重为 22.3%，其中开发占 10.3%，按揭占 12.0%，风险不大。但不排除地方融资平台的风险相对较大。而公司全年计提了 443 亿元坏账准备，09 年末不良贷款拨备总额为 1267 亿元，拨备覆盖率 105.4%，略显偏低。

PB1.8X 定价 2.46 元

相对而言，农行的增长空间较大，但盈利能力与资产质量相对处于劣势，2010 年一季度农行净资产 3703 亿元，股本 2700 亿，BVPS（MRQ）1.37 元。目前其他三大行分别为中国银行 1.67，建设银行 1.9，工商银行 1.95。按照 1.7-1.9 倍的 PB 范围计算，农行的 IPO 价格在每股 2.3-2.6 元；按照 1.8 倍 PB 计算，农业银行 IPO 价格在 2.46 元。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：（010）57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：http://yf.swsc.com.cn/