



农业银行（601288）：特色经营，规模取胜

IPO 投资价值分析报告

银行板块与沪深300指数走势



基础数据

发行前总股本	2700 亿股
A 股发行（绿鞋前）	222.35 亿股
H 股发行（绿鞋前）	254.17 亿股
发行后总股本（绿鞋前）	3176.47 亿元

研究员 张文刚

投资咨询证书号 S0620210030008

电 话 025-83367888 转 3105

邮 箱 wgzhang@njzq.com.cn

研究员 王明芬

电 话 025-83367888 转 3105

邮 箱 mfwang@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级： 无

- **发行概况：**公司发行前总股本2700亿股。A/H同步发行，不考虑超额配售部分，A股222.35亿股，H股254.12亿股。发行后总股本3176.47亿股。本次A股发行采用向战略投资者定向配售（40%），网下向询价对象配售（18.8%）与网上资金申购发行（41.2%）相结合的方式。
- **规模庞大，网点数众多：**以境内分支机构数量计，公司拥有大型商业银行中覆盖范围最广泛的销售网络。从总资产规模上看，公司在五大国有银行中排名第三。2008年不良资产剥离，财务重组后，公司生息资产结构有所变化，贷款占比减少，投资类增多。由此导致净息差水平受到负面影响。但是目前公司存贷比较低，有利于今后业务发展。
- **盈利能力具有潜在提升空间：**公司净资产收益率高于同业水平，然而资产高速扩张下，总资产收益率并不理想。考虑到公司活期存款占比较高，加息下净息差提升幅度较大，盈利能力具有潜在提升空间。
- **资产质量相对较弱，但整体水平稳定可控：**截至2009年末，公司不良贷款余额总计1202.41亿元，不良贷款率2.91%，较2008年成功实现双降，表明公司风险控制能力正在提升。但是相比于全行业水平，不良率依然偏高。在全面风险体系框架下，公司对三农金融实行差异化经营，信用成本将有望实现较快下降。
- **估值与投资建议：**我们预计公司2010年和2011年净利润增速将分别达到35.52%和19.26%，发行摊薄后绿鞋前每股收益0.28元和0.33元，每股净资产1.78元和2.03元。参照上市四大行目前的估值水平，我们认为公司的合理估值水平为对应2010年市净率1.5-1.8倍，对应股价为2.67-3.2元。

一 公司基本情况

1 发行概况

公司发行前总股本为2700亿股，发行后若不计超额配售部分，总股本为3176.41亿股，所发行新股占发行后总股本的15%。若计算超额配售部分，则总股本扩大为3247.94亿股，发行新股占发行后总股本的16.87%。A/H将同步发行并互为条件，具体发行股本数据参见下“表1”：

表1：公司发行股本数据表

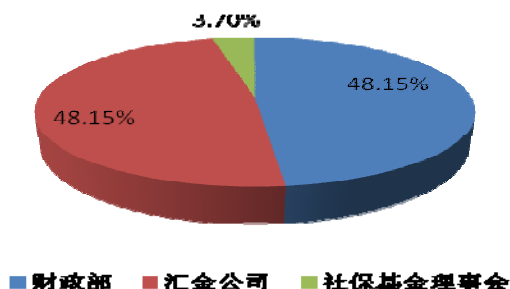
	绿鞋前发行股本	占发行后总股本%	绿鞋后发行股本	占发行后总股本%
A股	22,235,294,000	7%	25,570,588,100	7.87%
H股	25,411,765,000	8%	29,223,529,750	9%
总计	47,647,059,000	15%	54,794,117,850	16.87%

数据来源：公司招股说明书，南京证券

本次A股发行采用向战略投资者定向配售，网下向询价对象配售与网上资金申购发行相结合的方式。其中战略配售不超过10,228,235,000股，约占A股超额配售权全额行使后发行规模的40%。网下发行不超过4,800,000,000股，约占A股超额配售权全额行使后发行规模的18.8%。其余部分向网上发行。

2 主要股东简介

图1：公司现有股东



数据来源：公司招股说明书，南京证券

公司目前总股本为2700亿股，其中财政部和汇金公司各持有1300亿股，社保基金理事会持有100亿股。

财政部：成立于1949年10月，作为国务院的组成部门，是主管我国财政收支、税

收政策等事宜的宏观调控部门。目前财政部持有公司股份1,300亿股，约占本次发行前总股本的48.15%。财政部持有的股份不存在被质押或其他有争议的情况。根据《关于中国农业银行股份有限公司股份认购的协议》，财政部享有社保基金理事会持有本行约3.70%的股份的投票权，合计享有公司约51.85%的股份的投票权。

汇金公司：经国务院批准、依据《公司法》于2003年12月16日成立的国有独资有限责任公司，其注册资本为5,521.17亿元。汇金公司的经营范围为接受国家授权，对国有重点金融企业进行股权投资。目前汇金公司持有公司股份1,300亿股，约占本次发行前总股本的48.15%。汇金公司持有的股份不存在被质押或其他有争议的情况。

社保基金理事会：全国社保基金由国有股减持划入的资金和股权资产、中央财政预算拨款、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益构成，是中央政府专门用于社会保障支出的补充、调剂基金。社保基金理事会是全国社保基金的管理运营机构，为国务院直属事业单位，由国务院直接领导，并接受国务院或国务院授权部门的监督。2010年4月21日，财政部、汇金公司、公司与社保基金理事会签署《关于中国农业银行股份有限公司股份认购的协议》。根据该协议，社保基金理事会以总金额155.20亿元认购向其新发行的100亿股股份。

财政部和汇金公司承诺，自公司A股股票上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其持有A股首次公开发行前已发行股份，也不由公司回购该部分股份。但是在获得相关监管机构批准专为H股后，H股部分将不受三十六个月锁定期限制。社保基金理事会所持已购股份须自交易日起锁定五年，或自公司首发定价日起锁定三年，以较长时间为准。锁定期满一年内，社保基金理事会可以转让不超过30%的股份，两年内可以转让不超过60%的股份。

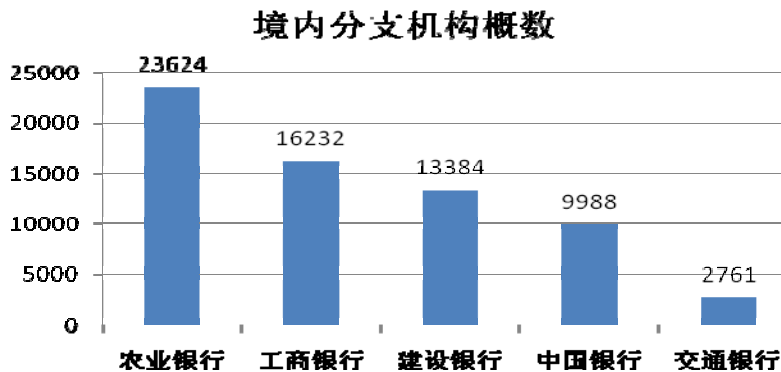
3 募集资金用途

本次A股发行募集资金，在扣除发行费用后将全部用于充实公司资本金，以支持未来业务发展。

二 公司基本面分析

1 规模比较

图1：五大行2009年底境内分支机构数

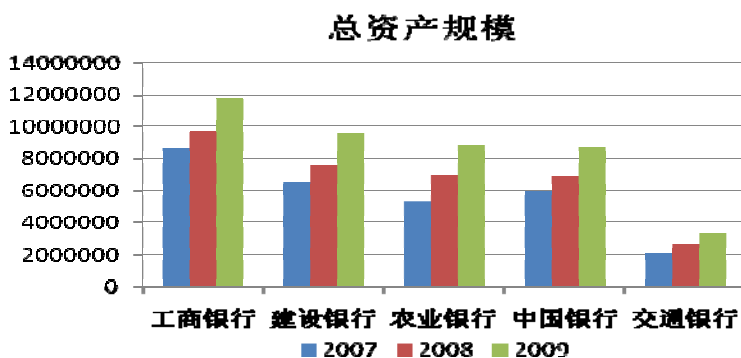


数据来源：公司招股说明书，南京证券

以境内分支机构数量计，公司拥有大型商业银行中覆盖范围最广泛的销售网络。截至2009年末，公司的境内分支机构数达到了23624家，排名第一且远超位列第二的工商银行（如上“图1”所示）。公司在县域地区共拥有12737家分支机构，占比达到53.9%。此外，公司在经济发达地区的网点覆盖最为广泛，在长三角，珠三角以及环渤海地区分别拥有3116家，2590家和3355家分支机构，均居大型商业银行首位。

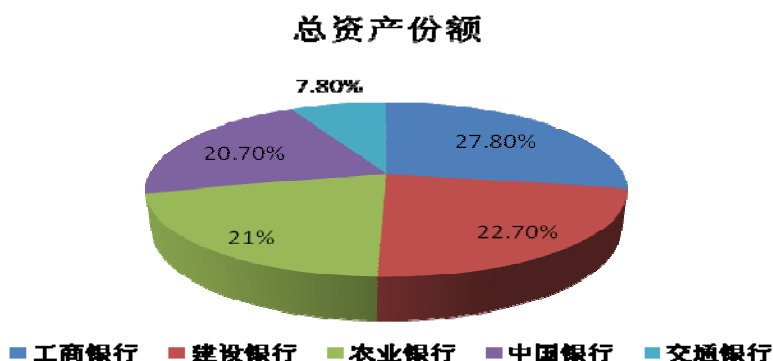
从总资产规模上来看，截至2009年末，工商银行，建设银行，农业银行，中国银行及交通银行的总资产占中国银行业资产总额的53.8%，其中农业银行总资产余额为8.9万亿，占比11.30%（如下“图2”及“图3”所示），位列第三，仅次于工商银行（11.78万亿，占比14.96%）和建设银行（9.6万亿，占比12.21%）。

图2：五大国有银行2007-2009年总资产规模



数据来源：公司财报，南京证券

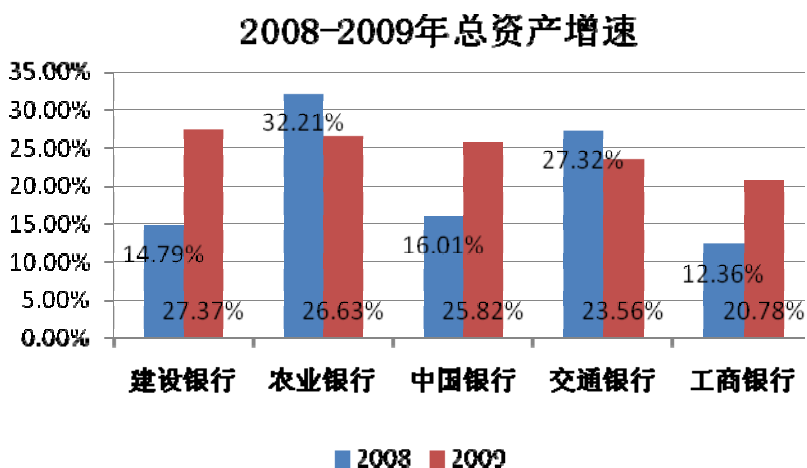
图3：2009年末五大国有银行总资产占比



数据来源：招股说明书，南京证券

从增速上来看，公司2008年和2009年的总资产增速分别为32.21%和26.63%，在五大国有银行中处于较高水平（如下“图4”所示）。

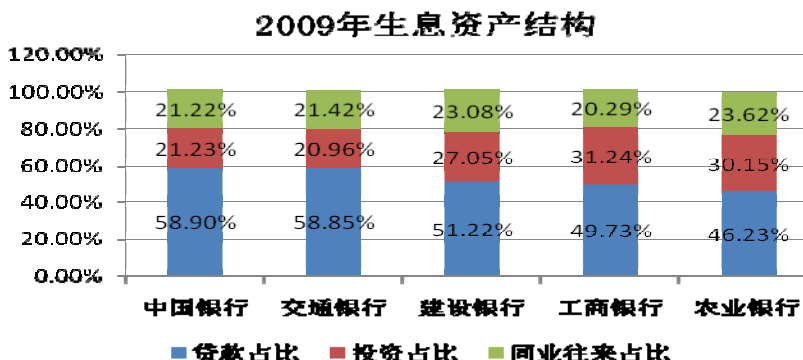
图4：2008-2009年五大行总资产增速



数据来源：公司财报，南京证券

2009年末，公司的生息资产占比总资产97.7%，其中贷款余额占比46.23%在五大行中占比最少（如下“图5”所示），而投资规模占比达30.15%，仅次于工商银行的31.24%。这主要是由于2008年四季度剥离不良资产8156.95亿元，其中6650.93亿元形成公司应收财政部款项，以3.3%的年利率从2008年开始计息。这就导致了公司的投资资产规模占比在从2007年的25.32%大幅上升到2008年的33.84%。

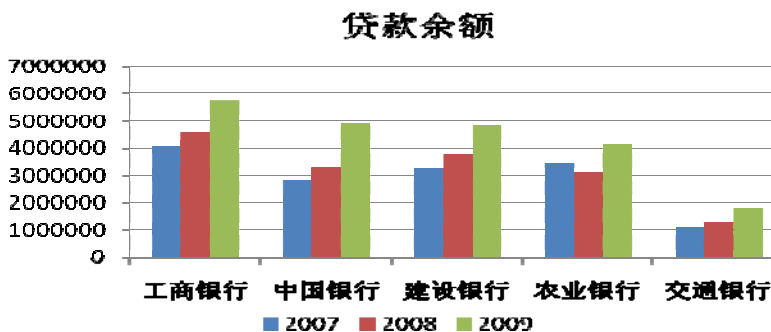
图5：2009年五大行生息资产结构



数据来源：公司财报，南京证券

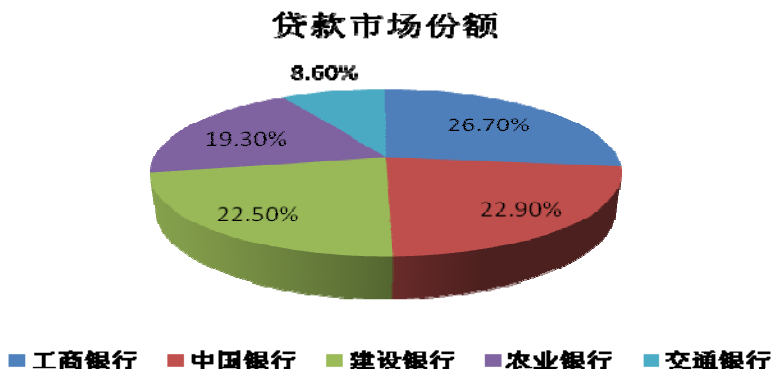
公司2009年末贷款余额规模在五大行中排名第四，余额总计为4.14万亿，占全国银行业总贷款的9.7%（如下“图6”所示）。实际上2007年公司的贷款规模在五大行中排名第2，低于工商银行。但是经历了2008年的不良资产剥离后，余额有所下降。在2009年的信贷井喷下，贷款增速33.48%，略高于行业整体水平。

图6：2007-2009年五大行贷款余额



数据来源：公司财报，南京证券

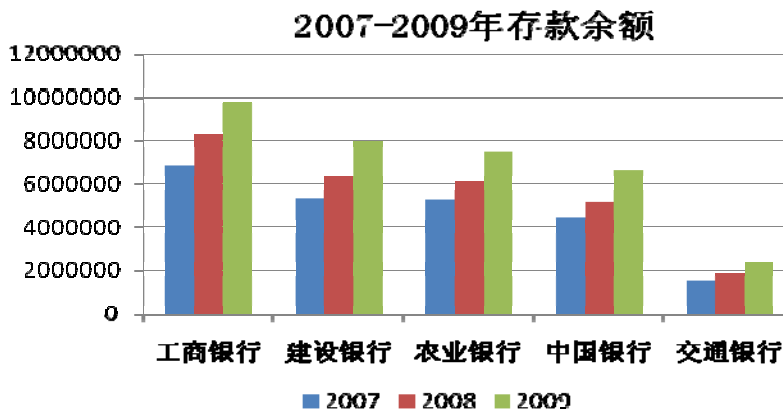
图7：2009年五大行贷款余额占比



数据来源：公司财报，南京证券

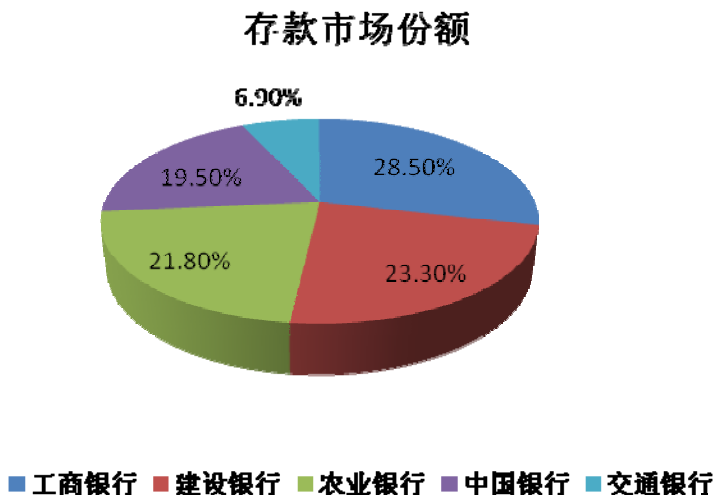
公司2009年末存款余额7.5万亿，占全国银行业总额的12.3%，全国商业银行中排名第三（如下“图9”所示）。近几年来，公司贷款稳步增长，但是增速稍低于行业整体水平。

图9：2009年五大行存款余额



数据来源：公司财报，南京证券

图9：2009年五大行存款余额占比



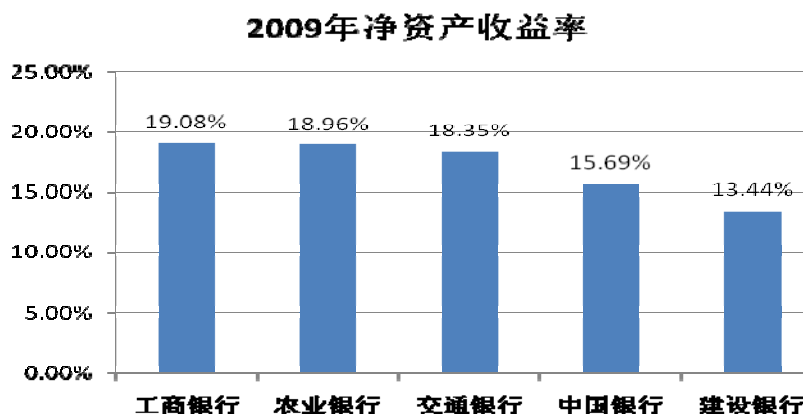
数据来源：公司财报，南京证券

此外，截至2009年末，公司三农金融业务资产占全行的36.4%，负债占全行的37.7%；贷款余额较年初增长43.4%，高于公司整体贷款增速9.9个百分点。

2 盈利能力比较

2009年末公司的净资产收益率（如下“图10”所示）为18.96%，仅次于工商银行（19.08%）。这主要是由于2008年不良资产剥离后，公司盈利状况发生了明显的好转。

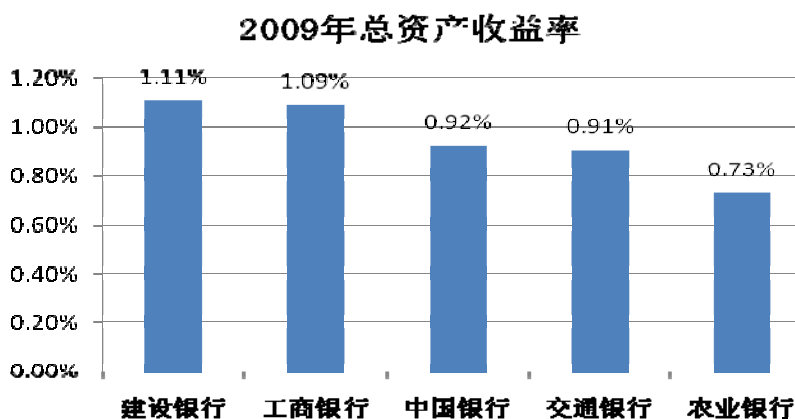
图10：2009年五大行净资产收益率



数据来源：公司财报，南京证券

然而2009年末公司的总资产收益率（如下“图11”所示）仅为0.73%，在五大行中最低。这主要是由于公司近几年总资产增速较高，但是同时受到财务重组的影响，生息资产中生息率最高的贷款占比相对较少，导致了公司的总资产收益率被削弱。

图11：2009年五大行总资产收益率

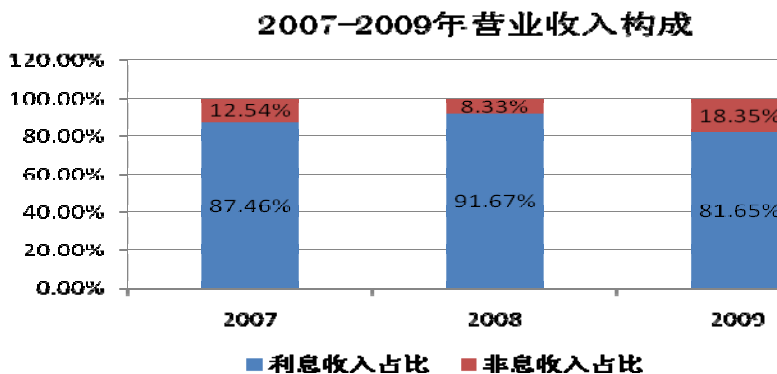


数据来源：公司财报，南京证券

从公司目前的盈利结构来看，2009年公司的非息收入占比相对于2007年和2008年均较大幅度的上涨（如下“图12”所示），这主要是受益于手续费净收

入的增长，公允价值变动损益和汇兑收益的由负转正。其中2009年手续费及佣金净收入同比增长了49.8%，高于同业水平。

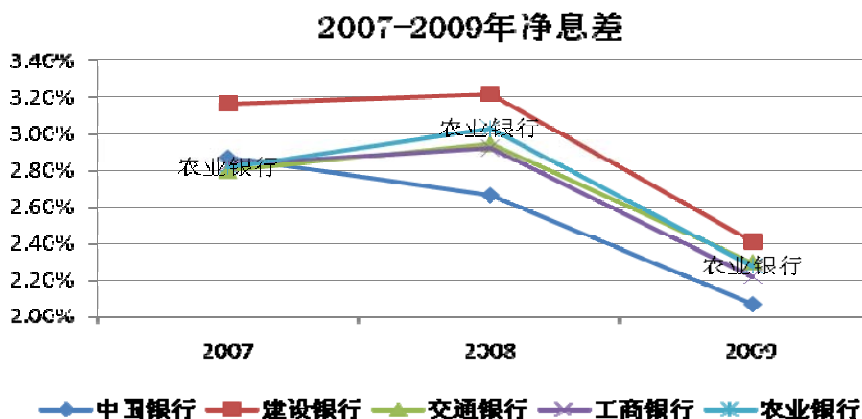
图12：2007-2009年公司营业收入构成



数据来源：公司财报，南京证券

利息净收入由于受到净息差下降的影响，占比大幅萎缩。2009年公司净息差下降了75BP（如下“图13”所示），降幅较大。一方面这是受到2008年降息的影响，另一方面也与不良资产剥离后，转为应收账款后，投资部分规模扩大，降低了收益水平有关。

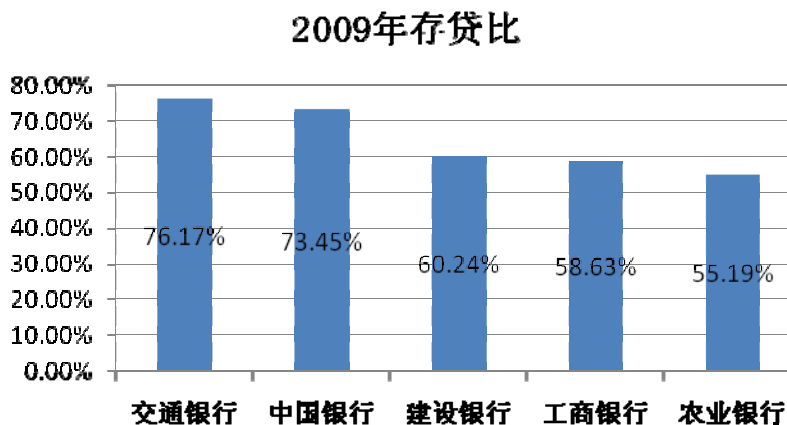
图13：2007-2009年五大行净息差走势



数据来源：公司财报，南京证券

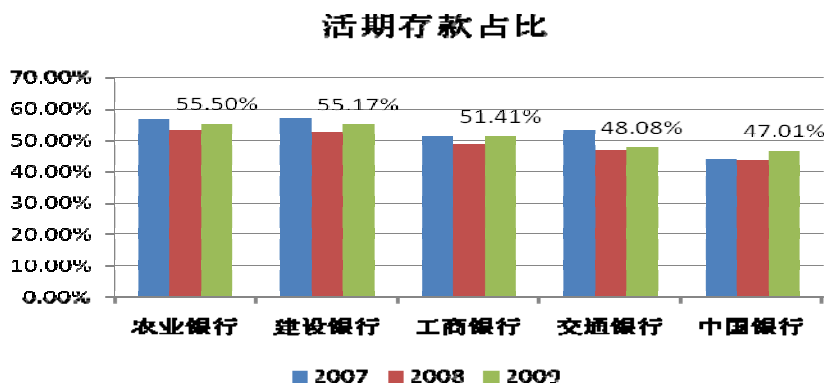
不过公司目前的存贷比在行业内处于较低水平（如下“图14”所示），2009年底仅为55.19%，这为今后贷款业务的发展留有了较大的空间，有助于净息差的进一步提升。此外，公司的活期存款占比在同业中也处于较高水平（如下“图15”所示），有利于加息下的成本控制。

图14：2009年五大行存贷比



数据来源：公司财报，南京证券

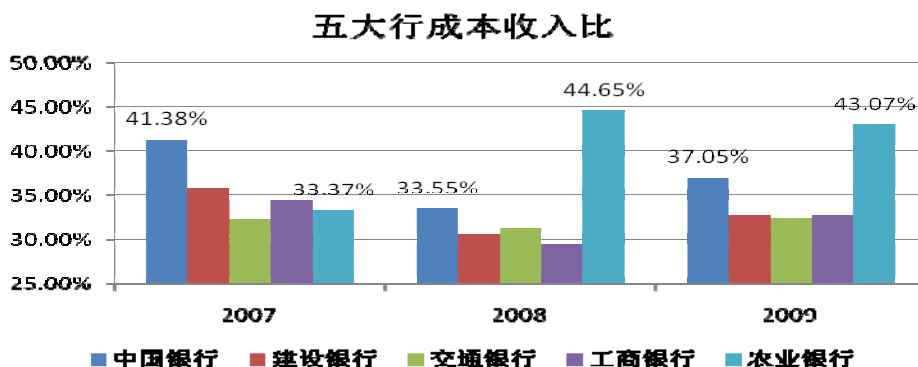
图15：2007-2009年五大行活期存款占比



数据来源：公司财报，南京证券

公司2009年末成本收入比为43.07%，和已上市的四大行相比较高（如下“图16所示”）。这将成为公司未来需要严格控制，提升盈利水平的重点之一。

图16：五大行成本收入比

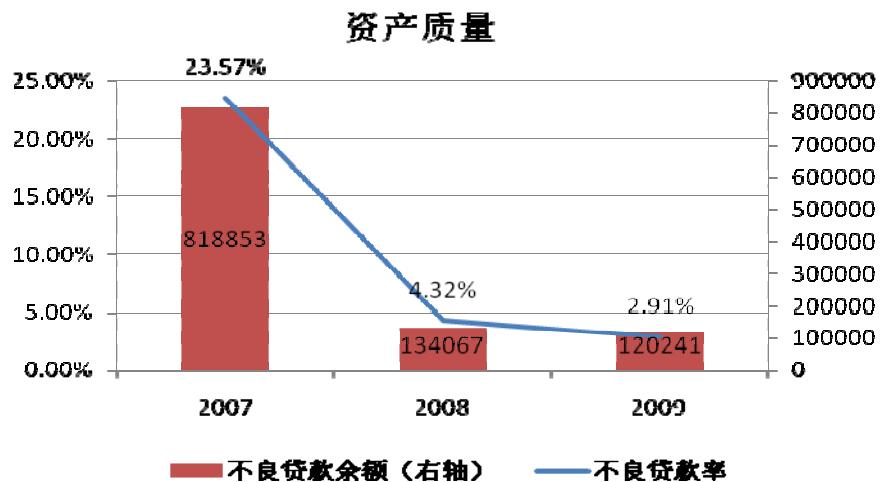


数据来源：公司财报，南京证券

3 资产质量比较

截至2009年末，公司不良贷款余额总计1202.41亿元，不良贷款率2.91%，较2008年成功实现双降，表明公司风险控制能力正在提升。2008年对于公司是特殊的一年，公司进行了财务重组，按账面价值剥离了7667.68亿元的不良贷款，其中可疑类2173.23亿元，损失类5494.45亿元。因此，不良余额和不良率出现了大幅下降（如下“图17”所示）。

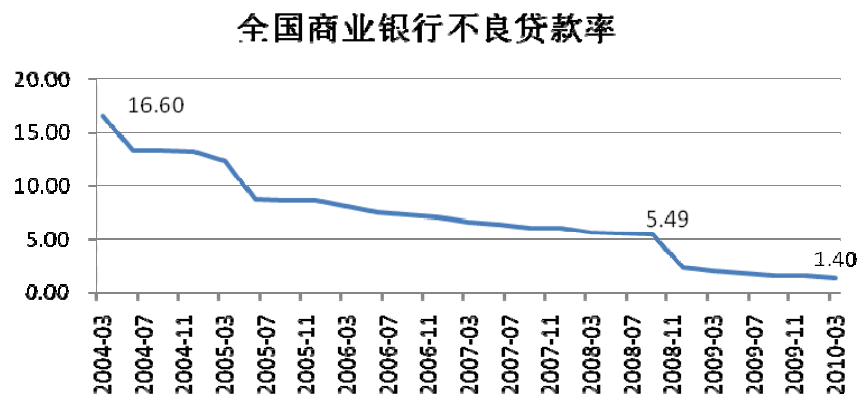
图17：2007-2009年公司资产质量



数据来源：公司财报，南京证券

但是就全行业的不良率来看，公司的不良贷款率还是高于行业整体水平。从下“图18”可以看出2009年末全国商业银行的不良贷款率为1.58%，今年1季度为1.40%。因此，公司的资产质量不容乐观。

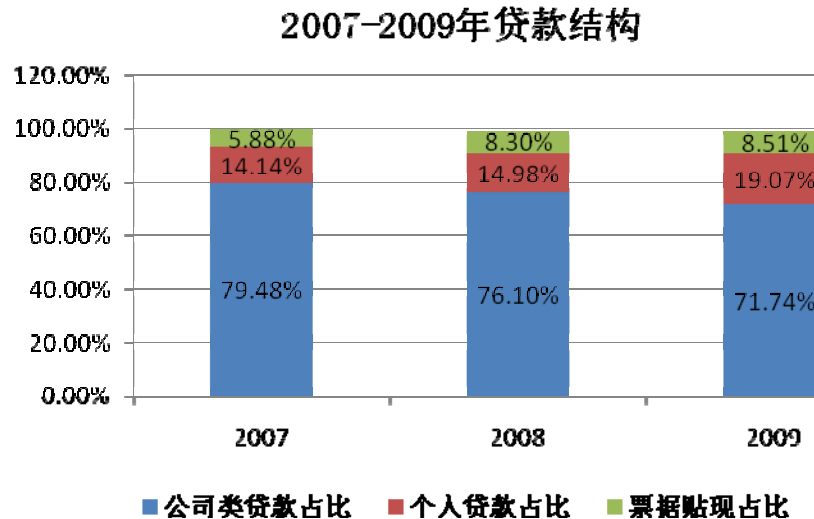
图18：全国商业银行不良贷款率水平



数据来源：Wind数据，南京证券

公司贷款以对公为主，占比70%以上，近三年占比有所下降，相反票据和个贷占比上升显著（如下“图19”所示）。

图19：2007-2009年公司贷款结构



数据来源：招股说明书，南京证券

从各部分贷款来看，公司类贷款资产质量最低，2009年的不良率为3.66%。票据贴现最好不良率为0.02%，个人贷款质量中等不良率为1.40%（如下“表2”所示）。

表2：按贷款业务类型划分资产质量

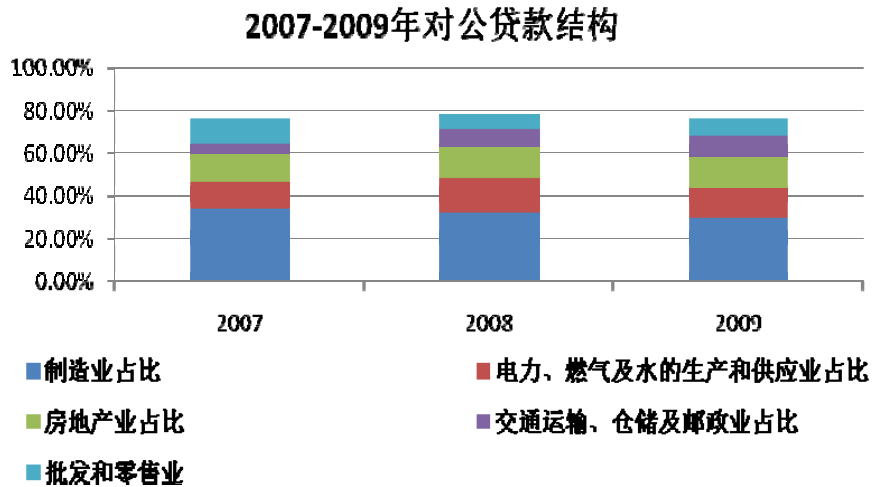
百万元	2007		2008		2009	
	不良余额	不良率	不良余额	不良率	不良余额	不良率
公司类贷款	749,158	27.13%	123,289	5.23%	108,785	3.66%
票据贴现	374	0.18%	71	0.03%	66	0.02%
个人贷款	68,864	14.02%	10,323	2.22%	11,072	1.40%
境外及其他	457	2.58%	387	2.01%	318	1.14%

数据来源：招股说明书，南京证券

从公司类贷款的结构来看（如下“图20”所示），前五大占比最高的行业分别为制造业(29.87%)，电力，燃气及水的生产和供应(13.86%)，房地产(14.39%)，交通运输、仓储及邮政业(10.22%)和批发零售业(7.66%)。2009年在顺应国家有效控制三高行业的政策倡导下，公司贷款结构有所优化，制造业贷款占比下降最多，贷款占比提升做多的行业是租赁和商业服务，交通运输、仓储及邮政业以

及水利环境和公共设施管理。

图20：2007-2009年对公贷款结构



数据来源：招股说明书，南京证券

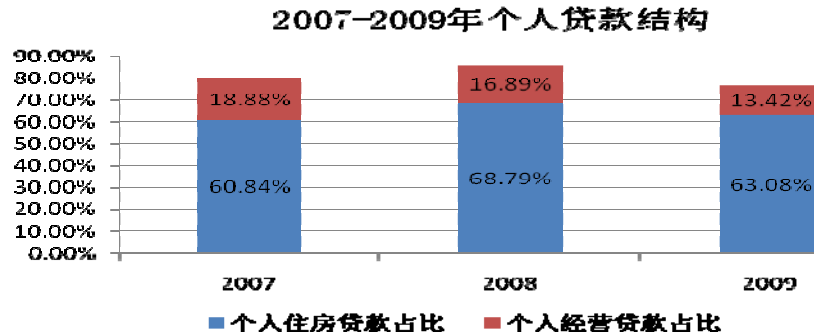
表3：公司对公类贷款前五大行业资产质量

百万元	2007		2008		2009	
	不良余额	不良率	不良余额	不良率	不良余额	不良率
制造业	293,559	31.04%	32,640	4.28%	34,445	3.88%
电力，燃气及水的生产和供应	26,531	7.77%	21,866	5.71%	16,062	3.90%
房地产业	35,920	10.35%	20,362	16.5%	14,816	3.47%
交通运输，仓储及邮政	15,092	9.48%	7,861	3.93%	9,243	3.05%
批发和零售业	159,107	51.94%	9,091	7.4%	10,412	4.58%

数据来源：招股说明书，南京证券

公司个贷质量好于对公类贷款，从结构上看以个人住房贷款为主，占比在60%以上（如下“图21”所示）。2009年末，个人住房贷款和个人经营性贷款不良率为1.08%和3.23%（如下“表4”所示），较2008年有所下降。

图21：2007-2009年对个贷结构



数据来源：招股说明书，南京证券

表4：公司个贷资产质量

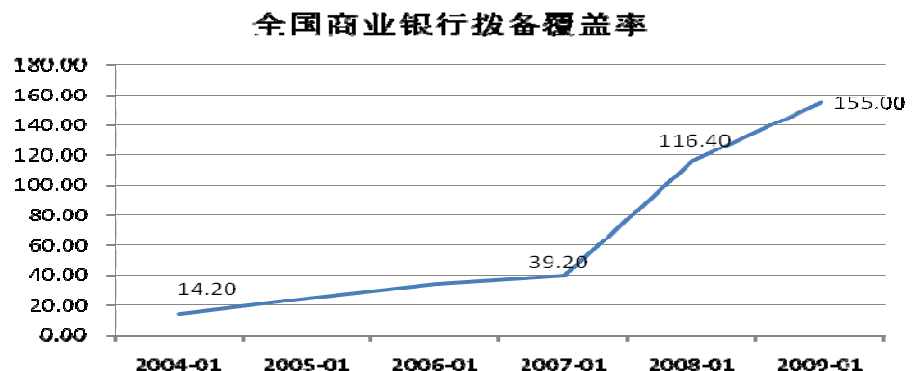
百万元	2007		2008		2009	
	不良余额	不良率	不良余额	不良率	不良余额	不良率
个人住房贷款	7,426	2.48%	5,271	1.65%	5,389	1.08%
个人经营贷款	9,837	10.61%	3,171	4.04%	3,426	3.23%

数据来源：招股说明书，南京证券

从贷款分布地区来看，公司的贷款主要分布在长三角，珠三角及环渤海等经济发达地区。此外，80%以上的贷款是具有抵押，质押和保证类贷款。这说明目前的资产质量状态可控。

公司2009年末的拨备覆盖率为105.37%，较全行业整体水平（如下“图22”所示）依然偏低。但是管理层表示，今年内一定可以达到拨备覆盖率150%的监管窗口线。

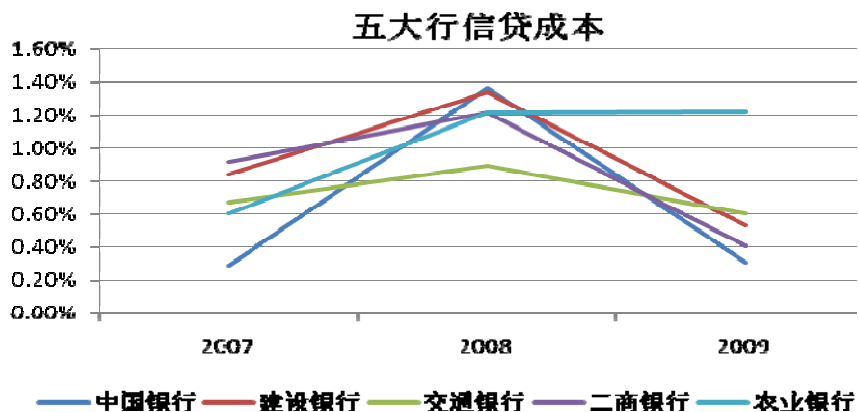
图22：全国商业银行拨备覆盖率



数据来源：Wind数据，南京证券

由于资产质量相对较差,公司的信贷成本在同业中也较高,2009年末为1.22%,几乎是其余四大行的2倍多(如下“图23”所示)。管理层表示,今后资产质量将有所改善,信贷成本也将会以每年0.4个百分点的速度下降,并稳定在0.4%的同行业平均水平上。

图23: 五大行信贷成本



数据来源: 公司财报, 南京证券

三投资建议

1 盈利预测

公司2009年净利润增长26.40%，高于上市银行整体净利润增速（16.59%），实现本次发行前每股收益0.25元和每股净资产1.32元。根据公司目前的经营水平以及宏观经济调控政策，我们对公司未来的盈利预测做如下假设：

1) 2010-2011年公司的总资产增速分别为16.28%和14.48%，贷款增速分别为18%和16%，存款增速为16%和15%，存贷比小幅上涨分别为56.14%和56.63%。不考虑加息的情况，公司净息差将较2009年回升8BP至2.36%。

2) 公司目前的管理成本高于同行业水平，对此我们做保守估计，预计未来两年成本收入比将维持在现有水平，分别为47.93%和47.87%

3) 资产质量方面，我们维持谨慎乐观。在全国经济不出现二次探底的情况下，公司不良贷款率将平稳下降，信贷成本预计在0.82%，拨备覆盖水平将有所提升至155.14%以上。

在以上假设条件下，我们预计公司2010年和2011年净利润增速将分别达到35.52%和19.26%，实现发行摊薄后绿鞋前每股收益0.28元和0.33元，每股净资产1.78元和2.03元。参照上市四大行目前的估值水平，我们认为公司的合理估值水平为对应2010年市净率1.5-1.8倍，对应股价为2.67-3.2元。

表5：公司盈利预测表

百万元	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	211,467	222,460	272,047	321,092
其中：利息净收入	193,845	181,639	224,970	266,604
非利息净收入	17,622	40,821	47,077	54,488
营业支出	(107,640)	(108,390)	(130,394)	(153,704)
其中：营业税金及附加	(13,223)	(12,567)	(16,134)	(18,845)
营业费用	(94,417)	(95,823)	(114,260)	(134,859)
拨备前利润	103,827	114,070	141,653	167,388
拨备	(51,478)	(40,142)	(36,908)	(42,245)

税后净利润	51,432	65,012	88,103	105,069
净资产	290,445	342,819	566,422	645,060
总股本	260,000	260,000	317,647	317,647
每股收益	0.20	0.25	0.28	0.33
每股净资产	1.12	1.32	1.78	2.03

数据来源：招股说明书，南京证券

2 公司亮点

截至2008年末，中国县域地区人口总量为9.28亿，占总人口的69.8%。县域地区生产总值达15万亿，占GDP的49.6%。在国家新的经济发展战略背景下，县域作为扩大内需，加快城镇化，促进区域城乡协调发展的重点，面临重大发展机遇，并将为中国经济的长期增长提供最重要的内生动力。公司是县域地区的主要金融服务者，在商业银行中拥有最多的县域网点，覆盖了全国99.5%的县级行政区，并且拥有数量庞大且定位于中高端的客户基础。公司的“三农”金融服务品牌具有较高的认知度，这对公司今后的发展都有着较为正面的促进。

3 风险提示

1) 资产质量风险：宏观政策调控的不确定性可能对房地产相关贷款和政府平台融资贷款部分的贷款质量产生影响。气候灾害等也会对三农贷款的质量产生威胁。

2) 日趋激烈的市场竞争：未来利率市场化等同业竞争的加剧可能对公司的盈利能力产生影响。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。