



25 June 2010 | 12 pages

农业银行(601288)

县域经济成长与民众金融意识觉醒的最大受益者

——农行上市新股定价报告

✍ 戴方 执业证书编号: S1230209050111
 ☎ 021-64718888
 ✉ yjs@stocke.com.cn

- 报告导读:**
- 贴近城镇 服务三农 分享县域经济升级与成长
 - 庞大的县域客户资源决定其是民众金融意识觉醒的最大受益者
 - 资产质量的提升需长期、持续努力; 经营效率有待提高

投资要点:

■ 分享县域经济升级与成长

农行县域金融业务发展十分迅速, 09年县域总资产增长42%, 负债增长22%, 贷款增长43%, 均高于全行增速; 县域资产和负债已占全行35-40%, 存款占比超过40%, 是重要的存款资金来源, 也是农行资金成本较低的重要原因。

■ 或将成为民众金融意识觉醒的最大受益者

居民理财意识近年来不断增强, 与此相对应的是民众对金融产品的庞大需求, 其成长速度也必然最快。拥有较强个人客户基础的农行将最大程度地收获这种成果。09年农行县域理财产品销售总额318亿, 代理销售基金530亿, 代理发行凭证式储蓄国债39亿, 分别较08年增长383%、11%和23%。

■ 强大的销售网络是未来中间业务收入增长的良好保证

拥有大型商行中覆盖范围最广的销售网络、境内物理网络和数量最多的ATM。06至09年, 银行卡发卡总量、卡存款、借记卡消费额指标连续4年居同业第一; 09年代理新单保费规模居同业第一, 代理保险手续费收入居同业第二。

■ 资产质量的提升需长期、持续努力; 体系庞大 经营效率待提升

三农业务是公司资产质量的焦点所在, 信贷成本在1.75%左右。09年末农行政府融资平台贷款的不良率为0.58%, 高于4大行公开的数据; 有效降低成本收入比是未来净利润提升的正面因素, 且空间较大(09年末成本收入比48%), 预计未来2-3年内将缓步下降到40-45%的水平。

■ 投资建议

综上所述, 公司的合理估值为3元。考虑到锁定期3个月的风险和保留收益空间的需要, 询价区间在2.5-2.6元比较合理。

(单位: %)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5.20%	20.31%	17.12%	16.09%
净利息收入	-6.30%	-6.30%	-6.30%	-6.30%
非息收入	49.76%	14.54%	14.84%	15.83%
净息差	2.20%	2.22%	2.27%	2.31%
拨备前利润	9.87%	19.78%	17.21%	16.16%
净利润	26.40%	29.98%	10.43%	13.47%
ROE	20.53%	18.27%	15.15%	15.37%
PE	11.95	11.25	10.18	8.97
PB	2.27	1.70	1.46	1.30

评级:

发行价格:

关键数据:

合理估值(元)	2.82-3.02
询价区间(元)	2.5-2.6

股本数据:

A股发行股数(亿)	222.4
发行后总股本(亿)	3176.5

报告撰写人: 戴方

数据支持人: 黄薇





1.基本情况

1.1 历史沿革

20世纪50年代，农行作为中国人民银行下属的专业银行，负责组织推动全国农村金融工作，办理国家对农业的投资拨款和农业贷款。

1963年11月至1965年11月，农行作为国务院直属的金融机构，统一管理国家支援农业资金的拨付和贷放，并领导农村的信用合作工作。

1979年2月后，农行相继经历了国家专业银行、国有独资商业银行和国有控股商业银行等不同发展阶段。

20世纪90年代农村金融体制改革之前，农行作为一家国家专业银行，主要任务是支持农村经济发展，领导农村信用合作社，发挥农村资金筹集和供应的主渠道作用。

1994年农行政策性业务向中国农业发展银行划转、1996年农村信用合作社与农行脱离行政隶属关系后，农行逐步转型为国有独资商业银行，在坚持信贷支农的同时，加快城市金融业务发展，成为一家网点网络覆盖城乡、服务功能齐全、品牌形象良好的大型国有商业银行。

20世纪90年代末，国家采取一系列措施，加强国有商业银行的资本基础，提高资产质量。1998年，财政部向农行定向发行933亿元的30年期特别国债，筹集资金用于补充农行资本金。1999年，农行获准向新成立的中国长城资产管理公司剥离3,458亿元不良资产。2007年，全国金融工作会议确定了农行“面向‘三农’、整体改制、商业运作、择机上市”的改革原则，标志着农行进入建设现代化商业银行的新时期。农行在明确市场定位的基础上，开展了面向“三农”金融服务试点工作，积极开拓县域市场。

2008年10月21日，国务院审议并原则通过了《中国农业银行股份制改革实施总体方案》，依据该方案，农行完成了国家注资、剥离不良资产等重大财务重组事项。通过财务重组，农行的资产质量和盈利能力大幅改善，资本实力和财务基础显著增强。

2009年1月15日，农行由国有独资商业银行整体改制为股份有限公司。

1.2 股权结构

农行发行上市后，不考虑超额配售选择权的总股本为3176亿股，财政部、汇金公司和社保基金理事会，股份占比分别为40.2%，40.93%，3.87%，其他A股和H股股东占比为15%。

表 1: 农行股东情况

发行前		发行后（绿鞋前）		发行后（绿鞋后）	
数量(亿)	比例 (%)	数量(亿)	比例 (%)	数量(亿)	比例 (%)





财政部	A 股	1300	48.15	1277	40.20	1274	39.21
汇金公司	A 股	1300	48.15	1300	40.93	1300	40.03
社保基金理事会	A 股	100	3.70	110	3.46	111	3.42
	H 股	-	-	13	0.41	15	0.47
	小计	100	3.70	123	3.87	126	3.89
其他 A 股股东	A 股	-	-	222	7.00	256	7.87
其他 H 股股东	H 股	-	-	254	8.00	292	9.00
合计		2700	100.00	3176	100.00	3248	100.00

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2. 业务亮点

2.1 贴近城镇 服务三农 分享县域经济升级与成长

09 年末农行资产总额为 88,825.88 亿元，占银行业资产总额的 11.3%；贷款总额 41,381.87 亿元，占银行业贷款总额的 9.7%；存款总额 74,976.18 亿元，占银行业存款总额的 12.3%。

农行销售网络广泛，09 年末拥有 23,624 家境内机构，其中含 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部，向县域客户提供广泛的金融服务（上述业务统称为三农金融业务，又称县域金融业务）。

农行的县域金融业务发展十分迅速，09 年县域总资产增长 42%，负债增长 21.6%，贷款增长 43.4%，均略高于全行增速。目前县域资产和负债占全行比例为 35-40% 之间，而存款占比超过 40%，是农行重要的存款资金来源，也是农行资金成本较低的重要原因。

09 年县域业务实现营业收入 848 亿元，净利息收入为 704.5 亿元，手续费及佣金净收入 137 亿元。最近三年县域业务的利息净收入和营业收入年均增长都在 35% 以上，远高于全行的 5.2% 和 10.4%。

表 2：2008 年县域金融市场情况

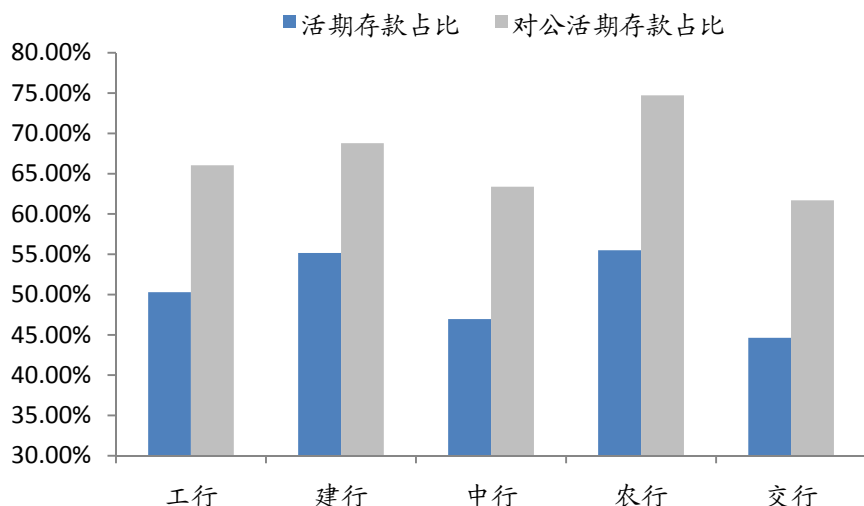
	存款总余额	储蓄存款余额	各项贷款余额	营业网点数
农行	21.60%	22.10%	13.60%	12.10%
其他大型商业银行	34.00%	27.60%	33.70%	11.40%
政策性银行	0.80%	0.00%	10.50%	1.40%
农信社	22.70%	27.20%	28.90%	45.40%
邮储银行	10.80%	15.30%	0.40%	23.00%
其他银行业金融机构	10.10%	7.80%	12.90%	6.70%
县域总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所



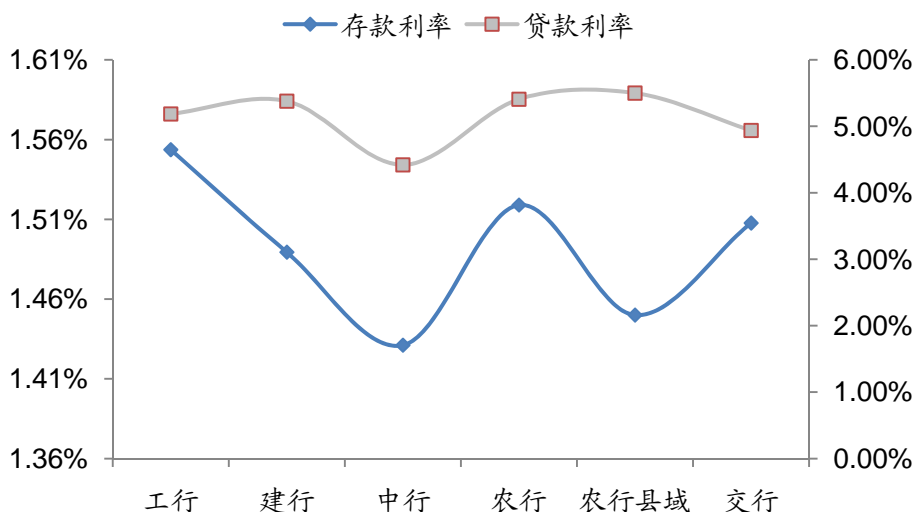


图 1: 县域经济带给农行较高的活期存款占比



数据来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 2: 农行县域业务的存/贷款利率均有一定优势



数据来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

2.2 庞大的县域客户资源决定其将是民众金融意识觉醒的最大受益者

农行在县域地区拥有庞大的客户基础。09年末农行拥有县域个人存款账户 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。

农行过去是以供销社、粮棉油收购企业和乡镇企业为主的县域客户结构, 随着县域经济的快速发展, 农行在县域客户的选择上也有了较大改变, 重点发展受益于城镇化和工业化的对公客户。包括农业产业化龙头企业、农业部定点批发市场、商务部定点流通企业在内的优质客户; 信用良好、资金周转迅速的中小企业, 特别是大型、龙头企业产业链上下游的中小企业; 重点发展县市居民、个体商户、富裕农户等中高端个人客户, 通过设立县域理财中心培育中高端优

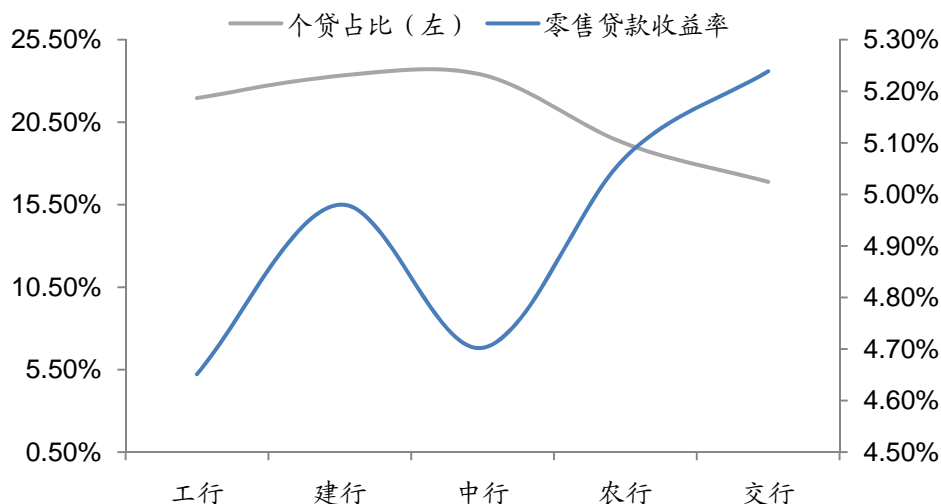




质客户，并针对个人客户的资产规模制定相应的销售策略，充分抓住县域居民财富增长、消费水平提升所带来的零售银行增长机遇。

我国居民理财意识近年来不断增强，而与这种意识的觉醒阶段所对应的，是民众对金融产品的庞大需求，其成长速度也应该是最快的，而拥有较强个人客户基础的农行必将最大程度的收获这种成果。09年，农行在县域地区理财产品销售总额 318 亿元，代理销售基金 530 亿元，代理发行凭证式储蓄国债 39 亿元，分别较 08 年增长 382.7%、10.5%和 22.8%。

图 3: 09 年末 5 家国有大行的个贷占比及收益水平



数据来源：招股说明书，各行公告，浙商证券研究所

表 3: 09 年农行的个人贷款下各项目均发展迅速

	2009		2008		2007	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
个人住房	497,946	63.10	319,498	68.80	298,846	60.80
个人经营	105,953	13.40	78,428	16.90	92,758	18.90
个人消费	85,600	10.80	42,299	9.10	40,090	8.20
卡透支	14,118	1.80	7,901	1.70	4,417	0.90
其他	85,725	10.90	16,339	3.50	55,074	11.20
合计	789,342	100.00	464,465	100.00	491,185	100.00
个贷增速	69.95%		-5.44%		-	

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.3 强大的销售网络是未来中间业务收入增长的良好保证

以境内分支机构数量计，农行拥有大型商业银行中覆盖范围最广泛的销售网络、境内物理网络和数量最多的 ATM。截至 2009 年末，共有 23,624 家境内机构；约 3.2 亿个人客户；06 至 09 年，银行卡发卡总量、卡存款、借记卡消费额指标连续 4 年居同业第一；09 年，农行代理新单保费规模 727.80 亿元，代理新单保费规模居同业第一，代理保险手续费收入居同业第二。

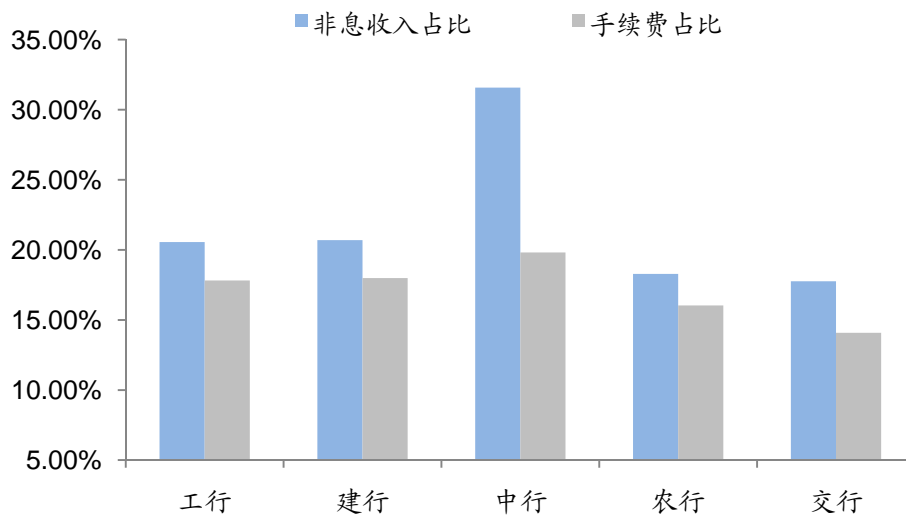




庞大的销售网络和数据处理需要IT系统的支持,农行于06年开发了数据集中式网络系统,该系统通过上海数据中心覆盖农行除西藏自治区少数营业网点以外的全国所有营业网点,连接17万台银行柜员终端。农行的信息系统由核心应用、前置应用、渠道应用、内部管理、分析营销、办公自动化等6大类应用系统构成,完整覆盖了业务经营管理的各个领域。

08年开始,为了适应公司治理和风险管理需要,农行启动了新一代核心银行系统建设工程。农行计划用3-5年的时间对现有系统进行全面的升级改造和整合,协调推进应用架构、基础架构、数据架构和IT治理架构的完善和优化。通过建设新一代核心银行系统,支持灵活的产品定制及产品的快速创新,提高业务需求的响应速度。

图 4: 农行的非息收入和手续费收入占比还有较大的提升空间



资料来源: 招股说明书, 各行公告, 浙商证券研究所

3. 存在的问题

3.1 资产质量的提升需长期、持续努力

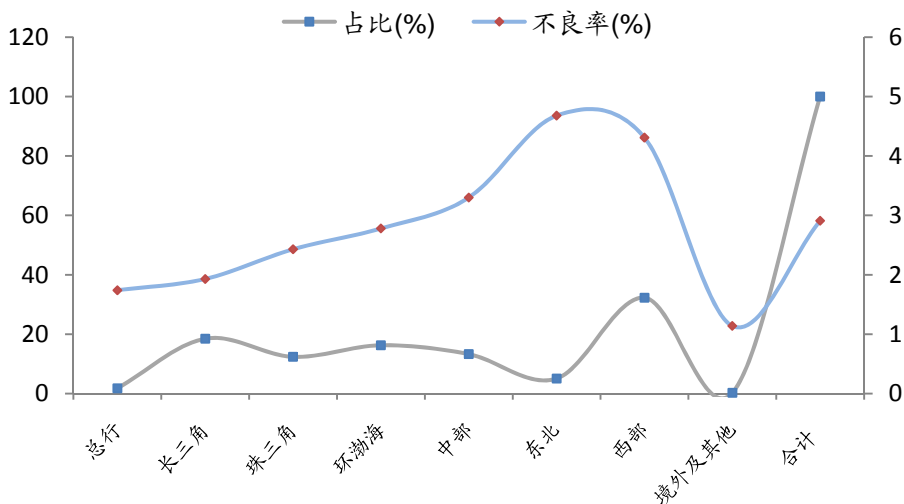
10年1季度末公司的不良贷款余额为1095亿,信贷成本1.22%,相比其他4大已上市银行偏高(09年末均值0.55%),预计今后逐年下降的可能性较大。

三农业务是公司资产质量的焦点所在,其信贷成本在1.75%左右。尽管国家在部分涉农贷款方面的核销方面会有一定的宽限,地方政府也有相应的补贴及优惠政策,但部分县域政府融资平台贷款的质量仍有隐患,尤其是中西部一些经济不发达地区。09年末农行政府融资平台贷款的不良率为0.58%,高于4大行公开的数据。



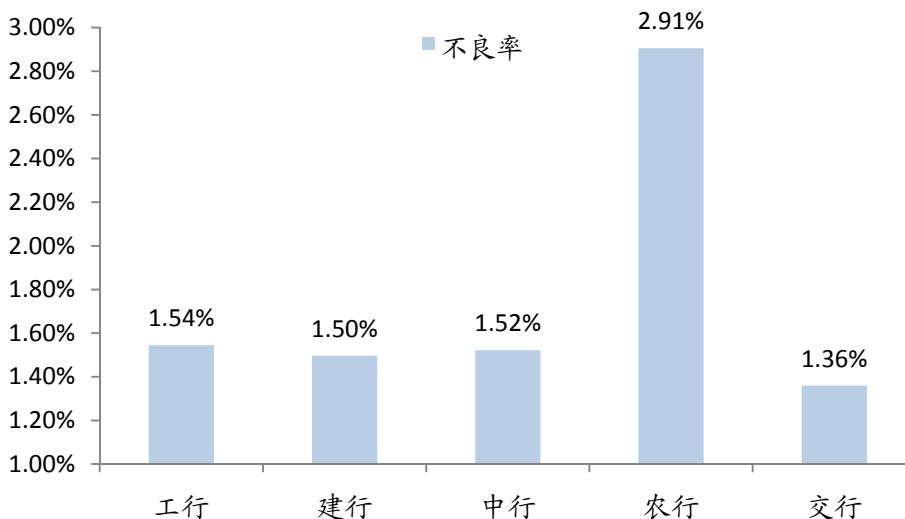


图 5: 农行分地区的不良贷款率及占比



资料来源: 招股说明书, 各行公告, 浙商证券研究所

图 6: 09 年末农行与各上市大行不良率比较仍有一定差距



资料来源: 招股说明书, 各行公告, 浙商证券研究所

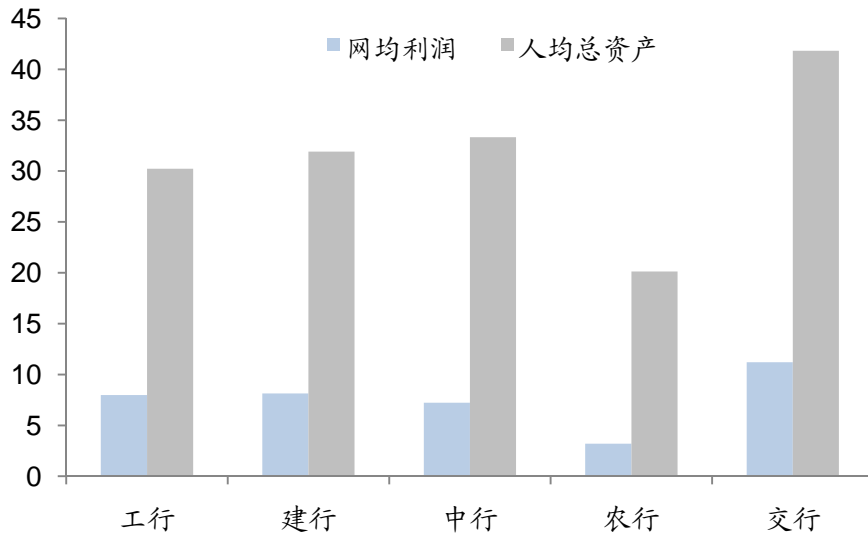
3.2 体系庞大 经营效率待提升

由于相当数量的网点都在县城, 零售客户群庞大且相对低端, 农行在收获低成本资金的同时也面临体系庞大、经营效率偏低、政策传达缓慢等弊端。有效降低成本收入比是未来公司净利润提升的正面因素, 而这部分的空间比较大 (09 年末成本收入比 48%), 预计未来 2-3 年内将缓步下降到 40-45% 的水平。



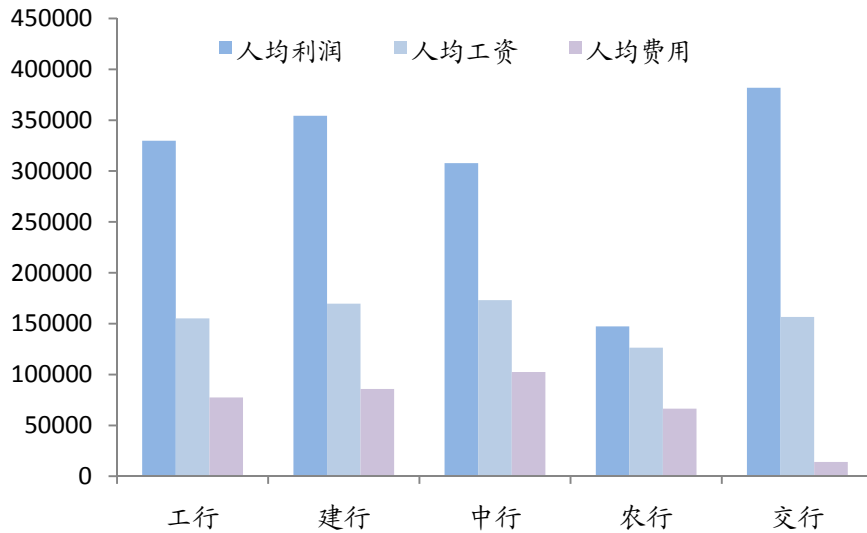


图 7: 农行的网均利润最低 (百万)



资料来源: 招股说明书, 各行公告, 浙商证券研究所

图 8: 人均效率指标来看农行还有较大改进空间



资料来源: 招股说明书, 各行公告, 浙商证券研究所

3.3 低存贷比及低收益债券拉低公司净息差

贷存比较低导致公司尽管存贷差较高,但仍享受不到高净息差,此种情况在今后几年将会逐步改善,预计 11 年有望从现在的 55%提升到 58%左右。低收益债券如国债等在公司的资产负债配置中占比较高也是拉低净息差的一个原因,上市后该情况也有望逐步改善。





4. 盈利预测与估值

4.1 绝对估值

我们用 DDM 绝对估值对公司进行估值，在中性的判断下，公司的合理估值为 2.99 元。

表 4: 公司绝对估值 2.99 元

假设	数值	假设	数值
第一阶段 (2010-2012) 年数	3	第二阶段(2013-2019)年数	7
第一阶段股利增长率	10.16%	第二阶段股利增长率	8.79%
第一阶段折现值	0.08	第二阶段折现值	0.59
永续股利增长率	5.63%	永续阶段折现值	2.33
每股价值	2.99	无风险利率 Rf	2.50%
β	0.92	Market risk premium	8.00%
Ke	9.86%		

资料来源：招股说明书，各行公告，浙商证券研究所

敏感性测试:		Ke				
目标价		8.9%	9.4%	9.9%	10.4%	10.9%
永续增长率	3.0%	2.88	2.57	2.29	2.07	1.88
	3.5%	3.08	2.73	2.42	2.17	1.96
	4.0%	3.31	2.91	2.57	2.31	2.08
	4.5%	3.60	3.14	2.75	2.45	2.20
	5.6%	4.65	3.90	2.99	2.88	2.53
	5.5%	4.42	3.75	3.23	2.82	2.48
	6.0%	5.03	4.18	3.56	3.06	2.67
	6.5%	5.89	4.76	4.00	3.36	2.90
	7.0%	7.17	5.57	4.58	3.74	3.18

4.2 相对估值

目前 A 股已经上市的 4 大行的 10 年 PB 水平在 1.4x-1.8x 左右，考虑到国内银行的经营同质性，且农行资产质量并未显著弱于其它已上市大行，我们认为给予农行当前平均市净率估值水平较为合理，即 1.6x-1.7x，即相对估值水平在 2.82 元-3.02 元。

4.3 投资建议

综上所述，公司的合理估值为 3 元。考虑到锁定期 3 个月的风险和保留收益空间的需要，询价区间在 2.5-2.6 元比较合理。





附录：三大报表预测值

农业银行盈利预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
业务结构					各项收入增速				
净利息收入/营业收入	81.65%	83.21%	84.12%	84.76%	净利润增速	26.40%	29.98%	10.43%	13.47%
非净利息收入/营业收入	18.35%	16.79%	15.88%	15.24%	拨备前利润增速	9.87%	19.78%	17.21%	16.16%
中间业务收入/营业收入	12.54%	8.33%	18.35%	12.54%	税前利润增速	41.22%	32.42%	13.37%	14.65%
贷款利息/利息收入	66.09%	65.29%	64.81%	64.42%	营业收入增速	5.20%	20.31%	17.12%	16.09%
债券利息/利息收入	25.42%	24.02%	24.63%	25.10%	净利息收入增速	-6.30%	22.13%	17.49%	15.25%
同业往来/利息收入	8.49%	10.69%	10.56%	10.47%	手续费及佣金增速	49.76%	14.54%	14.84%	15.83%
					营业费用增速	1.49%	20.19%	14.03%	9.60%
资产负债结构					规模增长				
生息资产占比	97.70%	97.38%	97.48%	97.58%	生息资产	27.45%	17.12%	14.74%	14.78%
贷款/生息资产	46.59%	46.46%	46.72%	46.96%	贷款	33.48%	19.00%	16.00%	17.00%
债券/生息资产	29.46%	29.66%	29.63%	29.63%	同业资产	36.72%	30.29%	30.29%	30.29%
同业资产/生息资产	23.08%	22.83%	22.93%	23.02%	证券投资	1.32%	76.39%	76.39%	76.39%
计息负债占比	96.59%	97.50%	97.50%	97.50%	其他资产	6.22%	45.08%	45.08%	45.08%
存款/计息负债	88.31%	89.61%	89.93%	90.23%	计息负债	27.76%	17.64%	15.42%	15.45%
同业融资/计息负债	8.26%	7.88%	7.56%	7.26%	存款	22.96%	18.00%	16.00%	16.00%
发行债券/计息负债	0.59%	0.51%	0.45%	0.39%	同业负债	95.29%	15.00%	10.00%	10.00%
存贷比	55.19%	55.66%	55.66%	56.14%	股东权益	18.03%	63.10%	16.29%	12.41%
中长期贷款比例	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%					
盈利能力指标					资产质量				
生息资产收益率	3.71%	3.85%	3.88%	3.92%	不良贷款	120241	110915	143833	186551
计息负债成本率	1.51%	1.63%	1.62%	1.63%	NPL	2.90%	2.25%	2.52%	2.79%
						105.37	149.22	151.07	152.48
净利差	2.20%	2.22%	2.27%	2.31%	不良贷款覆盖率	%	%	%	%
贷款收益率	5.25%	5.52%	5.61%	5.78%	信贷成本	1.22%	0.86%	0.97%	1.08%
存款成本率	1.49%	1.51%	1.52%	1.55%	资本充足率	10.07%	13.44%	13.10%	12.80%
净边际利率	2.28%	2.33%	2.38%	2.43%	成本收入比	48.72%	48.95%	48.91%	48.87%
成本收入比率	48.72%	48.95%	48.91%	48.87%					
ROAE	20.53%	18.27%	15.15%	15.37%	存款结构				
ROAA	0.82%	0.88%	0.84%	0.83%	活期	55.50%			
					定期	41.57%			
					其他	1.20%			
每股指标					贷款结构				
EPS(元)	0.25	0.27	0.29	0.33	企业贷款				
					(不含贴现)	71.74%			
PE	-	-	-	-	个人贷款	19.07%			
PE(目标价)	11.95	11.25	10.18	8.97					
BVPS(元)	1.32	1.76	2.04	2.30	其他数据				
PB	-	-	-	-	分支机构数量	23624			
PB(目标价)	2.27	1.70	1.46	1.30	员工数量	441144			





发行价(元)

--

总股本(亿)

260000

317600

317600

317600

浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

服务

魏志羽

+86 21 6471 8888-1106

weizhiyu@stocke.com.cn

服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn





汽车行业 马春霞 +86 21 6471 8888-1270 machunxia@stocke.com.cn	机械行业 许光兵 +86 21 6471 8888-1805 xuguangbing@stocke.com.cn	煤炭行业 田加伟 +86 21 6471 8888-1117 tianjiawei@stocke.com.cn	cn 化工行业 代鹏举 +86 21 6471 8888-1206 daipengju@stocke.com.cn
有色行业 林建 +86 21 6471 8888-1286 linjian@stocke.com.cn	钢铁行业 范飞 +86 21 6471 8888-1119 fanfei@stocke.com.cn	交通运输行业 李冬 +86 21 6471 8888-1807 lidong@stocke.com.cn	商贸行业 程艳华 +86 21 6471 8888-1212 chengyanhua@stocke.com.cn
旅游行业 王禾 +86 21 6471 8888-1740 wanghe@stocke.com.cn	通信行业 徐昊 +86 21 6471 8888-1702 xuhao@stocke.com.cn	公用事业行业 袁佳平 +86 21 6471 8888-1814 yuanjiaping@stocke.com.cn	

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我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。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621)64718888
传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

