



三农金融特色银行

目标价

2.75-3.24 元

报告摘要:

- **历史悠久的大型国有银行。**中国农业银行的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行。以资产、贷款和存款总额计, 农行是中国领先的商业银行。截至 2009 年 12 月 31 日, 农行总资产规模 88,825.88 亿元, 占全国银行业资产总额的 11.3%; 贷款总额 41,381.87 亿元, 占全国银行业贷款总额的 9.7%; 存款总额 74,976.18 亿元, 占全国银行业存款总额的 12.3%。
- **网点有业务基础优势决定了农行的三农金融特色银行地位。**农行是中国广大县域地区最重要的金融服务提供商和领导者。农行通过位于县域地区的 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。
- **盈利主要来自于传统业务, 盈利增长迅速, 盈利能力一般。**利息净收入是农行的营业收入主要构成部分。公司预计 2010 年净利润将实现 27.5% 的增长, 但是盈利能力 ROAA 和 ROAE 与四大行相比无显著优势。
- **盈利预测及投资建议。**我们预测公司 2010 年实现净利润 848.96 亿元, 同比增长 30.61%, 2011 年实现净利润 1048.50 亿元, 每股收益分别为 0.27 和 0.33 元。目前的资本市场上, 受制于投资者对宏观经济二次探底的悲观预期, 银行业整体估值水平处于历史底部, 与国外大行相比也无明显高估。截至 6 月 28 日, 四大行 2010 年平均 PB 为 1.66 倍, 农行发行价格区间定为 2.52-2.68 元/股, 对应 2010 年 PB 为 1.56-1.65 倍, 与目前大型国有银行的平均 PB 接近。我们认为, 在绿鞋机制保障下, 农行上市首日市场表现应该在 2.8-3 元之间。长期看, 农行具有投资价值。
- **风险提示。**宏观经济二次探底拖累整个银行业。

银行业分析师

张继袖

电话: 010-88085976

Email: zhangjixiu@hysec.com

公司数据

总股本 (百万股)	317647.059
流通股 (百万股)	
每股净资产	1.32
主要股东	汇金公司
主要股东持股比例	40.9%

市场表现

(百万元, 元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	222274	274694	336048	385101
yoy	5.25%	23.58%	22.34%	14.60%
净利润	65002	84896	104850	122588
yoy	26.33%	30.61%	23.50%	16.92%
摊薄 EPS(元)	0.25	0.27	0.33	0.39
BVPS (元)	1.32	1.62	1.84	2.10

目录

1. 公司概况.....	4
1.1 行业地位	4
1.2 股份及股东情况	4
2. 服务三农，走特色之路.....	5
2.1 业务基础决定了三农金融发展空间	5
2.2 三农金融贷款强劲增长，资产质量仍需改善.....	5
2.3 三农金融领域个人业务有成本和溢价优势	7
3. 盈利增长来源于传统业务.....	8
3.1 国有大行的坚实基础	8
3.2 利息净收入仍是主导	9
3.3 高企的费用比压制利润	10
3.4 2010 年净息差走势相对乐观	10
3.5 盈利增速较快，盈利能力一般.....	11
4. 政策扶持的受益者.....	12
5. 盈利预测和估值.....	12
5.1 盈利预测	12
5.2 估值	14

图目录

图 1: 农行收入构成	10
图 2: 农行三大费用支出占营业收入比重	10
图 3: 农行净利润增长情况	11
图 4: 农行和其他上市银行 2009 年 ROAE	11
图 5: 农行和四大行 ROAA 走势比较	12

表目录

表 1: 农行发行前后股权结构	4
表 2: 各类银行业金融机构在县域金融市场中的份额	5
表 3: 三农资产数据	6
表 4: 三农贷款不良数据	6
表 5: 三农存款数据	6
表 6: 三农金融利润数据	7
表 7: 三农金融收益率数据	7
表 8: 农行存贷款收益率数据	8
表 9: 三农金融业务费和成本收入比	8
表 10: 农行的资产和存贷款规模与工建中行不相上下	9
表 11: 农行存贷款构成	9
表 12: 五大银行净息差比较	11
表 13: 农行盈利预测	13
表 14: 上市银行盈利预测	14
表 15: 上市银行估值	15

1. 公司概况

1.1 行业地位

中国农业银行的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行。2007 年，全国金融工作会议标志着农行进入建设现代化商业银行的新时期。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。

历史悠久，最后完成改制的大银行

以资产、贷款和存款总额计，农行是中国领先的商业银行。截至 2009 年 12 月 31 日，农行总资产规模 88,825.88 亿元，占全国银行业资产总额的 11.3%；贷款总额 41,381.87 亿元，占全国银行业贷款总额的 9.7%；存款总额 74,976.18 亿元，占全国银行业存款总额的 12.3%。按 2008 年税前利润计，农行位列《银行家》杂志“世界银行 1000 强”第 8 位。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，截至 2009 年 12 月 31 日，拥有 23,624 家境内机构。

资产和存贷款规模强大，境内销售网络规范

与上市银行相比，截至 2009 年底，农行资产规模与中行接近，低于工行和建行；贷款规模低于工、中、建三行；网点优势致使存款规模好于中行和建行。2009 年，农行荣获《亚洲银行家》杂志“现金管理成就奖(中国区域)”、《银行家》杂志“公司业务类金融产品十佳奖”。2008 年，荣获 VISA 国际组织评选的“业务卓越进步奖”和万事达卡国际组织评选的“最佳产品设计奖”。

1.2 股份及股东情况

农行的股权结构较为简单。发行前，财政部和汇金公司各持有 1,300 亿股，约占发行前总股本的 48.15%，全国社保基金持有 100 亿股，约占发行前总股本的 3.70%。发行后汇金公司持股比例下降到 40.93%，仍为第一大股东。

表 1: 农行发行前后股权结构

股东名称	股份类别	本次 A 股和 H 股发行前		本次 A 股和 H 股发行后 (均未行使超额配售选择权)	
		持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
财政部	A 股	130,000,000,000	48.15	127,705,882,344	40.20
汇金公司	A 股	130,000,000,000	48.15	130,000,000,000	40.93
社保基金理事会	A 股	10,000,000,000	3.7	10,976,470,581	3.46
	H 股	-	-	1,317,647,074	0.41
	小计	10,000,000,000	3.7	12,294,117,656	3.87
其他 A 股股东	A 股	-	-	22,235,294,000	7
其他 H 股股东	H 股	-	-	25,411,765,000	8
合计		270,000,000,000	100	317,647,059,000	100

资料来源：宏源证券研究所

2. 服务三农，走特色之路

县域地区作为中国城镇化、工业化和产业梯度转移的主要承载区域，实现了持续快速的经济增长。由于城镇化、工业化和产业转移以及国家支持政策等驱动因素仍将持续或强化，县域经济在国民经济中的重要地位将持续加强。

三农特色银行

2.1 业务基础决定了三农金融发展空间

农行是中国广大县域地区最重要的金融服务提供商和领导者。农行通过位于县域地区的 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。

农行在县域地区拥有庞大的客户基础。截至 2009 年 12 月 31 日，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。

截至 2009 年 12 月 31 日，农行在县域地区的贷款总额和存款总额分别为 11,934.13 亿元和 30,346.46 亿元，分别较上年增长 43.4% 和 20.7%；三农金融业务贷款总额和存款总额分别占农行的 28.8% 和 40.5%。根据银监会的统计，截至 2008 年 12 月 31 日，农行三农金融业务贷款和存款在全国县域金融市场的份额分别为 13.6% 和 21.6%。

截至 2009 年底，农行有 12,737 家县域机构，覆盖全国 99.5 % 的县级行政区。根据银监会统计，截至 2008 年底，农行县域网点数占中国县域银行网点总数的 12.1%，超过其他大型商业银行的总和。在县域地区电子渠道的建设和布局上，农行在县域市场拥有 15,350 台 ATM、3,398 个自助银行、4,666 台自助服务终端、88,089 台 POS 机、606,823 台转账电话；网上银行客户 827.8 万户，手机银行客户 62.6 万户。

表 2：各类银行业金融机构在县域金融市场中的份额

2008.12.31	各项存款余额	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%

资料来源：宏源证券研究所

2.2 三农金融贷款强劲增长，资产质量仍需改善

截至 2009 年、2008 年和 2007 年 12 月 31 日，农行三农金融业务总资产分别为 32,351.03 亿元、27,151.77 亿元和 19,111.60 亿元，同比分别增长 19.1% 和 42.1%。其中，2009 年底发放贷款和垫款总额为 11,934.13 亿元，同比增长 43.4%，增速高于全行平均增速，公司类贷款余额为 8,310.93 亿元，同比增长 30.5%，个人贷款余额为 3,051.29 亿元，同比增长 96.7%。

2009 年底，三农金融业务吸收存款余额分别为 30,346.46 亿元，同比分别增长 20.7%。个人存款是吸收存款的主要组成部分。截至 2009 年 12 月 31 日，三农金融业务个人存款占总存款的 67.2%，比全行同期高出 9.0 个百分点，存款余额同比增长 16%。

由于三农金融的老贷款拖累，农行的不良率虽有改善，但仍处于高位。2009 年底的不良率 3.69%，比 08 年下降 1.82 个百分点。其中，老贷款的不良率 12.90%，新贷款的不良率 3.01%。

表 3: 三农资产数据

百万	2009		2008		2007	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
发放贷款和垫款总额	1,193,413	-	832,278	-	1,057,137	-
贷款减值准备	-43,327	-	-26,698	-	-320,369	-
发放贷款和垫款净额	1,150,086	35.6	805,580	29.7	736,768	38.6
存放系统内款项	1,975,226	61.1	1,800,086	66.3	1,093,614	57.2
其他资产	109,791	3.3	109,511	4	80,778	4.2
总资产	3,235,103	100	2,715,177	100	1,911,160	100

资料来源：宏源证券研究所

表 4: 三农贷款不良数据

百万	2009		2008		2007	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
正常	1,053,266	88.26	675,929	81.21	654,748	61.94
关注	96,054	8.05	110,513	13.28	65,036	6.15
次级	20,980	1.75	30,453	3.66	14,500	1.37
可疑	20,386	1.71	13,288	1.6	82,565	7.81
损失	2,727	0.23	2,095	0.25	240,288	22.73
合计	1,193,413	100	832,278	100	1,057,137	100
不良贷款率	3.69		5.51		31.91	

资料来源：宏源证券研究所

表 5: 三农存款数据

百万	2009		2008		2007	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
公司存款						
定期	159,478	5.3	119,554	4.8	99,894	4.8
活期	774,663	25.5	581,293	23.1	528,611	25.4
公司存款小计	934,141	30.8	700,847	27.9	628,505	30.2
个人存款						
定期	1,146,218	37.8	1,025,034	40.8	800,910	38.5
活期	891,128	29.4	731,051	29.1	605,887	29.1
个人存款小计	2,037,346	67.2	1,756,085	69.9	1,406,797	67.6
其他存款	63,159	2	57,376	2.2	45,337	2.2
吸收存款总额	3,034,646	100	2,514,308	100	2,080,639	100

资料来源：宏源证券研究所

2.3 三农金融领域个人业务有成本和溢价优势

由于业务规模增加，生息资产结构改善以及手续费及佣金净收入快速增长，2009年，农行三农金融业务实现税前利润209.45亿元，较2008年的134.44亿元增长55.8%。

从收益率角度看，三农金融存款的成本率略低于农行整体存款成本率，个人贷款利率高于农行整体个贷利率。简言之，农行在县域金融领域的个人业务中有信贷成本和贷款溢价优势。但成本收入比的高企导致三农利润只占全行利润的28.3%。

表6：三农金融利润数据

	2009	2008	2007	2009 同比增长	2008 同比增长
外部利息收入	57,708	62,889	51,696	-8.24%	21.65%
外部利息支出	-41,830	-48,514	-33,207	-13.78%	46.10%
内部利息收入	54,575	45,953	18,149	18.76%	153.20%
利息净收入	70,453	60,328	36,638	16.78%	64.66%
手续费及佣金收入	14,146	10,671	8,974	32.56%	18.91%
手续费及佣金支出	-453	-255	-133	77.65%	91.73%
手续费及佣金净收入	13,693	10,416	8,841	31.46%	17.81%
其他非利息收入	618	608	527	1.64%	15.37%
营业收入	84,764	71,352	46,006	18.80%	55.09%
业务及管理费	-42,783	-40,936	-25,645	4.51%	59.63%
营业税金及附加	-3,832	-3,976	-3,329	-3.62%	19.44%
资产减值损失	-17,524	-12,824	-7,647	36.65%	67.70%
营业利润	20,625	13,616	9,385	51.48%	45.08%
营业外收支净额	320	-172	49	-286.05%	-451.02%
税前利润总额	20,945	13,444	9,434	55.79%	42.51%

资料来源：宏源证券研究所

表7：三农金融收益率数据

百万	2009			2008			2007		
	平均余额	利息收入	平均收益率(%)	平均余额	利息收入	平均收益率(%)	平均余额	利息收入	平均收益率(%)
公司类贷款	749,969	43,202	5.76	625,953	49,141	7.85	726,026	40,081	5.52
票据贴现	66,440	1,448	2.18	31,904	1,565	4.91	50,333	2,405	4.78
个人贷款	231,895	12,989	5.60	146,372	12,045	8.23	146,313	8,947	6.11
合计	1,048,304	57,639	5.50	804,229	62,751	7.8	922,672	51,433	5.57
公司存款									
定期	214,290	4,995	2.33	152,983	5,690	3.72	114,844	3,312	2.88
活期	662,128	2,793	0.42	535,576	4,210	0.79	428,872	3,591	0.84
公司存款小计	876,418	7,788	0.89	688,559	9,900	1.44	543,716	6,903	1.27
个人存款									
定期	1,140,834	30,117	2.64	935,912	32,570	3.48	752,061	20,471	2.72
活期	833,669	3,392	0.41	680,546	5,206	0.76	526,040	5,013	0.95
个人存款小计	1,974,503	33,509	1.7	1,616,458	37,776	2.34	1,278,101	25,484	1.99
吸收存款总额	2,850,921	41,297	1.45	2,305,017	47,676	2.07	1,821,817	32,387	1.78

资料来源：宏源证券研究所

表 8：农行存贷款收益率数据

百万	2009			2008			2007		
	平均余额	利息收入	平均收益率(%)	平均余额	利息收入	平均收益率(%)	平均余额	利息收入	平均收益率(%)
公司类贷款	2,680,216	154,493	5.76	2,355,370	171,825	7.3	2,625,127	147,905	5.63
票据贴现	419,774	8,989	2.14	189,005	10,693	5.66	279,681	10,978	3.93
个人贷款	601,260	31,799	5.29	460,676	33,220	7.21	441,005	24,692	5.6
境外及其他	26,678	436	1.63	18,454	582	3.15	16,517	818	4.95
发放贷款和垫款总额	3,727,928	195,717	5.25	3,023,505	216,320	7.15	3,362,330	184,393	5.48
公司存款									
定期	794,121	19,457	2.45	539,556	20,575	3.81	373,797	12,934	3.46
活期	1,995,349	12,734	0.64	1,723,486	16,488	0.96	1,627,356	15,261	0.94
小计	2,789,470	32,191	1.15	2,263,042	37,063	1.64	2,001,153	28,195	1.41
个人存款									
定期	2,344,697	64,486	2.75	1,888,934	64,587	3.42	1,550,076	37,756	2.44
活期	1,818,584	6,574	0.36	1,506,195	10,165	0.67	1,387,130	11,613	0.84
小计	4,163,281	71,060	1.71	3,395,129	74,752	2.2	2,937,206	49,369	1.68
吸收存款总额	6,952,751	103,251	1.49	5,658,171	111,815	1.98	4,938,359	77,564	1.57

资料来源：宏源证券研究所

表 9：三农金融业务费和成本收入比

百万	2009		2008		2007	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
职工薪酬及福利	25,132	45.07%	24,864	43.04%	14,762	47.36%
业务费用	13,673	46.69%	11,175	44.31%	7,914	37.52%
折旧和摊销	3,978	36.92%	4,897	42.87%	2,969	37.99%
合计	42,783	44.65%	40,936	43.36%	25,645	42.69%
成本收入比%-三农	50.47		57.37		55.74	
成本收入比%-全行	43.11		44.71		33.52	

资料来源：宏源证券研究所

3. 盈利增长来源于传统业务

3.1 国有大行的坚实基础

农行及工行、中行、建行、交行五家大型商业银行在中国银行业扮演了重要的角色，一直是企业、机构及个人客户的主要融资渠道。截至 2009 年 12 月 31 日，五家大型商业银行的总资产占中国银行业资产总额的 53.8%，总贷款及总存款分别占中国银行业贷款总额及存款总额的 50.4% 和 56.1%。与工建中交四大行相比，农行个人存款优势明显，这与三农金融是有关的。同时，活期存款占比高对于降低资金成本也有益。

与工、建、中行并列的国有大行

表 10: 农行的资产和存贷款规模与工建中行不相上下

	境内分支机构概数	截至 2009 年 12 月 31 日					
		资产总额 (亿元)		贷款总额 (亿元)		存款总额 (亿元)	
		总额	占总额比例 (%)	总额	占总额比例 (%)	总额	占总额比例 (%)
农业银行	23,624	88,826	21	41,382	19.3	74,976	21.8
工商银行	16,232	117,851	27.8	57,286	26.7	97,713	28.5
建设银行	13,384	96,234	22.7	48,198	22.5	80,013	23.3
中国银行	9,988	87,519	20.7	49,104	22.9	66,850	19.5
交通银行	2,761	33,091	7.8	18,393	8.6	23,721	6.9
总计	65,989	423,521	100	214,363	100	343,273	100

资料来源: 宏源证券研究所

表 11: 农行存贷款构成

	2007	2008	2009	09 年行业平均	09 年四大行平均
贷款构成					
公司类贷款	79.88%	76.58%	72.23%	73.57%	72.73%
票据贴现	5.91%	8.35%	8.57%	5.97%	5.19%
个人贷款	14.21%	15.08%	19.20%	20.46%	22.08%
其中: 按揭贷款	8.65%	10.37%	12.11%	na	16.81%
存款构成					
公司存款	40.11%	35.64%	38.84%	49.79%	50.69%
个人存款	56.39%	61.29%	58.22%	44.27%	45.84%
活期存款	56.93%	53.61%	55.50%	39.26%	51.23%
定期存款	39.57%	43.32%	41.57%	45.77%	45.31%

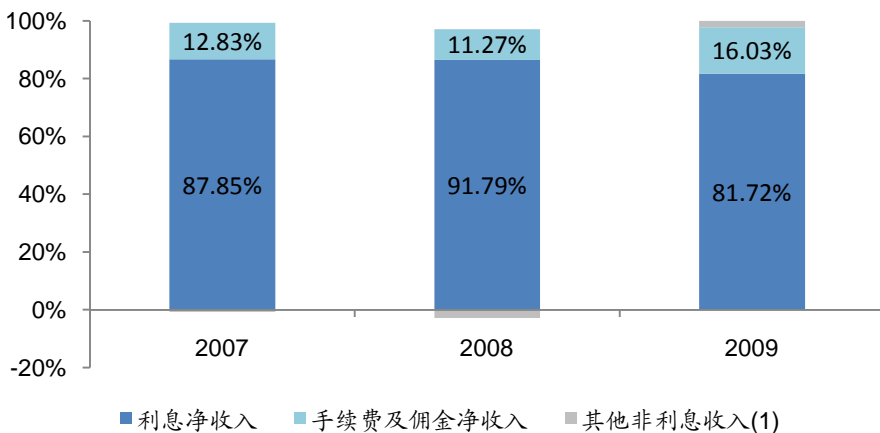
资料来源: 宏源证券研究所

3.2 利息净收入仍是主导

中国银行业的盈利构成主要是利息净收入、手续费收入和其他收入,其中利息净收入占比在 80%以上,金融创新的缓慢发展使得其他收入占比非常低。2009 年,农行的利息净收入占比营业收入 81.72%,手续费净收入占比提高至 16.03%,主要是由于 2009 年净息差的大幅下滑。

净息差下滑使得手续费占比提高

图 1: 农行收入构成



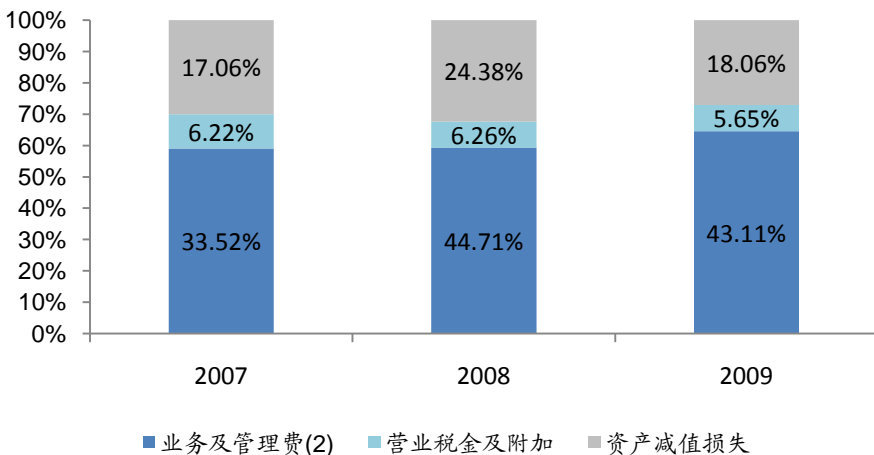
资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

3.3 高企的费用比压制利润

农行的成本收入比与上市银行相比是偏高的。2009年,农行的成本收入比为43.11%,虽然同比下降1.6个百分点,但比14家上市银行的平均水平34.8%高出8.3个百分点,比四大行的平均水平33.3%高出9.76个百分点。高企的成本收入比将长期压制利润增速。

费用比下降是长期过程

图 2: 农行三大费用支出占营业收入比重



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

3.4 2010年净息差走势相对乐观

2009年,农行的净息差2.28%,同比下降75个BP,与四大行比基本持平。随着利率市场化和金融脱媒,中国银行业净息差将很难反弹到前期高点。而我们对2010年净息差走势并不乐观,全行业净息差反弹2-19个BP,中枢11个BP,部分股份制银行会超过20个BP。由于农行在县域金融领域有优势,活期存款占比高,在全行业吸储压力日益增加的2010年,农行吸储压力相对较小,这对2010年农行净息差改善有积极作用。

吸储压力相对较小

表 12: 五大银行净息差比较

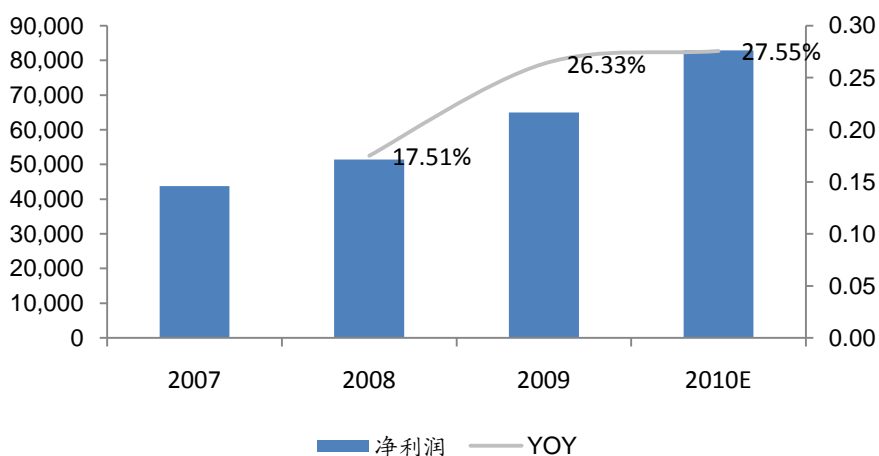
%	2007	2008	2009	09 年存款成本率	09 年负债成本率
工行	2.80	2.95	2.26	1.60	1.58
建行	3.18	3.24	2.41	1.51	1.55
中行	2.76	2.63	2.04	1.44	1.41
交行	2.84	3.01	2.29	1.57	1.78
农行	2.80	3.03	2.28	1.49	1.51

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

3.5 盈利增速较快, 盈利能力一般

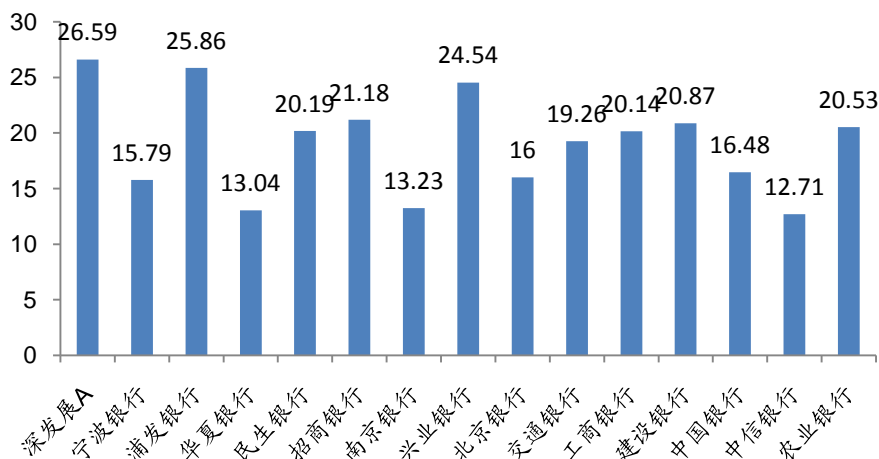
2009 年农行实现净利润 650 亿元, 同比增长 26.3%。根据农行预测, 公司 2010 年将实现净利润 829.10 亿元, 同比增长 27.55%。农行 2009 年加权平均净资产收益率 20.53%, 与四大行基本持平; 平均资产回报率 0.82%, 低于四大行水平。

图 3: 农行净利润增长情况



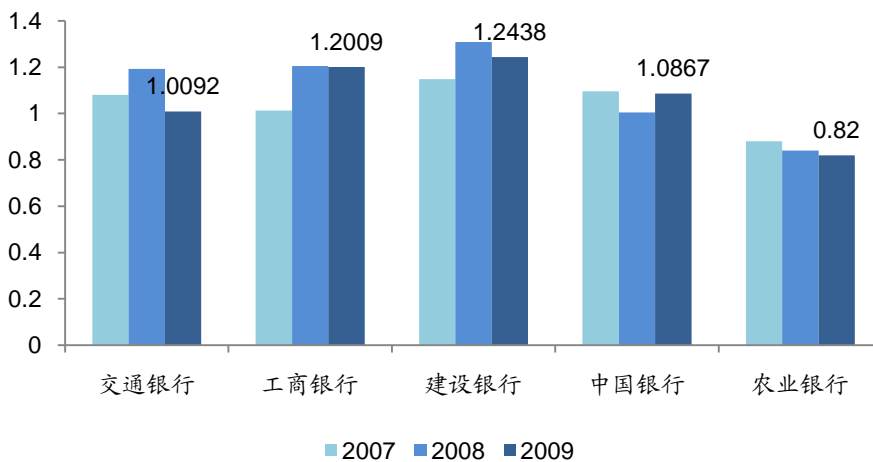
资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

图 4: 农行和其他上市银行 2009 年 ROAE



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

图 5: 农行和四大行 ROAA 走势比较



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

4. 政策扶持的受益者

有政策扶持的不确定性

县域经济是以农村为腹地的区域经济形态。近年来, 中国政府出台了一系列促进农业增产、农村发展和农民增收的扶持政策, 对于促进县域经济发展起到了十分重要的作用。2008 年中央财政用于“三农”的支出达到 5,956 亿元, 同比增长 37.9%; 2009 年中央财政用于“三农”的支出为 7,253 亿元, 同比增长 21.8%。

农行是以三农业务为特色的银行, 目前享有一定的优惠政策。例如, 农行在财务重组过程中享受了特定的税收优惠 (今后将不再享受)。农行涉农贷款和中小企业贷款按照风险分类的一定比例计提的贷款损失专项准备金, 2008 年至 2010 年可在计算应纳税所得额时扣除; 2009 年, 财政部发布《关于中小企业和涉农不良贷款呆账核销有关问题的通知》(财金[2009]12 号), 规定商业银行发放的中小企业和涉农类不良贷款, 单笔金额在 500 万元 (含) 以下的呆账, 在经过追索 1 年以上确实无法追回的, 可以自主核销。

2009 年 4 月 22 日, 财政部发布《财政县域金融机构涉农贷款增量奖励资金管理暂行办法》(财金[2009]30 号), 根据该办法及后续通知, 财政部门对黑龙江等八省区县域金融机构上年涉农贷款平均余额增长超过 15% 的部分, 按 2% 的比例给予奖励。

2010 年 5 月 13 日, 财政部和国家税务总局发布《关于农村金融有关税收政策的通知》(财税[2010]4 号)。根据该通知, 自 2009 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日, 对金融机构发放的农户小额贷款利息收入免征营业税, 在计算应纳税所得额时按 90% 减计收入; 自 2009 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日, 对农村信用社、村镇银行、农村资金互助社、由银行业机构全资发起设立的贷款公司、法人机构所在地在县 (含县级市、区、旗) 及县以下地区的农村合作银行和农村商业银行的金融保险业收入减按 3% 的税率征收营业税。

5. 盈利预测和估值

5.1 盈利预测

盈利预测主要假设:

1. 根据农行 2009 年贷款市场份额和全行业 2010 年 7.5 万亿新增贷款, 预计农行 2010 年贷款总额增速 19.8%; 2011 年贷款增速 14%;
2. 公司存款增速略高于贷款增速, 预计 20%; 2011 年为 15%;
3. 2010 年公司不良率下降至 2.60%, 2011 年下降至 2.55%; 2010 和 2011 年拨备覆盖率 150%;
4. 新股发行后, 总资产 2010 年增速 25%, 2011 年 15%;
5. 2010 年贷款收益率比 2009 年提高 18 个 BP, 2011 年进一步提高 25 个 BP; 2010 年和 2011 年生息资产收益率分别比上年提高 25 和 24 个 BP; 2010 年和 2011 年付息负债成本率分别比上年提高 18 个和 27 个 BP。

在上述假设下, 我们预计农行 2010 年实现净利润 803.19 亿元, 同比增长 23.6%, 2011 年实现净利润 955.3 亿元, 每股收益分别为 0.26 和 0.31 元, 预测利润表见表 13。

表 13: 农行盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	19384500	18163900	21403342.12	26084920.95	30462663.14
(YOY)	23.10%	-6.30%	23.91%	27.73%	22.73%
净手续费及佣金收入	2379800	3564000	4657875	5841261.25	6139850.85
(YOY)	3.49%	49.76%	30.69%	25.41%	5.11%
其他净收入	-645400	499500	336119.2172	324628.6179	324247.5692
(YOY)	427.72%	-177.39%	-32.71%	-3.42%	-0.12%
营业收入合计	21118900	22227400	26397336.34	32250810.82	36926761.56
(YOY)	17.83%	5.25%	18.76%	22.17%	14.50%
营业支出	15911800	14853200	17281061.91	21161341.75	23529839.83
(YOY)	56.32%	-6.65%	16.35%	22.45%	11.19%
营业利润	5207100	7374200	9116274.431	11089469.06	13396921.73
(YOY)	-32.77%	41.62%	23.62%	21.64%	20.81%
拨备前利润	10354900	11388400	14093901.44	16954987.05	19413241.04
(YOY)	-4.14%	9.98%	23.76%	20.30%	14.50%
营业外收支净额	27800	18600	18500	18400	18300
(YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	5234900	7392800	9134774.431	11107869.06	13415221.73
(YOY)	-33.11%	41.22%	23.56%	21.60%	20.77%
所得税费用	89600	892600	1102924.421	1555101.669	1878131.043
(YOY)	-97.40%	896.21%	23.56%	41.00%	20.77%
净利润	5145300	6500200	8031850.01	9552767.393	11537090.69
(YOY)	17.51%	26.33%	23.56%	18.94%	20.77%
归属于母公司股东的净利润	5147400.00	6499200.00	8030614.38	9551264.87	11535276.06
YOY	17.56%	26.26%	23.56%	18.94%	20.77%

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

5.2 估值

中国银行业具有很强的同质性。截至 2010 年 6 月 28 日，14 家上市银行 2010 年的平均 PE 为 11.92 倍，平均 PB 为 1.75 倍，四大行的平均 PE 为 9.58 倍，平均 PB 为 1.66 倍。受制于投资者对宏观经济二次探底的悲观预期，整个银行业的估值水平大打折扣，与国外同行相比也无明显高估。由于中国银行业在 2009 年以来的再融资告一段落后，资本充足状况得到改善，未来 3-5 年的盈利增长是有保证的；加上中国银行业牌照管制的半垄断性质，与国外银行比应该享受一定的估值溢价。我们认为中国大型银行的合理估值应该在 1.8-2 倍 PB。

农行发行价格区间定为 2.52-2.68 元/股，对应 2010 年 PB 为 1.56-1.65 倍，与目前大型国有银行的平均 PB 接近。我们认为，在绿鞋机制保障下，农行上市首日市场表现应该在 2.8-3 元之间。长期看，农行具有投资价值。

表 14: 上市银行盈利预测

国内上市 公司 公司名称	每股收益 (元)				BVPS			PPOP		
	08	09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E
深发展 A	0.20	1.62	1.71	2.13	6.59	9.78	11.39	2.49	2.83	3.48
宁波银行	0.53	0.58	0.69	0.90	3.90	5.44	6.03	0.87	1.06	1.37
浦发银行	1.09	1.15	1.16	1.35	5.92	9.07	10.51	2.31	1.78	2.11
华夏银行	0.62	0.75	0.73	0.87	6.06	8.05	8.78	1.64	1.56	1.89
民生银行	0.35	0.54	0.57	0.68	3.95	3.87	3.91	0.94	0.89	0.89
招商银行	0.98	0.85	1.01	1.29	4.30	6.14	7.15	1.30	1.38	1.80
南京银行	0.61	0.65	0.72	0.87	5.04	6.85	7.62	1.21	1.11	1.38
兴业银行	1.90	2.22	2.66	3.76	9.95	15.51	19.14	3.55	3.84	5.20
北京银行	0.87	0.90	1.14	1.54	6.03	7.01	8.27	6.03	7.01	8.27
交通银行	0.54	0.57	0.63	0.77	3.10	4.19	4.84	1.00	1.05	1.30
工商银行	0.33	0.39	0.45	0.55	2.02	2.31	2.62	0.57	0.68	0.83
建设银行	0.40	0.46	0.53	0.66	2.38	2.75	3.09	0.49	0.53	0.66
中国银行	0.25	0.32	0.37	0.42	2.03	2.38	2.61	0.49	0.64	0.74
中信银行	0.34	0.37	0.46	0.57	2.63	3.01	3.44	0.56	0.74	0.91

资料来源：公司数据，宏源证券研究所

表 15: 上市银行估值

	收盘价		市盈率(倍)			市净率(倍)			P/PPOP		
	2010-6-28	09	10E	11E	09	10E	11E	09E	10E	11E	
深发展 A	18.49	11.41	10.84	8.66	2.81	1.89	1.62	7.42	6.54	5.32	
宁波银行	11.80	20.24	17.01	13.18	3.03	2.17	1.96	13.57	11.08	8.64	
浦发银行	14.43	12.53	12.45	10.67	2.44	1.59	1.37	6.26	8.12	6.84	
华夏银行	11.46	15.21	15.71	13.15	1.89	1.42	1.31	6.98	7.35	6.07	
民生银行	6.35	11.68	11.09	9.31	1.61	1.64	1.63	6.76	7.16	7.13	
招商银行	13.52	16.00	13.41	10.47	3.14	2.20	1.89	10.39	9.80	7.53	
南京银行	10.75	16.63	14.97	12.42	2.13	1.57	1.41	8.85	9.69	7.76	
兴业银行	24.58	11.09	9.23	6.53	2.47	1.58	1.28	6.93	6.41	4.73	
北京银行	12.75	14.09	11.16	8.30	2.11	1.82	1.54	2.11	1.82	1.54	
交通银行	6.38	11.20	10.21	8.25	2.06	1.52	1.32	6.36	6.05	4.91	
工商银行	4.26	11.06	9.39	7.79	2.11	1.84	1.62	7.52	6.29	5.14	
建设银行	4.91	10.75	9.18	7.49	2.07	1.79	1.59	9.99	9.18	7.49	
中国银行	3.55	11.15	9.55	8.36	1.75	1.49	1.36	7.18	5.58	4.77	
中信银行	5.82	15.86	12.68	10.29	2.21	1.94	1.69	10.45	7.86	6.42	
行业平均		13.49	11.92	9.63	2.27	1.75	1.54	7.91	7.35	6.02	
国有大行 平均		11.04	9.58	7.97	2.00	1.66	1.47	7.76	6.78	5.58	
股份制银 行平均		13.40	12.20	9.87	2.37	1.75	1.54	7.88	7.60	6.29	
城商行平 均		16.99	14.38	11.30	2.42	1.85	1.64	8.18	7.53	5.98	

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行业高级研究员，南开大学会计学博士，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5 %
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。