

# 大象起舞

**评级: 增持-B**

上次评级:

**目标价格: 3.08 元**

期限: 3 个月 上次预测:

现价:

**报告日期: 2010-07-15**
**报告关键点:**

- 📖 信贷增速恢复性增长及信用成本降低将确保盈利增速高于同类银行;
- 📖 可以从PE的角度给予一定溢价。
- 📖 预计2010年EPS 0.28元, BVPS 1.6元, 目标价3.08元, 给予增持-B的投资评级。

**报告摘要:**

- 农业银行的前身是成立于1951年的农业合作银行(作为中国人民银行下属的专业银行), 因此在网点分布和业务结构方面都较中、工、建行有显著差异。
- 1、整体来看, 农业银行在网点、资金成本等方面具备优势, 并且预计其贷存比在上市后期会有恢复性增长, 带动银行的盈利增速和ROE至少在三年左右的时间内具备同类银行的领先地位。
- 2、预计三农业务占比未来进一步上升。历史经验来看, 三农业务的不良生成率会略高于其他业务, 但依靠直接的财政补贴基本可以弥补这一差距。
- 3、目前经营面最大的软肋来自成本控制(包括经营费用、拨备成本)。对于成本收入比而言, 直接压缩经营费用(尤其是员工费用)是比较困难的, 需要依靠营收增长、国家普惠政策、税率优势来弥补。另一方面, 我们强烈认为银行上市初期的不良降低会超出拨备上升速度, 带来信用成本的降低, 并最终导致盈利增长和ROE提升。
- 上述因素将确保农行2010-2012年期间复合盈利增速高出工行、建行约10个百分点, 从PE的角度可以给予一定的溢价。
- 预计2010年EPS0.28元, BVPS1.6元, 目标价3.08元, 给予增持-B的投资评级。

**市场数据**

总市值(百万元)	789,035
流通市值(百万元)	27,838
总股本(百万股)	292,235.29
流通股本(百万股)	10,310.33
12个月最高/最低	/
十大流通股东(%)	94.12
股东户数	

**研究员**
**杨建海**

 021-68765375  
证书编号

**首席行业分析师**

 yangjh@essence.com.cn  
S1450209100294

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (Rmb)	0.20	0.25	0.28	0.38	0.47
EPS growth (%)		25.00	12.00	35.71	23.68
P/B (X)	2.72	2.30	1.73	1.30	1.13
P/E (X)	15.34	12.14	10.85	6.65	5.60
P/PPPOP (X)	7.62	6.93	4.76	4.20	3.71
Preprovision ROA	1.48	1.28	1.60	1.59	1.57
ROA (%)	0.73	0.73	0.82	1.00	1.04
ROE (%)	17.71	18.96	15.88	19.65	20.50
ROAA (%)	0.73	0.73	0.82	1.00	1.04
RORWA (%)	1.51	1.49	1.69	2.07	2.15

# 目录

1. “农业”成分几何? .....	5
1.1. 网点及资产结构分布 .....	5
1.2. 资产方: 三农业务占比并不突出 .....	6
1.3. 负债方: 三农业务带来低廉的资金成本 .....	7
2. 盈利能力拆分: 最大的变数来自信用成本 .....	9
2.1. ROE 偏低主要由于成本偏高 .....	9
2.2. 经营成本因素与税率因素相互抵消 .....	10
2.3. 信用成本决定 ROE 长期变化趋势 .....	10
3. 上市后的业务发展方向 .....	11
3.1. 贷存比将恢复性上升 .....	11
3.2. 信用成本趋势性降低 .....	13
3.3. 经营杠杆显著降低, 但仍高于同类银行平均 .....	14
4. 优惠政策确保三农业务荒年不慌 .....	15
4.1. 相关政策变革及农行动态 .....	15
4.2. 三农业务发展与银行商业效益之间并不矛盾 .....	15
4.3. 三农业务风险定价分析 .....	16
5. 盈利预测 .....	17
6. 估值 .....	18
7. 风险提示 .....	19
7.1. 政策风险 .....	19
7.2. 宏观经济风险 .....	19
7.3. 同业竞争风险 .....	20
7.4. 内部改革风险 .....	20
8. 历史沿革与股权结构 .....	20

# 图 录

图 1	四大国有银行 ATM 数目比较 .....	5
图 2	农业银行资产结构 (2008) .....	6
图 3	其他国有银行资产结构 (2008) .....	6
图 4	按揭贷款占比 .....	7
图 5	按揭贷款同比增速 .....	7
图 6	农业银行负债结构 (2008) .....	8
图 7	其他国有银行负债结构 (2008) .....	8
图 8	付息率与存款利率比较 .....	8
图 9	分类存款活期占比比较 .....	9
图 10	四大行经营费用结构 .....	10
图 11	四大行员工数及人均费用 .....	10
图 12	四大行所得税率 (2009) .....	10
图 13	四大行信用成本 .....	11
图 14	中国银行上市前后信贷市场份额变化 .....	12
图 15	贷存比 (2009) .....	12
图 16	法定存款准备金率 .....	13
图 17	四大行杠杆比较 .....	14
图 18	风险资产、贷款与总资产比 .....	14
图 19	发达地区存贷款及网点占比 (2009) .....	16
图 20	三农业务贷存比变化 .....	16
图 21	贷款不良率 .....	17
图 22	息差比较 .....	17
图 23	国有银行 ROE .....	18
图 24	主要上市银行 2010 年 PE .....	19
图 25	主要上市银行 2010 年 PB .....	19
图 26	工业增加值同比增速 .....	20
图 27	农业银行管理架构 .....	20

# 表 录

表 1	网点分布对比.....	6
表 2	农业银行与其他国有银行资产负债结构比较.....	6
表 3	四大国有银行贷款结构对比 (%).....	7
表 4	日均存款利率 (%).....	8
表 5	存款结构.....	9
表 6	四大行 ROE 拆分 (2009).....	9
表 7	不良率情景分析.....	13
表 8	信用成本情景分析.....	13
表 9	ROE 敏感性分析.....	14
表 10	发行前后农业银行股东持股情况变化表.....	21
表 11	农业银行历史事件表.....	21
表 12	三农金融政策时间表.....	22
表 13	农业银行对公贷款行业分布.....	23
表 14	农业银行贷款五级分类 (按类型).....	23
表 15	农业银行贷款五级分类 (按新老贷款).....	24
表 16	农业银行三农贷款五级分类 (按业务类型).....	25
表 17	农业银行三农贷款五级分类 (按地区).....	25
表 18	农业银行三农贷款五级分类 (按新老贷款).....	26

根据银监会《中国农业银行三农金融事业部制改革与监管指引》的规定，将银行在三农金融事业部改制试点县域地区开展的业务统一划入三农业务范畴，这与传统概念上的三农概念——“农业、农民、农村”——相比要更为广义。农行招股书数据及我们的分析报告都以此口径为准。

农业银行的前身是成立于 1951 年的农业合作银行（作为中国人民银行下属的专业银行），因此在网点分布和业务结构方面都较中、工、建行有显著差异。

1、整体来看，农业银行在网络、资金成本等方面具备优势，并且预计其贷存比在上市后期会有恢复性增长，带动银行的盈利增速和 ROE 至少在三年左右的时间内具备同类银行的领先地位。

2、预计三农业务占比未来进一步上升。历史经验来看，三农业务的不良生成率会略高于其他业务，但依靠直接的财政补贴基本可以弥补这一差距。

3、目前经营面最大的软肋来自成本控制（包括经营费用、拨备成本）。对于成本收入比而言，直接压缩经营费用（尤其是员工费用）是比较困难的，需要依靠营收增长、国家普惠政策、税率优势来弥补。另一方面，我们强烈认为银行上市初期的不良降低会超出拨备上升速度，带来信用成本的降低，并最终导致盈利增长和 ROE 提升。

上述因素将确保农行 2010-2012 年期间复合盈利增速高出工行、建行约 10 个百分点，从 PE 的角度可以给予一定的溢价。

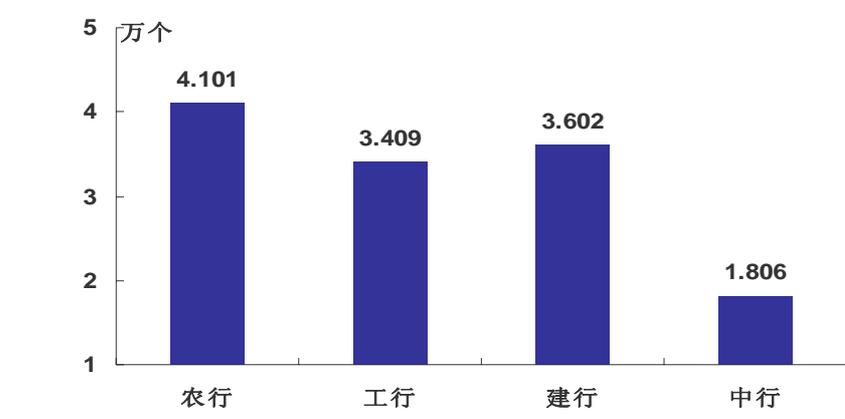
预计 2010 年 EPS0.28 元，BVPS1.6 元，目标价 3.08 元，给予增持-B 的投资评级。

## 1. “农业”成分几何？

### 1.1. 网点及资产结构分布

传统观念上认为农行的网点更多分布在“农村”及中西部地区，这个观点有失偏颇。作为四大银行中网络最大的银行，农行拥有第一的 ATM 数量，在东部沿海地区的网点数量也超越工行和建行。

图 1 四大国有银行 ATM 数目比较



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表 1 网点分布对比

网点数(个)	农行(a)	工行(b)	建行(c)	(a-b)	(a-c)
总行	4	34	3		
长江三角洲	3,116	2,446	2,223	670	893
珠江三角洲	2,590	1,994	1,673	596	917
环渤海地区	3,355	2,748	2,183	607	1,172
中部地区	5,243	3,460	3,243	1,783	2,000
东北地区	2,233	1,755	1,366	478	867
西部地区	7,083	3,791	2,693	3,292	4,390
海外			8		
合计	23,624	16,228	13,392	7,396	10,232

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

## 1.2. 资产方：三农业务占比并不突出

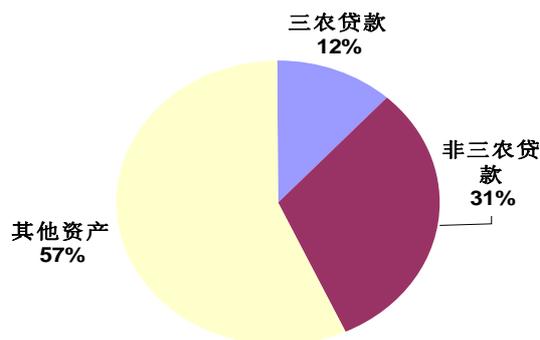
在总资产中，农行的“三农贷款”占比并没有想象中的高，大约只超出同类银行 3、4 个百分点左右。造成上述现象的主要原因是农行的贷款占资产比偏低，这与 2008 年坏账剥离、上市前贷款业务放缓等因素有关。

表 2 农业银行与其他国有银行资产负债结构比较

资产	农行(2008)		其他国有银行(2008)	
	总计(万亿)	占比	总计(万亿)	占比
贷款	3.01	43.0%	11.36	45.8%
三农	0.83	11.9%	2.06	8.3%
非三农	2.18	31.1%	9.30	37.5%
其他资产	4.00	57.0%	13.46	54.2%
资产合计	7.01	100.0%	24.82	100.0%
负债及股东权益				
存款	6.10	90.7%	17.94	77.5%
三农	2.51	37.4%	3.96	17.1%
非三农	3.58	53.3%	13.99	60.4%
其他负债	0.63	9.3%	5.21	22.5%
负债合计	6.72	100.0%	23.15	100.0%
股东权益合计	0.29	-	1.67	-

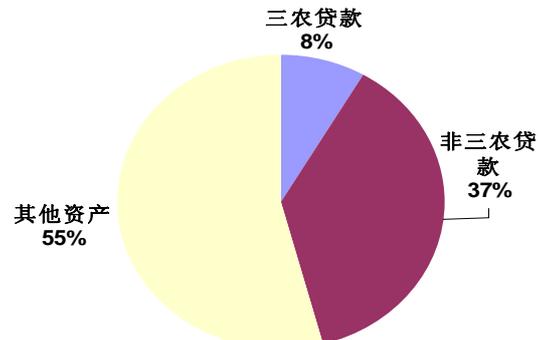
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 2 农业银行资产结构(2008)



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 3 其他国有银行资产结构(2008)



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

但我们预计后期银行的三农贷款占资产比会逐步上升，详情请参见本报告第三部分。

进一步拆分贷款结构，我们发现农行的贷款行业分布与其他国有银行并无太大出入，唯一的差别在于按揭贷款占比偏低（大约低了 3-6 个百分点），这部分资产被配置到农行的贴现贷款上。

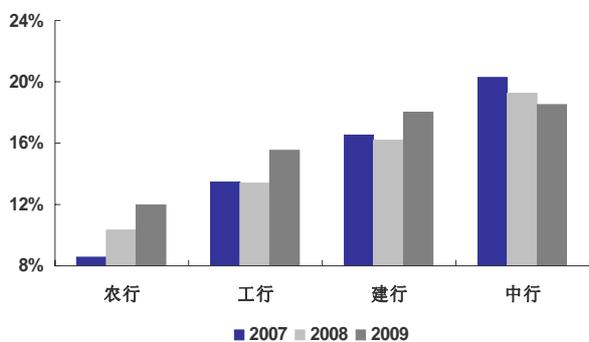
表 3 四大国有银行贷款结构对比 (%)

	农行	农行-三农	农行-非三农	工行	建行	中行
个人贷款和垫款	19.07	25.57	16.44	21.46	23.06	23.37
住房抵押	12.03	11.25	12.35	15.50	18.03	18.49
信用卡	0.34	0.06	0.46	0.65	0.82	0.64
其他	6.70	14.26	3.64	5.32	4.21	4.24
企业贷款和垫款	80.25	74.43	82.61	78.54	76.94	76.63
贷款	71.74	69.64	72.59	72.78	72.19	71.98
贴现	8.51	4.79	10.02	5.76	4.75	4.65
境外及其他贷款	0.67	0	0.95			
贷款和垫款总额	100	100	100	100	100	100

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

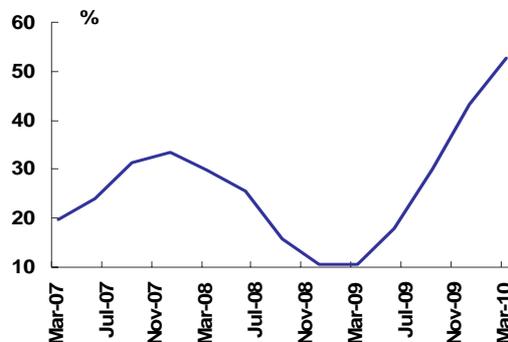
我们猜测导致农行按揭占比偏低的原因是银行错过了上市前这两年的按揭高增长期（2007-2009 年）。

图 4 按揭贷款占比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 5 按揭贷款同比增速



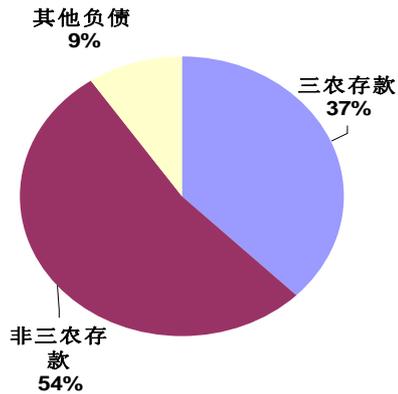
数据来源：货币政策执行报告，安信证券研究中心

目前五年期以上按揭贷款利率低于中长期贷款利率（按照基准利率七折标准，五年期以上按揭贷款利率较中长期贷款利率低 1.54 个百分点，按照基准利率 8.5 折标准，五年期以上按揭贷款利率较中长期贷款利率低 0.65 个百分点），因此短期内按揭占比偏低并不会对银行业绩造成显著负面影响。

### 1.3. 负债方：三农业务带来低廉的资金成本

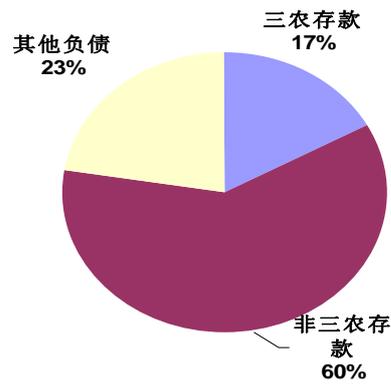
农行的负债方有两个特点，一是非存款负债（主要是同业资金与发行债券）占比偏低，二是三农存款占比较高（导致银行的存款呈现零售占比高和活期占比高的特点）。由于存款成本通常低于债券发行成本，因此上述特点决定了农行的资金成本较为低廉。

图 6 农业银行负债结构 (2008)



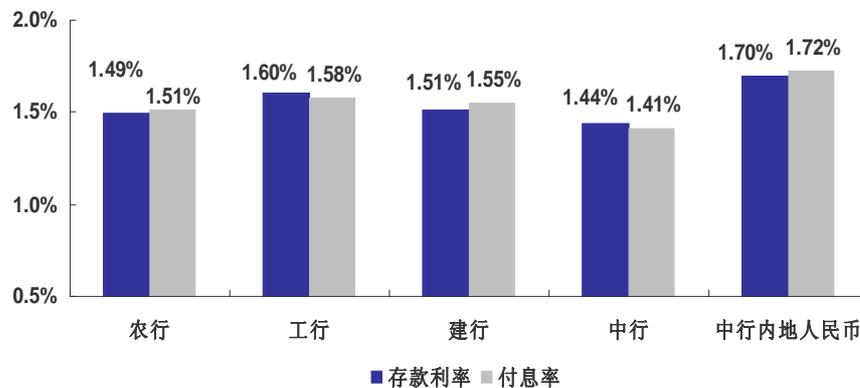
数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

图 7 其他国有银行负债结构 (2008)



数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

图 8 付息率与存款利率比较



数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

注: 为日均余额口径的平均利率。中国银行由于外币业务利率较低导致整体利率偏低。

表 4 日均存款利率 (%)

	总计	农行		工行	建行	中行内地	
		三农	非三农			人民币业务	外币业务
公司存款	1.15	0.89	1.28	1.28	1.29	1.34	0.33
活期存款	0.64	0.42	0.75	0.63	0.62	0.68	0.09
定期存款	2.45	2.33	2.49	2.45	2.52	2.42	1.15
个人存款	1.71	1.70	1.72	1.94	1.78	2.04	0.92
活期存款	0.36	0.41	0.32	0.36	0.37	0.36	0.09
定期存款	2.75	2.64	2.85	2.79	2.62	2.71	1.34
其他存款	-	-	-	0.85	0.60	1.77	1.91
存款利率	1.49	1.45	1.51	1.6	1.51	1.7	0.81

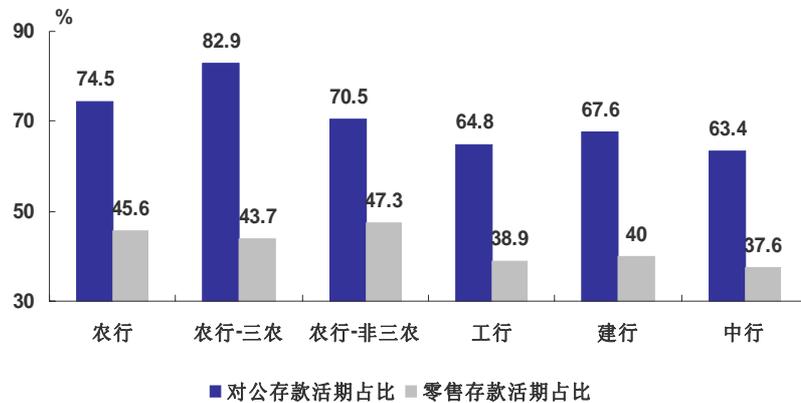
数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

表 5 存款结构 (%)

	农行			工行	建行	中行
	总计	三农	非三农			
活期存款	55.5	56.1	55.1	51.4	55.2	47
公司	28.9	26.1	30.8	32.7	37.1	29.1
个人	26.6	30	24.3	18.7	18.1	17.9
定期存款	41.6	43.9	40	47.2	44.8	46.5
公司	9.9	5.4	12.9	17.8	17.8	16.8
个人	31.7	38.6	27.1	29.4	27.1	29.7
其他存款	2.9	2.1	3.5	1.4	0	6.5
存款合计	100	100	100	100	100	100
对公存款	38.8	31.4	43.7	50.5	54.9	46
零售存款	58.2	68.6	51.4	48.1	45.1	47.6

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 9 分类存款活期占比比较



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

## 2. 盈利能力拆分：最大的变数来自信用成本

### 2.1. ROE 偏低主要由于成本偏高

表 6 四大行 ROE 拆分 (2009)

	农行	农行 (考虑 融资摊薄)	工行	建行	中行
净利息收入/股东权益	52.97%	40.96%	36.21%	37.90%	29.13%
非息收入/股东权益	11.85%	9.16%	9.32%	9.85%	10.89%
营业收入/股东权益	64.82%	50.13%	45.52%	47.75%	40.02%
费用率	48.76%	48.76%	38.78%	38.91%	42.48%
拨备前利润率	33.21%	25.68%	27.87%	29.17%	23.02%
减值计提率	35.25%	35.25%	12.27%	15.61%	11.94%
拨备后利润率	21.50%	16.63%	24.45%	24.61%	20.27%
所得税率及其他	11.84%	11.84%	22.53%	22.30%	18.70%
ROE	18.96%	14.66%	18.94%	19.13%	16.48%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

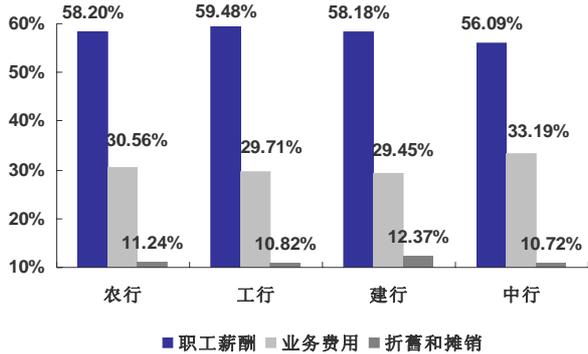
注：费用率=(营业税+经营费用)/营业收入；减值计提率=资产减值准备/拨备前利润的比重

即便考虑融资摊薄,农行的营业收入回报率仍略高于其他三大行;显然,导致农行 ROE 偏低的原因来自成本方面。

## 2.2. 经营成本因素与税率因素相互抵消

农行的成本收入比较高,主要是受到了三农业务的高成本拖累(县域地区分支机构的人均盈利水平显然要略低)。由于银行的经营费用主要来自员工成本(其中还有逐年累增的退休员工成本),因此我们不太同意费用率会连续趋势性降低的观点(当然它可能在某些营收大幅增长的年度出现短暂的回落)。

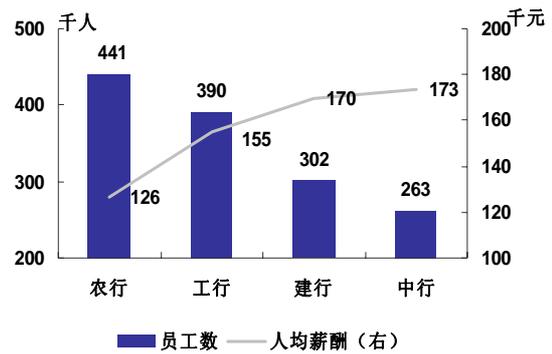
图 10 四大行经营费用结构



数据来源:公司数据,安信证券研究中心

注:此处为各项费用占营业总收入的比重

图 11 四大行员工数及人均费用

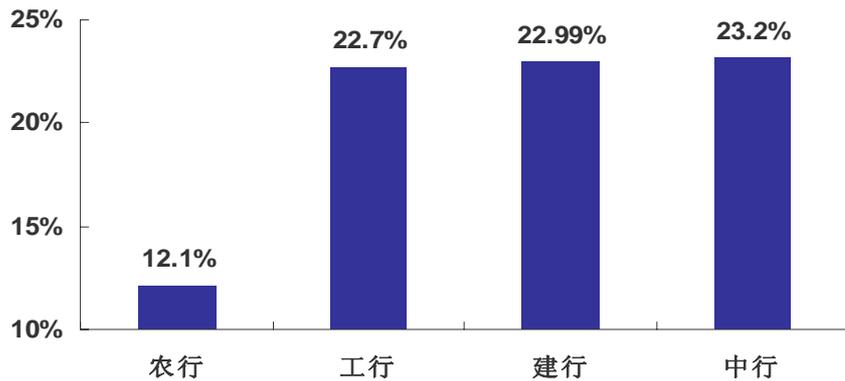


数据来源:公司数据,安信证券研究中心

但农行在所得税率方面的优势可以弥补成本收入比偏高的不足:

2009 年农行所得税率仅为 12%。如果剔除其中财务重组导致税收减免的一次性影响,实际税率约会上升到 18%左右。

图 12 四大行所得税率(2009)



数据来源:公司数据,安信证券研究中心

我们认为农行的所得税率未来一段时间会维持在 18-19%左右,低于工行、建行约 3-4 个百分点左右。这一结论的核心依据是农行的不可抵扣费用偏低(推测与平均员工成本偏低及拨备计提因素有关)。

## 2.3. 信用成本决定 ROE 长期变化趋势

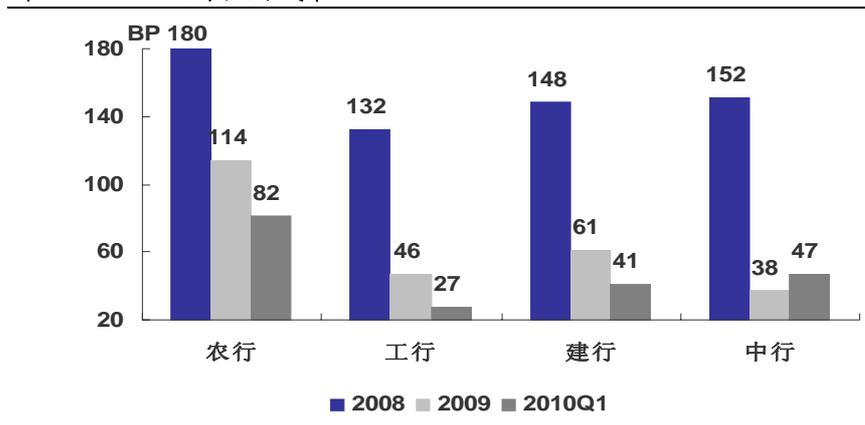
信用成本的静态水平决定 ROE 的静态水平,而信用成本的变化方向决定 ROE 的动态变

化方向。我们认为农行 ROE 未来会得益于信用成本的降低。

即便部分投资人保留对农行风控能力的怀疑态度，但仅仅由于前两年偏高的信用成本基数，也可以确保农行在上市之后的两三年内享受到信用成本降低带来的盈利增长。

而且几乎可以肯定不良率的降低幅度会超出拨备覆盖率上升的幅度，这种不良率降低可能来自：新增贷款导致分母扩大（稀释效应）；新生成不良率低于现有不良率；历史呆坏账的核销。

图 13 四大行信用成本



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

有关信用成本和不良的详细分析请参见本文第三部分。

### 3. 上市后的业务发展方向

前述两个部分主要从资产负债结构和盈利指标方面讨论了农行与其他国有银行的静态差异。

动态来看，我们认为农行在上市之后会有下列趋势性变化：

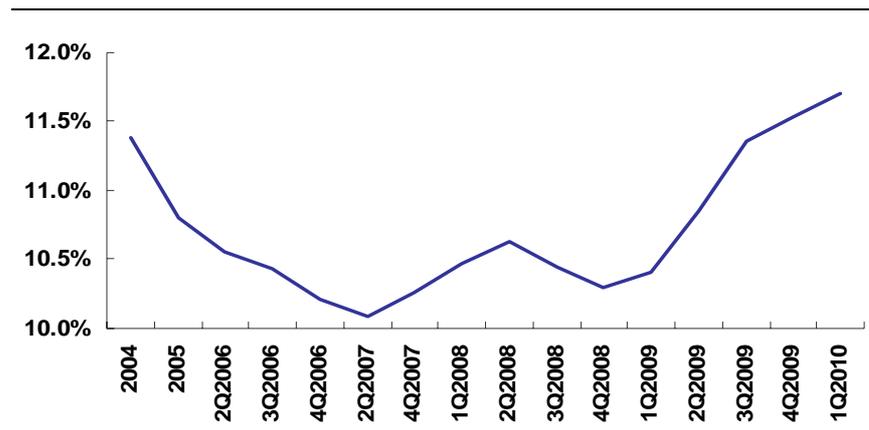
- 1、**银行信贷扩张速度加快**：贷款占资产比上升（导致贷存比上升），三农贷款占信贷比上升；
- 2、**信用成本系统性降低**：不良率降低速度超过拨备覆盖率上升的速度，从而导致 ROE 上升；
- 3、**银行经营杠杆显著降低**，但仍在一时间内高于同类国有银行平均；

上述因素导致农行盈利增速在一时间内高于同类国有银行平均。详细的盈利预测请参照报告第五部分。

#### 3.1. 贷存比将恢复性上升

目前农行的贷存比在四大行中最低，其贷款市场份额甚至低于 2007 年末。我们认为上市干扰了银行正常的贷款投放节奏。这种情况中行上市之前也曾出现过。

图 14 中国银行上市前后信贷市场份额变化

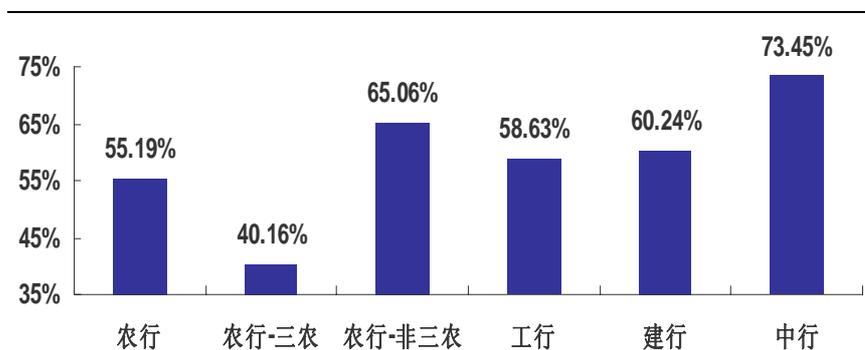


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

我们预测上市后，随着资本的补充和信贷节奏恢复正常，银行的贷款占资产比（及对应的市场份额）会得到修复。并且，根据三年内三农贷存比达到 50% 的目标，预计银行三农贷款占总资产的比重将有所上升（预计将从目前的 12% 上升到 18% 左右）。

预计农行未来 2-3 年内三农贷款占比将显著上升，余额达到 25% 以上的年增速，整体的信贷增速在 2010 年也将接近 20%。并在之后 2-3 年时间超出同类国有银行的平均。

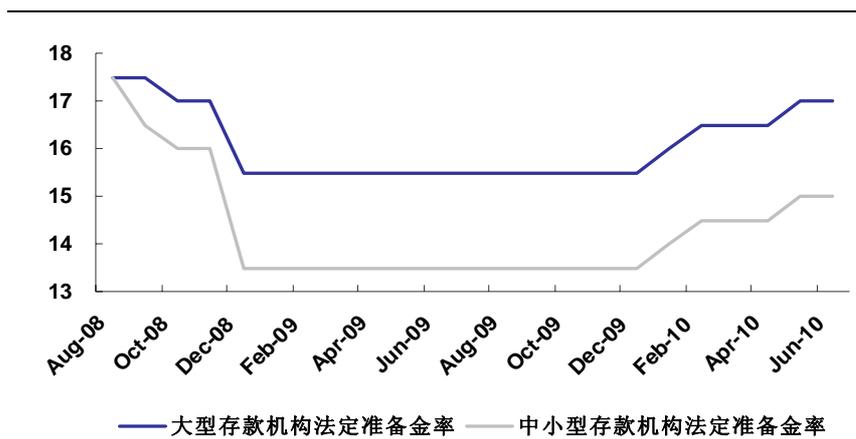
图 15 贷存比（2009）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

需要注意的是，由于三农业务的准备金率享受优惠政策（等同于农信社），因此农行在资金流动性方面会较其他国有银行有优势。

图 16 法定存款准备金率 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

### 3.2. 信用成本趋势性降低

在前述信贷增速假设下, 并且考虑核销水平不发生大的变动, 我们认为农行的不良率会在 2010 年末降低到 2-2.2%左右。前文提到过, 这种不良率降低主要来自: 新增的稀释效应; 新生成不良率低于现有不良率; 历史呆坏账的核销。

表 7 不良率情景分析

		不良生成率 (BP)						
		-50	-20	0	25	50	75	100
不良率 (%)	2010	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0
	2011	1.2	1.8	2.2	2.6	3.1	3.5	4.0
	2012	0.4	1.1	1.5	2.1	2.6	3.2	3.7

数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

注: 农行 2009 年末不良率为 2.91%。假设 2010 年信贷增速 19%, 2011-2012 年银行信贷增速回落到 17%左右; 假设核销水平不变。

在这种不良降低的背景下, 信用成本从 2008、2009 年的高平台开始降低也是很轻松的, 而且同时可以实现拨备覆盖率的提高 (银行 2008、2009 年信用成本分别为 105 和 180)。

表 8 信用成本情景分析 (BP)

		拨备覆盖率				
		130.00%	140.00%	150.00%	160.00%	170.00%
不良率	2.50%	64.5	91.6	118.8	146	173.1
	2.40%	50.3	76.4	102.5	128.6	154.7
	2.30%	36.2	61.2	86.2	111.2	136.2
	2.20%	22.1	46	69.9	93.8	117.7
	2.10%	7.9	30.8	53.6	76.4	99.2
	2.00%	-6.2	15.6	37.3	59	80.8

数据来源: 公司数据, 安信证券研究中心

信用成本的降低会最终落实到利润和 ROE 的提升:

表 9 ROE 敏感性分析

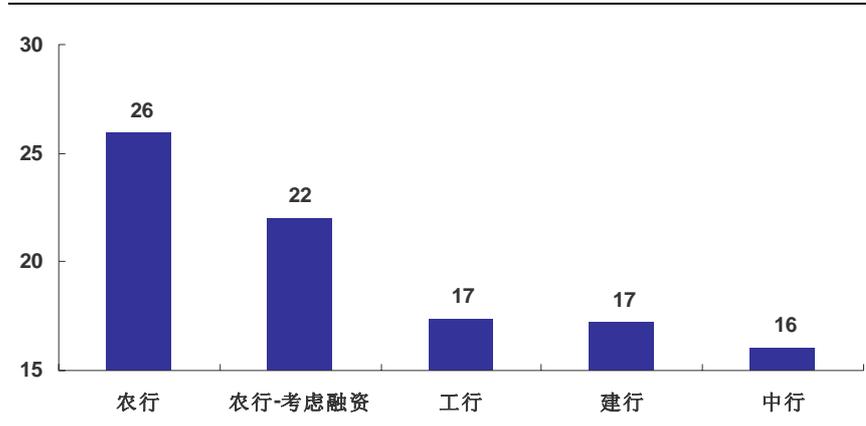
		拨备覆盖率				
		130.00%	140.00%	150.00%	160.00%	170.00%
不良率	2.50%	21.26%	19.11%	16.96%	14.82%	12.67%
	2.40%	22.37%	20.31%	18.25%	16.19%	14.13%
	2.30%	23.49%	21.51%	19.54%	17.56%	15.59%
	2.20%	24.61%	22.72%	20.83%	18.94%	17.05%
	2.10%	25.72%	23.92%	22.12%	20.31%	18.51%
	2.00%	26.84%	25.12%	23.40%	21.69%	19.97%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

### 3.3. 经营杠杆显著降低，但仍高于同类银行平均

本次融资前，农行的资产负债杠杆要显著高于同类银行平均。考虑融资后，农行的杠杆约为 22 倍，而工行、建行、中行的杠杆均在 17 倍左右。

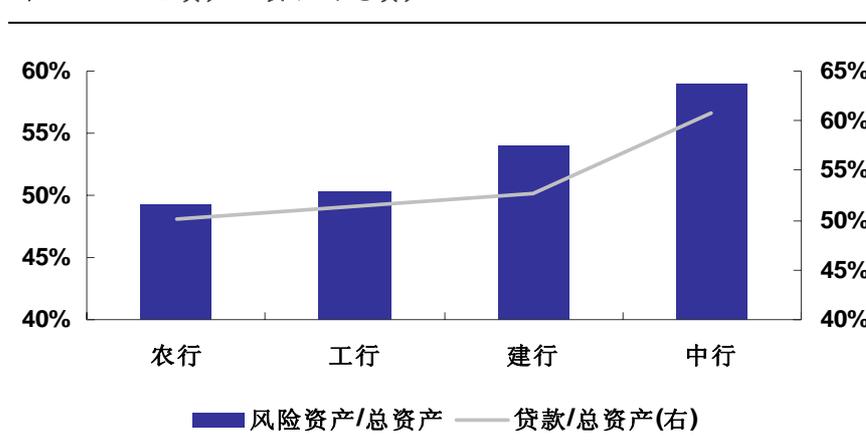
图 17 四大行杠杆比较(倍)



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

导致杠杆偏高的主要因素是资本充足率差异及风险资产占资产比（基本与贷款占比正相关）的不同。预计农行上市前三年杠杆仍将高于行业平均。

图 18 风险资产、贷款与总资产比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

## 4. 优惠政策确保三农业务荒年不慌

### 4.1. 相关政策变革及农行动态

2010年6月，财政部发文《中央财政农村金融机构定向费用补贴资金管理暂行办法》。在此办法下，农行三农事业部贷款可以享受余额2%的补贴（前提是三农业务贷存比达到50%或更高）<sup>1</sup>。

对农行来说，由于其在中西部等基础金融服务薄弱地区有大量网点，此项政策将可能直接带来2亿元左右的补贴。

另外，还有多项税收优惠、贷款损失准备税前扣除、自主坏账核销等多项优惠政策。我们预计，现在平均净利润每年有10亿元优惠，全面铺开后有50-60亿的优惠。

2009年，银监会发布《中国农业银行三农金融事业部制改革与监管指引》，除要求农行构建健全的三农金融业务组织架构和经营机制外，还提出另外一系列经营目标，包括：

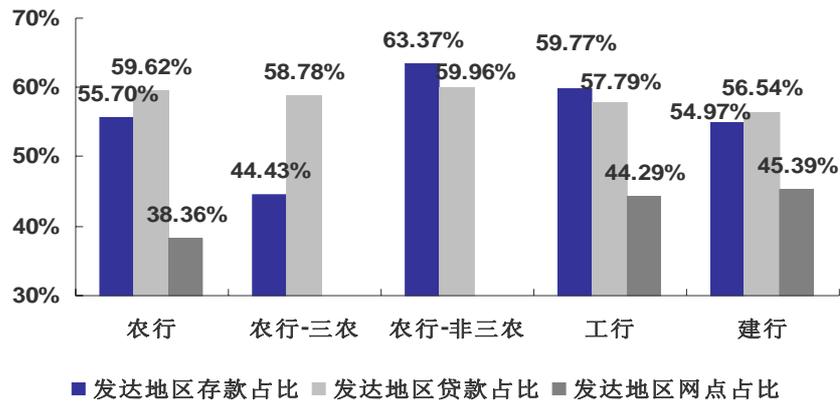
- 1、三农业务新增贷款占新增存款比在2009年达到50%；
- 2、五年内三农贷款余额占存款余额比例达到50%以上；
- 3、三农贷款增长速度应不低于全行贷款增速；
- 4、三农资产及负债占比在财务重组完成后稳步提高；
- 5、三农业务的成本收入比从2009年起应控制在50%以下；
- 6、三农业务的资产回报率在2009年应达到0.5%，之后逐年提高到0.8%以上；
- 7、三农业务不良贷款率原则上控制在5%以下；
- 8、三农业务拨备覆盖率在2008年应不低于60%，三年内达到100%。

### 4.2. 三农业务发展与银行商业效益之间并不矛盾

由于对三农业务的定义已经被放宽到“县域业务”的角度（而并没有行业、具体地理区域的绑定），我们认为实现三农业务的高增长和维持合理的经营效益之间并没有直接的矛盾。

<sup>1</sup> 2010年6月13日，财政部印发《中央财政农村金融机构定向费用补贴资金管理暂行办法》，进一步扩大了农村金融机构定向费用补贴政策范围。中央财政对当年贷款平均余额同比增长的且达到银监会监管指标要求的贷款公司和农村资金互助社，当年贷款平均余额同比增长、年末存贷比高于50%且达到银监会监管指标要求的村镇银行，按其当年贷款平均余额的2%给予补贴。中央财政对基础金融服务薄弱地区的银行业金融机构（网点），按其当年贷款平均余额的2%给予补贴。

图 19 发达地区存贷款及网点占比 (2009)

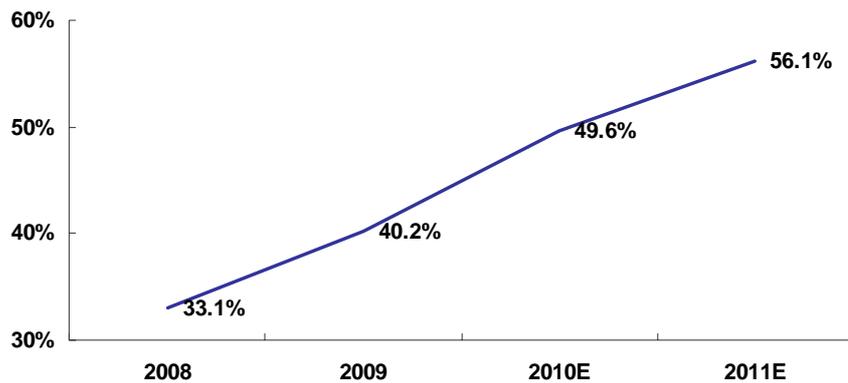


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：发达地区是指长三角、珠三角和环渤海地区。

我们预计未来几年三农业务信贷增速在 32%左右，三农业务贷存比在 2010 年末 2011 年初可达到 50%以上。

图 20 三农业务贷存比变化



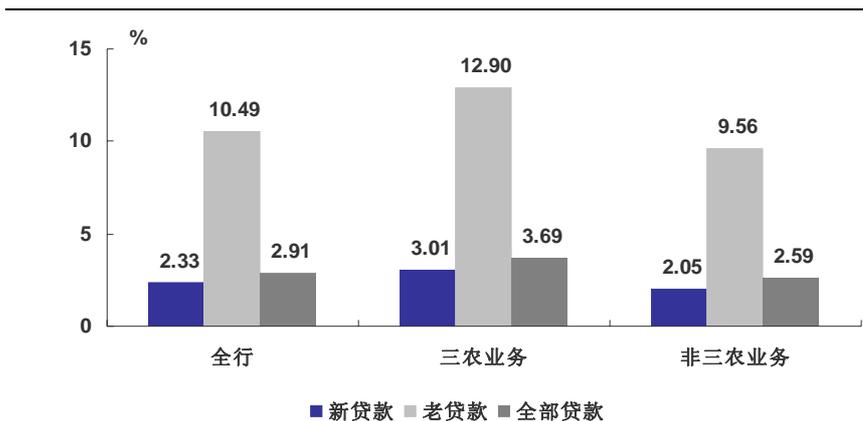
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

#### 4.3. 三农业务风险定价分析

谈到三农业务，市场最关心的是风险控制。

从现有的不良结构来看，即便在 04 年之后发放的新贷款中，三农业务的不良率也确实要高出非三农贷款约 1 个百分点。

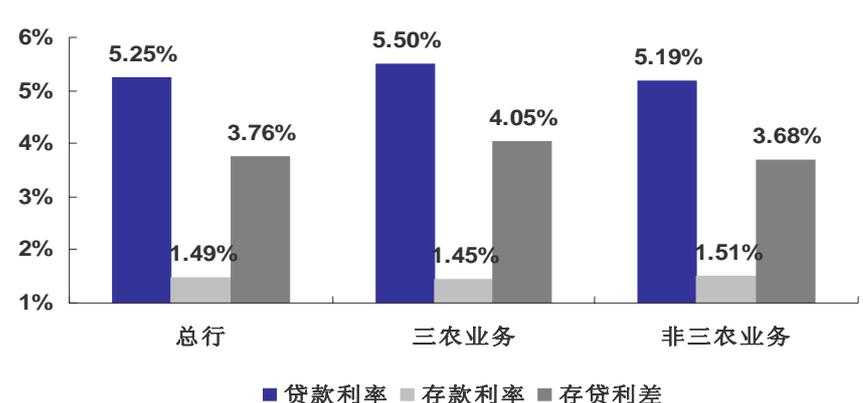
图 21 贷款不良率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

很难定量判断这一个点的不良差距来自哪里，因为受到核销、单笔贷款平均规模、地域分布等各种因素的影响，但是可以确定目前这一个百分点的差距无法全部依靠息差弥补。

图 22 存贷款利率比较



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

除了之前在税率等方面的优惠政策以外，2010年6月推出的定向费用补贴政策目前看来最有可能弥补三农业务在风险控制方面的不足。《中央财政农村金融机构定向费用补贴资金管理暂行办法》规定，对三农贷款按照贷款余额2%予以补贴，前提是三农业务贷存比达到50%。我们预计农行自2011年开始可以全面享受此项优惠。

我们认为，只要不出现极端的宏观经济形势变化，优惠政策和银行上市后风控水平的提高有望使三农贷款的风险回报（息差与拨备之差）实现“丰年有余，荒年不慌”。换言之，优惠政策基本可以确保度过小的经济波动。

## 5. 盈利预测

关于存贷款的主要预测包括：

- 1、未来三年，贷款余额的增速平均高于同类银行平均（18.86%，17.46%，17.10%），其中三农贷款的增速中轴约在20%；
- 2、2010年贷存比与2009年末基本持平，之后每年上升一个百分点左右，2012年达到56%；

3、假设法定利率不变，2010-2012 年 NIM 分别上升到 2.43%、2.49%和 2.52%。息差上升的主要动力来自资产结构的调整。

关于盈利能力的主要预测包括：

- 1、手续费与佣金收入 2010 年预计增长 25%，2011 年和 2010 年分别为 22%和 20%；
- 2、所得税率未来几年有轻微降低，主要来自三农业务的优惠政策；
- 3、经营费用维持 16%的年增速，但由于收入增长较快，成本收入比有所降低，2012 年将至 39%左右；
- 4、预计 2010 年开始银行有效税率维持在 19%左右；
- 5、上市后三年股利分配率 40%。

关于资产质量的主要预测包括：

- 1、2010-2012 年末贷款不良率分别为 2.21%、2.11%、1.89%，未来三年的核销力度基本与 2009 年持平；
- 2、拨备覆盖率 2010 年末提高到 150%，2011 年末提高到 155%，2012 年末提高到 160%。

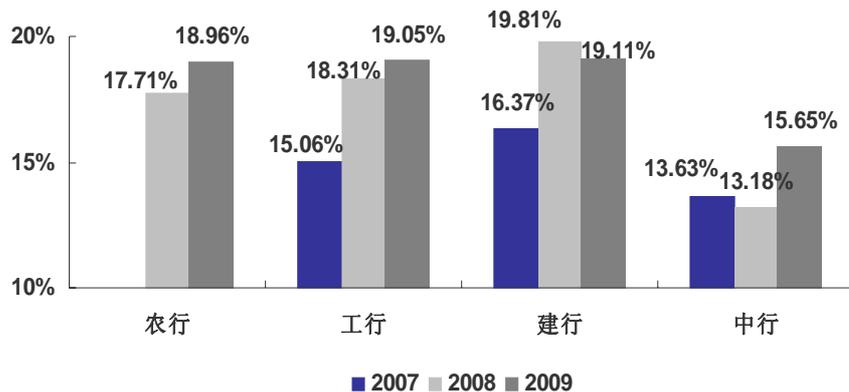
预测 2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 0.28 元与 0.39 元，对应年末每股净资产分别为 1.60 元与 1.83 元。

## 6. 估值

从相对 PB 的角度来看：

农行上市后由于摊薄因素会导致 2010 年当年 ROE 低于其他三大国有银行，但之后 ROE 会逐步回升。因此，农行 PB 定价基本应该接近或略高于工行、建行的平均水平，大约在 1.7 倍动态 PB，对应股价（发行后）2.72 元/股。

图 23 国有银行 ROE



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

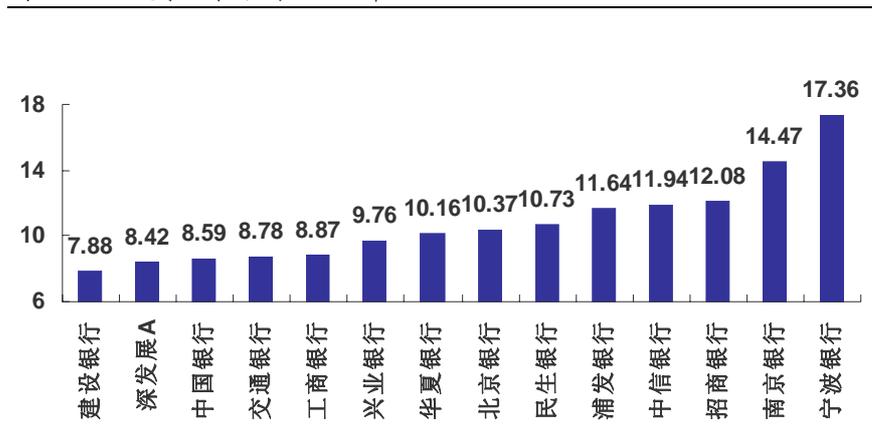
从相对 PE 角度来看：

农行上市后三年复合信贷增速有望达到 20%以上，三年复合盈利增速（2009-2012 年）有望达到 30%左右，其他国有银行的三年复合盈利增速约在 15-20%<sup>2</sup>。因此，农行的 PE 应当高于同类国有银行，而低于同期复合增速可能更高的中小银行（例如宁波银行），大约在 11 倍动态 PE，对应目标价 3.08 元。

<sup>2</sup> 上述盈利预测均假设行业没有出现大规模的系统性不良风险，但假设不良生成率未来几年有轻微的上浮。

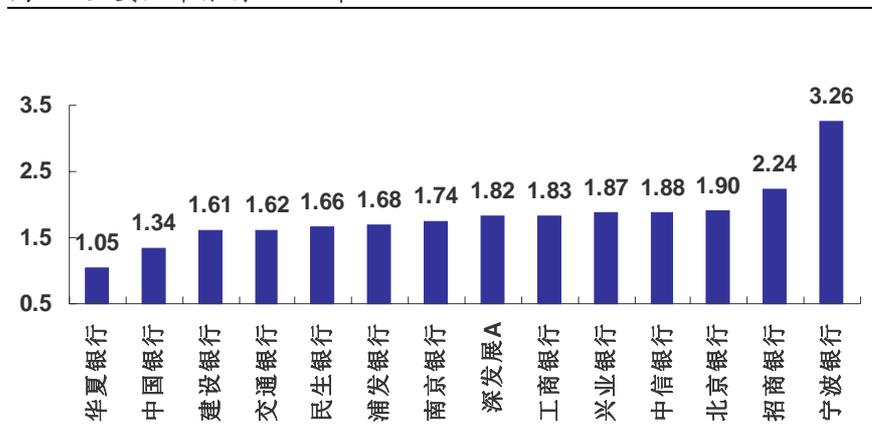
综上，我们认为可以从PE的角度给予一定溢价，合理的价格在3.08元。

图 24 主要上市银行 2010 年 PE



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 25 主要上市银行 2010 年 PB



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：PE 和 PB 均以 2010 年 7 月 14 日收盘价为基准。

## 7. 风险提示

### 7.1. 政策风险

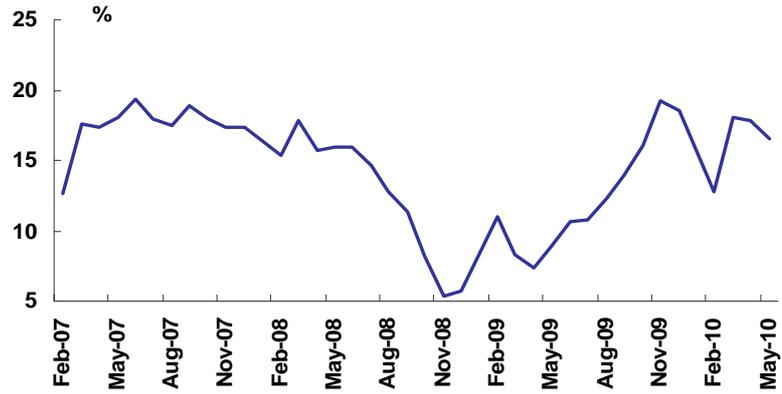
货币政策收紧将可能增加与地方融资平台贷款等相关的坏账风险。同时，政府的各项宏观调控政策如加息（包括不对称加息）、提高存款准备金率将对银行的盈利能力造成一定压力。

较为有利的一面是农行的资产负债结构更有利于减轻不对称加息的不利影响（活期存款占比较高）。

### 7.2. 宏观经济风险

根据安信策略的观点，投资及工业增加值的连续回落显示中国经济已经进入减速期，预期企业盈利能力亦将同步下降。作为强周期性行业，银行业盈利能力亦将受到挑战。经济减速、企业盈利能力下降也同时增加了银行的坏账风险。

图 26 工业增加值同比增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

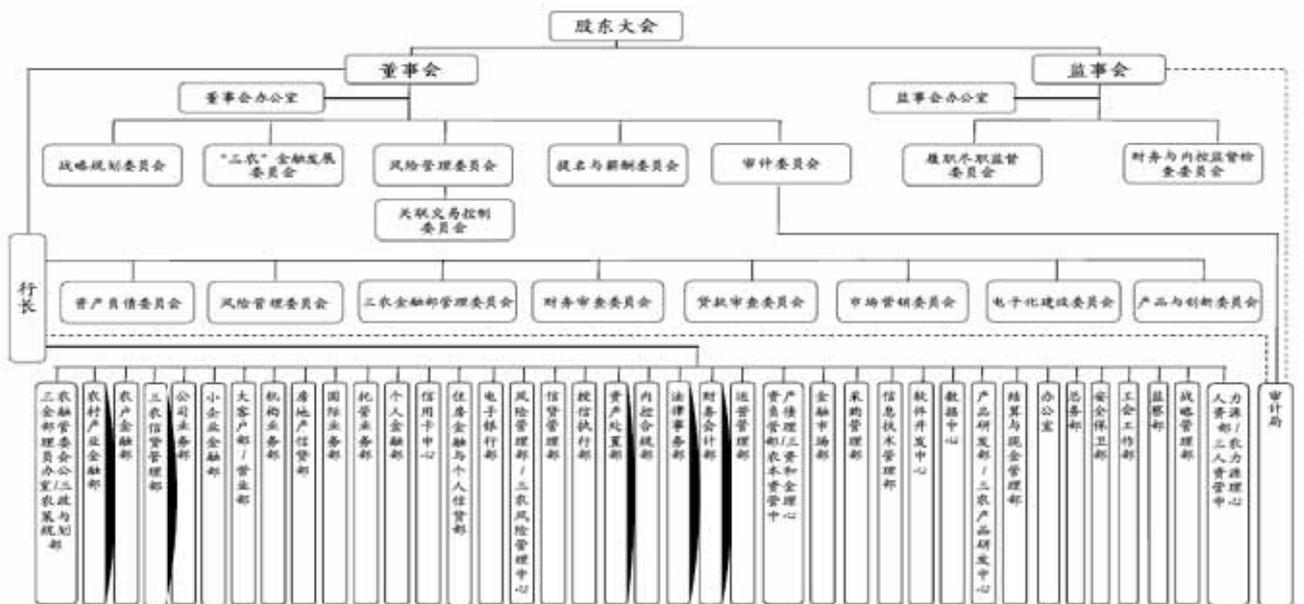
### 7.3. 同业竞争风险

近年来，政府逐渐减少了金融机构在县域地区开展业务的限制，并相应加大了财税支持力度（参见附录）。同时，政府有关支持农村金融的诸多措施（对农村信用合作社、村镇银行、小额贷款公司的补贴和鼓励）对农行三农业务的开展带来了更多的竞争压力。

### 7.4. 内部改革风险

农行在公司治理方面的弱点对其未来的发展带来了一定挑战。这种挑战包括县域地区诸多分散的网点经营管理的压力以及银行在机构设置方面的薄弱。

图 27 农业银行管理架构



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

## 8. 历史沿革与股权结构

农业银行发行A股前后股东持股情况见表10:

**表 10 发行前后农业银行股东持股情况变化表**

单位：亿股/%

股东名称	发行 A 股和 H 股之前		发行 A 股和 H 股之后			
	持股数量	持股比例	不考虑超额配售		全额行使超额配售权	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
财政部 (A 股)	1300	48.15	1277	40.2	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	3.7	110	3.46	111	3.42
社保基金理事会 (H 股)	0	0	13	0.41	15	0.47
其他 A 股股东	0	0	222	7	256	7.87
其他 H 股股东	0	0	254	8	292	9
合计	2700	100	3176	100	3248	100

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

**表 11 农业银行历史事件表**

时间	事件	详情
1951 年	农业合作银行成立	成立初期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。自 1963 年 11 月至 1965 年 11 月，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	农业银行恢复成立	在 20 世纪九十年代农村金融体制改革之前，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	农业发展银行分设	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	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。
1998 年	财政部定向发行特别国债	财政部向农行定向发行 933 亿元的 30 年期特别国债，筹集资金用于补充资本金
1999 年	剥离不良资产	获准向新成立的中国长城资产管理公司剥离 3458 亿元不良资产。
2008 年	国务院审议通过股改方案	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，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。
2008 年 10 月	国家注资	汇金注资 1300 亿元人民币等值的外汇资产。财政部保留在原农行的权益 1300 亿元人民币作为改制基准日投入的资本金。
2008 年 11 月	剥离不良资产	经财政部批准，银行以 2007 年 12 月 31 日为基准日，按账面值剥离处置不良资产 8156.95 亿元，对于上述不良资产，以 2007 年 12 月 31 日中国人民银行对农 1506.02 亿元免息再贷款等额置换不良资产；其余 6650.93 亿元形成应收财政部款项，并自 2008 年 1 月 1 日起按 3.3% 的年利率对未支付款项余额计息。
2009 年 1 月	改制，更名	由国有独资商业银行整体改制为股份有限公司，并更名为“中国农业银行股份有限公司”。
2009 年 5 月	发行次级债	在银行间债券市场成功发行次级债券，包括 5+5 固定利率、5+5 浮动利率及 10+5 固定利率三个品种，筹集资金 500 亿元
2010 年 4 月	社保基金理事会入股	社保基金理事会以总金额 155.20 亿元认购农行向其新发行的 100 亿股股份。

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 附录:

表 12 三农金融政策时间表

时间	相关政策	主要内容
2010年6月13日	定向费用补贴	中央财政对当年贷款平均余额同比增长的且达到银监会监管指标要求的贷款公司和农村资金互助社,当年贷款平均余额同比增长、年末存贷比高于50%且达到银监会监管指标要求的村镇银行,按其当年贷款平均余额的2%给予补贴;中央财政对基础金融服务薄弱地区的银行业金融机构(网点),按其当年贷款平均余额的2%给予补贴。
2010年5月14日	深化三农金融事业部改制	对农行纳入深化“三农金融事业部”改革试点的四川、重庆、湖北、广西、甘肃、吉林、福建、山东共8个省(区、市)分行下辖的561个县域支行的涉农贷款,将参照享有国家对农村信用社同等的财税政策;对试点的县域支行,比照农村信用社收费政策,免收业务监管费和机构监管费;对试点的县域支行,实行差别化存款准备金率。
2010年5月13日	税收优惠	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的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
2009年8月21日	贷款损失准备金税前扣除	规定金融企业对其涉农贷款和中小企业贷款进行风险分类后,按一定比例计提的贷款损失专项准备金准予在计算应纳税所得额时扣除,该项优惠政策有效期至2010年12月31日止;
2009年7月29日	新型农村金融机构设立	《新型农村金融机构2009年-2011年总体工作安排》,2009年-2011年,全国共计划设立1294家新型农村金融机构,其中村镇银行1027家,贷款公司106家,农村资金互助社161家。这些新型农村金融机构,将主要分布在农业占比高于全国平均水平的县域、中西部地区、金融机构网点覆盖率低的县域,以及国家、省级扶贫开发工作重点县和中小企业活跃县域。
2009年5月31日	农行三农金融事业部改制	《中国农业银行三农金融事业部制改革与监管指引》明确,农行在县域内组织的资金应主要用于县域。三农金融部的新增贷款占其新增存款的比例在财务重组完成次年原则上应达到50%,五年内贷款余额占其存款余额的比例应争取达到50%以上。此外,《指引》规定,三农金融部的资产回报率在财务重组完成次年应达到0.5%,之后逐年提高到0.8%以上;三农金融部的营运资本回报率在财务重组完成次年应达到10%,之后逐年提高到12%以上;三农金融部的成本收入比从财务重组完成次年起应控制在50%以下。
2009年4月22日	涉农贷款增量奖励	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
2009年2月	允许自主坏账核销	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
2008年5月8日	四类机构差别准备金率	《中国人民银行 中国银行业监督管理委员会关于村镇银行、贷款公司、农村资金互助社、小额贷款公司有关政策的通知》指出,农村资金互助社暂不交存款准备金,村镇银行的存款准备金率比照当地农村信用社执行;四类机构的贷款利率实行下限管理,利率下限为央行公布的同时同档次贷款基准利率的0.9倍。
2008年1月9日	农信社差别准备金率	通知要求优先保证“三农”信贷需求,切实加大对“三农”的信贷资金投入;继续对农村信用社执行相对较低的存款准备金率。
2007年4月6日	放宽县域机构设立	允许股份制商业银行在商业可持续的原则下,进入县域设立分支机构。
2004年10月28日	央行扩大利率浮动	城市和农村信用社贷款利率浮动上限扩大至基准利率的2.3倍

数据来源:安信证券研究中心

表 13 农业银行对公贷款行业分布 (百万元)

百万元	2008		2009	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
制造业	763,257	32.4	886,729	29.9
黑色金属冶炼及压延加工业	107,087	4.5	123,389	4.2
化学原料及化学制品制造业	75,603	3.2	89,474	3.0
纺织业	52,680	2.2	57,360	1.9
金属制品业	51,551	2.2	60,097	2.0
有色金属冶炼及压延加工业	39,127	1.7	52,145	1.8
非金属矿物制品业	36,781	1.6	46,897	1.6
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	34,171	1.4	34,703	1.2
农副产品制造业	31,754	1.3	46,051	1.6
通用设备制造业	31,748	1.3	37,172	1.3
电气机械及器材制造业	31,151	1.3	45,840	1.5
造纸及纸制品业	29,261	1.2	30,081	1.0
其他制造业	242,343	10.3	263,520	8.9
电力、燃气及水的生产和供应业	382,845	16.2	411,410	13.9
房地产业	336,037	14.2	427,253	14.4
交通运输、仓储及邮政业	200,129	8.5	303,520	10.2
批发和零售业	165,247	7.0	227,546	7.7
水利、环境和公共设施管理业	90,973	3.9	155,365	5.2
建筑业	82,453	3.5	99,700	3.4
采矿业	66,173	2.8	93,340	3.1
租赁和商务服务业	64,288	2.7	144,755	4.9
信息传输、计算机服务和软件业	37,998	1.6	28,199	0.9
其他行业	169,897	7.2	190,874	6.4
公司类贷款合计	2,359,297	100.0	2,968,691	100.0

数据来源: 安信证券研究中心

表 14 农业银行贷款五级分类 (按类型)

百万元	2007		2008		2009	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>公司类贷款</b>						
正常	2,561,871	86.3	1,868,990	79.21	1,766,930	63.99
关注	298,035	10.04	367,021	15.56	245,069	8.88
次级	45,997	1.55	80,706	3.42	47,258	1.71
可疑	60,393	2.03	40,335	1.71	187,122	6.78
损失	2,395	0.08	2,245	0.1	514,778	18.64
小计	2,968,691	100	2,359,297	100	2,761,157	100
不良贷款率 (%)		3.66		5.23		27.13
<b>票据贴现</b>						
正常	352,025	99.94	256,870	99.88	203,678	99.78
关注	139	0.04	222	0.09	75	0.04
次级	44	0.01	49	0.02	1	-
可疑	19	0.01	18	0.01	256	0.12
损失	3	-	4	-	117	0.06
小计	352,230	100	257,163	100	204,127	100
不良贷款率 (%)		0.02		0.03		0.18
<b>个人贷款</b>						
正常	751,634	95.23	423,457	91.17	398,649	81.16
关注	26,636	3.37	30,685	6.61	23,672	4.82

次级	6,483	0.82	6,286	1.35	3,913	0.8
可疑	2,461	0.31	3,495	0.75	30,310	6.17
损失	2,128	0.27	542	0.12	34,641	7.05
小计	789,342	100	464,465	100	491,185	100
不良贷款率(%)		1.4		2.22		14.02
<b>境外及其他</b>						
正常	27,606	98.86	18,847	97.99	17,248	97.42
关注	-	-	-	-	-	-
次级	51	0.18	63	0.33	169	0.95
可疑	22	0.08	120	0.62	33	0.19
损失	245	0.88	204	1.06	255	1.44
小计	27,924	100	19,234	100	17,705	100
不良贷款率(%)		1.14		2.01		2.58
<b>总贷款</b>						
正常	3,693,136	89.24	2,568,164	82.84	2,386,505	68.69
关注	324,810	7.85	397,928	12.84	268,816	7.74
次级	52,575	1.27	87,104	2.81	51,341	1.48
可疑	62,895	1.52	43,968	1.42	217,721	6.27
损失	4,771	0.12	2,995	0.09	549,791	15.82
贷款合计	4,138,187	100	3,100,159	100	3,474,174	100
不良贷款率		2.91		4.32		23.57

数据来源：安信证券研究中心

**表 15 农业银行贷款五级分类（按新老贷款）**

百万元	2007		2008		2009	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>新贷款</b>						
正常	3,451,331	90.45	2,305,894	84.84	2,066,657	89.46
关注	275,297	7.22	324,499	11.93	171,136	7.41
次级	43,364	1.14	60,042	2.21	23,816	1.03
可疑	43,002	1.13	26,569	0.98	37,170	1.61
损失	2,636	0.06	1,076	0.04	11,345	0.49
合计	3,815,630	100	2,718,080	100	2,310,124	100
不良贷款率(2)		2.33		3.23		3.13
<b>老贷款</b>						
正常	214,199	72.7	243,423	67.09	302,600	26.4
关注	49,513	16.81	73,429	20.23	97,680	8.52
次级	9,160	3.11	26,999	7.44	27,356	2.39
可疑	19,871	6.74	17,279	4.76	180,518	15.75
损失	1,890	0.64	1,715	0.48	538,191	46.94
合计	294,633	100	362,845	100	1,146,345	100
不良贷款率(2)		10.49		12.68		65.08

数据来源：安信证券研究中心

表 16 农业银行三农贷款五级分类（按业务类型）

百万元	2007		2008		2009	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>公司类贷款</b>						
短期公司类贷款	16,351	37.1	3.64	17,591	38.4	4.67
中长期公司类贷款	23,328	52.9	6.11	24,418	53.3	9.4
公司类贷款小计	39,679	90	4.77	42,009	91.7	6.6
票据贴现	61	0.1	0.11	71	0.2	0.18
<b>个人贷款</b>						
个人住房贷款	1,410	3.2	1.05	1,396	3	1.62
个人经营贷款	1,741	4	2.97	1,441	3.1	3.77
个人消费贷款	226	0.5	0.62	211	0.5	1.12
个人卡透支	10	-	1.4	10	-	2.36
农户贷款	715	1.6	0.99	405	0.9	4.46
其他(3)	251	0.6	9.56	293	0.6	11.55
个人贷款小计	4,353	9.9	1.43	3,756	8.1	2.42
合计	44,093	100	3.69	45,836	100	5.51

数据来源：安信证券研究中心

表 17 农业银行三农贷款五级分类（按地区）

百万元	2007		2008		2009	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
长江三角洲地区	7,529	17.1	1.76	7,384	16.2	2.36
珠江三角洲地区	2,723	6.2	2.81	2,721	5.9	4.49
环渤海地区	4,703	10.7	2.65	4,983	10.9	3.97
中部地区	5,259	11.9	3.99	5,780	12.6	7.56
东北地区	1,983	4.5	7.11	2,216	4.8	16.57
西部地区	21,896	49.6	6.59	22,752	49.6	9.36
合计	44,093	100	3.69	45,836	100	5.51

数据来源：安信证券研究中心

表 18 农业银行三农贷款五级分类(按新老贷款)

百万元	2007		2008		2009	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
<b>新贷款</b>						
正常	993,964	89.44	615,147	83.5	573,641	89.08
关注	83,862	7.55	89,696	12.18	42,818	6.65
次级	17,215	1.55	22,163	3.01	7,016	1.09
可疑	14,675	1.32	8,750	1.19	16,629	2.58
损失	1,612	0.14	911	0.12	3,857	0.6
合计	1,111,328	100	736,667	100	643,961	100
不良贷款率		3.01		4.32		4.27
<b>老贷款</b>						
正常	59,302	72.24	60,782	63.57	81,107	19.63
关注	12,192	14.86	20,817	21.77	22,218	5.38
次级	3,765	4.59	8,290	8.67	7,484	1.81
可疑	5,711	6.96	4,538	4.75	65,936	15.96
损失	1,115	1.35	1,184	1.24	236,431	57.22
合计	82,085	100	95,611	100	413,176	100
不良贷款率		12.9		14.66		74.99

数据来源: 安信证券研究中心

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034