

农业银行 (601288)

农行估值相对工行、建行折让 10%-20%

增持/ 首次评级

股价: RMB2.80

分析师

吴松凯 CFA

SAC 执业证书编号:S1000210050050
+755-82492207 wusongkai@lhqz.com

联系人

戴志锋 CFA

0755-82125044 daizf@lhqz.com

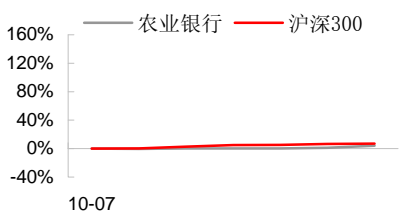
- **比较估值结论:** 农业银行估值 (PB) 比工商银行、建设银行折让 10%-20%，目前合理价格区间是 2.60 元~2.85 元。
- **估值方法:** 采用比较估值法，工行和建行作为可比银行；比较估值法前提是假设目前市场价格基本合理。采用 $PB=(ROE-g)/(ke-g)$ 的估值方法，理由是银行是长生命亲经济周期行业，而代表中国经济的三大银行的成长性 (g) 和盈利能力 (ROE) 长期会比较稳定。
- **关键假设:** 1) 农行长期平均 ROE 比工行和建行低 1.5%-2.5%。农行的资产 (资本) 创造收入能力与工行、建行基本相似；农行长期的成本收入比要比建行和工行高 4-6 个百分点，这是由农行的网点分布和员工构成决定；信贷成本方面：从贷款结构和管理来看，预计农行新增不良贷款的比例会相对较高，假设其不良新增净生成率要高 10%-20%。2) 长期增长率 (g) 比工行和建行高 0.5%-0.8%。假设“三农金融”支持农行贷款增速比工行和建行假设快 1 个点。3) 目前不给予农行“三农金融业务”估值溢价。历史数据表明其三农业务的盈利能力低于农行其它业务；“三农金融业务”存在给予估值溢价的可能性，但其实现条件有：管理改善、风险定价和政策支持。4) 建行和工行目前股价是合理的。由于采取市比较估值法，如果认为工行和建行的合理价格比目前市场的高，则农行的合理价格比我们推断的要高。
- **股价催化剂:** 1) “三农金融业务”出现明显政策支持。2) 成本收入比下降超预期。3) 县域经济和县域金融发展超预期，农行该方面业务收益率能得到提高。
- **投资风险提示:** 1) 经济回落超预期，资产质量恶化。2) 管理和风控没有出现实质性改善。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	320982
流通 A 股 (百万股)	10310
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	28972

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	211,467	222,460	278,984	328,163
(+/-%)	0	5	25	18
归属母公司净利润(百万元)	51,453	65,002	86,433	105,452
(+/-%)	0	26	33	22
EPS(元)	0.20	0.25	0.26	0.32
P/E(倍)	13.54	10.72	10.12	8.29

资料来源: 华泰联合证券

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

一、农行估值的比较分析	4
估值方法	4
相关参数的假设.....	4
农业银行相关参数的对比假设	5
农行估值和定价：估值折让 10%-20%，目前合理价格 2.60~2.85	5
二、农行盈利能力的比较分析	6
资产（资本）创造收入能力基本相当	6
农行的费用支出明显偏高	9
信贷成本：长期要高于工行和建行	11
三、三农金融业务比较分析：溢价 or 折价	14
“三农金融”支持农行较快贷款增速	14
历史数据：“三农金融”高风险高费用，未现高收益	14
未来有溢价的条件：管理改善、风险定价和政策支持	15
四、农业银行关键指标及盈利预测	16

图表目录

表 1 工行和建行长期平均 ROE 的推算	4
表 2 工行和建行 PB 的敏感性测试	5
表 3 农行和工行、建行相关指标对比分析	5
表 4 农行 PB 的敏感性测试表	6
表 5 农行合理股价推断	6
表 6 收入/总资产均值	7
表 7 收入/风险加权资产	7
表 8 三大行净息差比较	7
表 9 三大行贷款收益率比较	8
表 10 三大行存款资金成本比较	9
表 11 收入/总资产均值比较	10
表 12 收入/风险加权资产比较	10
表 13 营业费用/营业收入比较	10
表 14 信贷成本相关指标比较	12
表 15 农行 09 年末贷款分布比较	12
表 16 三农贷款风险较高	13
表 17 农行“三农业务”和其全部业务收益率比较 (%)	15
表 18 农行“三农业务”和其全部业务不良和费用率比较 (%)	15
图 1 三大行“个人贷款”结构比较 (09 年末)	8
图 2 个人储蓄存款比例 (09 年末)	9
图 3 活期存款比例 (09 年末)	9
图 4 三大行费用支出比较	11
图 5 三大行人均薪酬比较	11
图 6 县域经济占比不断提高	14
图 7 我国城镇化率不断提高	14

一、农行估值的比较分析

估值方法

比较法估值。银行业同质性强，农业银行与工商银行、建设银行在规模、资产结构、地域分布和客户机构等相似度高，可比性很强。中国银行资产中包含较大比例低收益的外币资产，不纳入比较范围。值得提醒的是，比较估值法的逻辑前提是假设目前股价是合理的。

采用 $PB=(ROE-g)/(ke-g)$ 的估值方法。原因是：1) 市场常用的 DDM 三阶段模型背后的逻辑是产品周期理论，更适用于制造业，而银行业是长生命的行业，盈利更多受经济周期影响。2) 农业银行与工商银行、建设银行作为最大的三家银行，规模庞大，更多受中国整体经济的影响，所以它们的成长性 (g) 和盈利能力 (ROE) 长期来看是比较稳定的，所以估值比较适合 $PB=(ROE-g)/(ke-g)$ 。

相关参数的假设

股权成本 (ke) 11.52%。假设无风险利率 (10 年期国债) 为 3.61%，市场溢价 8.8%，三家银行 Beta 值为 0.9 (历史上，工行为 0.88，建行为 0.907)。三家银行具有相似的市场风险和相关系数，假设它们股权成本 (ke) 都为 11.52%。

工行和建行 ROE 长期平均为 16% (估计较保守)。营业收入/平均资产为 3.2%，一方面根据历史均值推断，另一方面由工行和建行未来平均净息差在 2.6% 左右，非利息收入占比 20% 左右推出；营业支出/平均资产为 1.12%，是假设成本收入比稳定 35% 左右；信贷成本/平均资产为 0.33%，是假设两大行每年平均的新增不良贷款净生成率 (新增不良贷款/贷款余额) 为 1%，新增拨备比新增不良贷款为 60%；杠杆比例为 11.76%，是假设长期平均核心资产充足率为 8.5%。

表 1 工行和建行长期平均 ROE 的推算

指标	工行和建行平均
营业收入/平均资产	3.20%
营业支出/平均资产	1.12%
信贷成本/平均资产	0.33%
tax rate	23%
ROAA	1.35%
杠杆比例	11.76
ROAE	15.85%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

目前股价反映出的长期增长率 (g) 为 6%。目前工行和建行市场价格对应的 10 年 PB 为 1.8 左右，如果假设长期 ROE 为 16% 左右，则目前市场价格隐含的利润长期增长率为 6% 左右。(PB 公式本身反映目前时点的估值，我们采用的是 10 年底 PB，由于是比较估值法，差别不大)。虽然我们个人认为该增长率偏低，但该增长率 (6%) 反映了市场目前的心态：银行股在前段时间走弱的逻辑之一就是未来中国经济调结构，高增长 GDP 不可持续，GDP 增速下一个台阶，银行成长性下降。

表 2 工行和建行 PB 的敏感性测试

		ROE(%)				
		14.0%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%
成 长 性 g	4.5%	1.35	1.50	1.64	1.78	1.92
	5.0%	1.38	1.53	1.69	1.84	1.99
	5.5%	1.41	1.58	1.74	1.91	2.08
	6.0%	1.45	1.63	1.81	1.99	2.17
	6.5%	1.49	1.69	1.89	2.09	2.29
	7.0%	1.55	1.77	1.99	2.21	2.43
	7.5%	1.62	1.87	2.11	2.36	2.61

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

农业银行相关参数的对比假设

农行长期平均 ROE 比工行和建行低 1.5%-2.5%(详细分析见第二部分)。农行的资产（资本）创造收入能力与工行、建行基本相似，假设长期“营业收入/平均资产”与工行和建行一致。推断农行长期的成本收入比要比建行和工行高 4-6 个百分点，是由农行的网点分布和员工构成所决定。信贷成本方面，从贷款结构和管理来看，农行新增不良贷款的比例长期要高于工行和建行，假设其不良新增净生成率要高 10%-20%。综合下来，农行长期平均 ROE 比工行和建行低 1.5%-2.5%左右。

表 3 农行和工行、建行相关指标对比分析

参数	工行和建行平均	农行悲观假设	农行乐观假设
营业收入/平均资产	3.20%	3.20%	3.20%
营业支出/平均资产	1.12%	1.31%	1.25%
信贷成本/平均资产	0.33%	0.39%	0.36%
tax rate	23.00%	23.00%	22.00%
ROAA	1.35%	1.15%	1.24%
杠杆比例	11.76	11.76	11.76
ROAE	15.85%	13.57%	14.61%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

长期增长率 (g) 比工行和建行高 0.5%-0.8%。我们认同城镇化、工业化和产业转移以及国家支持政策等有利因素会使“三农金融”增长快于全国水平（详细内容见第三部分）。我们在模型中假设农行贷款增速比工行和建行快 1 个点，长期增长率 (g) 比工行和建行高 0.5%-0.8%。

农行估值和定价：估值折让 10%-20%，目前合理价格 2.60~2.85

综合考虑，农行的估值比工行和建行折价 10%-20%。将我们假设农行的 ROE 和 g 代入 PB 的敏感性测试表，农行的估值在 1.4 和 1.66 之间。以工行和建行 PB 的 1.8 倍为标准，农行估值相对它们折价 8%-20%。我们暂时不给予农行“三农业务”以估值溢价（详细内容见第三部分）；同时考虑到农行 PB 估值是 IPO 摊薄后的估值，折价要更高些。综合考虑，农行的估值比工行和建行低 10%-20%。

表 4 农行 PB 的敏感性测试表

		ROE(%)				
		13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.5%
成 长 性 股	5.0%	1.23	1.30	1.38	1.46	1.61
	5.5%	1.25	1.33	1.41	1.50	1.66
	6.0%	1.27	1.36	1.45	1.54	1.72
	6.5%	1.29	1.39	1.49	1.59	1.79
	7.0%	1.33	1.44	1.55	1.66	1.88
	7.5%	1.37	1.49	1.62	1.74	1.99
	8.0%	1.42	1.56	1.70	1.85	2.13

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

短期内，农行的合理价格在 2.60~2.85 之间。我们假设农行实现超募，对应的 10 年每股净资产 1.73 元。根据每个时间段工行、建行股价，计算出对应的 10 年 PB，按照农行估值折让 10%-20% 的原则，推断出农行合理价格区间在 2.50 元~2.80 元之间。近几个月市场对银行股过于悲观，工行和建行近 3 个月的价格（农行估值的参考系）可能相对较低。综合考虑，农行的短期内合理价格在 2.60~2.85 之间。

值得提醒的是，比较估值法的逻辑前提是假设目前股价是合理的。

表 5 农行合理股价推断

时间段	工行 股价	工行 PB	建行 股价	建行 PB	工行建行 估值平均	对应农行估 值(10年PB)	农行合理股 价(元)
7月23日	4.32	1.86	4.90	1.79	1.83	1.46~1.64	2.53~2.84
1周内平均	4.17	1.80	4.69	1.71	1.75	1.4~1.58	2.43~2.73
1月内平均	4.18	1.80	4.71	1.72	1.76	1.41~1.59	2.44~2.74
3月内平均	4.25	1.83	4.78	1.75	1.79	1.43~1.61	2.47~2.78

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

二、农行盈利能力的比较分析

由于农行 08 年剥离不良资产，上市前不良贷款计提存在主观意愿，所以信贷成本历史数据不具可比性，导致历史上的 ROE 和 ROA 不具有可比性。我们把盈利能力拆分成三部分：资产(资本)创造收入的能力、费用支出部分、信贷成本。前两者的历史数据具有可比性，更多采取历史比较法；信贷成本则根据信贷资产结构和草根调研信息来推测。

资产（资本）创造收入能力基本相当

首先，比较资产和资本的盈利能力。从收入/平均资产、收入/平均风险资产、利息和付息率等三方面角度分析，农行资产（资本）创造收入能力与工行、建行基本相似。

资产创造收入的能力。从单位资产创造收入的能力来看，建行相对较强，农行和工行比较接近；建行主要强在单位资产创造的净利息收入的能力。总体上，三家行差别不大。

表 6 收入/总资产均值

		2007	2008	2009	2010E
净利息收入/ 总资产均值	农行		3.15%	2.29%	2.43%
	工行	4.41%	2.85%	2.28%	2.38%
	建行	4.74%	3.18%	2.47%	2.58%
非净利息收入 /总资产均值	农行		0.29%	0.51%	0.50%
	工行	0.37%	0.52%	0.60%	0.59%
	建行	0.45%	0.62%	0.65%	0.59%
营业收入/总 资产均值	农行		3.43%	2.80%	2.93%
	工行	3.15%	3.37%	2.88%	2.98%
	建行	3.65%	3.80%	3.12%	3.17%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

资本创造收入的能力。我们未用“收入/净资产”指标，因为资产充足率不同，影响该指标的可比性。我们用“收入/平均风险加权资产”衡量资本创造收入的能力（因为单位风险加权资产对应的监管资本要求是一致的）。资本创造收入的能力来看，工行相对较强，农行和建行比较接近。总体上，差别不大。

表 7 收入/风险加权资产

		2007	2008	2009	2010E
净利息收入/ 风险加权资产	农行		5.71%	4.68%	4.97%
	工行	5.49%	5.75%	4.61%	4.91%
	建行	5.39%	5.71%	4.51%	4.78%
非净利息收入 /风险加权资产	农行		0.52%	1.05%	1.04%
	工行	0.74%	1.05%	1.21%	1.22%
	建行	0.75%	1.11%	1.20%	1.09%
营业收入/风 险加权资产	农行		6.23%	5.73%	6.02%
	工行	6.22%	6.80%	5.82%	6.13%
	建行	6.13%	6.82%	5.71%	5.87%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

从收益率（付息率）角度分析银行创造收入能力。

从净息差角度看，建行最高，农行和工行比较接近。由于净息差受资产结构（贷款结构）和负债结构差异的影响较大，可比性偏弱。我们取核心资产（公司贷款、个人贷款）和核心负债（存款）的收益/付息率进行对比。

表 8 三大行净息差比较

		2007	2008	2009
净息差	农行	2.82%	3.03%	2.28%
	工行	2.80%	2.95%	2.26%

建行 3.18% 3.24% 2.41%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

从公司贷款收益率来看，建行较强，农行和工行比较接近。高收益率有可能对应较高风险，反映在信贷成本中。贷款质量在下文详细分析。总体上，作为全国性的大银行，三家行的公司贷款的收益风险配比是接近的。

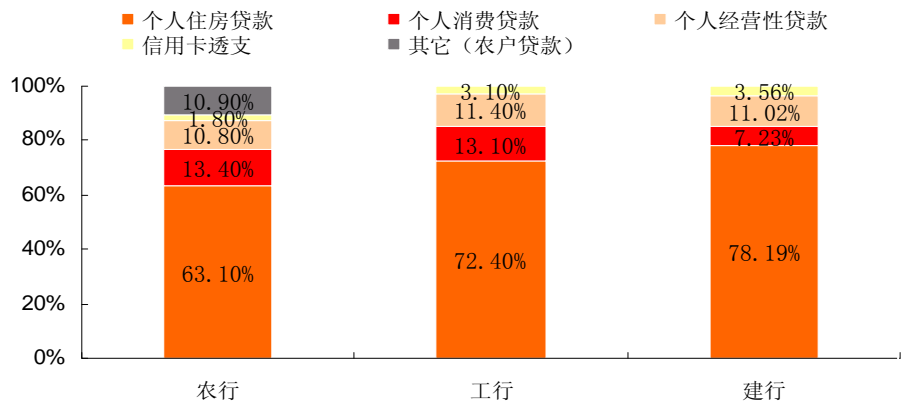
从个人贷款收益来看，农行的收益率近两年要高于工行和建行，主要得益于其个人住房贷款比例较低，同时农户贷款收益率较高。个人住房新增贷款未来折扣减少，减弱农行个人贷款收益率优势；农户贷款比例的上升，另一方面提升农行个贷收益率。预计农行在个人贷款收益率方面会微弱优势，但对农行整体盈利能力提升的贡献较小。

表 9 三大行贷款收益率比较

		2007	2008	2009
一般公司贷款 收益率	农行	5.63%	7.30%	5.76%
	工行	6.36%	7.23%	5.76%
	建行	6.59%	7.35%	5.87%
个人贷款收益率	农行	5.60%	7.21%	5.29%
	工行	6.30%	7.13%	4.93%
	建行	6.05%	7.04%	4.98%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

图 1 三大行“个人贷款”结构比较（09 年末）



资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

从存款付息率看，农行比建行和工行略低，主要是农行活期存款比例略高。农行存款的特点是：个人储蓄贷款比例明显较高，活期存款比例略高。在主要由活期存款比例决定存款付息率的经营环境中，农行存款资金成本不明显；只有在整个行业资金面紧张的情况，由于个人储户议价能力较弱，农行的资金成本低的优势才会明显

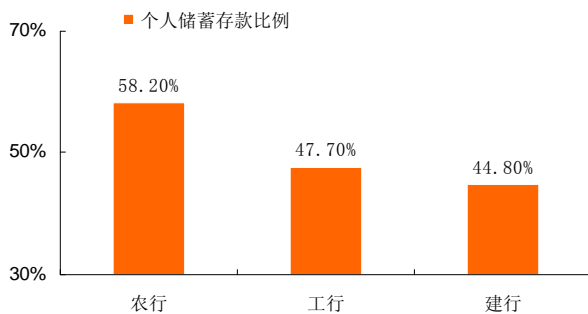
体现出来。

表 10 三大行存款资金成本比较

	2007	2008	2009
存款付息率			
农行	1.57%	1.98%	1.49%
工行	1.77%	2.17%	1.60%
建行	1.57%	2.03%	1.51%

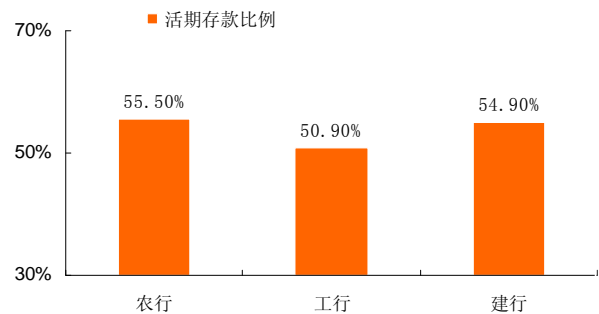
资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

图 2 个人储蓄存款比例（09 年末）



资料来源：华泰联合证券研究

图 3 活期存款比例（09 年末）



资料来源：华泰联合证券研究

小结：从收入/平均资产、收入/平均风险资产和收息（付息）率的角度看，农行资产（资本）创造收入能力与工行、建行基本相似。农行创造收入能力的相对提升的催化剂：1）农业（农户）等高收益贷款比例较大幅度提高；2）整个行业资金面（存款）持续紧张（体现出农行个人储蓄存款的优势）。短期内，催化剂比较难看到。具体分析如下：

农行费用支出明显偏高

历史数据表明农行的费用支出相对较高，我们判断农行上市后成本收入比会下降，但由于员工薪酬难压缩，下降速度缓慢。长期来看，农行成本收入比要比建行和工行高，这是由农行网点分布和员工构成决定。

从单位资产支出和单位资本支出（用“支出/加权风险资产”替换）的角度看，农行的费用支出明显偏高。09 年“营业支出/总资产”该指标比工行和建行高平均 15-25 个 BP，“营业支出/风险加权资产”高 50-60 个 BP。08 年和 09 年，农行的“营业支出/营业收入”要比其它两家行高出 10%-15%，既有解决历史遗留问题的原因，也有提高人工薪酬的原因。

表 11 收入/总资产均值比较

		2007	2008	2009	2010E
营业收入/总资产均值	农行		3.43%	2.80%	2.93%
	工行	3.15%	3.37%	2.88%	2.98%
	建行	3.65%	3.80%	3.12%	3.17%
营业支出/总资产均值	农行		-1.75%	-1.36%	-1.37%
	工行	-1.26%	-1.20%	-1.11%	-1.13%
	建行	-1.52%	-1.39%	-1.21%	-1.20%
拨备前利润/总资产均值	农行		1.69%	1.44%	1.56%
	工行	1.88%	2.18%	1.77%	1.85%
	建行	2.13%	2.41%	1.91%	1.97%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

表 12 收入/风险加权资产比较

		2007	2008	2009	2010E
营业收入/风险加权资产	农行		6.23%	5.73%	6.02%
	工行	6.22%	6.80%	5.82%	6.13%
	建行	6.13%	6.82%	5.71%	5.87%
营业支出/风险加权资产	农行		-3.17%	-2.79%	-2.81%
	工行	-2.50%	-2.41%	-2.25%	-2.33%
	建行	-2.55%	-2.49%	-2.21%	-2.23%
拨备前利润/风险加权资产	农行		3.06%	2.94%	3.21%
	工行	3.73%	4.39%	3.57%	3.80%
	建行	3.59%	4.33%	3.50%	3.64%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

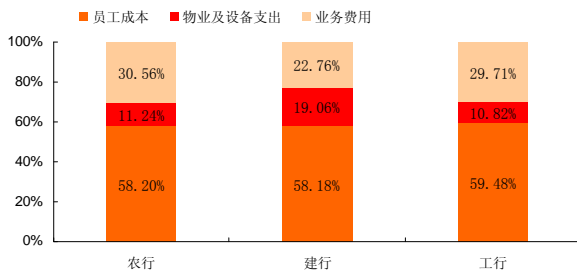
表 13 营业费用/营业收入比较

		2007	2008	2009	2010E
营业费用/营业支出	农行全部	33.52%	44.71%	43.11%	41%
	农行三农金融	55.74%	57.37%	50.47%	
	工行	34.41%	29.41%	32.77%	32.10%
	建行	35.90%	30.60%	32.79%	32.00%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

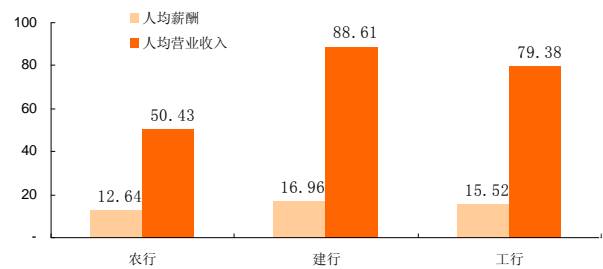
农行营业费用的特点：费用结构相似，人均薪酬较低。农行营业费用结构与工行、建行接近，员工成本占比高，都在 58%-60%。而农行人均薪酬比工行和建行低 20% 左右。

图 4 三大行费用支出比较



资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

图 5 三大行人均薪酬比较



资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

农行上市后成本收入比缓慢下降，但仍会维持在较高的位置。上市后，农行可以通过加强管理和提高收入增速的办法降低成本收入比。但我们判断短期下降速度缓慢，逻辑主要是费用支出难压缩，人工是费用的主要部分，而农行人均薪酬较低（我们草根调研表明，行业内对比，同一城市或区域农行的薪酬偏低）。所以，农行降低成本收入比主要途径：在控制人工规模背景下，提高网点运营效率，提高人均营业收入。

农行的长期成本收入比要高于工行、建行。这是由农行的网点分布和员工构成决定的。1) 农行网点更多分布在县域地区和经济欠发达地区，该类网点的成本收入比相对较高（农行“三农金融”的成本收入比明显高于农行整体，高 7-12 个百分点）。2) 工行和建行上市前采取大规模老员工内退制度，而农行为了支持三农金融的需要，对老员工的处置相对温和，这会抑制农行成本收入比的下降。我们判断农行长期的成本收入比要比建行和工行高 4-6 个百分点。

信贷成本：长期要高于工行和建行

农行短期的信贷成本相关的指标不具有可比性。但长期来看，从贷款资产结构和管理来看，我们判断农行新增不良贷款的比例要高于工行和建行。

短期内，信贷成本的相关指标不具有可比性。农行 08 年剥离不良资产，预计农行上市前对五级贷款分类比较严格，所以前两年信贷成本相关指标不具可比性。在不良率较高的基础上，农行可以通过升级回收不良贷款、核销不良贷款的方式，提高拨备覆盖率，降低信贷成本。未来 1-2 年，如果中国经济保持平稳，农行的信贷成本会偏低。

表 14 信贷成本相关指标比较

		2008	2009	2010E
信贷成本	农行	1.57%	1.11%	0.91%
	工行	0.84%	0.84%	0.49%
	建行	1.03%	0.55%	0.65%
不良净生成率	农行	2.36%	-0.41%	0.00%
	工行	0.18%	-0.11%	0.42%
	建行	0.37%	-0.13%	0.48%
不良贷款率	农行	4.32%	2.91%	2.10%
	工行	2.29%	1.54%	1.51%
	建行	2.21%	1.50%	1.49%
拨备覆盖率	农行	63.53%	105.37%	146.70%
	工行	130.15%	164.41%	164.98%
	建行	131.58%	175.77%	174.19%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

长期来看，农行的信贷成本要高于其它两大行。主要从信贷资产结构和管理能力两个方面判断。长期来看，不良新增净生成率要高于工行和建行，模型中假设农行的不良新增净生成率比其他两家行要高 10%-20%。

从贷款结构方面看，农行存量贷款的风险相对较大。农行的贷款在制造业、房地产开发和批发零售等风险较高的行业的占比较高；09 年末占比 35.6% 的三农贷款的风险也要高于非三农贷款；贷款中关注类贷款比例较高；从公司类贷款的客户结构来看，客户规模结构与工行、建行相似，但贷款余额小于 1000 万的比例偏高。

表 15 农行 09 年末贷款分布比较

	农行	建行	工行
制造业	29.87%	23.97%	20.04%
房地产业	14.39%	10.70%	10.66%
批发和零售业	7.66%	4.38%	6.60%
subtotal	51.93%	39.05%	37.30%
电力、燃气及水的生产和供应业	13.86%	14.50%	13.43%
交通运输、仓储及邮政业	10.22%	15.49%	20.22%
水利、环境和公共设施管理业	5.23%	6.15%	12.90%
建筑业	3.36%	3.47%	1.58%
租赁和商务服务业	4.88%	9.05%	7.34%
其他行业	10.52%	12.28%	7.23%

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

表 16 三农贷款风险较高

	2007	2008	2009
三农贷款比例	38.6	29.7	35.6
三农贷款不良率	31.91	5.51	3.69
农行整体贷款不良率	23.57	4.32	2.91

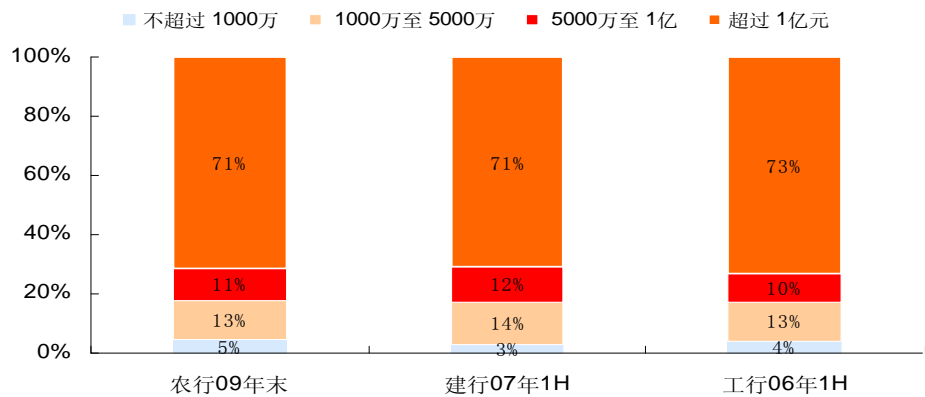
资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

表 17 各类贷款占总贷款比例

	农行	工行	建行
关注	7.85	4	4.17
次级	1.27	0.55	0.45
可疑	1.52	0.76	0.89
损失	0.12	0.23	0.16

资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

图 6 三大行公司贷款的贷款规模分布



资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

从管理角度考虑，新增贷款的风险可能较高。根据草根调研的情况，我们判断农行管理可能相对其他两家行要薄弱些，会带来新增的不良贷款比例较高。农行管理和风控能否改善，需要持续观察

三、三农金融业务比较分析：溢价 or 折价

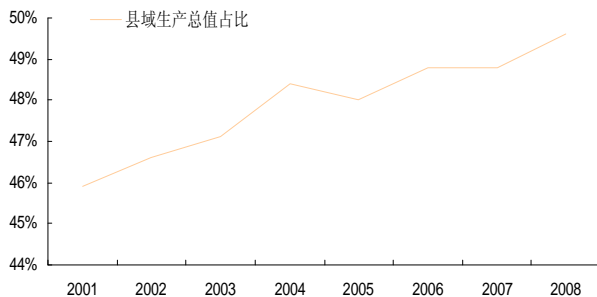
我们认同县域经济和县域金融未来有较快发展空间，支持农行较快贷款增速。但历史数据表明农行三农业务的盈利能力低于农行的其它业务。农行的“三农金融业务”能否实现超额利润，有其实现的前提：管理改善、风险定价或政策支持。农行这头“大象”能否在三农业务经营上持续改善，需要观察。我们对“三农金融业务”给予平价。

“三农金融”支持农行较快贷款增速

支持农行较快贷款增速。我们认同城镇化、工业化和产业转移以及国家支持政策等有利因素会使县域经济增长快于全国水平。农行在三农金融中比其他行具有明显优势。我们模型中假设农行贷款增速比工行和建行快1个点。

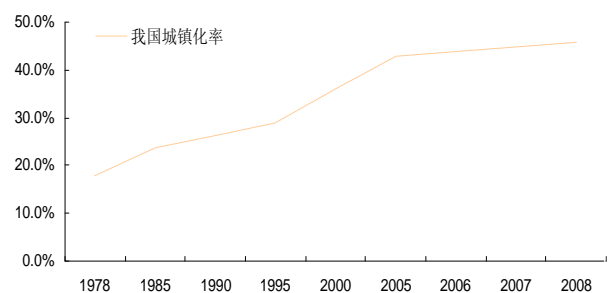
县域经济发展的优势和农行的网点优势。截至2008，县域地区人口占中国总人口的69.8%；县域地区生产总值占全国GDP的49.6%。2001至2008年，县域地区名义生产总值年均复合增长率达16.8%，高于全国名义GDP15.5%的增长水平。城镇化、工业化和产业转移会持续，加之国家支持政策，预计县域经济在国民经济中的比例会继续上升，经济的负债率也有望提升。

图6 县域经济占比不断提高



资料来源：华泰联合证券研究 公司公告

图7 我国城镇化率不断提高



资料来源：中国统计年鉴2009 华泰联合证券研究

农行在县域地区拥有22个二级分行和2,048个县级支行。2009年底，三农金融业务贷款和存款分别占农行的28.8%和40.5%。2008年底，农行的三农金融业务贷款和存款在全县金融的份额分别为13.6%和21.6%。农行在县域网点中比工行和建行具有优势，主要竞争对手是农信社。

历史数据：“三农金融”高风险高费用，未现高收益

农行“三农业务”的收益率要低于农行的整体收益率。农行的历史数据表明“三农金融”贷款未体现高风险高收益：三农公司贷款收益率和农行全部业务的差别不大，个人收益率较高主要是产品结构不同（“三农”包括农户贷款）。而三农业务的风险

(不良贷款比例)和费用(成本收入比)要明显高于农行整体业务。所以,农行历史上“三农业务”的收益率要低于农行的整体收益率。

表 17 农行“三农业务”和其全部业务收益率比较 (%)

		2009	2008	2007
公司类贷款收益率	农行全部	5.76	7.3	5.63
	三农贷款	5.76	7.85	5.52
票据贴现收益率	农行全部	2.14	5.66	3.93
	三农贷款	2.18	4.91	4.78
个人贷款收益率	农行全部	5.29	7.21	5.6
	三农贷款	5.6	8.23	6.11

资料来源:华泰联合证券研究 公司公告

表 18 农行“三农业务”和其全部业务不良和费用率比较 (%)

		2009	2008	2007
不良贷款比例	农行全部	2.91	4.32	23.57
	三农贷款	3.69	5.51	31.91
成本收入比	农行全部	43.11	44.71	33.52
	三农贷款	50.47	57.37	55.74

资料来源:华泰联合证券研究 公司公告

未来有溢价的条件:管理改善、风险定价和政策支持

存在给予溢价的可能性。资本市场关注的是未来,未来农行三农金融有给予溢价的可能性。主要原因有两点:1)在经济结构调整的背景下,县域经济会有较快的增长;2)县域金融竞争不充分,农行有网点和先发优势。前者使农行的收入可能增长较快,从而降低成本收入比,提高盈利能力;后者有可能使农行的“三农贷款”获得有利于的收益风险配比,或者说较高的风险调整后收益,从而能给予溢价。

实现估值溢价的条件:管理改善、风险定价和政策支持。可能性不表明农行会实现溢价,实现溢价需要的条件:**1)管理改善。**我们草根调研表明:在县域中,与农信社相比,农行在反应速度、审核流程和服务意识有差距,而这些有利于拓展中小客户,而中小客户是未来县域金融的重要增量。如果农行不在管理上提高,员工实现“新陈代谢”,快速发展的区域经济和萎缩的市场份额相抵消,贷款增速的优势不一定能体现。**2)风险定价能力提高。**要能获得竞争不充分带来的超额收益,需要有效对风险定价。三农金融风险是较高的,农行能否实现收益在弥补未来风险后仍有超额收益,需要观察。**3)政策方面支持。**如果政策对“三农金融”在拨备、核销、资本或税收等方面有明显支持,可以适当给予溢价。

四、农业银行关键指标及盈利预测

关键指标及盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E		2007	2008	2009	2010E	2011E
每股指标:					利润表:					
PE	13.54	10.72	10.12	8.29	利息收入	243,317	315,697	296,147	372,698	442,718
PB		2.03	1.55	1.40	利息支出	(85,852)	(121,852)	(114,508)	(142,116)	(172,319)
EPS	0.20	0.25	0.26	0.32	净利息收入	157,465	193,845	181,639	230,581	270,399
BVPS	1.12	1.32	1.73	1.91	手续费净收入	22,995	23,798	35,640	43,222	52,583
每股拨备前利润	0.40	0.44	0.46	0.55	营业收入	180,047	211,467	222,460	278,984	328,163
驱动性因素:					营业支出	(71,216)	(107,640)	(108,390)	(130,188)	(150,086)
生息资产增长	16.08%	26.56%	18.41%	18.75%	拨备前利润	108,831	103,827	114,070	148,796	178,076
贷款增长	-10.77%	33.48%	17.00%	20.00%	拨备	(30,574)	(51,478)	(40,142)	(40,755)	(46,262)
存款增长	15.32%	22.96%	18.00%	20.00%	税前利润	78,257	52,349	73,928	108,041	131,815
贷款收益率	6.58%	5.24%	5.45%	5.46%	税后利润	43,787	51,453	65,002	86,433	105,452
生息资产收益率	4.94%	3.81%	3.93%	3.93%	资产负债表:					
计息负债付息率	1.98%	1.56%	1.58%	1.62%	贷款	3,474,174	3,100,159	4,138,187	4,841,679	5,810,015
净息差	3.03%	2.33%	2.43%	2.40%	投资类资产	1,292,125	2,269,215	2,504,637	2,963,514	3,542,462
信贷成本	1.57%	1.11%	0.91%	0.87%	同业资产	1,150,792	1,499,401	2,050,027	2,488,087	2,870,467
手续费净收入增长率	3.49%	49.76%	21.27%	21.66%	其他资产	76,947	126,868	204,456	241,568	286,404
营业费用/营业支出	44.65%	43.07%	41.00%	40.00%	资产总额	5,305,506	7,014,351	8,882,588	10,502,952	12,452,352
所得税税率	1.71%	12.07%	20.00%	20.00%	存款	5,287,194	6,097,428	7,497,618	8,847,189	10,616,627
盈利及杜邦分析:					同业融资	551,251	359,307	701,131	841,357	925,493
ROAE	-23.54%	20.52%	19.02%	17.73%	发行债券	0	0	49,955	49,955	49,955
ROAA	0.84%	0.82%	0.89%	0.92%	其他负债	194,666	267,075	290,959	198,745	236,573
净利息收入	5.13%	3.73%	3.85%	3.86%	负债总额	6,033,111	6,723,810	8,539,663	9,937,246	11,828,648
非净利息收入	0.29%	0.51%	0.50%	0.50%	股东权益	(727,605)	290,541	342,925	565,706	623,704
营业收入	3.43%	2.80%	2.88%	2.86%	(未分配利润)	(844,620)	12,022	59,817	69,456	107,598
营业支出	-1.75%	-1.36%	-1.34%	-1.31%	资本状况:					
拨备前利润	1.69%	1.44%	1.54%	1.55%	资本充足率	0.00%	9.41%	10.07%	13.44%	10.67%
拨备	-0.84%	-0.51%	-0.42%	-0.40%	核心资本充足率	0.00%	8.05%	7.74%	11.07%	8.54%
税前利润	0.85%	0.93%	1.11%	1.15%	杠杆率	(7.3)	24.1	25.9	18.6	20.0
税收	-0.01%	-0.11%	-0.22%	-0.23%	RORWA		3.03%	1.67%	1.81%	1.87%
业绩年增长率:					风险加权系数	0.00%	48.42%	49.23%	49.23%	49.23%
净利息收入		-6.30%	26.94%	17.27%	资产质量:					
营业收入		5.20%	25.41%	17.63%	不良贷款率		4.32%	2.91%	2.10%	1.99%
拨备前利润		9.87%	30.44%	19.68%	不良贷款覆盖率	93.42%	63.53%	105.37%	146.70%	156.02%
税后利润		26.33%	32.97%	22.00%	拨备/贷款均值	0.00%	1.57%	1.11%	0.91%	0.87%
					不良贷款净生成率		-0.01%	-0.31%	0.09%	-0.01%
					调整后拨备/正常贷款					

资料来源: 华泰联合证券研究.

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com