

布局全国，分享县域经济崛起

谨慎推荐 维持评级

合理估值区间 **2.90-3.40 元**

投资要点:

分析师

● 突出的竞争优势

农行长期致力于在中国城市和县域两个市场的开拓与发展。凭借遍布全国、横跨城乡、覆盖广泛的网络渠道，积累了国内数量最为众多的客户群体。农行在城市地区的业务长期居国内领先地位，并在县域地区市场获得主导地位，存贷业务和中间业务居同业第一。

叶云燕

☎: (8610) 6656 8028

✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130207091555

● 业绩提升潜力巨大

未来将有多重因素驱动农行盈利的增长。通过提高贷存比、优化债券投资结构，利息净收入将有更大的增长空间。农行还将加大中间业务的发展力度，使其成为盈利增长的又一重要驱动力。财务重组和改制之后，农行的资产质量大幅改善，管理制度不断完善和健全，成本收入比和信贷成本均有望持续下降。

杨欢

✉: yanghuan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8865

执业证书编号: S0130110014592

● 发展县域金融业务，开辟新的蓝海

县域金融业务是农行有别于其他银行的特色。随着中国城镇化发展、产业转移和结构升级的推进，以及中央对三农领域持续的政策支持，相信未来中国的县域经济增长将由潜力转变为现实。农行在县域地区拥有绝对占优的渠道和客户资源，并且具有长期服务县域市场的经验和品牌优势，有望在竞争激烈城市业务之外开辟出一片县域“蓝海”。

市场数据

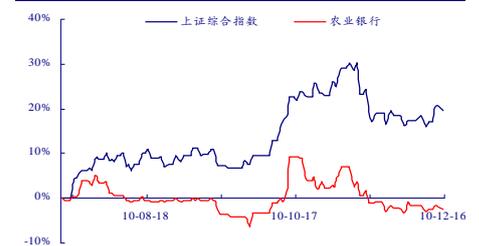
时间 **2010.10.16**

A 股收盘价(元)	2.63
A 股一年内最高价(元)	3.10
A 股一年内最低价(元)	2.52
上证指数	2898.14
市净率	2.49
总股本(百万股)	324794
实际流通 A 股(百万股)	15342
限售的流通 A 股(百万股)	278712
流通 A 股市值(亿元)	403.50

● 盈利预测

预计 2010-2012 年农行的利息净收入和净利润 CAGR 分别为 23% 和 31%，摊薄 EPS 分别为 0.28、0.36、0.45 元。

相对上证综指表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

● 估值及投资建议

综合 DDM 和相对估值方法，我们认为公司的合理价值 2.9—3.4 元之间。给予谨慎推荐评级。

相关研究

1. 《净息差保盈利增长，抑制因素消除促估值回升》 2010.11.30
2. 《等待风雨之后的彩虹——银行业 2010 年中期投资策略报告》 2010.06.28

● 风险因素

政府调控的风险；利率市场化带来的息差下降风险；市场竞争日趋激烈的风险。

主要财务指标

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	211189	222274	280923	344361	406926
增长%	17.83%	5.25%	26.39%	22.58%	18.17%
净利润(百万元)	51474	64992	89374	117606	146981
增长%	17.56%	26.26%	37.52%	31.59%	24.98%
摊薄 EPS(元)	0.20	0.25	0.28	0.36	0.45
PE	13.3	10.5	9.6	7.3	5.8
PB	2.35	1.99	1.62	1.43	1.24

资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素，关键假设及主要预测

未来 2-3 年，规模增长、息差回升及信贷成本下降将共同驱动公司盈利的成长。我们的预测主要基于如下假设前提：

(1) 资产规模将保持稳定快速的增长，2010-2012 年生息资产年均增速 15.7%。货币政策向常态回归，未来收益率和成本率均有望提高，预计净息差年均提升 11bp。

(2) 我们相信公司在管理方面的改善和提升将保证未来资产质量的稳定。预计 2010-2012 年不良贷款率降至 2.03%、2%、1.95% 左右，信贷成本降至 00.95%、0.74%、0.73%。

(3) 管理效率的提高有望促使成本费用率逐年下降，预计 2010-2102 年成本收入比为 41%、39%、37%。

我们预计 2010-2012 年公司的利息净收入和净利润 CAGR 分别为 23% 和 31%。

我们与市场不同的观点

市场对公司的县域业务发展缺少信心，并对信用成本存在忧虑。我们认为，县域业务将成为驱动农行规模增长及息差提升的重要领域。同时，我们相信，公司在上市前对不良贷款已经有非常充足的计提，未来计提压力显著下降，且存在拨备存在回转的空间。

估值与投资建议

我们的三阶段 DDM 模型显示，公司的合理价值在 2.9-3.97 元之间。相对估值方法确定的公司合理价值在 3.22-3.496 元之间。综合上述两种估值方法，我们认为公司的合理价值在 2.9-3.4 元。

股价表现的催化剂

(1) 抑制银行业股价的不确定性因素消除，有望助推公司股价上升，包括地方融资平台贷款清理、地产调控、监管新规等。

(2) 公司业绩超市场预期，有望增加市场对公司价值的认同和信心。

主要风险因素

公司主要面临以下风险因素：

(1) 政府调控的风险，近期政府对房地产的调控，可能会对公司的房地产相关贷款质量产生不利影响。

(2) 利率市场化带来的息差下降风险，未来央行放松利率管制，可能降低存贷利差和净息差，影响公司的盈利能力。

(3) 市场竞争日趋激烈的风险，公司在城市地区的业务面临股份制银行和外资银行的竞争，而在县域地区的业务，则面临其他三家大型银行和股份制银行可能进入的威胁。

目录

一、关键假设及盈利预测	1
(一) 规模预测.....	1
(二) 息差预测.....	2
(三) 中间业务预测.....	2
(四) 资产质量及拨备预测.....	3
(五) 税收及费用预测.....	3
(六) 盈利预测.....	5
二、公司估值分析	6
(一) 绝对估值.....	6
(二) 相对估值.....	7
三、业务发展：享受城市与县域双驱动	9
(一) 业务布局横跨城市与县域.....	9
(二) 中国银行业的领先者.....	9
(三) 县域金融业务的领导者.....	12
四、财务分析	17
(一) 盈利能力将稳步提高.....	17
(二) 资产负债结构优化.....	21
(三) 资产质量持续改善.....	22
五、公司竞争优势	23
(一) 渠道优势.....	23
(二) 客户优势.....	24
(三) 业务布局优势.....	25
(四) IT 平台优势.....	25
六、募集资金充实资本，提高增长潜力和抗风险能力	26
七、主要风险因素	27
(一) 政府调控的风险.....	27
(二) 利率市场化带来的息差下降风险.....	27
(三) 市场竞争日趋激烈的风险.....	28
附录：	30
农行历史沿革.....	32
农行主要股东.....	33
图目录	34
表目录	35

一、关键假设及盈利预测

(一) 规模预测

2010-2012 年公司的资产规模将保持稳健、快速的增长:

■ 2010 年贷款增长 19%。2011 年增长 13%，这一增速较 09-10 年有显著下降。主要是预期未来一年信贷控制较严，全国信贷增速将会落到 16% 附近。全国性的大型商业银行贷款增速一般要略低于行业整体水平，但是公司在 IPO 后资本将得到大幅充实，放贷能力显著提升，同时县域贷款增速有望比全行高 2 个点，因此公司的贷款增速仍有望高于其他大银行。

■ 2010 年存款增长 18%，比 09 年有所下降。2011 年继续回落至 16%，考虑到 M2 增速下降至 16% 的背景。

■ 贷款构成中个人贷款占比 2010 年升至 22%，主要是由于票据贴现占比下降。考虑到中央对房地产调控的影响，个人住房贷款增速将显著下降，我们预计 2011-2012 进一步降至 19%。2010 年贴现占比下调至 3%，公司一般贷款占比提高至 75%。2011-2012 年一般贷款占比维持 75%，贴现占比升至 6%。

■ 存款结构中，活期占比 2010 年升至 56%。2011-2012 年回落至 55% 和 54%。

公司 08 年的贷款余额出现 10.77% 的下降，而债券投资则大幅增加 76.39%。主要是由于公司于 08 年进行了财务重组，剥离 8156.95 亿不良贷款，其中的 6650 亿变为重组类债券投资（应收财政部款项）。09 年公司加大了信贷投放力度，以对冲降息的负面影响，因而贷款大幅增长 33.48%。

表 1: 规模增长及结构预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
增长率预测					
生息资产增长率	32.00%	27.18%	16.45%	15.94%	14.64%
贷款增长率	-10.77%	33.48%	19.00%	13.00%	15.00%
债券投资增长率	76.39%	13.32%	12.80%	31.62%	19.90%
计息负债增长率	10.60%	27.73%	15.50%	15.70%	14.53%
结构预测					
生息资产/总资产	97.28%	97.70%	97.76%	97.87%	97.95%
公司贷款/贷款总额	76.69%	72.37%	75.00%	75.00%	75.00%
个人贷款/贷款总额	14.98%	19.08%	22.00%	19.00%	19.00%
贴现/贷款总额	8.33%	8.55%	3.00%	6.00%	6.00%
计息负债/总负债	96.10%	96.65%	97.20%	97.00%	97.00%
存款/计息负债	94.36%	90.84%	92.80%	93.04%	93.42%
活期存款/存款总额	53.61%	55.50%	56.00%	55.00%	54.00%
定期存款/存款总额	46.39%	44.50%	44.00%	45.00%	46.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

（二）息差预测

目前中国的通胀水平处于过去 2 年多的最高点，未来通胀压力仍然较大，银河证券宏观部认为未来 12 个月央行将会有 3 次各 25bp 的对称性加息。因此我们认为公司的贷款收益率与存款收益均会有所上升。加息周期下，银行的 NIM 将因而获益而趋升。

另外，考虑中国货币政策回归稳健及常态化，我们预计未来的信贷供求关系将趋紧，我们相信银行对公司贷款议价能力提升。同时，个人按揭贷款利率受首套房下浮减少、二套房及以上贷款执行上浮政策，将提高银行的贷款收益率。

■ 我们谨慎假设未来 12 个月加息 1 次。

■ 预计 2010-2102 年生息资产收益率分别提高-6bp、36bp、19bp。其中，贷款收益率分别提高-19bp、54bp、24bp，债券收益率提高-6bp、20bp、20bp。考虑到执行贷款上浮比例的增加，贷款收益率的提升有望高于债券投资。2010 年债券收益率下降主要是考虑到部分利率较高债券到期的影响。

■ 计息负债成本率分别提高-21bp、15bp、1225bp，存款利率分别提高-21bp、24bp、23bp。

■ 对应的净利差分别提高 15bp、13bp、5bp，净息差分别提高 14bp、15bp、6bp。

表 2: 收益率及成本率预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
贷款收益率	7.56%	5.57%	5.38%	5.92%	6.16%
公司贷款	6.69%	5.76%	5.40%	5.85%	6.05%
个人贷款	6.95%	5.07%	5.10%	5.65%	5.95%
票据贴现	4.61%	2.97%	3.00%	3.40%	3.60%
债券收益率	4.03%	3.06%	3.00%	3.20%	3.40%
同业收益率	2.78%	1.47%	1.80%	2.20%	2.40%
生息资产收益率	5.27%	3.82%	3.76%	4.12%	4.31%
存款利率	1.96%	1.52%	1.31%	1.55%	1.68%
同业借款利率	1.81%	1.51%	1.60%	1.80%	2.00%
应付债券利率	1.10%	3.84%	3.70%	3.80%	3.80%
计息负债成本率	1.98%	1.56%	1.35%	1.50%	1.72%
存贷利差	5.72%	4.19%	4.17%	4.48%	4.59%
净利差	3.28%	2.26%	2.41%	2.54%	2.59%
净息差	3.23%	2.34%	2.48%	2.63%	2.69%

资料来源：中国银河证券研究部

（三）中间业务预测

中间业务是公司发展的战略重点之一，08、09 年手续费及佣金收入显著增长。我们相信高速增长的态势仍将延续：

■ 结算、代理、银行卡和托管等传统业务，将继续受益于公司的渠道和客户优势，保持

领先地位。我们预计 10-12 年结算业务收入年均增长 15-20%，代理收入增长 20-30%，托管收入增长 30%，银行卡收入增长 20-25%。

■ 公司加大了对投资银行等新兴业务的发展力度，我们相信未来在顾问与咨询收入、电子银行收入将保持 30-50% 的高速增长。

表 3: 中间业务预测

中间业务增长率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
结算与清算手续费	19.56%	13.48%	20.00%	15.00%	15.00%
代理业务手续费	-35.75%	95.79%	20.00%	20.00%	20.00%
顾问和咨询费	297.22%	317.42%	50.00%	30.00%	30.00%
银行卡手续费	24.04%	26.07%	25.00%	20.00%	20.00%
电子银行业务收入	102.22%	67.72%	40.00%	30.00%	30.00%
承诺手续费	43.67%	-6.88%	40.00%	15.00%	15.00%
托管及其他受托业务佣金	-8.41%	20.41%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	-24.57%	-79.32%	5.00%	5.00%	5.00%
手续费及佣金支出	7.56%	65.16%	5.00%	20.00%	20.00%

资料来源：中国银河证券研究部

(四) 资产质量及拨备预测

经过 08 年的财务重组后，公司的资产质量显著提高，不良率降至 09 年的 2.91%。随着公司改制的完成，其内部管理机制得到极大的改善，风险控制能力显著增强。我们相信未来公司的资产质量将保持稳定，通过资产处置与核销，不良率仍有下降空间（表 4）：

■ 预计 10、11、12 年公司的不良贷款分别为 998 亿、1114 亿和 1249 亿，不良率降为 2.03%、2%、1.95%。

■ 预计不良拨备率维持在 35% 的水平，不良拨备覆盖率 168%、207%、239%，信贷成本降至 0.95%、0.74%、0.73%。

(五) 税收及费用预测

对于相关的税收及费用率，我们做如下预测：

■ 营业税率 3.8%。我们相信这是一个偏谨慎的假定，与前两年平均值相当。

■ 成本收入比逐年下降，10、11、12 年分别为 41%、39% 和 37%。相信通过改制和上市，公司的管理机制和效率将会进一步改善，成本收入比有望降至 35% 左右的水平，我们保守预测逐年递减。

■ 根据公司的股利分配政策，未来的分红率在 35-50% 之间。参考其它三家国有大型银行，我们假定其为 40%（参见表 5）。

■ 有效税率假定为 22%，与目前其他三家上市的大银行均值相当。

表 4: 资产质量及拨备预测

项目 (单位: 亿元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
境内期初余额	8464	8184	1337	1199	992	1108
本期新增	468	962	391	248	345	390
本期升级、回收及转出	-721	-141	-518	-420	-198	-222
升级	-174	-20	-158	-180	-99	-111
回收	-517	-121	-360	-240	-99	-111
转出	-29					
本期新增净额	-253	821	-127	-171	146	168
本期核销	-27	0	-10	-36	-30	-33
其他变化 (重组处置等)		-7668				
境内期末余额	8184	1337	1199	992	1108	1243
全行期末余额	8189	1341	1202	998	1114	1249
不良毛生成率		2.77%	1.26%	0.60%	0.70%	0.70%
不良上迁率	2.06%	0.24%	11.81%	15.00%	10.00%	10.00%
不良回收率	6.11%	1.48%	26.97%	20.00%	10.00%	10.00%
不良核销率	0.32%	0.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
不良贷款率	23.57%	4.32%	2.91%	2.03%	2.00%	1.95%
不良贷款减值准备						
期初数	7547	7650	852	1267	1678	2309
加: 本期计提	211	399	443	349	390	437
减: 本期转回	-73	-7196	-17	-126	-60	-78
本期净提取	138	-6798	426	223	331	360
减: 本期核销	-35	0	-11	-36	-30	-33
期末数	7650	852	1267	1678	2309	2995
不良贷款拨备率	2.58%	29.73%	36.83%	35.00%	35.00%	35.00%
不良贷款覆盖率	93.42%	63.53%	105.37%	168.12%	207.19%	239.77%
信用风险成本	0.61%	1.21%	1.22%	0.95%	0.74%	0.73%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 5: 税费及其他比率预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业税金/收入	4.2%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
营业费用/营业收入	33.5%	44.7%	43.1%	41.0%	39.0%	37.0%
所得税率	44.0%	1.7%	12.1%	22.0%	22.0%	22.0%
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 中国银河证券研究部

(六) 盈利预测

综合上述假定及预测,我们预计2010-2012年公司的利息净收入有望年均增长23%,拨备前利润年均增长27%。归属于母公司股东净利润年均增长31.2%,分别达到894亿、1176亿、1470亿元,摊薄EPS分别为0.28元、0.36元、0.45元(具体预测参见表6)。

表6: 利润表及预测

单位: 亿元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	2433	3157	2961	3530	4497	5416
利息支出	859	1219	1145	1198	1626	2036
利息净收入	1575	1938	1816	2332	2871	3380
手续费及佣金收入	239	248	373	473	571	691
手续费及佣金支出	9	10	16	17	21	25
手续费净收入	230	238	356	456	551	666
其他非息收入	-12	-65	50	21	22	23
非息净收入	218	173	406	477	573	689
营业收入	1792	2112	2223	2809	3444	4069
税金及附加	111	132	126	152	193	232
业务及管理费	601	944	958	1152	1343	1506
营业支出	712	1076	1084	1304	1536	1738
拨备前利润	1080	1035	1139	1505	1908	2332
资产减值损失	306	515	401	359	400	447
营业利润	774	521	737	1146	1508	1884
营业外收入	42	28	14	0	0	0
营业外支出	34	25	12	0	0	0
税前利润	783	523	739	1146	1508	1884
所得税	345	9	89	252	332	415
实际税率	0	0	0	0	0	0
净利润	438	515	650	894	1176	1470
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	438	515	650	894	1176	1470
同比		17.6%	26.3%	37.5%	31.6%	25.0%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.20	0.25	0.28	0.36	0.45

资料来源: 中国银河证券研究部

二、公司估值分析

(一) 绝对估值

我们采用三阶段的 DDM 模型对公司进行绝对估值。对三个阶段的经营参数假设参见表 7:

■ 第 1 阶段 (2010-2012 年) 的详细假设可以参见前面的盈利预测部分。

■ 假定第 2 阶段 (2013-2019 年), 公司的生息资产保持 10% 的年均增速, NIM 为 2.40%。假定第 3 阶段 (永续增长阶段) 生息资产年均增长 3%, NIM 2.35%。03-09 年间国有大银行的平均水平在 2.2-3.1% 之间, 相信我们对 NIM 的假定不算激进。

■ 中间业务占比逐步提高, 第 2 阶段占比升至 20%, 第 3 阶段 22%。长期成本收入比趋于下降, 第 2、3 阶段降至 42% 和 40%。需要解释的是, 此处成本包括营业税费及业务管理费。

■ 假设第 2、3 阶段信贷成本分别 0.7% 和 0.75%, 较第一阶段略有上升。主要是考虑重组效应的减弱及经济增速下降的影响。第 1 阶段派息率 40%, 第 2、3 阶段提高至 45% 和 50%。

估值参数参见表 7。无风险利率我们选用 1 年期定存利率 2.5%。永续增长率我们取 3%, 相当于中国的长期合理通胀水平。Beta 采用 Wind 计算值 0.97。银行业整体 Beta 为 1.05, 但是与公司在规模和资产结构上更为接近的工行、建行和中行只有 0.82-0.89 之间 (图 1)。

表 8 显示, 在上述假设前提下计算的公司合理价值为 3.33 元。在股权成本上下浮动 0.5%、增长率上下浮动 1% 的区间, 合理价值在 2.9-3.97 元之间 (参见表 12)。

表 7: DDM 估值假设前提

经营参数假设	stage1		stage2		stage3
	2010	2011	2012	2013—2019	2020—
生息资产增长率	16.4%	15.9%	14.6%	10.0%	3.0%
生息资产/总资产	97.8%	97.9%	98.0%	97.0%	97.0%
贷款/生息资产	47.1%	45.5%	45.4%	46.0%	46.0%
NIM	2.48%	2.63%	2.69%	2.40%	2.35%
中间业务占比	16.2%	16.0%	16.4%	18.0%	20.0%
成本收入比	46.4%	44.6%	42.7%	42.0%	40.0%
信贷成本	0.95%	0.74%	0.73%	0.70%	0.75%
税率	22.0%	22.0%	22.0%	25.0%	25.0%
派息率	40.0%	40.0%	40.0%	45.0%	50.0%
估值参数假设					
无风险利率 Rf	2.5%		Beta		0.97
市场风险溢价 Rm	11%		永续增长率 g		3%
股权成本 CoE	10.750%				

资料来源: 中国银河证券研究部

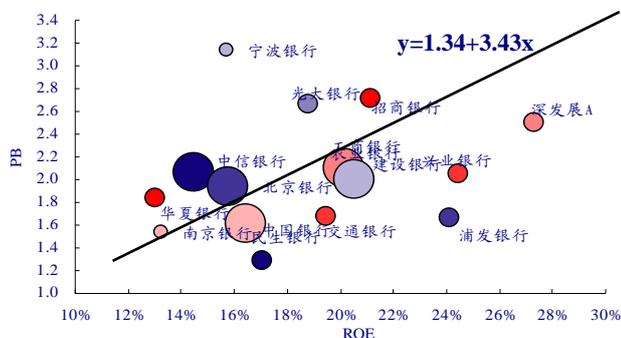
(二) 相对估值

1、PB 估值

以 12 月 16 日股价计，上市银行平均 09 年 PB 在 1.35-3.1 之间。按 10 年底预测净资产计算的 PB 则在 1.29-2.22x 之间（表 9）。我们对 16 家上市银行的 PB 与其 ROE 的相关分析显示，PB 水平的高低与 ROE 的高低具有很高的相关性（图 1、2）。

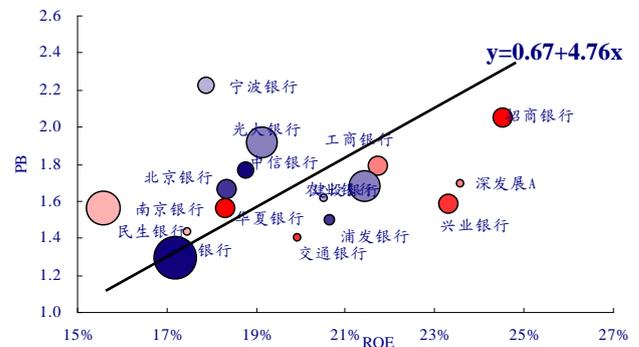
按 2010 年预估的 20.52% 的 ROAE 计算，公司 2010 年 PB 为 1.65x。我们认为，受诸多宏观不确定因素的影响，目前银行股的估值被市场低估，幅度在 20-30%。因此综合回归计算和可比公司水平，我们认为公司的合理 PB 区间为 1.98-2.14x。我们估算公司 2010 年末的每股净资产为 1.63 元，据此计算的合理价值为 3.22-3.49 元之间。

图 1：上市银行 PB 与 ROE（2009）



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：上市银行 PB 与 ROE（2010）



资料来源：中国银河证券研究部

2、PE 估值

我们比较了 16 家上市银行的 PE，大型国有银行的 09 年平均 PE 为 10.3x，10 年平均 PE 为 8.9x，而股份制商业银行平均分别为 12.2x 和 9.6x，城商行平均为 15.3x 和 12.5（表 9）。

我们认为目前银行股的 PE 水平被市场低估。地方融资平台和房地产调控对银行业的影响日趋明朗，我们相信银行股的 PE 水平将向正常水平回归，即总体在 12-15x 之间，其中大型国有银行在 12x 左右。按我们预估的农行 0.28 元计，对 12xPE 的合理价值为 3.36 元。

3、投资建议

综合绝对估值和相对估值方法，公司的合理价值在 2.9-340 元之间。当前股价相对具有显著吸引力。给予谨慎推荐评级。

表 8: 上市银行估值比较

股票代码	股票简称	每股收益					每股拨备前利润					每股净资产					净利润增速 %					股价 2010-12-16
		08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	
601398.SH	工商银行	0.33	0.39	0.47	0.55	0.63	0.60	0.57	0.68	0.81	0.93	1.81	2.02	2.36	2.70	3.08	36.3	16.1	26.8	16.8	15.7	4.23
601939.SH	建设银行	0.40	0.46	0.54	0.64	0.74	0.73	0.70	0.80	0.94	1.08	1.99	2.38	2.82	3.21	3.67	34.1	15.3	26.6	17.6	16.5	4.74
601988.SH	中国银行	0.25	0.32	0.36	0.42	0.49	0.52	0.49	0.55	0.67	0.77	1.84	2.03	2.29	2.77	3.07	13.00	27.2	25.0	16.9	16.4	3.28
601288.SH	农业银行	0.20	0.25	0.28	0.36	0.45	0.40	0.44	0.46	0.59	0.72	1.12	1.32	1.63	1.84	2.12	17.6	26.3	37.5	31.6	25.0	2.63
601328.SH	交通银行	0.58	0.61	0.69	0.81	0.91	0.97	1.00	1.12	1.33	1.53	2.96	3.34	4.01	4.61	5.28	38.6	5.8	29.0	17.5	12.4	5.61
600000.SH	浦发银行	2.21	1.50	1.37	1.65	1.90	3.37	2.31	2.04	2.50	2.95	7.36	7.70	8.56	9.94	11.51	127.6	5.6	49.0	20.5	14.7	12.79
600015.SH	华夏银行	0.62	0.75	1.21	1.65	1.94	1.79	1.64	2.35	2.96	3.48	5.49	6.06	7.14	8.57	10.21	46.1	22.4	60.5	36.1	18.1	11.15
600016.SH	民生银行	0.42	0.54	0.62	0.74	0.84	0.90	0.94	1.03	1.24	1.43	2.86	3.95	3.94	4.66	5.47	24.5	53.5	37.3	18.8	14.1	5.09
600036.SH	招商银行	1.43	0.95	1.31	1.55	1.83	2.15	1.30	1.84	2.17	2.56	5.41	4.85	6.41	7.64	9.08	38.3	-13.5	55.6	18.3	17.4	13.16
601998.SH	中信银行	0.34	0.37	0.54	0.63	0.76	0.62	0.56	0.80	0.94	1.13	2.44	2.63	3.08	3.58	4.18	60.7	7.5	46.4	17.8	19.8	5.43
000001.SZ	深发展A	0.20	1.62	1.84	2.23	2.65	2.62	2.49	2.74	3.43	4.11	5.28	6.59	9.70	11.74	14.17	-76.8	719.3	27.2	21.3	19.2	16.45
601818.SH	光大银行	0.26	0.23	0.31	0.40	0.47	0.51	0.39	0.47	0.58	0.68	1.18	1.44	2.00	2.36	2.77	45.1	4.5	61.7	30.2	18.6	3.83
601166.SH	兴业银行	2.28	2.66	2.96	3.59	4.16	3.48	3.55	4.19	5.16	5.96	9.80	11.92	15.47	18.47	21.91	32.6	16.7	33.6	21.1	15.9	24.47
601169.SH	北京银行	0.87	0.90	1.20	1.39	1.60	1.39	1.26	1.65	2.06	2.45	5.43	6.03	7.05	8.20	9.53	61.8	4.0	32.7	15.8	15.3	11.72
601009.SH	南京银行	0.79	0.84	0.82	1.06	1.19	1.21	1.21	1.15	1.51	1.81	6.15	6.55	6.43	7.33	8.31	60.1	6.0	57.4	29.1	12.7	10.05
002142.SZ	宁波银行	0.53	0.58	0.80	0.98	1.17	0.72	0.87	1.04	1.35	1.61	3.52	3.90	5.52	6.33	7.32	40.0	9.4	57.5	23.3	19.0	12.25

股票代码	股票简称	PE					PB					P/POP					ROAE %					投资评级
		08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	
601398.SH	工商银行	12.8	11.0	9.1	7.8	6.7	2.34	2.10	1.79	1.57	1.37	7.10	7.47	6.22	5.23	4.53	19.4	20.1	21.8	21.5	21.8	谨慎推荐
601939.SH	建设银行	12.0	10.4	8.8	7.5	6.4	2.38	1.99	1.68	1.48	1.29	6.54	6.79	5.96	5.03	4.40	20.9	20.9	21.4	21.1	21.5	谨慎推荐
601988.SH	中国银行	13.1	10.3	9.1	7.8	6.7	1.78	1.62	1.43	1.18	1.07	6.35	6.63	5.98	4.88	4.25	14.2	16.4	17.5	16.7	16.8	谨慎推荐
601288.SH	农业银行	13.3	10.5	9.6	7.3	5.8	2.35	1.99	1.62	1.43	1.24	6.60	6.00	5.68	4.48	3.66	-23.5	20.5	20.5	20.9	22.9	谨慎推荐
601328.SH	交通银行	9.7	9.1	8.1	6.9	6.2	1.89	1.68	1.40	1.22	1.06	5.77	5.60	5.01	4.21	3.67	20.8	19.5	19.9	18.8	18.4	中性
600000.SH	浦发银行	5.8	8.5	9.3	7.7	6.7	1.74	1.66	1.49	1.29	1.11	3.80	5.55	6.26	5.11	4.34	35.8	24.1	20.6	17.9	17.7	推荐
600015.SH	华夏银行	18.1	14.8	9.2	6.8	5.7	2.03	1.84	1.56	1.30	1.09	6.23	6.80	4.74	3.76	3.21	15.2	13.0	18.3	21.0	20.7	推荐
600016.SH	民生银行	12.2	9.4	8.2	6.9	6.0	1.78	1.29	1.29	1.09	0.93	5.66	5.42	4.93	4.11	3.55	15.2	17.1	17.2	17.2	16.6	谨慎推荐
600036.SH	招商银行	9.2	13.8	10.0	8.5	7.2	2.43	2.71	2.05	1.72	1.45	6.13	10.11	7.17	6.08	5.15	28.6	21.2	24.5	22.1	21.8	谨慎推荐
601998.SH	中信银行	15.9	14.8	10.1	8.6	7.2	2.22	2.06	1.76	1.52	1.30	8.81	9.75	6.81	5.77	4.82	14.8	14.5	18.8	19.0	19.5	谨慎推荐
000001.SZ	深发展A	83.2	10.2	9.0	7.4	6.2	3.11	2.50	1.70	1.40	1.16	6.28	6.60	6.01	4.79	4.01	4.2	27.3	23.6	20.8	20.5	谨慎推荐
601818.SH	光大银行	14.8	16.8	12.5	9.6	8.1	3.25	2.66	1.91	1.63	1.38	7.50	9.94	8.10	6.55	5.61	25.3	18.8	19.2	18.3	18.4	谨慎推荐
601166.SH	兴业银行	10.7	9.2	8.3	6.8	5.9	2.50	2.05	1.58	1.33	1.12	7.04	6.90	5.85	4.74	4.11	25.9	24.5	23.3	21.1	20.6	谨慎推荐
601169.SH	北京银行	13.5	13.0	9.8	8.4	7.3	2.16	1.94	1.66	1.43	1.23	8.40	9.33	7.12	5.70	4.79	17.9	15.8	18.4	18.2	18.1	谨慎推荐
601009.SH	南京银行	12.7	12.0	12.3	9.5	8.4	1.63	1.53	1.56	1.37	1.21	8.30	8.28	8.71	6.66	5.55	13.7	13.2	15.6	15.4	15.2	谨慎推荐
002142.SZ	宁波银行	23.0	21.0	15.4	12.5	10.5	3.48	3.14	2.22	1.94	1.67	16.94	14.08	11.83	9.09	7.60	15.8	15.7	17.9	16.6	17.1	推荐

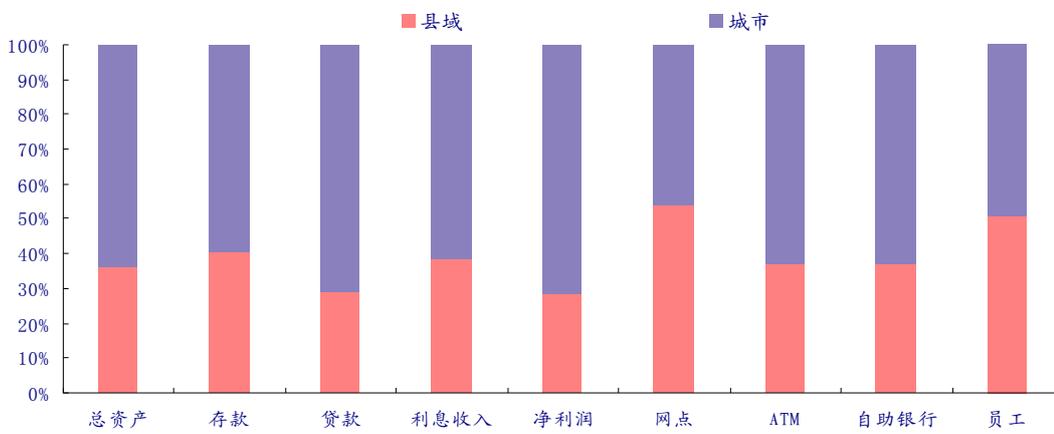
资料来源: 中国银河证券研究部

三、业务发展：享受城市与县域双驱动

(一) 业务布局横跨城市与县域

作为四大国有商业银行之一，公司在资产规模、存贷款市场份额、利润水平等方面均居全国同行前列。同时，与其它大型银行及股份制银行相比，公司具有更加独特的禀赋特点，即业务布局横跨城市与县域两个市场。这主要体现于经营网点分布、资产负债结构、收入与利润来源等各方面，县域市场占比均非常显著（图 3）。经过多年的发展，公司不仅在城市银行业务居同行领先，更是在县域市场处于主导地位。

图 3：业务布局横跨城市与县域



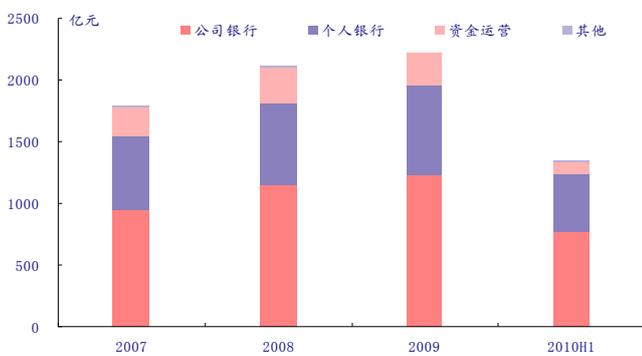
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

(二) 中国银行业的领先者

1、各项业务均衡稳健增长

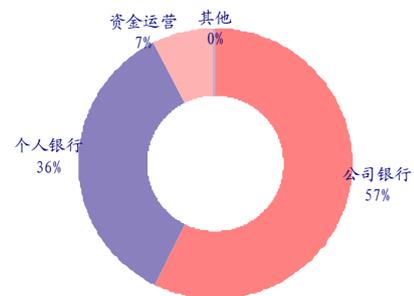
公司的各项业务持续发展，在对公业务、个人业务和资金业务等方面实现均衡稳健增长（图 4）。在各项业务中对公业务对全行收入贡献最大，超过 5 成（图 5）。

图 4：各项业务收入稳健均衡发展



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 5：10 年 H1 营业收入分部构成



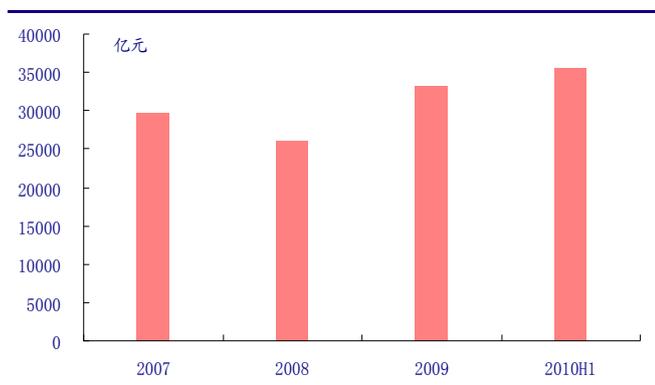
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2、对公业务

作为最主要的收入来源,公司的对公业务在同业中具有非常强的竞争力,并处于领先地位,得益于其广泛且优质的客户。对公客户数约 260 万个,其中有贷款余额的约 6.8 万个,其中的大型国企、行业龙头企业和政府机构是重点发展的对象。

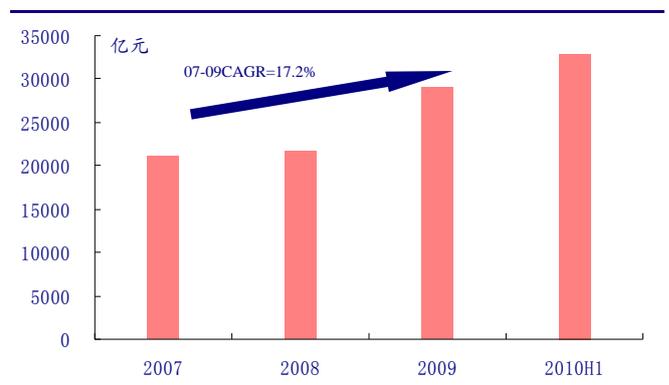
近年对公存、贷款规模稳健成长,年均复合增长 15.3%和 17.2% (图 6、7)。对公存、贷款市场份额居同行第三位,仅次于工行和建行。如果考虑剥离的 7000 多亿贷款,对公贷款市场份额则仅居工行之后 (图 8、9)。

图 6: 对公贷款稳健成长



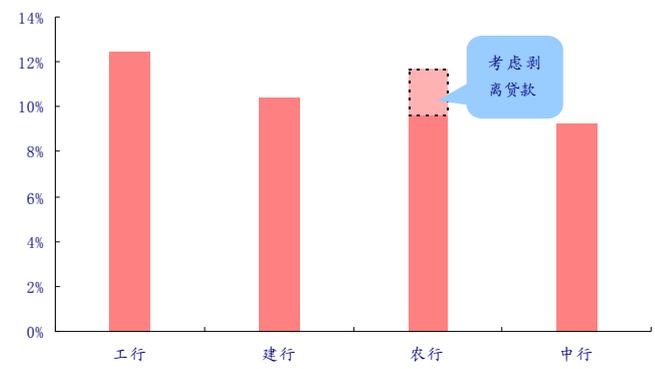
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 7: 对公存款逐年递增



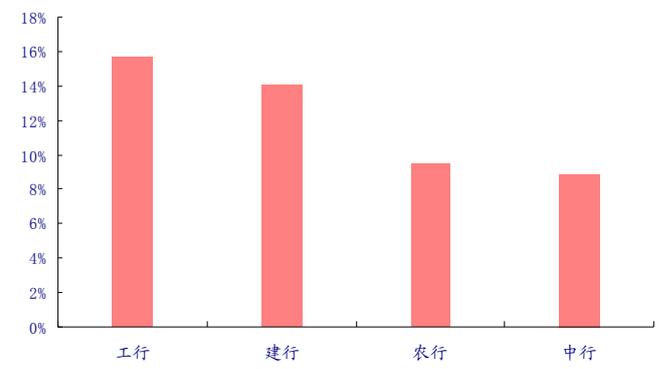
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 8: 公司对公贷款市场份额居第 2 位



资料来源: 公司公告, 相关公司资料, 中国银河证券研究部

图 9: 公司对公存款市场份额居第 3 位



资料来源: 公司公告, 相关公司资料, 中国银河证券研究部

除了存贷业务,公司还为对公客户提供结算、投资银行、现金管理和代理等多种中间业务产品与服务。尤其是近三年来,加大了对中间业务的开拓力度,中间业务收入快速增长,07-09 年 CAGR 达 36%。

除了在规模 and 市场份额方面表现突出,公司还在细分领域发展了一些具有领先优势的业务,主要包括:

■ **经营性物业抵押贷款。**在五家大型商业银行中公司率先推出经营性物业抵押贷款。09 年该项贷款余额达到 870 亿元,居同业领先。

■ **边贸结算业务。**公司是最早开展边贸结算业务的银行之一，在该领域具有传统的领先地位。

■ **托管业务。**公司是托管产品体系最完善的银行之一，涵盖了基金、保险、企业年金、QFII、QDII 等各类资产。目前是国内第二大托管银行及第一大保险资产托管银行。

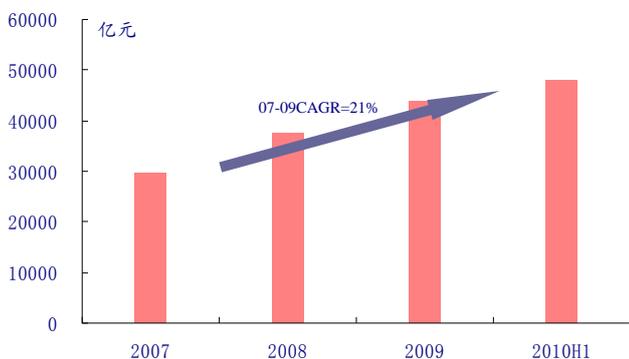
3、个人业务

个人业务贡献了约 30% 多的营业收入，09 年达到 727 亿元。近年个人存贷款业务保持了高速增长，07-09 年个人存、贷款年均增长 21% 和 31.8%（图 10、11）。

凭借覆盖最广泛的营业网点，公司拥有的个人客户数量达到 3.2 亿户，居同业第一。数量庞大的个人客户为公司提供了丰富的个人存款来源，占国内个人存款市场份额的 16.2%，略低于工行而居同业第二位，远高于第三位的建行和第四位的中行。个人贷款市场，则占据 9.7% 的份额居第四位（图 12、13）。

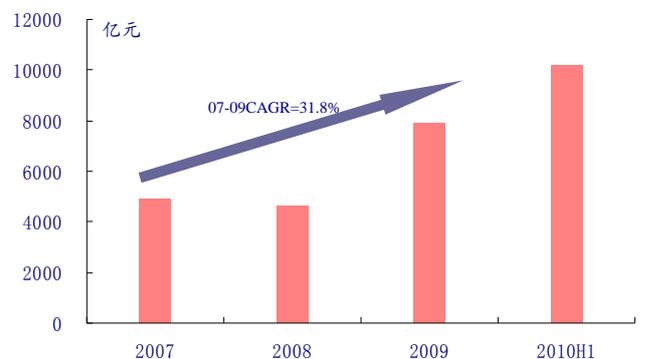
除了个人存款市场份额居第一，公司在银行卡业务、代理保险业务等中间业务领域居前。公司的银行卡发卡量居同业第一，达到 3.65 亿张；银行卡消费额居同业第二，09 年超过 1.4 万亿元。公司在代理保险业务领域始终保持领先，代理保单规模居同业首位，保险代理手续费收入居第二位。

图 10: 个人存款稳步增长



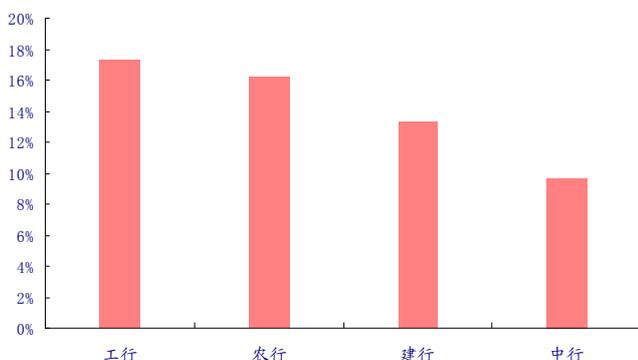
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 11: 个人贷款快速增长



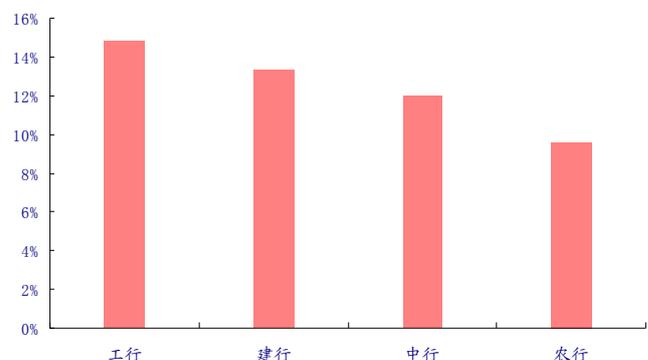
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 12: 个人存款市场份额居第 2



资料来源：公司招股说明书，相关公司资料，中国银河证券研究部

图 13: 个人贷款份额居第 4



资料来源：公司招股说明书，相关公司资料，中国银河证券研究部

4、资金业务

作为大型商业银行，公司是资金市场最重要的参与者之一，在多项业务发挥重要影响：

■ 货币市场交易。公司是人行批准的首批 SHIBOR 报价行之一，连续 7 年被评为全国银行间同业拆借中心“优秀交易员”，并获得“最具市场影响力奖”。

■ 投资组合管理。公司的投资组合规模逐年快速增长。至 09 年末，公司的投资净额超过 2.6 万亿元，其中非重组类投资 1.83 万亿，重组类投资 7290 亿元。重组类投资主要是财务重组剥离的 6650 亿不良贷款，转为应收财政部款项，至 09 年末该项余额为 6355 亿元。

■ 代客资金交易。公司是首批获准开办远期结售汇服务和金融衍生产品业务的银行之一，荣获“最优秀做市商”、“最具影响力做市商”和“最佳衍生产品做市商”。

■ 黄金交易业务。09 年黄金交易量达 137 吨，代理黄金交易 31 吨。

（三）县域金融业务的领导者

公司通过位于县域地区的 2048 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，上述业务统称为县域金融业务，又称三农金融业务。

1、在县域市场居主导地位

凭借强大的网点渠道、领先的业务规模、多元化的产品服务体系以及长期服务县域市场所积累的专业经验，公司成为了县域地区主要的金融服务提供商和领导者，其存、贷款在县域市场份额分别占到全国的 21.6% 和 13.6%，占到 5 家大型商业银行的 38.9% 和 28.7%（图 14）。

公司在县域金融领域的综合优势主要体现在以下四方面：

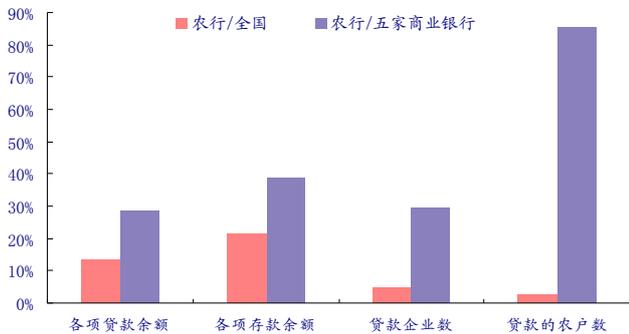
■ 广泛的渠道。公司在县域地区拥有超过 1.27 万个网点，数量居全国第二位，仅次于邮政储蓄机构，并居五家大型银行之首，比其他四家的总和还多（图 15），覆盖了全国 99.5% 的县级区域。

■ 城乡联动优势。公司的网点与业务布局横跨城市与县域两个市场，在信息、资金和渠道等方面具有城乡联动优势，既可以帮助城市客户向县域地区的渗透，又可以为县域客户向城市开拓提供金融服务与支持。

■ 完整的金融产品与服务体系。公司在县域市场从事对公存贷业务、个人存贷业务和各种中间业务，为各类客户提供全面、综合的一站式金融服务。而地方性的农村金融机构仅提供包括个人储蓄存款、贷款和结算在内的有限的产品和服务。网点最多的邮储银行的业务则主要集中在存款及汇兑领域。

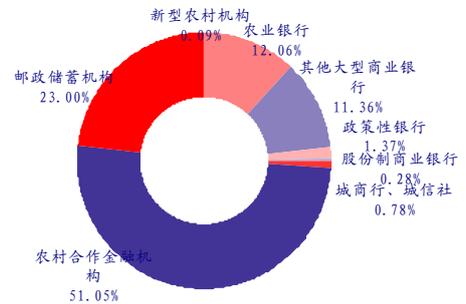
■ 专业化的组织架构。为进一步巩固在县域金融市场的领导地位，公司以县域地区的 2048 个县级支行和 22 个二级分行营业部为基础组建三农金融部，对三农金融业务进行专业化的经营管理。专业化的事业部有利于公司统筹县域业务发展，调配资源，提高运营效率并控制风险。

图 14: 县域存贷款市场份额



资料来源: 公司招股说明书, 相关公司资料, 中国银河证券研究部

图 15: 各家机构县域网点占比

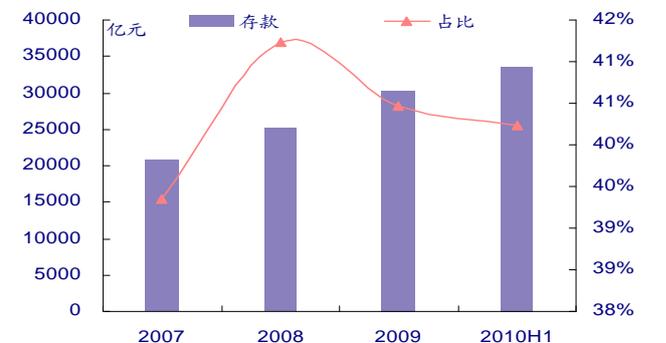
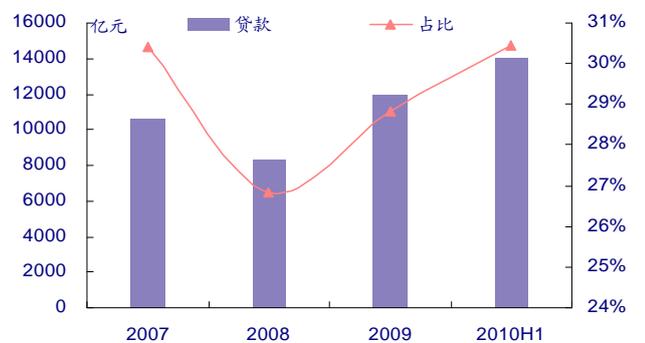
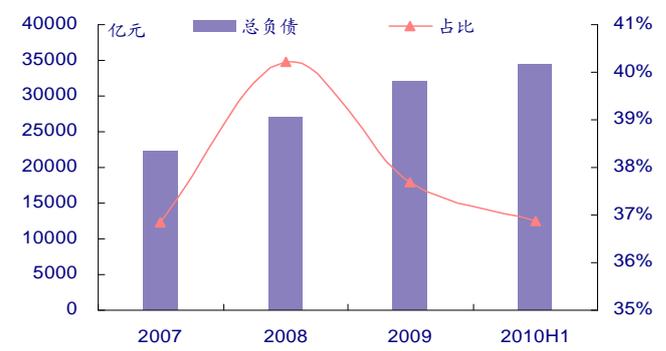
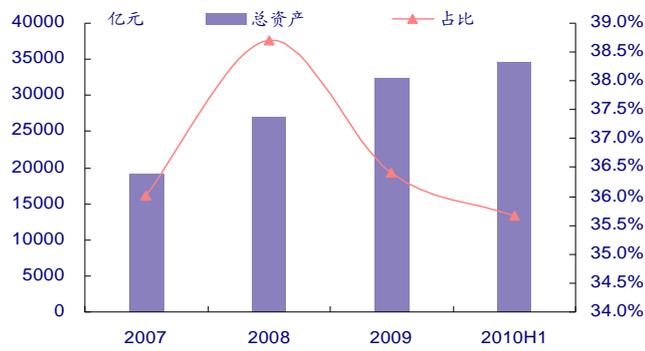


资料来源: 公司招股说明书, 相关公司资料, 中国银河证券研究部

2、县域金融业务快速成长

县域金融业务迅速发展, 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。县域存款增长 20.8%, 略低于全行存款增速。县域资产和负债在全行的占比均在 35-40% 之间 (图 16), 而存款更是占比超过 40%, 成为全行最重要的存款资金来源之一。

图 16: 县域金融业务的资产负债均占重要比重

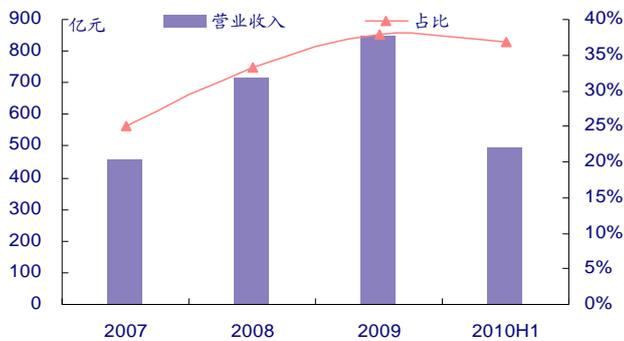


资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

09 年县域业务实现利息净收入 704.5 亿元, 手续费及佣金净收入 137 亿元, 营业收入 848 亿元, 实现税前利润 209 亿元。07-09 年, 县域利息净收入和营业收入年均增长 38.7% 和 35.7%,

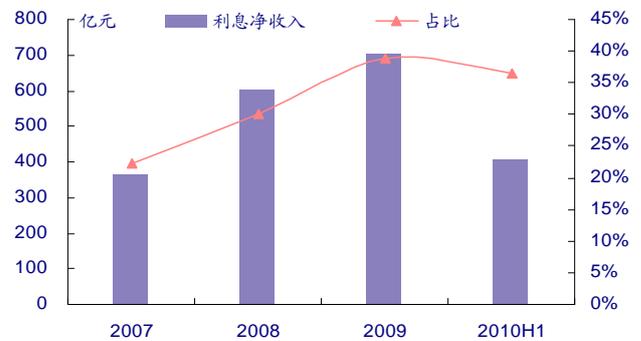
高于全行的 5.2% 和 10.4%。各项营收在全行的占比逐年提升，对全行的利润贡献日趋显著（图 17-20）。

图 17: 营业收入及比重逐年提升



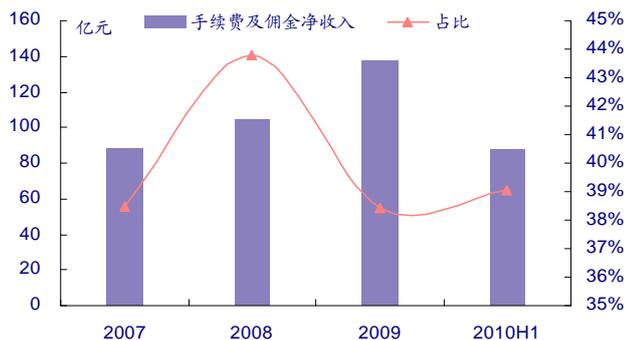
资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

图 18: 利息净收入及比重显著提升



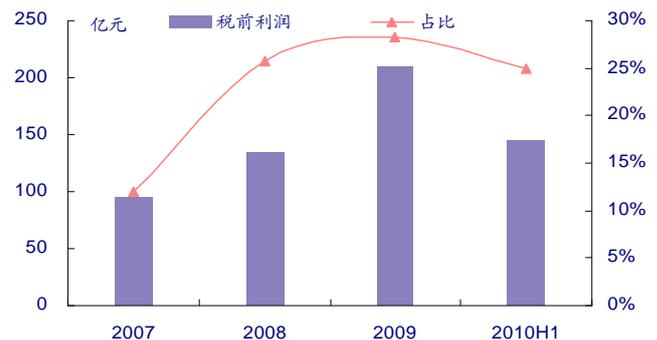
资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

图 19: 手续费及佣金净收入逐年增长



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

图 20: 税前利润大幅增长, 比重显著提升



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

3、县域业务盈利具有更大提升空间

与城市金融业务相比县域业务具有更高的存贷利差。09 年县域业务存贷利差为 4.09%，显著高于全行 3.7% 的水平。主要是因为：

- 县域业务具有更高贷款收益率。三农贷款大多执行上浮利率，显著高于城市贷款利率水平（图 21）。

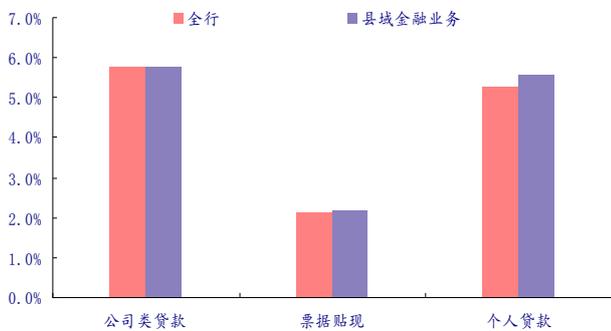
- 县域业务具有更低的存款付息率。由于县域地区居民投资渠道少，对存款回报要求比城市居民低，因此县域存款的利率要低于城市存款（图 22）。

但是，县域贷款投放要远远小于城市，其贷存比远低于城市。09 年县域业务贷存比 39.33%，远低于全行的 53.5%。更低的贷存比导致净利息收益率仅有 2.2%，略低于全行的 2.28%。公司未来将加大县域贷款投放力度，力争将贷存比提高到 40% 以上。因此，相信未来县域业务净息差将会有显著提升空间。

同时，县域业务高企的成本收入比具有很大的压缩空间。09 年县域业务成本收入比为 50.47%，高于全行 43.11% 的水平。主要是县域业务分散度高提高运营成本。相信通过创新管

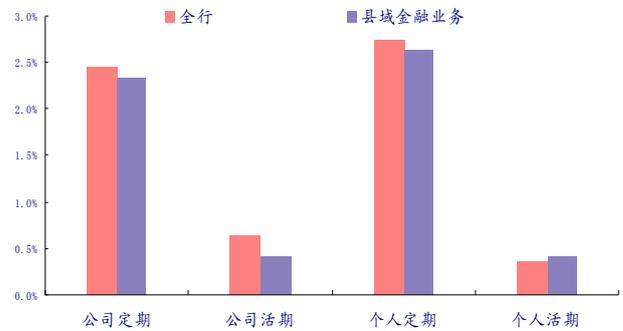
理模式，未来成本收入比将会下降。

图 21: 县域金融业务具有更高的贷款收益率 (2009)



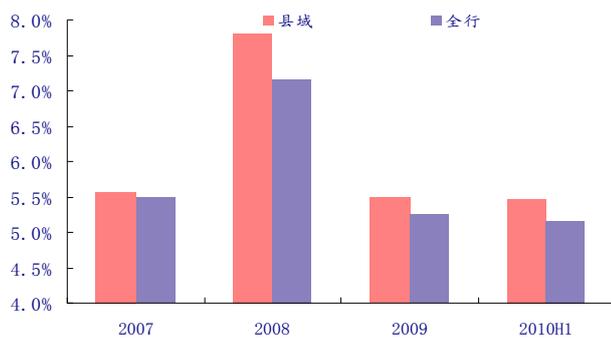
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 22: 县域金融业务具有更低的存款成本率 (2009)



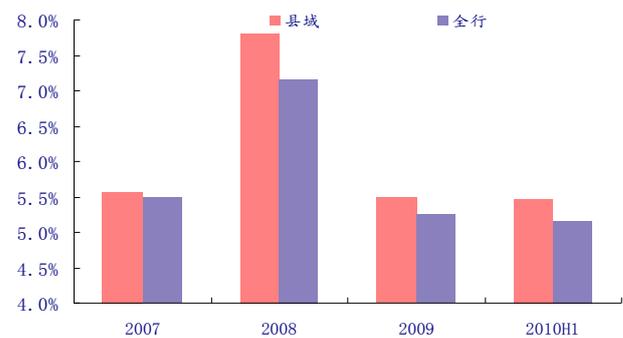
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 23: 县域业务贷款收益率高于全行



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 24: 县域业务存款付息率低于全行



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

4、定位县域中高端市场，风险可控

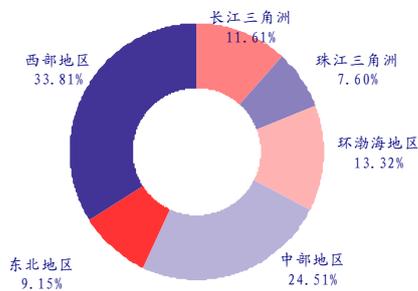
传统上农村金融业务的风险要高于城市金融业务。为此，公司厘定了市场定位和客户发展方向，在巩固县域市场领导地位的同时实现控制风险、保全资产质量的目的。

(1) 梯度化的市场定位：重点布局经济发达县域市场

考虑到中国经济发展的区域差异，结合自身的禀赋特征，公司的县域金融业务采取了梯度化的市场定位策略：网点和业务分布主要集中于县级市所在地、县城和中心集镇；加强东部县域和其他经济发达县域的布局；进一步重视具有重大潜力的中西部地区业务；实施重点县支行发展战略，带动全行三农金融业务的发展。

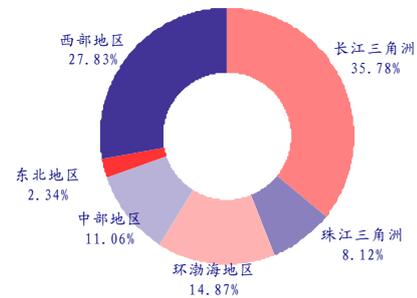
公司的县域网点中经济发达的长三角、珠三角和环渤海区域占 32%。三个地区的县域贷款占全行县域贷款的 58.77% (图 25、26)。总体而言，经济发达地区贷款质量要好于欠发达地区 (图 27)。

图 25: 县域网点的区域分布



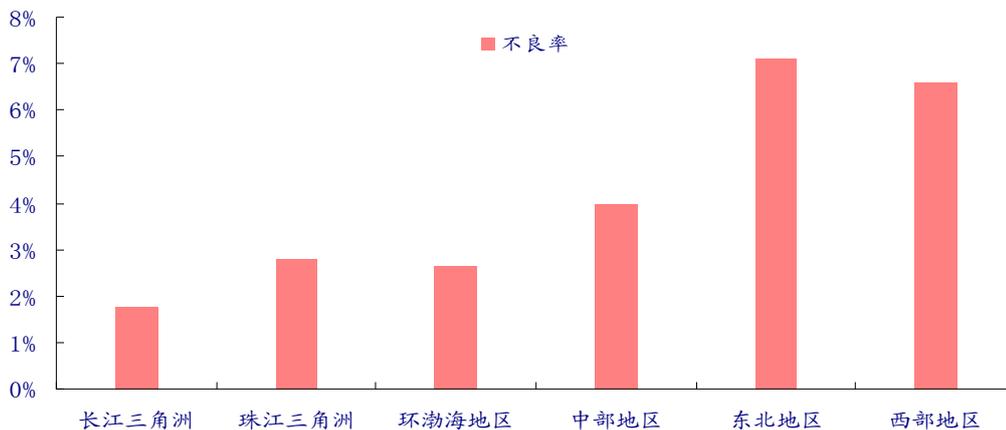
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 26: 县域贷款的区域分布



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

图 27: 发达地区县域贷款不良率远低于其他地区



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

(3) 差异化的客户选择: 重点发展中、高端客户

过去公司的县域客户主要以供销社、粮棉收购企业和乡镇企业为主。但是随着县域经济的快速发展, 客户类型更加多样化, 客户需求亦各加多元化。公司加强了对客户细分, 将资源有选择地投向优质高端客户:

■ 在对公业务方面, 将县域地区的行业领先企业及其供应商、客户和经销商作为目标客户。重点发展受益于城镇化和工业化的客户, 包括龙头企业、大型农业产业化企业和基地、农业部地点批发市场、商务部定点流通企业在内的优质客户, 开拓信用良好、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客户。

■ 在个人业务方面, 以惠农卡为载体, 充分发展银保、新农保、新农合等相关业务, 扩大存款及中间业务规模。重点发展县市居民、个体工商户、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, 以充分抓住县域居民财富稳步增长、消费水平日益提升所带来的零售银行增长的可观机遇。

在市场定位上以发达地区为重点、在客户分层上以优质企业和中、高端客户为目标的发展

策略，将使县域资产质量得到保障，从而将风险维持在较低的水平。

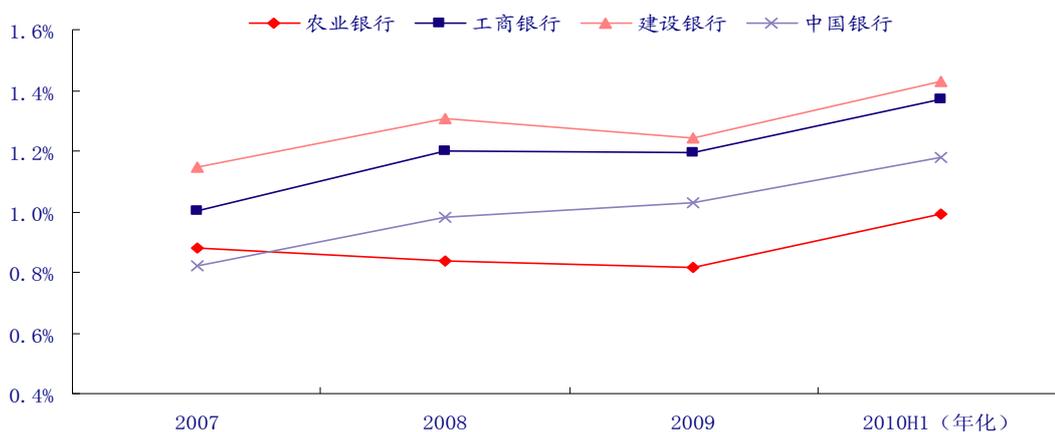
四、财务分析

（一）盈利能力将稳步提高

1、过去三年盈利能力弱于同业

过去三年的数据显示公司的的盈利能力低于同行。07-09 年公司的 ROAA 一直处于 0.83% 左右，中行在 1% 的水平附近，工行在 1% 以上，而建行则在 1.2% 以上（图 28）。这期间主要是历史原因所致：一方面，工行、建行和中行均早已完成财务重组和股份制改革，资产质量显著改善，同时管理效率得到显著提升。另一方面，农行则正处于改制过程中，过去由于政策等历史因素造成的问题尚未完全解决，因此盈利能力偏低。

图 28: 农行的 ROAA 低于同类银行



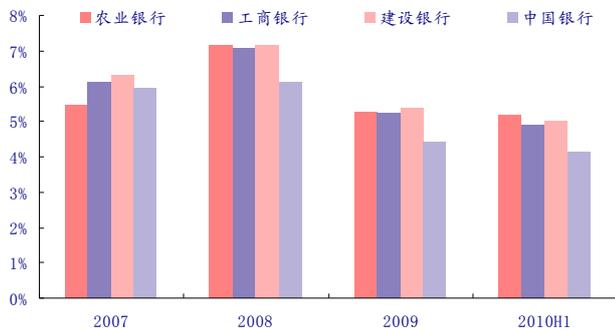
资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

2、息差水平有提升空间

（1）存贷利差水平居于上游

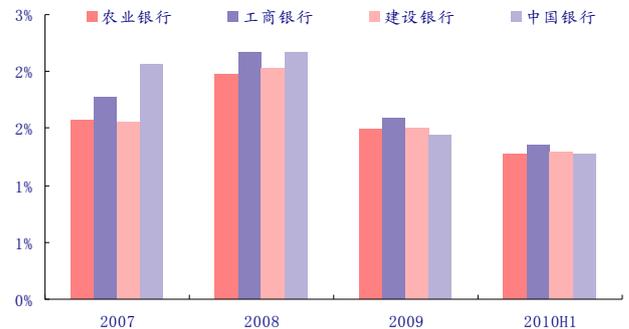
总体而言，公司的净利差水平在四大行中处于偏高水平。一方面，由于县域金融业务贷款上浮比例高于非县域业务，因此其贷款收益率略高于同行；另一方面，农行具有广大的个人存款客户尤其是县域个人存款客户，县域存款客户由于投资渠道有限，对资金回报率要求低，因此其存款利率低于非县域客户（图 29、30）。

图 29: 农行贷款收益率在同行中属较高水平



资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

图 30: 农行的存款成本率低于同业

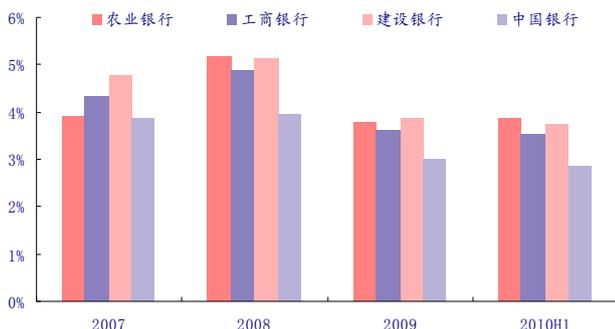


资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

(2) 净息差有提升空间

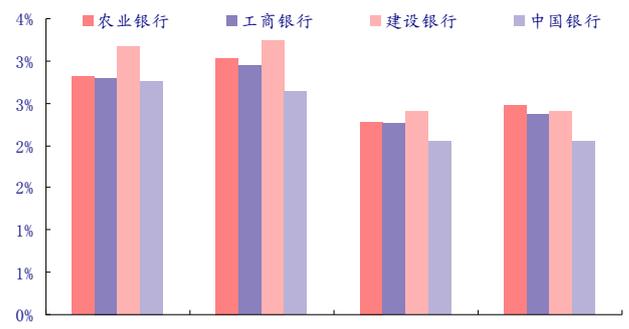
尽管公司的存贷利差高于同行,但是受资产负债结构方面的影响其净息差并未显著好于同行(图 31、32),这主要是以下原因所致:一是公司的贷存比偏低;二是债券投资构成中信用类债券比重偏低导致其债券(剔除重组类投资)投资收益率低于同行。

图 31: 08-09 年农行的存贷利差处于较高水平



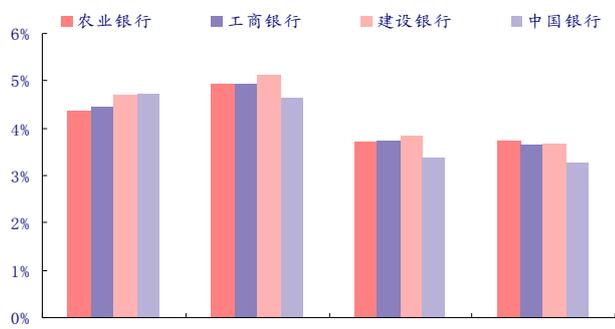
资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

图 32: 农行的净息差略好于同业



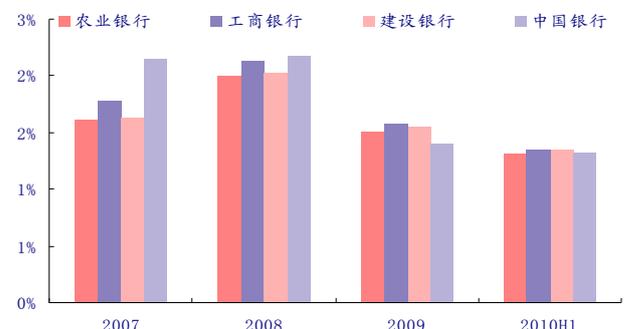
资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

图 33: 农行的生息资产收益率与同行相当



资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

图 34: 农行的付息负债成本率略低于同行



资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

未来公司可从以下几方面采取措施改善资产负债结构并加强资产运用,提高生息资产收益率:提高贷存比,增加贷款在生息资产中的比重;在加息周期来临时可适当提高偏低的贷款久

期，提高贷款收益率；适当提高债券久期并增加信用债的配置，提高债券投资收益率。

3、中间业务：携渠道优势锐意进取

公司一直将中间业务作为发展重点之一。凭借全国一体化的物理与电子渠道优势，公司创新出日益多元化的产品服务组合，中间业务实现快速增长。手续费净收入规模持续增长，其占营业收入比重也获得显著提升，达到与工行、建行接近的水平（图 35、36）。

（1）渠道优势造就强大的传统中间业务

由于具有广泛的网点渠道和庞大的客户群体，公司在结算与清算、资产托管、银行卡和代理保险等传统业务具有很强竞争优势：

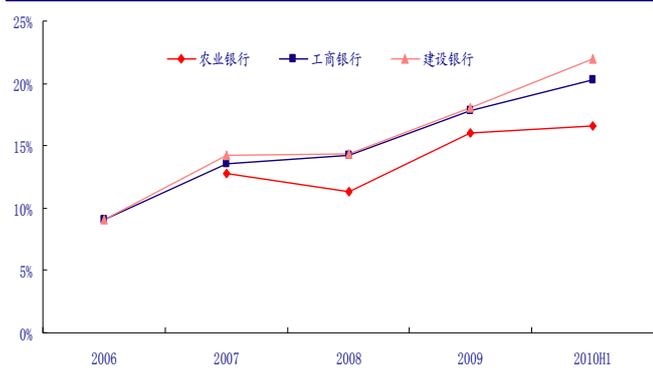
■ 公司通过银行柜台、网上银行、电话银行、ATM、POS 等多种渠道，为客户提供全面、便利的支付结算服务。09 年结算业务量超过 230 万亿元。

■ 公司是国内托管产品体系最为完善的银行之一，是目前国内第二大托管银行及最大的保险资产托管银行，2009 年 12 月 31 日公司托管资产规模达 1.39 万亿元，其中托管保险资产规模 8457.91 亿元。

■ 向个人银行客户提供全面的银行卡产品和服务，包括人民币借记卡、人民币贷记卡、人民币准贷记卡及人民币美元双币贷记卡等。截至 2009 年 12 月 31 日，公司银行卡发卡总量达到 3.65 亿张，居同业第一；银行卡特约商户总量达到 27.4 万户，较 2008 年增长 80.2%。2009 年，公司银行卡消费额达 1.4 万亿元，居同业第二。

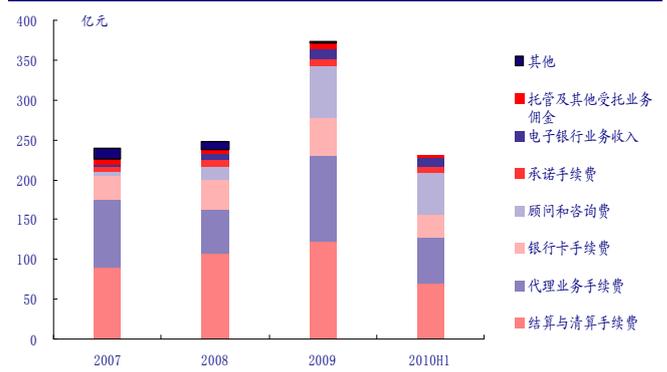
■ 与保险公司合作，开展代理保险销售业务。公司积极扩大代理合作范围，在代理保险业务领域始终保持行业领先水平。截至 2009 年 12 月 31 日，与公司签约合作的保险公司共 59 家，涵盖了国内保险市场上的主要成员。

图 35：四大行手续费净收入/营业收入比重对比



资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

图 36：公司的近年中间业务构成



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（2）新兴中间业务迅速崛起

除了上述传统中间业务，公司近年来也加大了对理财业务和投资银行等新兴中间业务的开拓力度，并取得显著成长，体现在顾问及咨询手续费收入 07-09 年均复合增长超过 300%。虽然起步较晚，但是公司对投资银行业务给予了充分的重视，未来仍将保持高速增长的势头。

4、成本收入比有压缩空间

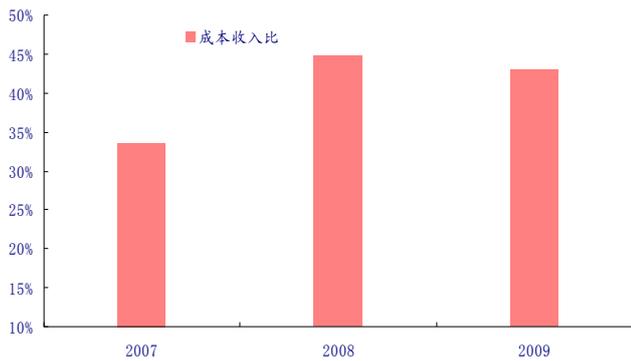
从 08、09 年数据看，公司的成本收入比均超过 43%，与同类的大型国有商业银行相比明显偏高（图 37）。其中，建行和工行均低于 40%，中行低于 43%。

■ 从结构上看，营业费用最大的组成部分是职工薪酬及福利，占比 58%-60%，与其他三家大型银行相当。08 年薪酬费用大幅增加主要重组带来的相关成本，未来不会再增加。

■ 其次，业务费用占比约 30%，显著高于同行（图 37、38），主要是由于公司加大了对三农金融业务的费用配置力度所致。大规模的网点建设已经完成，未来在这方面的支出增幅将不大。

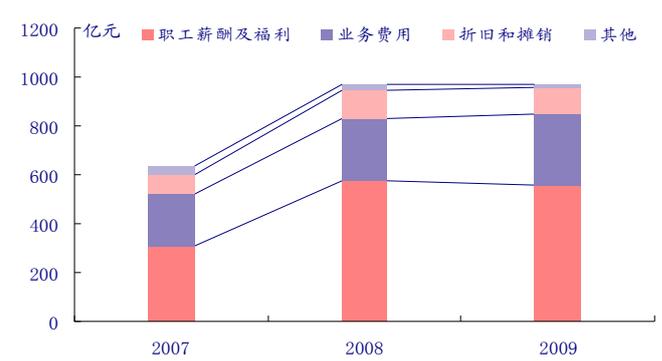
■ 三大行在改制上市之前，成本收入比均处于较高水平。经过改制上市，剥离了部分冗员，同时管理机制和经营效率也得到改善，成本收入比逐年持续下降（图 40）。我们相信，这种改革效应同样也会出现在农行身上，未来成本收入比有望降至 40% 附近甚至更低的水平，从而提高公司盈利能力。

图 37: 农行成本收入比偏高



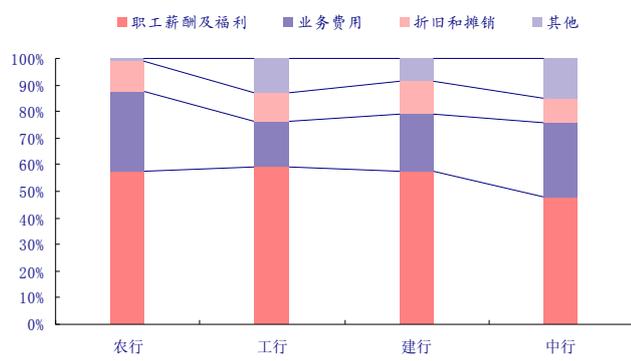
资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

图 38: 公司的营业费用构成



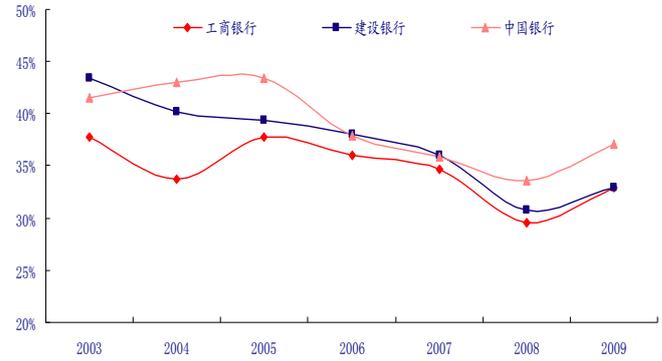
资料来源：公司招股说明书，相关公司资料，中国银河证券研究部

图 39: 四大行营业费用构成对比



资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

图 40: 三大行改制上市后成本收入比均有显著下降



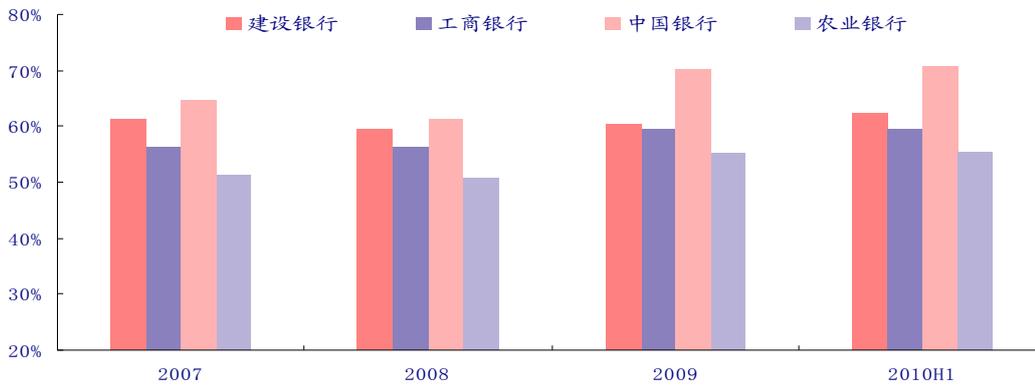
资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

(二) 资产负债结构优化

1、贷存比有显著的提升空间

近三年数据显示农行的贷存比显著低于其他三大银行。07-09 年贷存比在 53% 左右，而其他三大行则平均在 60% 左右，中行 09 年甚至达到 70% 的高水平（图 41）。历史的低贷存比水平，表明公司在过去几年资金运用方面有待改善，同时也意味着未来贷存比存在较大提高空间，有望促进盈利能力的提升。

图 41：农行贷存比低于其他三大银行



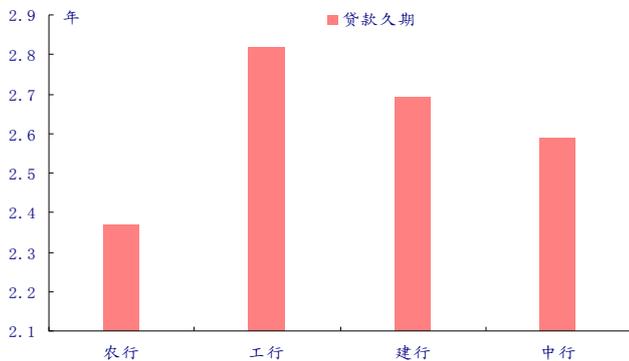
资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

2、资产久期最短，受益利率上行周期

公司拥有同类银行中最短的资产久期。09 年末其贷款平均剩余期限为 2.26 年，非重组类债券投资平均剩余期限为 2.21 年，均低于其他三家大型银行（图 42、43）。

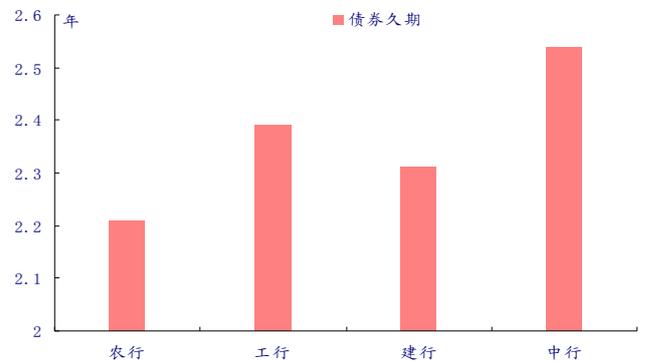
中国已经结束了上一轮的降息周期，在未来有望进入新一轮的加息周期。在利率上行阶段，更短的资产久期有望更快实现重定价，资产收益率反弹速度和幅度均有望超越同行。

图 42：公司拥有四大行中最短的贷款平均剩余期限



资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

图 43：公司的非重组类债券投资久期最短



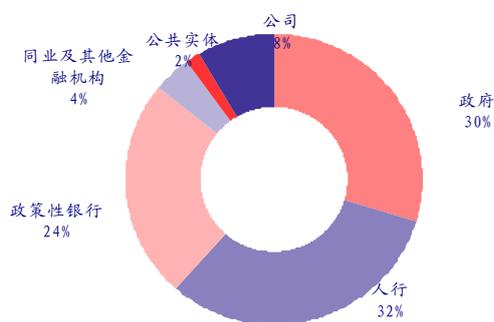
资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

3、债券投资结构具优化潜力

公司的债券投资有两大类，一类是重组类债券投资，另一类是非重组类债券投资。其中重组类债券投资主要是财务重组安排所产生的应收财政部款项及财政部特别国债。09 年末应收财政部款项达到 6355 亿元，利率 3.3%，特别国债 933 亿元。

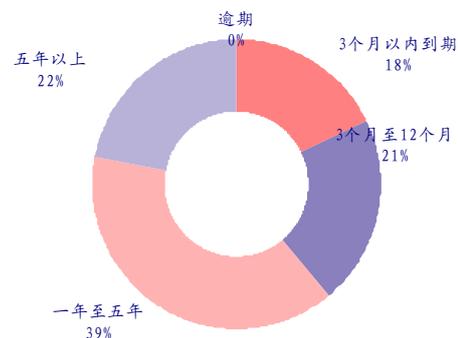
09 年末非重组类债券构成有两个特点，一是信用类债券比例低，二是久期偏短（图 44、45）。由于信用类债券风险和收益率都更高，未来公司可以通过提高信用类债券比重来提高债券投资的综合收益率。

图 44：非重组类债券中，高信用类品种比重较高



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 45：1 年以内到期的非重组类债券占约 40%



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（三）资产质量持续改善

1、财务重组顺利完成，不良率大幅下降

07 年公司的不良贷款余额高达 8188.5 亿元，不良率达到 23.57%。08 年完成财务重组，按帐面原值剥离了约 8156.95 亿元的不良贷款，其中可疑类 2170 亿，损失类 5494 亿元。不良贷款余额迅速削减至 1340.7 亿元，不良率降至 4.32%。

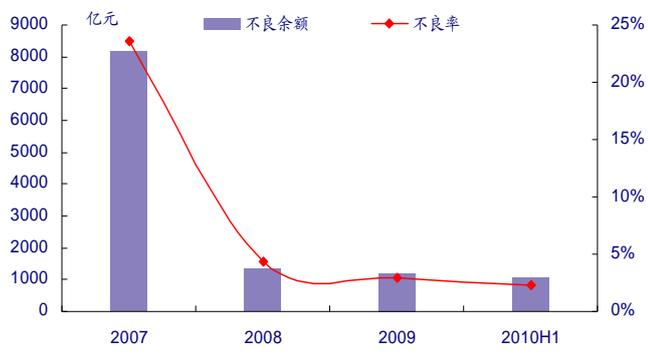
重组完成后，贷款质量保持稳定，不良生成得到控制，关注类贷款迁徙率下降至 5%。09 年新增不良贷款 39 亿，比 08 年减少约 57 亿元。

2、拨备覆盖率逐步提高

财务重组后，不良贷款余额大幅下降，同时公司加大了拨备计提力度，促使拨备覆盖率稳步提升。不良贷款拨备覆盖率由 08 年底的 63.5% 大幅提高至 105.4%。09 年拨备率达到 36.8%。

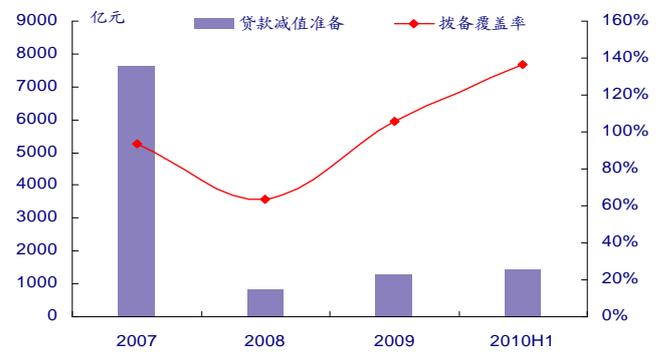
公司的三农金融业务采用与全行一致的贷款五级分类标准。2007 年以来，三农金融业务不良贷款余额与不良率持续下降。2009 年不良贷款率降至 3.69%。

图 46: 不良贷款余额与不良率显著下降



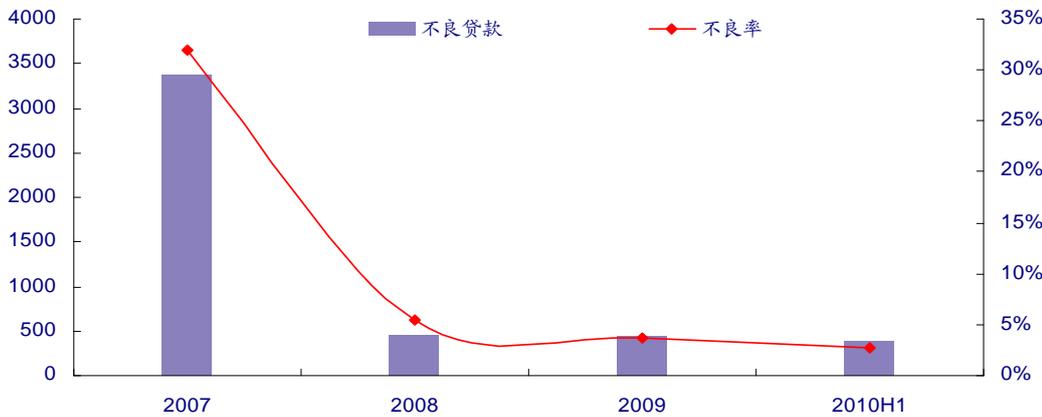
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 47: 不良拨备覆盖率大幅提升



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 48: 三农金融业务不良双降



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

五、公司竞争优势

作为国内大型商业银行,公司长期致力于开拓中国城市和县域两个市场。经过多年的努力,公司在诸多领域建立起突出的竞争优势。

(一) 渠道优势

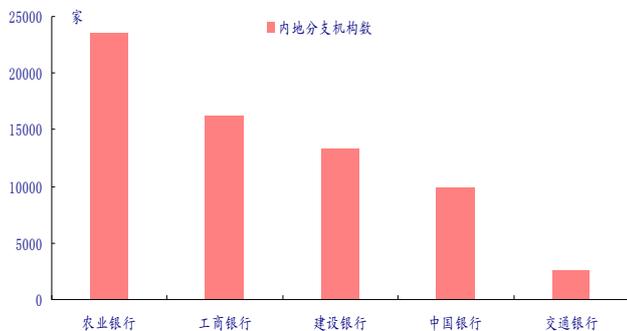
公司具有覆盖全国的最广泛网络渠道,构成强有力的营销平台和综合化经营基础,便于为客户提供更优质、便捷、全面的服务,使得公司在存贷款业务和中间业务获取优势地位。公司的网络渠道优势主要体现在两个方面:

■ **拥有遍布全国的物理网点。**截至09年末拥有超过2.3万家境内机构,分支机构数量在同业中排名第一位,覆盖了全国所有城市和99.5%的县级行政区。

■ **拥有功能齐全、全面渗透的电子银行交易渠道体系。**主要包括网上银行、电话银行、手机银行、ATM机、自助银行中心、非现金交易终端等系统。公司还拥有以7×24小时客户服务中心、一体化信息服务平台、门户网站为代表的行业领先的电子银行服务渠道体系。09

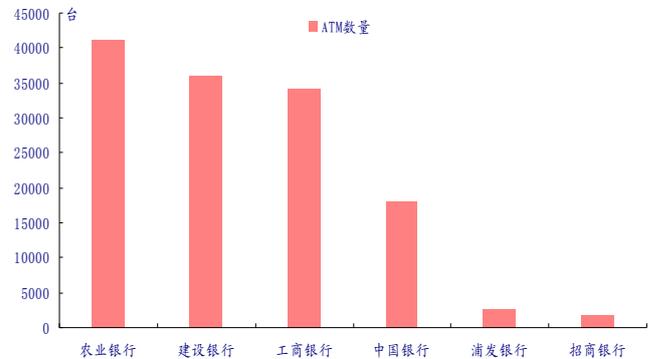
年末 ATM 机超过 4.1 万台，在大型商业银行中排名第一。

图 49: 农行拥有同业最广泛的分支机构



资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

图 50: 农行的自助终端数居同行之首



资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

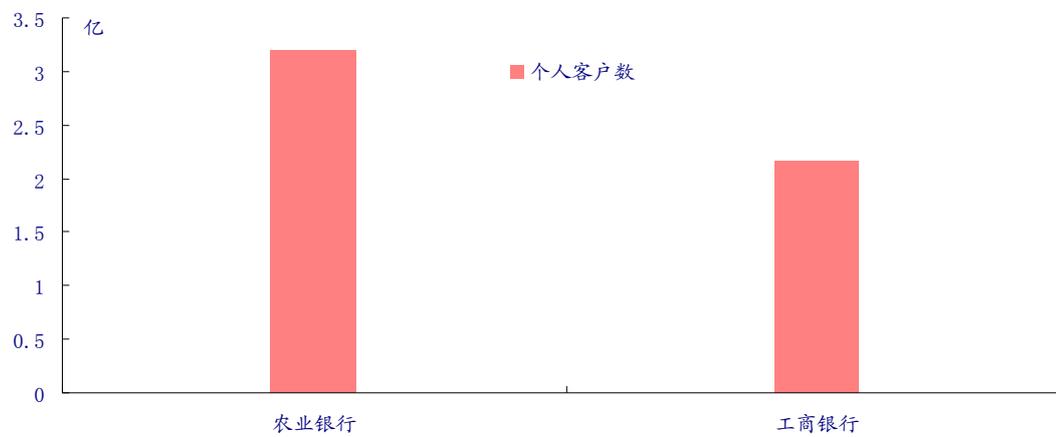
(二) 客户优势

凭借广泛的渠道分销网络, 公司建立了庞大且多元化的公司和个人客户基础。

■ **拥有中国最庞大的个人客户群体。**拥有约 3.2 亿户个人客户, 其中有贷款余额的约 824 万户。还拥有优质的个人存款客户群体, 09 年末公司存款超过 20 万元的个人客户约 301 万户, 其存款总额占全行个人存款总额的比重达 38.2%。庞大的客户基础使公司能够深入发掘金融产品的交叉销售潜力。随着客户财富的进一步增长, 财富管理、代理保险和投资等新型金融服务需求将更为旺盛。

■ **拥有数量众多的公司客户。**拥有约 260 万个公司客户, 其中有贷款余额的约 6.8 万个; 拥有约 314.7 万个对公人民币结算账户、5.1 万个现金管理客户、2.5 万个常年财务顾问客户。与众多大型集团、行业龙头企业、政府部门、金融机构建立全面深入的合作关系。

图 51: 农行拥有业内最多的个人客户数



资料来源: 相关公司资料, 中国银河证券研究部

（三）业务布局优势

90 年代末至本世纪初，其他国有商业银行如工行、建行和中行纷纷撤并县域分支机构，其县域金融业务比重大幅下降。而由于定位的原因，农行则坚持在县域领域的分支机构和业务，因此形成了横跨城乡的业务和机构布局特色。

在县域拥有约 1.27 万家分支机构，覆盖全国 99.5% 的县级行政区，占全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。同时，公司在县域市场还拥有众多的 ATM 机、自助银行、自助服务终端和 POS 机。公司拥有县域个人存款帐户 3.4 亿个，个人贷款客户 360 万个。

未来在城镇化、产业转移和中央扶助农村政策的共同驱动下，中国的县域经济的增长潜力将转化为现实，从而推动城乡的协调发展。公司在县域市场的布局将充分受益这一发展趋势。

表 9: 公司具有广泛的县域网点

项目	机构数(家)	个人贷款客户(万户)	自助银行(家)	ATM 数(台)	网络银行(万户)
全行	23624	824	9151	41011	2256.2
县域市场	12737	360	3398	15350	817.8

资料来源：相关公司资料，中国银河证券研究部

（四）IT 平台优势

公司对信息系统的建设予以高度重视，建立了适应业务发展要求的信息技术工作决策体系、信息技术管理体系和系统能力，建设了国内最先进的信息技术平台。

2006 年公司完全实现数据大集中，逐步建立起以全国数据中心为核心，覆盖全国 2 万多个网点，集中连接全国 17 万余柜员的集中式计算机网络。

目前已建成了覆盖全行分支机构、支撑各个业务经营管理关键领域的管理信息系统，有效整合了柜台、网上银行、客服系统、电话银行、手机银行、消息平台等各类客户服务渠道，能够为公司管理层以 T+1 形式提供财务和运营数据，并为公司客户提供全面、高效、优质的服务。

公司正在建设新一代核心银行系统，将对现有信息科技平台进行升级改造，以更好地满足业务发展和经营管理的需要。

六、A、H上市充实资本实力，提高增长潜力和抗风险能力

由于09年贷款增速较快，公司的核心资本充足率从08年底的8.04%下降至7.74%。在09年发行了500亿元次级债券后，资本充足率由08年底的9.41%提升至10.07%。如果不考虑此次IPO，2010-2012年公司的资本消耗加快，资本充足率降至10%以下，核心资本充足率均则维持不足8%的水平（表12）。

公司于2010年7月份成功在上海、香港市场上市，融资额接近1500亿元，显著充实资本实力。我们测算2010年底资本充足率约12.88%，核心资本充足率达到10.56%。同时，假设2011和2012年分别发行500亿和300亿次级债。2011-2012年核心资本充足率有望保持在9%以上，资本充足率则有望维持在12%以上的水平（表12）。

表 10: IPO 将显著提升公司的资本充足率

资本预测	2008	2009	2010E	2011E	2012E
核心资本净额	2731.95	3382.73	5238.52	5944.15	6826.04
附属资本	464.61	1183.69	1223.12	1723.12	2023.12
资本总额	3198.30	4567.40	6462.64	7668.27	8850.16
扣除项目	3.47	163.91	101.97	101.97	101.97
资本净额	3194.83	4403.49	6360.67	7566.30	8748.19
加权风险资产总额	3,3963.01	43730.06	49615.02	59853.25	69925.78
风险加权系数	48.42%	49.23%	48.00%	50.00%	51.00%
资本充足率	9.41%	10.07%	12.82%	12.64%	12.51%
核心资本充足率	8.04%	7.74%	10.56%	9.93%	9.76%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

七、主要风险因素

(一) 政府调控的风险

银行的经营受到宏观经济和政府宏观政策的密切影响。2009 年为了对抗全球金融危机的不利影响，中央政府实施了宽松的货币政策和积极的财政政策，各级地方政府也出台了系列经济刺激政策。这些政策对经济的稳定和回升起到显著成效。

随着宏观经济的企稳回升，宽松的货币政策和积极的财政政策面临退出的境地。资产价格尤其是房地产价格出现泡沫苗头，中央政府在 2010 年 4 月份密集出台了房地产调控政策。这些政策可能对房价和房地产投资产生不利影响，从而影响到公司的盈利能力和资产质量：

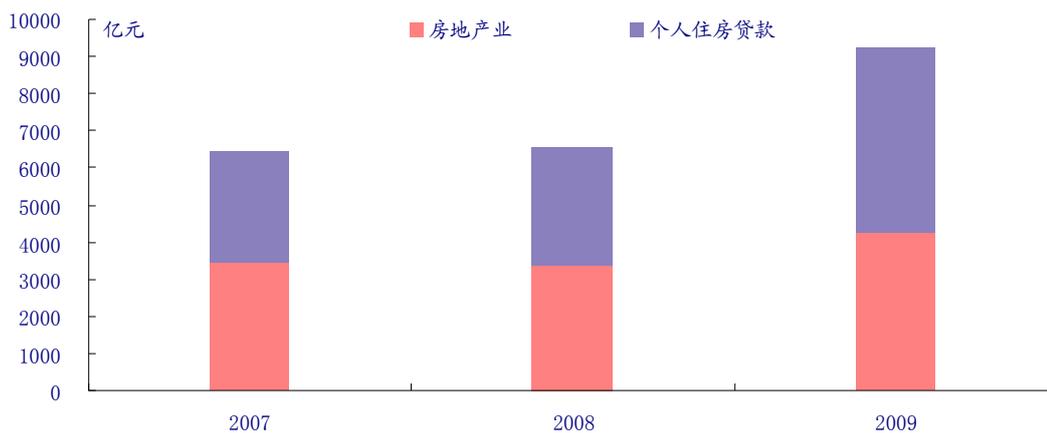
(1) 若房价下跌过猛过快，住房按揭贷款出现断供风险。

(2) 房地产销售持续低迷，可能会恶化房地产开发企业现金流状况，从而增加房地产开发企业贷款质量下降的风险。

(3) 房地产销售低迷将导致土地市场低迷，减少地方土地拍卖收入，部分土地开发贷款面临质量恶化的风险。

09 年末，公司涉及房地产的贷款余额为 9250 亿元，占全部贷款的 22.36%。其中，个人住房贷款 4980 亿元，占 12%，房地产开发贷款 4273 亿元，占 10.32%。09 年新增涉房贷款 2697 亿元，新增个人住房贷款 1784 亿元，新增房地产开发贷款 912 亿元。总体来看，公司的房地产相关贷款的规模和比重上并不大。且个人住房贷款均有较高的抵押率，因此未来资产质量恶化的可能性和影响均不大。

图 52: 公司的房地产相关贷款



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(二) 利率市场化带来的息差下降风险

目前，中国的存贷利率仍然处于管制之下。人民币贷款利率不得低于基准利率的 90%，优质客户难于获得更加优惠的利率。同时，人民币存款利率则不能高于基准利率。未来，监管

机构可能会进一步放宽现行利率的限制，如果管制取消或浮动区间大幅放宽，商业银行为争夺客户必将提供更具吸引力的利率，将导致存贷利差收窄，净息差面临下降风险。

（三）市场竞争日趋激烈的风险

作为大型国有商业银行，公司在存、贷款领域市场份额均居国内前列。随着股份制银行、城市商业银行和外资银行的扩张，公司未来面临客户资源被抢夺的持续压力。尤其是股份制银行和外资银行，其经营机制灵活，激励有效，对公司形成有力威胁。

另一方面，公司还是国内目前唯一的横跨城乡的大型商业银行，在县域市场拥有广泛的网点和渠道。目前，公司在县域市场的竞争对手主要是农村信用合作社和邮储银行。由于这两类机构的客户定位和业务分工与公司有所差异，他们与公司直接的竞争威胁不大。随着其他三大国有银行和股份制银行逐步认识到县域金融市场的潜力，他们也将进入这一领域与公司形成竞争。但是考虑到公司在县域金融市场的渠道和客户优势，短期内这种威胁难于转化为现实。

财务预测
表 11: 财务指标 (单位: 亿元, 元)

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	杜邦分析	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利息净收入	1938	1816	2332	2871	3380	净利息收入	2.76%	2.04%	2.26%	2.40%	2.47%
非息净收入	173	406	477	573	689	非净利息收入	0.25%	0.46%	0.46%	0.48%	0.50%
营业收入	2112	2223	2809	3444	4069	营业收入	3.01%	2.50%	2.72%	2.88%	2.97%
营业支出	1076	1084	1304	1536	1738	营业支出	1.53%	1.22%	1.26%	1.28%	1.27%
拨备前利润	1035	1139	1505	1908	2332	拨备前利润	1.48%	1.28%	1.46%	1.59%	1.70%
拨备	515	401	359	400	447	拨备	0.73%	0.45%	0.35%	0.33%	0.33%
税前利润	523	739	1146	1508	1884	税前利润	0.75%	0.83%	1.11%	1.26%	1.37%
净利润	515	650	894	1176	1470	税收	0.01%	0.10%	0.24%	0.28%	0.30%
EPS	0.20	0.25	0.28	0.36	0.45	ROA	0.73%	0.73%	0.86%	0.98%	1.07%
每股拨备前利润	0.40	0.44	0.46	0.59	0.72	权益倍数	24.2	25.9	19.6	20.0	20.0
资产负债表						ROE	17.72%	18.96%	16.91%	19.63%	21.39%
资产总额	70144	88826	103365	119706	137109	资产负债比例					
贷款	30150	40115	47567	53337	60998	生息资产/总资产	97.3%	97.7%	97.8%	97.9%	98.0%
其他生息资产	38083	46665	53485	63818	73307	贷款/生息资产	44.2%	46.2%	47.1%	45.5%	45.4%
其他资产	19	20	23	26	28	债券/生息资产	33.8%	30.2%	29.2%	33.2%	34.7%
负债总额	67238	85397	98080	113716	130237	同业资产/生息资产	5.2%	6.1%	6.6%	5.1%	4.1%
存款	60974	74976	88472	102627	118022	计息负债/总负债	96.1%	96.7%	97.2%	97.0%	97.0%
其他计息负债	3645	7563	6861	7677	8308	存款/计息负债	94.4%	90.8%	92.8%	93.0%	93.4%
其他负债	2619	2857	2746	3411	3907	同业融资/带息负债	5.6%	8.5%	6.6%	6.0%	5.5%
股东权益	2904	3428	5284	5990	6872	应付债券/带息负债	0.1%	0.7%	0.6%	1.0%	1.1%
盈利能力						贷存比	49.4%	53.5%	53.8%	52.0%	51.7%
生息资产收益率	5.27%	3.82%	3.76%	4.12%	4.31%	资本充足率					
计息负债成本率	1.98%	1.56%	1.35%	1.58%	1.72%	资本充足率	9.41%	10.07%	12.82%	12.64%	12.51%
净利差	3.28%	2.26%	2.41%	2.54%	2.59%	核心资本充足率	8.04%	7.74%	10.56%	9.93%	9.76%
净息差	3.23%	2.34%	2.48%	2.63%	2.69%	加权风险资产	33963	43730	49615	59853	69926
贷款收益率	7.56%	5.57%	5.38%	5.92%	6.16%	加权风险资产系数	48.4%	49.2%	48.0%	50.0%	51.0%
存款成本率	1.83%	1.38%	1.21%	1.44%	1.57%	资产质量					
存贷利差	5.72%	4.19%	4.17%	4.48%	4.59%	不良贷款余额	1341	1202	998	1114	1249
成本收入比	44.71%	43.11%	41.00%	39.00%	37.00%	不良贷款率	4.32%	2.91%	2.03%	2.00%	1.95%
增长率						不良拨备覆盖率	63.5%	105.4%	168.1%	207.2%	239.8%
生息资产	32.0%	27.2%	16.4%	15.9%	14.6%	不良贷款拨备率	29.73%	36.83%	35.00%	35.00%	35.00%
贷款	11.3%	33.1%	18.6%	12.1%	14.4%	信用风险成本	1.21%	1.22%	0.95%	0.74%	0.73%
债券	76.4%	13.3%	12.8%	31.6%	19.9%	收入构成					
总资产	32.2%	26.6%	16.4%	15.8%	14.5%	利息净收入/营业收入	91.79%	81.72%	83.02%	83.37%	83.06%
计息负债	10.6%	27.7%	15.5%	15.7%	14.5%	非息净收入/营业收入	8.21%	18.28%	16.98%	16.63%	16.94%
存款	15.3%	23.0%	18.0%	16.0%	15.0%	贷款利息收入/利息收入	68.52%	66.09%	66.82%	66.43%	64.99%
利息净收入	23.1%	-6.3%	28.4%	23.1%	17.7%	债券利息收入/利息收入	23.07%	25.42%	23.66%	24.32%	26.82%
非息净收入	-20.3%	134.3%	17.4%	20.0%	20.4%	同业往来/利息收入	2.49%	2.20%	3.07%	3.11%	2.54%
营业收入	17.8%	5.2%	26.4%	22.6%	18.2%	公司描述					
营业支出	51.1%	0.7%	20.3%	17.8%	13.2%	机构数	24064	23624			
拨备前利润	-4.1%	10.0%	32.2%	26.8%	22.2%	其中: 县域机构	12781	12737			
净利润	17.6%	26.3%	37.5%	31.6%	25.0%	员工数(万人)	47.56	44.11			

资料来源: 中国银河证券研究部

绝对估值
表 12: 估值结果及敏感性分析

单位: 亿元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
生息资产	86780	101052	117155	134305	147735	162509	178760	196636	216299	237929	261722	269574
利息净收入	1816	2332	2871	3380	3384	3723	4095	4505	4955	5451	5996	6243
中间业务收入	406	477	573	689	743	817	899	989	1088	1197	1316	1561
营业支出	1084	1304	1536	1738	1734	1907	2098	2307	2538	2792	3071	3121
拨备	401	359	400	447	476	523	576	633	696	766	843	930
所得税	89	252	332	415	480	528	580	638	702	772	850	938
净利润	650	894	1176	1470	1439	1583	1741	1915	2106	2317	2549	2814
股息	0	162	470	588	647	712	783	862	948	1043	1147	1407
终值	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18167
贴现值		161	423	477	475	471	468	465	462	459	456	6514

估值结果	金额	比重
stage1	1061	9.8%
stage2	3256	30.1%
stage3	6514	60.1%
公司价值	10830	100.0%
每股价值	3.33	
P/B(发行后)	2.05	
P/E(2010)	12.12	
P/PPOP(2010)	7.20	

每股价值		股权成本 CoE						
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%	11.75%	12.25%
永续增长率 g	0.0%	3.32	3.11	2.93	2.76	2.60	2.47	2.34
	1.0%	3.56	3.32	3.10	2.91	2.74	2.58	2.44
	2.0%	3.87	3.58	3.32	3.10	2.90	2.72	2.56
	3.0%	4.27	3.91	3.60	3.33	3.10	2.89	2.71
	4.0%	4.83	4.36	3.97	3.64	3.35	3.11	2.90
	5.0%	5.64	5.00	4.48	4.05	3.69	3.39	3.13
6.0%	6.96	5.98	5.22	4.63	4.16	3.77	3.44	

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

农业银行是四大国有大型商业银行之一。公司长期致力于中国城市和县域两个市场的开拓与发展。凭借遍布全国、横跨城乡、覆盖广泛的网络渠道，积累了国内数量最为众多的客户群体。农行在城市地区的业务长期居国内领先地位，并在县域地区市场获得主导地位，存贷业务和中间业务居同业第一。2010年中期，农行的贷款余额超过4.6万亿，存款余额超8.6万亿，市场份额均居同业前列。

农行在县域地区的网点优势、客户优势以及服务经验，将使其在未来县域经济崛起的过程中受益菲浅。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.5
优势	拥有覆盖全国的网络渠道，建立了庞大且多元化的客户群体，公司管理团队具有优秀的素质	分值：4.0
劣势	员工队伍结构有待改善，成本费用偏高	分值：3.0
机会	中国城镇化和产业转移趋势不可逆转，将促进县域地区的发展，公司在该领域具有最强的竞争力	分值：4.5
威胁	外资银行、中小银行的分支机构扩张，可能会侵蚀公司的存贷款客户	分值：3.0

注：分值1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.5
供应商力量	供应商主要是存款客户，包括企业和居民。存款客户极其分散，议价能力较弱。但是随着中小银行和外资银行的发展，以及利率市场化的推进，对存款客户的议价能力趋于减弱	分值：4.0
新进入壁垒	监管部门对新开始银行以及新设分支机构有较严的监管标准，因此短期内新进入威胁不大。但是长期而言，中小银行的网点扩张以及外资银行的进入使长期趋势。	分值：3.5
客户力量	主要客户包括公司客户和零售客户。对大型国有企业的议价能力角落，但是对中小企业、零售客户具有较强的议价能力，普遍采取利率上浮	分值：3.5
替代产品	目前中国的融资方式中，间接融资仍然占据主导，短期内，银行的地位尚无法撼动。长期而言，以股票、债券为代表的直接融资规模和比例将上升。从而降低间接融资比例。另外，信托等融资方式也对银行的存贷业务产生一定替代作用。	分值：4.0
竞争对手	公司主要的竞争为其他三家大型国有银行，同时中小银行与外资银行也是重要的竞争者。	分值：3.0

注：分值1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差

附录:

农行历史沿革

■ 前身为农业合作银行

公司的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行。1950 年代，公司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，公司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。

■ 国家专业银行

1979 年 2 月恢复成立，成为在农村经济领域占主导地位的国有专业银行，是改革开放后第一家恢复成立的国家专业银行。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。

■ 国有独资商业银行

1994 年公司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公司脱离行政隶属关系后，公司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。

1990 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，财政部向公司定向发行 933 亿元的 30 年期特别国债，筹集资金用于补充公司资本金。1999 年公司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。

■ 国有独资商业银行

2007 年，全国金融工作会议确定了公司“面向‘三农’、整体改制、商业运作、择机上市”的改革原则，标志着公司进入建设股份制现代化商业银行的新时期。公司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，公司完成了国家注资、剥离不良资产等重大财务重组事项。通过财务重组，公司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。

■ 国有股份制银行

2009 年 1 月 15 日，公司由国有独资商业银行整体改制为股份有限公司。2010 年全国社保基金理事会入股公司

图 53: 公司的历史沿革

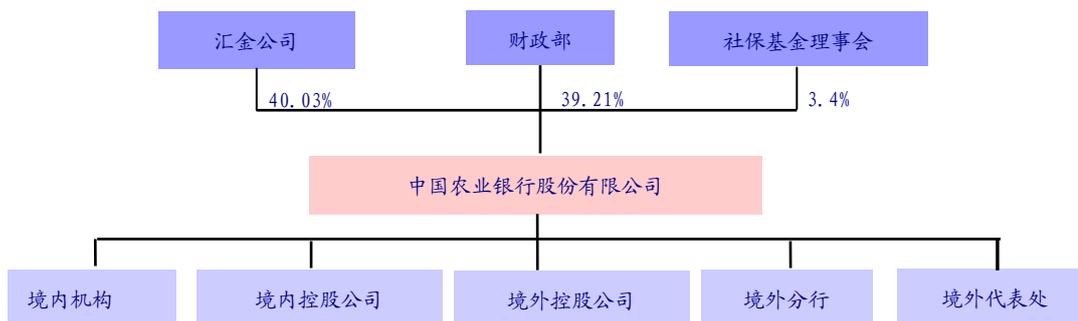


资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

农行主要股东

08 年之前作为国有独资商业银行, 公司的唯一股东为财政部。08 年完成财务重组, 中央汇金公司注资 1300 亿元人民币等额的美元资产, 财政部以原持有的净资产权益 1300 元人民币作为出资, 持有公司 1300 亿股份。2010 年中国社保基金理事会以 155 亿元认购公司 100 亿股份。目前汇金、财政部与社保基金理事会分别持有 40%、39% 和 3.4% 的股份, 为前三大股东。

图 54: 公司主要股东结构



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

图目录

图 1: 上市银行 PB 与 ROE (2009)	7
图 2: 上市银行 PB 与 ROE (2010)	7
图 3: 业务布局横跨城市与县域	9
图 4: 各项业务收入稳健均衡发展	9
图 5: 10 年 H1 营业收入分部构成	9
图 6: 对公贷款稳健成长	10
图 7: 对公存款逐年递增	10
图 8: 公司对公贷款市场份额居第 2 位	10
图 9: 公司对公存款市场份额居第 3 位	10
图 10: 个人存款稳步增长	11
图 11: 个人贷款快速增长	11
图 12: 个人存款市场份额居第 2	11
图 13: 个人贷款份额居第 4	11
图 14: 县域存贷款市场份额	13
图 15: 各家机构县域网点占比	13
图 16: 县域金融业务的资产负债均占重要比重	13
图 17: 营业收入及比重逐年提升	14
图 18: 利息净收入及比重显著提升	14
图 19: 手续费及佣金净收入逐年增长	14
图 20: 税前利润大幅增长, 比重显著提升	14
图 21: 县域金融业务具有更高的贷款收益率 (2009)	15
图 22: 县域金融业务具有更低的存款成本率 (2009)	15
图 23: 县域业务贷款收益率高于全行	15
图 24: 县域业务存款付息率低于全行	15
图 25: 县域网点的区域分布	16
图 26: 县域贷款的区域分布	16
图 27: 发达地区县域贷款不良率远低于其他地区	16
图 28: 农行的 ROAA 低于同类银行	17
图 29: 农行贷款收益率在同行中属较高水平	18
图 30: 农行的存款成本率低于同业	18
图 31: 08-09 年农行的存贷利差处于较高水平	18
图 32: 农行的净息差略好于同业	18
图 33: 农行的生息资产收益率与同行相当	18
图 34: 农行的付息负债成本率略低于同行	18
图 35: 四大行手续费净收入/营业收入比重对比	19
图 36: 公司的近年中间业务构成	19
图 37: 农行成本收入比偏高	20
图 38: 公司的营业费用构成	20
图 39: 四大行营业费用构成对比	20

图 40: 三大行政制上市后成本收入比均有显著下降.....	20
图 41: 农行贷存比低于其他三大银行.....	21
图 42: 公司拥有四大行中最短的贷款平均剩余期限.....	21
图 43: 公司的非重组类债券投资久期最短.....	21
图 44: 非重组类债券中, 高信用类品种比重较高.....	22
图 45: 1 年以内到期的非重组类债券占约 40%.....	22
图 46: 不良贷款余额与不良率显著下降.....	23
图 47: 不良拨备覆盖率大幅提升.....	23
图 48: 三农金融业务不良双降.....	23
图 49: 农行拥有同业最广泛的分支机构.....	24
图 50: 农行的自助终端数居同行之首.....	24
图 51: 农行拥有业内最多的个人客户数.....	24
图 52: 公司的房地产相关贷款.....	27
图 53: 公司的历史沿革.....	33
图 54: 发行前公司主要股东结构.....	33

表目录

表 1: 规模增长及结构预测.....	1
表 2: 收益率及成本率预测.....	2
表 3: 中间业务预测.....	3
表 4: 资产质量及拨备预测.....	4
表 5: 税费及其他比率预测.....	4
表 6: 利润表及预测.....	5
表 7: DDM 估值假设前提.....	6
表 8: 上市银行估值比较.....	8
表 9: 公司具有广泛的县域网点.....	25
表 10: IPO 将显著提升公司的资本充足率.....	26
表 11: 财务指标 (单位: 亿元, 元).....	29
表 12: 估值结果及敏感性分析.....	30

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908