

农业银行(601288.sh)

低资金成本，高改善空间

余晓宜 研究员

电话: 020-87555888-648

email: yxy2@gf.com.cn

沐华 研究助理

电话: 020-87555888-339

e-mail: mh@gf.com.cn

王浩 研究助理

庞大网络分布造就低资金成本

庞大的网点分布，加之零售客户占比较高的客户结构，为农行带来稳定且低成本的资金来源，成为其保持同业中较好净息差水平的重要因素。

三农业符合经济结构转型方向

农行三农客户基础较为深厚，县域网点覆盖了全国99.5%的县级行政区域，且大部分位于经济较为发达的县级市所在地及县城。伴随中国的逐渐加快的城市化进程，作为深化农村金融改革的核心，农行将显著受益于未来中国城乡经济的协同发展，亦受益于政策扶持和税费优惠。

上市定价合理，具备中长期投资价值

我们采用相对PB估值法和绝对估值法中的股利折现模型（DDM），得出农业银行上市后的合理价格为2.82元。结合当前的政策环境、市场环境以及银行业大幅融资后ROE被摊薄的局面，我们认为农行股价仍将服从于行业整体的表现。从中长期看，处于政策红利和贷存比提升阶段的农行在未来三年成长性较为确定，年均净利润增速高于同业。以发行价2.68元/股，派息率40%计算，农行10年预期股息收益率为4%，具备中长期投资价值。

风险提示

1、地产相关贷款占比较高，平台贷款余额同业第三，存在一定风险隐患；2、风险管理及内部控制系统仍有待加强；3、三农事业部盈利模式尚不成熟，能否成功降低信用成本仍存不确定性。

预测及评估

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入总额	211,189	222,274	278,480	328,266	385,222
营业费用	94,417	95,823	110,000	124,741	140,606
拨备前利润	103,549	113,884	152,736	184,965	222,836
净利润	51,453	65,002	88,298	117,261	152,036
净利润增长率	17.51%	26.33%	35.84%	32.80%	29.66%
EPS(元，考虑超配15%)	0.20	0.25	0.27	0.36	0.47
市盈率	13.54	10.72	9.86	7.42	5.73
市净率	2.40	2.03	1.65	1.54	1.40
p/ppp	0.40	0.44	0.47	0.57	0.69
每股红利(元)	-	0.10	0.11	0.14	0.16
股息率(%)	-	3.73%	4.06%	5.39%	6.11%

来源: 中国农业银行股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

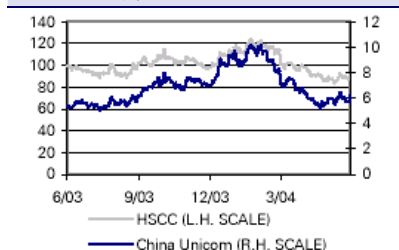
持有

当前价格(元) 2.70

目标价格(元) 2.82

前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.00%	0.00%	0.00%
沪深 300	-5.45%	-22.28%	-25.50%

股票数据

总股本(万股)	31,764,70
	5.90
流通 A 股(万股)	1,031,032.
	50

主要股东:

中央汇金投资有限责任公司	
主要股东持股比例	40.93%
流通 A 股比例	3.25%

财务比率

ROE	18.96%
ROA	0.93%
资产负债率	96.14%
资本充足率	10.07%
不良贷款率	2.91%
费用收入比	43.11%
非利息收入占比	18.28%
准备金覆盖率	105.37%

2009 年报数据..

目录索引

一、投资要点	4
（一）庞大网络分布造就低资金成本	4
（二）三农业务符合经济结构转型方向	4
（三）业务发展受益于政策支持	5
（四）上市定价合理，具备中长期投资价值	5
二、同业比较	6
（一）市场地位	6
（二）盈利能力	7
（三）中间业务	9
（四）成本控制	9
（五）资产质量	10
（六）成长性	11
三、业务特点与竞争优势	13
（一）庞大网点分布造就低资金成本	13
（二）三农业务符合经济结构转型方向	13
（三）业务发展受益于政策支持	14
（四）农业银行 SWOT 分析	14
四、盈利预测与估值	15
（一）相对 PB 估值法：合理估值中枢 2.82 元, 对应 1.74 倍 10 年 PB...	15
（二）绝对 DDM 估值法：合理价格区间 2.81-3.91 元，估值中枢 3.26 元	16
六、风险提示	19
附：农行概况	19

图表索引

图 1: 农行网点数量的同业比较 (2009A)	6
图 2: 农行净息差的同业比较 (2009A)	8
图 3: 农行成本收入比高于其他国有大行.....	9
图 4: 农行拨备覆盖率低于同业.....	11
图 5: 农行近 3 年复合增长率低于行业平均.....	12
图 6: 农行 70% 的网点分布在城市.....	13
图 7: 农行发行前后股东结构变化	20
表 1: 五大国有银行市场份额.....	6
表 2: 上市银行分支机构数目的同业比较 (境内外合计)	7
表 3: 上市银行盈利指标比较.....	8
表 4: 农行非息收入的同业比较.....	9
表 5: 农行新贷款资产质量提高.....	10
表 6: 上市银行资产质量比较 (2009A).....	11
表 7: 农行近三年成长性的同业比较 (07-09 年).....	12
表 8: 农业银行 SWOT 分析表.....	14
表 9: 农业银行 2010-2012 年主要业务发展情况预测表.....	16
表 10: 农业银行盈利预测表.....	17
表 11: DDM 模型假设条件.....	17
表 12: DDM 敏感性分析表.....	18

一、投资要点

（一）庞大网络分布造就低资金成本

农行拥有大型商业银行中覆盖范围最广泛的销售网络，2009年末其境内外机构达23632家，其中70%的业务集中在城市。得益于遍布城乡的强大分销渠道和长期积累的客户基础，农行的负债业务规模居于同业领先地位，尤其是零售存款业务优势明显，09年末市场份额达16.5%，在同业中位列第二。

庞大的网点分布，加之零售客户占比较高的客户结构，造就了农行先天的低资金成本优势。农行的储蓄存款占总存款比例达58.2%，一方面，储蓄存款相对于对公存款波动性小，农行由此获得了较为稳定增长的资金来源；另一方面，鉴于零售客户保留活期存款的习惯，农行的活期存款占比为55.5%，亦为大型商业银行最高。加之由于县域投资渠道相对单一，1年期以下的存款占比达93%，从而使得农行存款成本在同业中保持领先。2009年、2008年和2007年，农行连续保持了大型商业银行中境内存款付息率的最低水平，存款付息率分别为1.49%、1.98%和1.57%。稳定的低成本资金来源，也是农行保持同业中较好净息差水平的重要因素。

（二）三农业务符合经济结构转型方向

在09年大量信贷投放后，投资主导的经济刺激政策初见成效，投资驱动将逐步退出，与此同时，全球经济格局的转变亦将促使中国走向经济转型的道路。经济结构转型要求提高消费在三架马车中占比，能否成功扩大内需成为转型的关键。近年来，中国政府把扩大农村需求作为拉动内需的关键举措，出台了一系列促进农业增产、农村发展和农民增收的扶持政策，促进农村消费升级，对促进县域经济发展起到了十分重要的作用。在所有上市银行中，农行的三农客户基础最为深厚，其县域网点覆盖了全国99.5%的县级行政区域，且大部分位于经济较为发达的县级市所在地及县城。伴随中国的逐渐加快的城市化进程，县域经济占全国GDP的比重持续增长，带动县域金融业务的快速发展。作为深化农村金融改革的核心，农行将显著受益于未来中国城乡经济的协同发展。

从业务收益情况看，虽然县域贷款的收益率高于一般性贷款，但由于县域贷款的信用成本较高，抵消了贷款议价能力上升的正面影响。加之县域金融业务的贷存比较低，资金使用效率未能充分体现，从而造成低于城市金融业务的ROA。但从未来发展看，县域金融仍具备较高的发展潜力，其未来增长点源于多方面：一是农行将持续提高县域贷款的定价能力，特别是县域个人客户，向信用社的定价水平靠拢；二是逐步开放中间业务收费，向他行靠拢，利用连接城乡优势交叉销售，提高中间业务收入；三是

县域的城镇化进程非常快速，会改变对县域的资产和收入结构，未来县域金融的信贷成本也将逐步降低。

（三）业务发展受益于政策支持

在加大对农业经济直接扶持力度的同时，国家也对三农贷款给予了相应的政策优惠。例如差别化的准备金政策、对中小企业和农户贷款的利息收入免征5%的营业税、小额500万以下不良贷款经过追索1年以上确实无法追回的可采取自主核销以及免收监管和业务监管费等。针对农村金融改革龙头农业银行，人民银行、财政部、银监会于2010年5月14日联合印发了《关于深化中国农业银行“三农金融事业部”改革试点有关事项的通知》，就农行“三农金融事业部”改革试点范围、管理架构、运行机制和政策支持进行了明确。对于农行纳入深化“三农”改革试点的四川、重庆、湖北、广西、甘肃、吉林、福建、山东共8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。

当前的政策优惠对于农行净利润的影响约为10亿，随着农行三农改革试点的全面铺开，对净利润的正面贡献将持续扩大，预计可达50-60亿元。

（四）上市定价合理，具备中长期投资价值

农行最终确定的上市价格为2.68元，对应1.87倍融资前PB，9.86倍2010年PE，1.65倍2010年PB（考虑全额超额15%），与上市银行的估值水平基本相当。在超额配售机制的支撑下，预期农行上市后的股价在一定时期内具备稳定性。

我们预计农行2010年净利润为882.98亿元，同比增长35.84%。采用相对PB估值法和绝对估值法中的股利折现模型（DDM），得出农业银行上市后的合理价格为2.82元，对应1.74倍2010年PB（假设超额配售全额行使增发15%）。两种估值法所得的估值中枢存在一定差距，我们认为这在一定程度上反映了当前银行股的整体估值存在低估。结合当前的政策环境、市场环境以及银行业大幅融资后ROE被摊薄的局面，我们认为农行股价仍将服从于行业整体的表现。

从中长期看，处于政策红利和贷存比提升阶段的农行在未来三年成长性较为确定，年均净利润增长高于同业。以发行价2.68元/股，派息率40%计算，农行09年的股息收益率为3.73%，2010年预期股息收益率为4%，高于5年期定期存款利率（3.6%），考虑税收因素后依然高于5年期国债利率（2.78%左右），具备中长期投资价值。

二、同业比较

(一) 市场地位

工农中建交五大国有银行占据了中国银行业总量的半壁江山，2009年末五大国有银行的总资产、总贷款和总存款分别占中国银行业资产、贷款、存款总额的53.8%、50.4%和56.1%，其中农行的以上三项指标分别为11.3%、9.7%和12.3%，处于第三或第四位（如表1）。

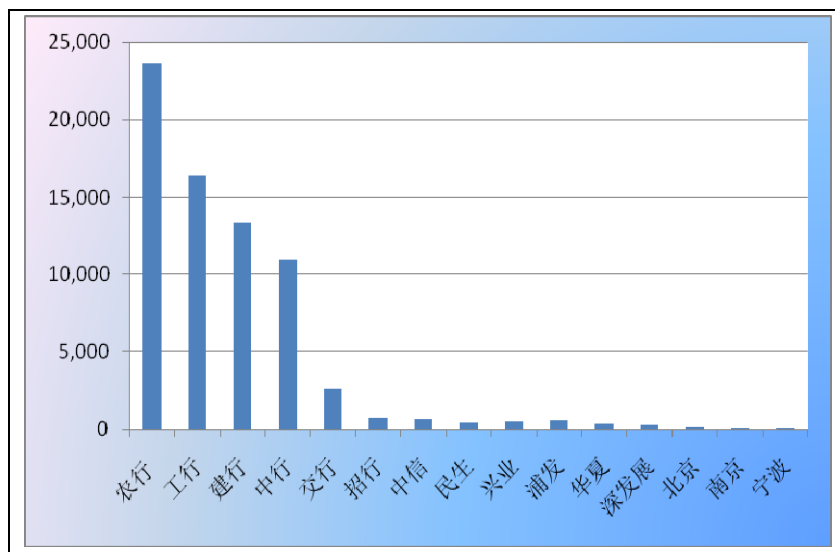
表 1：五大国有银行市场份额					单位：亿元	
	2009A					
	资产总额		贷款总额		存款总额	
	总额	占比 (%)	总额	占比 (%)	总额	占比 (%)
农业银行	88,826	11.3	41,382	9.7	74,976	12.3
工商银行	117,851	15.0	57,286	13.5	97,713	16.0
建设银行	96,234	12.2	48,198	11.3	80,013	13.1
中国银行	87,519	11.1	49,104	11.5	66,850	10.9
交通银行	33,091	4.2	18,393	4.3	23,721	3.9
总计	423,521	53.8	214,363	50.4	343,273	56.1

数据来源：农业银行招股说明书，广发证券发展研究中心

农行拥有大型商业银行中覆盖范围最广泛的销售网络。2009年末农行的境内外机构达23632家，比排名第二、三位的工行和建行分别高出44.15%和76.46%（如图1、表2）；ATM达41011万多台，雄居国内银行首位。其客户基础也十分雄厚，拥有2.6万公司客户，3.2亿个人客户，零售客户总量位居第一。

在县域地区，农行也具有绝对的网点优势。2009年末，农行在占中国总人口69.8%的县域地区拥有12737个网点，覆盖了全国99.5%的县级行政区域，占中国县域网点总数的12.1%，超过其他大型银行的总和。

图 1：农行网点数量的同业比较（2009A）



数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

表 2：上市银行分支机构数目的同业比较（境内外合计）		
	2009A	2008A
农行	23,632	24,069
工行	16,394	16,386
建行	13,392	13,383
中行	10,961	10,789
交行	2,648	2,636
招行	745	673
中信	647	544
民生	434	374
兴业	503	441
浦发	565	491
华夏	349	313
深发展	302	282
北京	169	155
南京	69	64
宁波	88	81
合计	70,898	117,293

数据来源：银行年报，广发证券发展研究中心

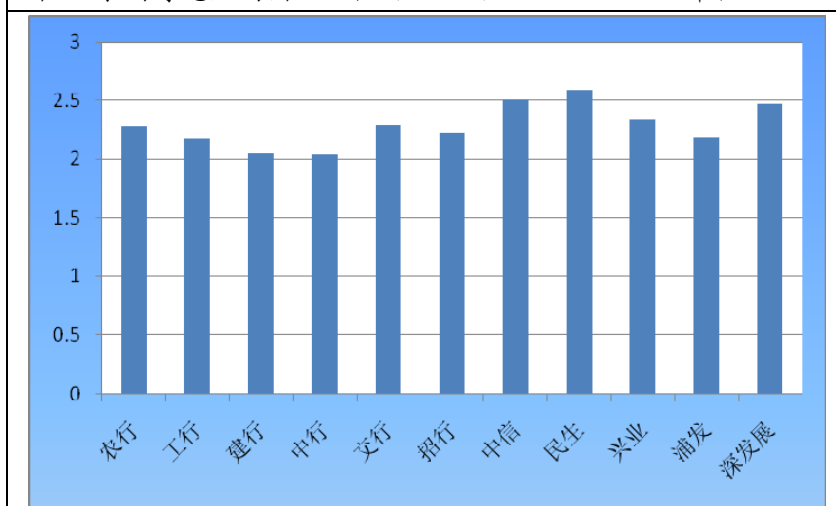
（二）盈利能力

2009年，农行净息差为2.28%，高于工、建、中三家国有大型银行。较高的净息差一方面缘于银行同业最低的资金成本，一方面缘于历史不良资产剥离时，6650.93 亿元不良资产转化为应收财政部款项，并自2008年1月1日起按3.3%的年利率收取利息，从而保持了降息中较高的收益水平。

农行的ROAA和ROAE分别为0.82%和20.53%，其中ROAA低于上市银行平均水平，主要为其业务发展过程中的费用开支及信用成本高于同业水平；ROAE高于上市银行平均水平，但在上市补充资本后亦将摊薄。（如图2、表3）

图 2：农行净息差的同业比较（2009A）

单位：%



数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

表 3：上市银行盈利指标比较

	ROAA		ROAE	
	2010/1Q	2009A	2010/1Q	2009A
农行	1.08	0.82	28.00	20.53
工行	1.37	1.20	23.79	20.12
建行	1.43	1.24	24.38	20.81
中行	1.18	1.09	19.55	16.42
交行	1.23	1.01	24.70	19.49
招行	1.11	1.00	22.40	21.13
中信	1.00	0.98	16.11	14.39
民生	1.18	0.98	18.78	16.87
兴业	1.15	1.13	26.89	24.46
浦发	1.00	0.90	23.39	24.07
华夏	0.60	0.48	16.91	13.04
深发展	1.05	0.95	29.65	27.29
北京	1.52	1.19	21.61	15.78
南京	1.46	1.27	18.82	13.14
宁波	1.15	1.09	19.92	15.71
已上市银行平均	1.17	1.04	21.92	18.77

数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

(三) 中间业务

农行非息收入的绝对量和相对占比均低于其它国有大型银行，并且低于上市银行平均非息收入占比（如表4）。

由于在进出口贸易频繁的江浙和环渤海地区客户基础良好，农行的国际结算量在同业中位列第一，随着进出口复苏，该项业务拥有一定的提升空间。而其广泛的营销网络亦可为发展银行卡业务、理财业务、代销业务带来拓展空间。

表 4：农行非息收入的同业比较			单位：人民币百万元	
	2010/1Q		2009A	
	非息收入	占比%	非息收入	占比%
农行	12,624	19.08	40,635	18.28
工行	18,937	20.56	63,633	21.68
建行	18,096	20.70	55,299	24.04
中行	23,050	31.58	73,317	34.12
交行	4,906	17.76	14,373	20.50
招行	3,106	21.54	11,082	19.88
中信	1,508	11.81	4,817	12.38
民生	2,286	23.35	9,820	18.47
兴业	1,193	14.13	4,477	12.40
浦发	1,014	8.92	3,286	9.46
华夏	530	7.72	1,322	9.47
深发展	474	14.09	2,130	11.60
北京	328	7.90	940	9.22
南京	201	12.70	461	16.61
宁波	178	14.89	622	13.45
已上市银行合计/平均	75,808	21.46	245,579	22.94

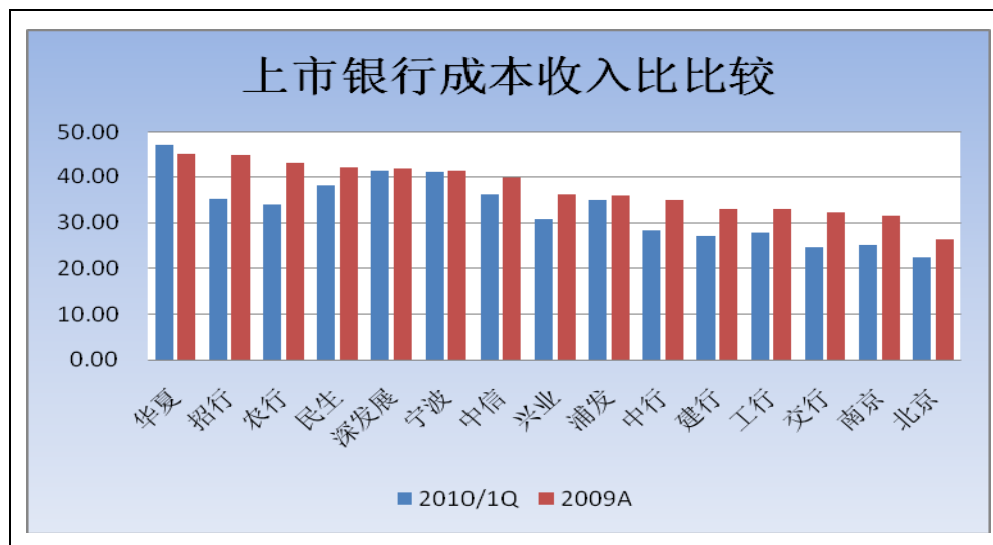
数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

(四) 成本控制

2009年、2008年和2007年，农行的成本收入比分别为43.11%、44.71%和33.52%，高于上市银行平均水平，也明显高于其它国有银行（如图3）。这反映出农行虽然网点众多，但单位网点经营效益有待提高。

从业务管理费的增长速度看，2009年农行业务及管理费为较2008年仅增长1.5%，体现出在息差下降、营业收入减少的同时，银行具备降本增效的能力。在改制完成和成功上市后，预计农行未来三年的净利润将保持良好发展，增速高于同业平均，成本收入比有望逐步下降至行业平均。

图 3：农行成本收入比高于其他国有大行



数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

(五) 资产质量

作为最后一家上市的大型国有银行，农行经过重组剥离及清收不良贷款，资产质量已达到大型国有银行上市的水平。截至2009年底，农行不良贷款率为2.91%，较2008年4.32%和2007年23.57%的水平明显下降，但仍高于同业。从风控角度看，农行近年的风控水平有所上升，以2004年为界线划分，占比92.80%的新贷款不良率为2.33%，显著低于老贷款10.49%的不良率，亦低于全公司不良率58BP（如表5）。但于同业相比，这样的不良率还是偏高的，这一方面与农行改制较晚，体制完善慢于同业有关，一方面也与农行的业务结构有关，小额客户众多、偏向三农的业务结构在一段时期内仍将带来较高的信用成本。

表 5：农行新贷款资产质量提高			
	金额	占比	不良率
新贷款	3,815,630	92.80%	2.33%
老贷款	294,633	7.20%	10.49%
合计	4,110,263	100%	2.91%

数据来源：农业银行招股说明书，广发证券发展研究中心

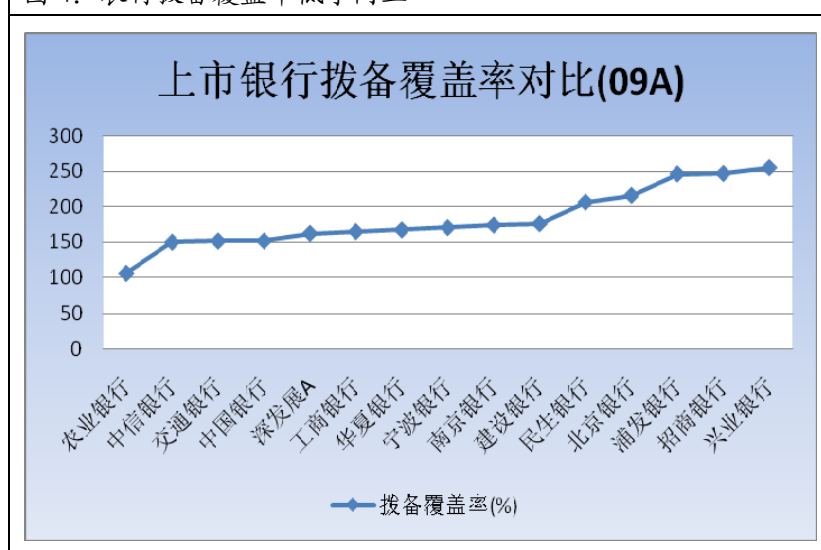
从贷款五级分类看，农行09年末的关注类贷款占比为7.85%，同比下降4.99%，依然为同业最高（如表6）。逾期贷款与不良贷款的比例大于150%，反映出农行对不良的划分较为审慎，从而计提较为扎实的拨备。这也是农行3个月以上逾期增速较快的原因，对于具备微小不良信号的未到期贷款，农行均采取了向下划归的方法，从而造成近两年较高的信用成本。通过严格划分与审慎计提，农行09年末的拨备覆盖率已上升至105.37%（如图4），10年1季度末进一步上升至123%，年内达到150%的监管标准可期。在拨备覆盖率达达标后，预期农行的信用成本将逐渐下降至同业水平。

表 6: 上市银行资产质量比较 (2009A)

	关注类贷款占比	次级类贷款占比	可疑类贷款占比	损失类贷款占比	不良率
农业银行	7.85%	1.27%	1.52%	0.12%	2.91%
建设银行	4.17%	0.45%	0.89%	0.16%	1.50%
工商银行	4.00%	0.56%	0.76%	0.23%	1.54%
华夏银行	3.02%	0.70%	0.47%	0.23%	1.40%
中国银行	2.83%	0.73%	0.53%	0.26%	1.52%
交通银行	2.73%	0.58%	0.62%	0.15%	1.36%
北京银行	2.68%	0.09%	0.35%	0.58%	1.02%
宁波银行	2.60%	0.47%	0.14%	0.18%	0.79%
南京银行	2.60%	0.68%	0.51%	0.04%	1.22%
民生银行	1.46%	0.28%	0.32%	0.24%	0.84%
招商银行	1.19%	0.25%	0.24%	0.34%	0.82%
兴业银行	1.07%	0.20%	0.28%	0.06%	0.54%
浦发银行	0.79%	0.45%	0.21%	0.14%	0.80%
中信银行	0.77%	0.30%	0.49%	0.16%	0.95%
深发展 A	0.38%	0.41%	0.15%	0.12%	0.68%

数据来源: 银行财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 农行拨备覆盖率低于同业



数据来源: 银行财报, 广发证券发展研究中心

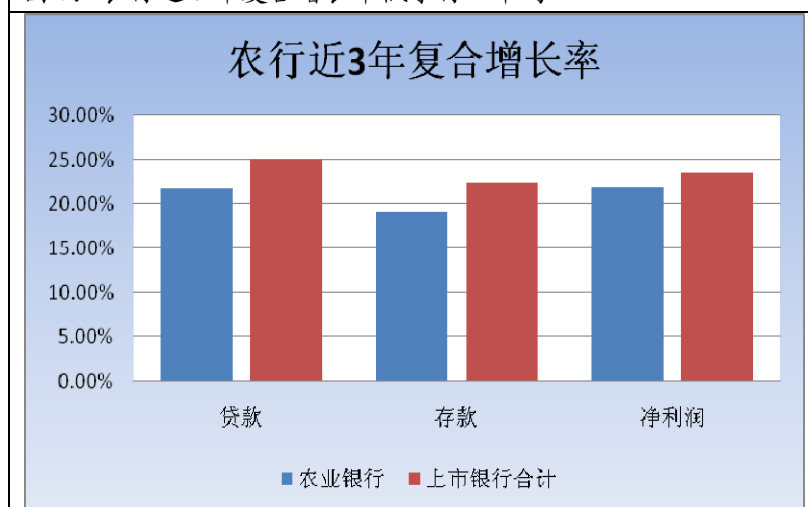
(六) 成长性

农行 07 年到 09 年贷款、存款和净利润的复合增长率分别为 21.68%、19.08%和 21.84%，低于上市银行的平均复合增长率。与其它国有大行相比，低于工行、建行，但高于中行。(如图 5、表 7)。

在改制完成和成功上市后，预计农行未来三年的贷款增速将略高于行业平均，贷款占生息资产比重有望提高。在资产质量稳中向上的前提下，充实的拨备有望反哺，未来三年农行的净利润将保持良好发展，增速高于

同业平均。

图 5：农行近 3 年复合增长率低于行业平均



数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

表 7：农行近三年成长性的同业比较（07-09 年）

	贷款	存款	净利润
浦发银行	30.38%	30.26%	55.03%
民生银行	25.92%	29.63%	38.25%
深发展 A	28.36%	27.13%	37.78%
华夏银行	18.53%	15.14%	33.77%
中信银行	36.25%	30.56%	32.53%
南京银行	48.32%	41.60%	30.32%
北京银行	32.07%	31.19%	29.70%
工商银行	18.78%	19.01%	25.60%
兴业银行	32.69%	33.51%	24.38%
建设银行	21.42%	22.40%	24.30%
宁波银行	49.71%	41.25%	23.79%
农业银行	21.68%	19.08%	21.84%
交通银行	28.99%	23.48%	20.98%
中国银行	31.97%	23.26%	17.31%
招商银行	33.24%	30.55%	9.37%
上市银行合计	25.03%	22.39%	23.50%

数据来源：银行财报，广发证券发展研究中心

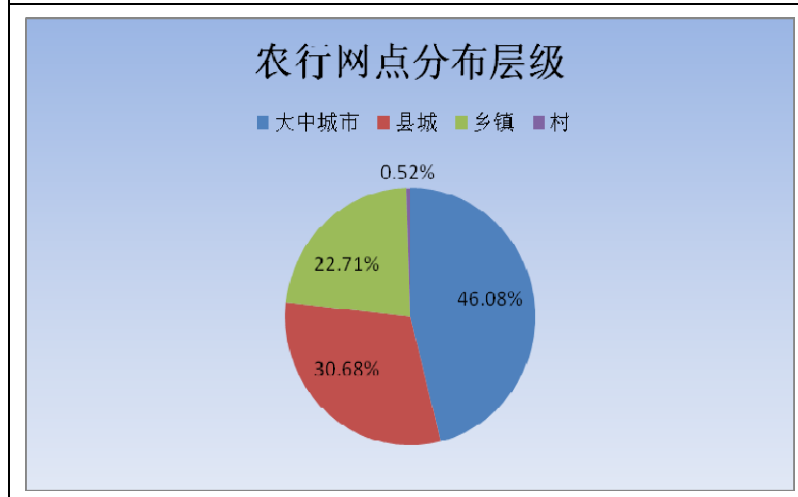
三、业务特点与竞争优势

（一）庞大网点分布造就低资金成本

农行拥有大型商业银行中覆盖范围最广泛的销售网络，2009年末其境内外机构达23632家，其中70%的业务集中在城市（如图6）。得益于遍布城乡的强大分销渠道和长期积累的客户基础，农行的负债业务规模居于同业领先地位。截至2009年末，农行的存款总额为74976.18亿元，存款市场份额为12.3%；其中个人存款市场份额达16.5%，在同业中位列第二。

庞大的网点分布，加之零售客户占比较高的客户结构，造就了农行先天的低资金成本优势。农行的储蓄存款占总存款比例达58.2%，一方面，储蓄存款相对于对公存款波动性小，农行由此获得了较为稳定增长的资金来源；另一方面，鉴于零售客户保留活期存款的习惯，农行的活期存款占比为55.5%，亦为大型商业银行最高。加之由于县域投资渠道相对单一，1年期以下的存款占比达93%，从而使得农行存款成本在同业中保持领先。2009年、2008年和2007年，农行连续保持了大型商业银行中境内存款付息率的最低水平，存款付息率分别为1.49%、1.98%和1.57%。稳定的低成本资金来源，也是农行保持同业中较好净息差水平的重要因素。

图 6：农行 70% 的网点分布在城市



数据来源：农业银行招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）三农业务符合经济结构转型方向

2009年末，农行拥有12737个县域机构，县域网点覆盖了全国99.5%的县级行政区域，占全国县域网点总数的12.1%，超过其他大型银行的总和，且大部分位于经济较为发达的县级市所在地及县城。伴随中国的逐渐加快的城市化进程，县域经济占全国GDP的比重由2001年的45.9%上升至

2008年的49.6%，县域经济的持续增长必将带动县域金融业务的快速发展。作为中国县域地区主要的金融服务提供商和领导者，农行将显著受益于未来中国城乡经济的协同发展。

从贷款定价看，央行报告显示，农商行、农村信用社的贷款利率平均上浮幅度在50%以上。09年末，农行发放的县域贷款中，上浮贷款占比约20%，上浮幅度接近40%；09年县域贷款收益率为5.5%，高于全行贷款平均收益率20BP。但由于县域贷款的风险较高，相应信用成本也较高，抵消了贷款议价能力上升的正面影响。加之县域金融业务的贷存比较低，资金使用效率未能充分体现，从而造成低于城市金融业务的ROA。但从未来发展看，县域金融仍具备较高的发展潜力，其未来增长点源于多方面：一是农行将持续提高县域贷款的定价能力，特别是县域个人客户，向信用社的定价水平靠拢；二是逐步开放中间业务收费，向他行靠拢，利用连接城乡优势交叉销售，提高中间业务收入；三是县域的城镇化进程非常快速，会改变对县域的资产和收入结构，未来县域金融的信贷成本也将逐步降低。

（三）业务发展受益于政策支持

近年来，中国政府出台了一系列促进农业增产、农村发展和农民增收的扶持政策，加大对农业经济直接扶持的力度，持续完善农业补贴政策，把扩大农村需求作为拉动内需的关键举措，促进农村消费升级，对促进县域经济发展起到了十分重要的作用。

与此同时，对于三农贷款，国家也给了相应的政策优惠，例如：对中小企业和农户贷款的利息收入免征5%的营业税；小额500万以下不良贷款经过追索1年以上确实无法追回的可采取自主核销；差别化的准备金政策，一般商业银行存款准备金率17%，农信社11%以及免收监管和业务监管费等。2010年5月14日，人民银行、财政部、银监会联合印发了《关于深化中国农业银行“三农金融事业部”改革试点有关事项的通知》，就农行“三农金融事业部”改革试点范围、管理架构、运行机制和政策支持进行了明确。对于农行纳入深化“三农”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。

当前的政策优惠对于农行净利润的影响约为10亿，随着农行三农改革试点的全面铺开，预计可产生50-60亿的优惠额。

（四）农业银行 SWOT 分析

表8：农业银行SWOT分析表

优势：

1、具有最广泛的网点分布和营销渠道，零售客户占比较高的客

户结构带来稳定且低成本的资金来源；

2、三农业务的客户基础最好，作为深化农村金融改革的核心，受益于政策扶持和税费优惠；

3、70%网点位于城市，且零售客户占比较高，在经济结构向消费驱动转型过程中受益，中间业务存在较大拓展空间；

4、不良大幅剥离，上市前拨备计提充分，有望反哺利润；

5、具有较高且稳定的分红率，股息收益率达4%以上，具备一定投资价值。

劣势：

1、地产相关贷款占公司类贷款比例达14.4%。明显高于同业，平台贷款余额同业第三，存在一定风险隐患；

2、网点多但单位网点经营效益低于同业，成本收入比较高；

3、风险管理及内部控制系统仍有待加强；

4、不良率为上市银行最高，拨备覆盖率达达标前信用成本依然高于同业。

机遇：

1、上市有助于农行充实资本，提升品牌知名度；

2、大额核销后存贷比处于历史低位，有望通过贷款扩张提高收益空间；

3、三农业务发展符合经济结构转型方向，具备较高的发展潜力。

挑战：

1、三农事业部盈利模式尚不成熟，能否成功降低信用成本仍存不确定性；

2、银行业全面对外开放后，同业竞争加剧，非银行金融机构的快速发展和金融工具的创新，也将加大竞争压力；

3、随着扩张步伐的加快，人才、资金方面的压力将逐渐显现。

数据来源：广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值

我们采用适合银行行业的两种估值方法——相对估值法中的PB估值法和绝对估值法中的股利折现模型（DDM），得出农业银行上市后的合理价格为2.82元，对应1.74倍2010年PB（假设超额配售全额行使增发15%）。

（一）相对 PB 估值法：合理估值中枢为 2.82 元,对应 1.74 倍 10 年 PB

对于未上市银行股的估值，通常以净资产作为参考，综合考虑银行的

盈利能力、风险状况、公司治理和同业情况，采用PB相对估值定价。参照可比上市银行的PB估值和ROE水平，我们认为农行合理的10年PB为1.74倍，预计考虑09年分红后的10年BVPS为1.62元（假设超额配售全额行使增发15%），从而上市后的合理股价为2.82元人民币。

如不考虑超额配售，则考虑09年分红后的10年BVPS为1.64元，上市后的合理股价为2.85元人民币。

（二）绝对 DDM 估值法：合理价格区间为 2.81-3.91 元，估值中枢 3.26 元

1、盈利预测

（1）预测的基本假设

一、我国现行有关法律、法规、政策无重大变化。

二、现行税率、存贷款利率无重大变化。存贷款利率是金融机构筹资成本大小和收益高低的重要指标，由于近年来国家将利率作为宏观调控的重要手段，因此利率波动情况会给金融机构经营带来一定影响。

三、本次IPO工作顺利完成，拟募集股本金全部到位，并按计划顺利运用。

四、国内外经济环境复苏。金融业是以整个社会经济环境为依托的，当前国际国内经济的复苏伴随波折，金融机构面临挑战。我们的预测是建立在经济不出现二次探底的基础上进行的。

五、公司各项业务的营运将不会受到任何不可抗力事件或管理层不能控制的不可预测因素而受到严重中断，包括但不限于战争、自然灾害以及其他严重意外事件。

（2）预测结果

根据农行上市后的发展规划，预计其上市补充资本金后，贷存比将出现上升，贷款占生息资产的比重将提升，同时费用将保持合理发展，从而成本收入比呈下降趋势。资产质量将保持稳定，不良情况将逐步优化，拨备有望反哺利润，从而保持高于同业的发展速度。

我们对农业银行2010-2012年的主要业务发展情况预测如下：

表9：农业银行2010-2012年主要业务发展情况预测表				单位：百万元
	2009A	2010E	2011E	2012E
预计各项存款余额	7,497,618	8,697,237	10,088,795	11,703,002
预计存款增加额	1,400,190	1,199,619	1,391,558	1,614,207
预计存款同比增速	23%	16%	16%	16%

预计各项贷款余额	4,011,495	4,733,564	5,538,270	6,479,776
预计贷款增加额	996,511	722,069	804,706	941,506
预计贷款同比增速	33%	18%	17%	17%
预计拨备前利润总额	113884.00	152735.71	184965.42	222835.96
预计拨备前利润总额增加额	10335.00	38851.71	32229.72	37870.53
预计拨备前利润同比增速	9.98%	34.12%	21.10%	20.47%
预计不良贷款率	2.91%	2.47%	2.30%	2.29%

数据来源：农业银行招股书，广发证券发展研究中心

2010-2012年业绩预测表如下：

表10：农业银行盈利预测表		单位：百万元			
报表项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入	193845.00	181639.00	228935.18	269473.70	312730.02
利息收入	315697.00	296147.00	374988.10	445155.19	522480.20
利息支出	121852.00	114508.00	146052.92	175681.49	209750.18
手续费净收入	23798.00	35640.00	44550.00	54796.50	68495.63
其他经营净收益	-6454.00	4995.00	4995.00	3996.00	3996.00
营业净收入	211189.00	222274.00	278480.18	328266.20	385221.65
营业税金及附加	13223.00	12567.00	15744.80	18559.62	21779.79
营业费用	94417.00	95823.00	109999.67	124741.16	140605.90
拨备前利润	103549.00	113884.00	152735.71	184965.42	222835.96
资产损失准备	51478.00	40142.00	43725.30	41087.34	39659.55
税前利润	52349.00	73928.00	109010.41	143878.09	183176.41
所得税	896.00	8926.00	20711.98	26617.45	31139.99
净利润	51453.00	65002.00	88298.43	117260.64	152036.42
归属于母公司净利润	51474.00	64992.00	88284.85	117242.60	152013.03
少数股东损益	-21.00	10.00	13.58	18.04	23.39

数据来源：农业银行年报，广发证券发展研究中心

2、DDM股利折现模型

本预测模型采用假设如下：

表11：DDM模型假设条件

无风险利率	2.88%	
市场风险溢价	9.37%	
BETA	87.88%	上市国有银行平均BETA
股权资本成本	11.11%	根据CAPM公式计算
过渡阶段（2015—2024）ROE	18.00%	
过渡阶段（2015—2024）分红比率	35%—40%	
永续阶段ROE	17.00%	
永续阶段分红比例	40.00%	
永续增长率	3.00%	经济自然增长率

数据来源：广发证券发展研究中心

通过敏感性分析，每股发行价的合理估值区间为[2.81元，3.91元]，估值中枢为3.26元/股（如表12）。

表12：DDM敏感性分析表						
DDM敏感性	COE					
g		10.61%	10.86%	11.11%	11.36%	11.61%
	4.00%	3.91	3.73	3.58	3.43	2.81
	3.50%	3.71	3.55	3.41	3.27	2.91
	3.00%	3.53	3.39	3.26	3.14	3.02
	2.50%	3.38	3.25	3.13	3.02	3.15
	2.00%	3.24	3.12	3.01	2.91	3.29

数据来源：广发证券发展研究中心

对比以上两种估值法，可见二者所得的估值中枢存在一定差距，我们认为这在一定程度上反映了当前银行股的整体估值存在低估。我们根据当前可比银行股的估值水平，采用相对估值法给予农行2.82元的合理价位，其对应10年PB为1.74倍，与银行股历史合理估值水平2倍PB存在约15%的上升空间。而绝对估值法所得的合理价位3.26元，高于相对估值法所得的2.82元也约15%。

可以说，作为分红率较高且稳定的大行，农行股价的长期合理价值应参照绝对估值法给出。但结合当前的政策环境、市场环境以及银行业大幅融资后ROE被摊薄的局面，我们认为农行股价在一定时期内仍将服从于行业整体的表现，参照相对估值法确定的合理价格是较为妥当的。综合以上分析，我们认为农行上市后的合理股价为2.82元（假设超额配售全额行使增发15%）。

六、风险提示

- 1、地产相关贷款占公司类贷款比例达14.4%。明显高于同业，平台贷款余额同业第三，存在一定风险隐患；
- 2、网点多但单位网点经营效益低于同业，成本收入比较高；风险管理及内部控制系统仍有待加强；
- 3、不良率为上市银行最高，拨备覆盖率达达标前信用成本依然高于同业；
- 4、三农事业部盈利模式尚不成熟，能否成功降低信用成本仍存不确定性。

附：农行概况

（一）历史沿革

农行的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行，曾先后隶属于中国人民银行和国务院，负责领导农村的金融工作，管理国家支农资金的拨付和贷放。1979 年后，农行作为一家国家专业银行，主要任务是支持农村经济发展，领导农村信用合作社，发挥农村资金筹集和供应的主渠道作用。

上世纪九十年代的农村金融体制改革过程中，1994 年农行向农业发展银行划转政策性业务，1996 年与农业信用合作社脱离行政隶属关系，从而确立国有独资商业银行的定位，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。

九十年代末，国家采取一系列措施，为包括农行在内的五大国有商业银行加强资本基础，提高资产质量：1998 年，财政部向农行定向发行 933 亿元的 30 年期特别国债，筹集资金用于农行补充资本金；1999 年，农行向新成立的长城资产管理公司剥离 3458 亿元不良资产。

2007 年，国家为农行确立“面向‘三农’、整体改制、商业运作、择机上市”的改革原则，明确了农行股改的方向，标志着农行进入建设现代化商业银行的新时期。农行在明确市场定位的基础上，开展了面向“三农”金融服务试点工作，积极开拓县域市场。2008 年，国务院通过农行股改方案，依据该方案，汇金公司向农行注资 190 亿美元；财政部批准农行剥离 8156.95 亿元不良资产。通过财务重组，农行资产质量和盈利能力大幅改善，于 2009 年 1 月 15 日整体改制为股份有限公司。

（二）发展战略

近年来，农行以建立现代商业银行制度为目标，进一步明确和丰富企业使命与愿景，在招股意向书中将中长期发展战略表述为：“切实转换经营机制，推动业务经营转型和管理精细化，明确了实施路径；全面落实股份制改革的要求，加快内部改革步伐。”

农行近期改革措施主要集中于以下领域：推进组织架构改革与运作流程再造；加快业务经营转型，包括加快对公业务经营战略转型、实施零售业务优先发展战略、加快产品创新；开展服务“三农”改革工作；建设全面风险管理和内部控制体系；实施财务资金综合改革，提升信息科技支撑能力和应用水平；深化人力资源综合改革。

农行致力于城市和县域两个市场上业务的均衡发展，一方面在长三角、珠三角、环渤海等经济发达地区保持较高的网点渗透率，另一方面积极拓展三农金融业务，分享城乡经济社会协调发展的成果。

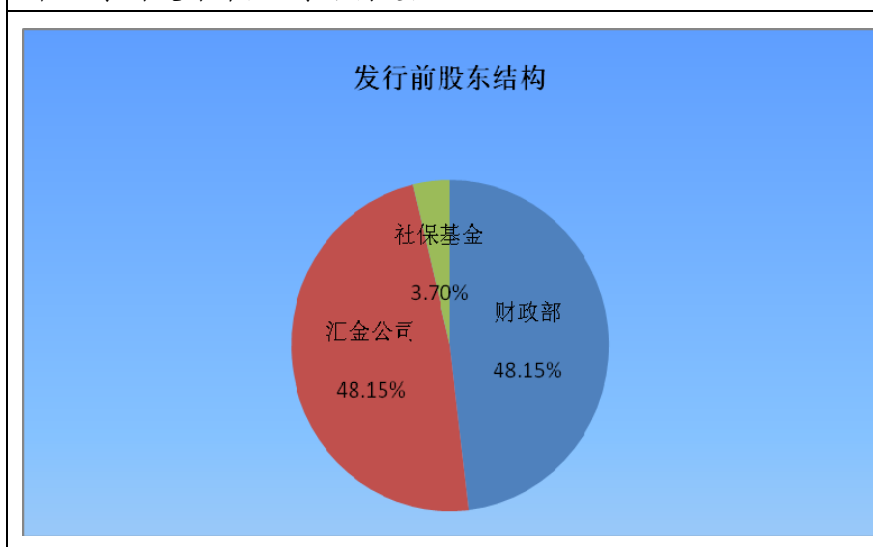
利率市场化必将压缩银行业净利息收入的空间，大力发展中间业务成为农行的一个战略重点。分销渠道和客户基础的优势推动了近年来农行中间业务的快速增长，但是相比同业仍有较大的提升空间。

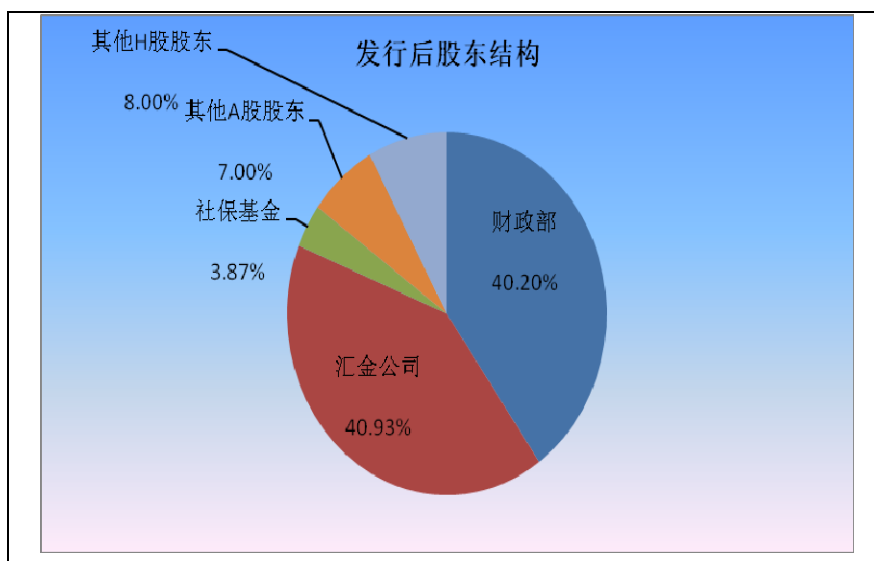
（三）股东结构

农行由财政部与汇金公司共同发起设立，于 2009 年 1 月 15 日整体改制为股份有限公司，财政部和汇金各持有 1300 亿股的发起人股份。2010 年 4 月 21 日，社保基金入股农行，认购向其发行的 100 亿股股份。IPO 前总股本为 2700 亿股，财政部、汇金公司、社保基金分别持股 48.15%、48.15%、3.70%。

不考虑超额配售选择权影响，发行完成后农行总股本为 3176 亿股，财政部和汇金公司的持股比例分别被稀释到 40.20%和 40.93%。（如图 7）

图 7：农行发行前后股东结构变化





数据来源：农业银行招股说明书、广发证券发展研究中心

资产负债表简表

单位: 亿元

报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
贷款	40115	47336	55383	64798
存放央行及同业	20500	23164	26538	29093
债券投资	26165	30214	33460	38350
总生息资产	86780	100714	115381	132240
非生息资产	2046	3084	1376	2599
总资产	88826	103798	116757	134839
存款	74976	86972	100888	117030
发行债券	552	1051	1111	1286
其他付息负债	7011	7550	9111	10288
总付息负债	82539	95574	111110	128604
总负债	85397	98530	114546	132582
股本(超配 15%)	2600	3248	3248	3248
所有者权益	3429	5268	5647	6235
负债权益总计	88826	103798	116757	134839

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表

单位: 亿元

报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	1816	2289	2695	3127
利息收入	2961	3750	4452	5225
利息支出	1145	1461	1757	2098
手续费净收入	356	446	548	685
其他经营净收益	50	50	40	40
营业净收入	2223	2785	3283	3852
营业税金及附加	126	157	186	218
营业费用	958	1100	1247	1406
拨备前利润	1139	1527	1850	2228
资产损失准备	401	437	411	397
税前利润	739	1090	1439	1832
所得税	89	207	266	311
净利润	650	883	1173	1520
归属于母公司净利润	650	883	1172	1520
少数股东损益	0	0	0	0

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

资产质量

指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
不良贷款率	2.91%	2.47%	2.30%	2.29%
拨备覆盖率	108.55%	148.22%	167.38%	169.93%
拨备/贷款总额	2.90%	3.66%	3.85%	3.89%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

价值评估

指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	10.72	9.86	7.42	5.73
P/B	2.03	1.65	1.54	1.40
P/PPoP	6.12	5.70	4.71	3.91
股息收益率	3.73%	4.06%	5.39%	6.11%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

每股指标

指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
EPS	0.25	0.27	0.36	0.47
BVPS	1.32	1.62	1.74	1.92
PPoPPS	0.44	0.47	0.57	0.69
DPS	0.10	0.11	0.14	0.16

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

盈利能力

指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
ROAE	20.52%	20.30%	21.49%	25.59%
ROAA	0.82%	0.92%	1.06%	1.21%
财务杠杆(倍)	25.10	22.15	20.21	21.18

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

盈利驱动

指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
存款增长	22.96%	16%	16%	16%
贷款增长	33.05%	18%	17%	17%
存贷比	53.50%	54.43%	54.90%	55.37%
生息资产增长	27.18%	16.06%	14.56%	14.61%
净息差(NIM)	2.34%	2.44%	2.49%	2.53%
净利差(NIS)	2.26%	2.36%	2.42%	2.47%
非利息收入占比	38.67%	38.95%	39.47%	40.15%
成本收入比	43.11%	40%	38%	37%
信用成本	1.14%	1.00%	0.80%	0.66%
有效所得税率	12.07%	19%	19%	17%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

收入盈利增长

指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入增长	-6.30%	26.04%	17.71%	16.05%
非利息收入增长	134.29%	21.93%	18.66%	23.30%
营业净收入增长	5.25%	25.29%	17.88%	17.35%
拨备前利润增长	9.98%	34.12%	21.10%	20.47%
净利润增长	26.33%	35.84%	32.80%	29.66%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

招商银行(600036.sh)	沐华	2010-07-09
银行业 2010 年中期投资策略	沐华	2010-06-19
招商银行(600036.sh)	沐华	2010-06-03
深发展 A(000001.sz)	沐华	2010-05-26
北京银行(601169.sh)	沐华	2010-05-10

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。