

2010.07.30

农行快速计入指数的影响

**蒋瑛琨**

021-38676710

jiangyingkun@gtjas.com

S0880209020385

何苗

021-38676647

hemiao@gtjas.com

S0880108043282

本报告导读：

国泰君安金融工程：农行在沪深 300 指数、上证指数中的权重分别为 0.6%、5.3%，指数基金配置效应不大。短期农行对沪深 300 指数的影响有限。

摘要：

- 作为 2010 年以来国内最大的 IPO，农业银行的上市备受关注。本次农业银行 A 股公开发行数量不超过 22,235,294,000 股（未考虑 A 股发行的超额配售选择权）；不超过 25,570,588,000 股（若全额行使 A 股发行的超额配售选择权），在 A 股市场募集资金高达 595.9 亿元。
- 农业银行于 7 月 29 日调入上证综合等上证系列指数。根据上交所上证系列指数编制规则，新股于上市第 11 个交易日开始计入上证综合指数、上证 180、上证 50、上证超大盘、上证分类指数等。同时，农业银行也于当日调入沪深 300、中证 100 等中证系列指数。
- 本次农业银行快速计入指数多达 22 只，目前市场最为关注的指数是上证综合、沪深 300 指数，此外，上证 50、上证 180 等指数也有相当认同度。**农业银行的计入对上证综指影响较为显著，成为其第 3 大权重股(5.30%)，直接导致其余权重股权重显著减少。**截止 2010 年 7 月 29 日收盘，前两大权重股——中国石油（10.68%）和工商银行（6.71%）未变。相应地，作为第 1 大权重行业的银行业权重大幅上升至 23.89%；而其余成分股行业权重则或多或少下降。**由于沪深 300 指数成份股权重计算采用的是成份股自由流通量加权，虽然农业银行总股本以及总市值颇高，但其目前可自由流通股份仅限于本次发行时网上现金申购部分，因此，农业银行计入对沪深 300 指数成份股权重变化影响相对有限。**目前农业银行为沪深 300 第 35 大权重股，权重占比为 0.61%。相应地，农业银行计入指数对行业权重分布有一定影响，银行业保持了其第 1 大权重行业地位，权重升至 21.24%。
- 根据中证指数公司公告，本次农业银行快速计入的指数涉及中证及上证系列多达 22 只指数。根据目前 A 股市场发行的指数基金，本次需调入农业银行的指数基金多达 32 只，资产管理规模高达 1723.13 亿元，涉及 7 个标的指数。粗略测算需调入农业银行市值合计为 10.81 亿元。实际需配置资金与此可能有一定差异。从农业银行上市以来的日成交金额和日换手率看，即使各指数基金较为集中调入农业银行，对其股价的影响也不会太显著。
- 通过测算 21 只指数基金 30 个交易日滚动跟踪误差可见，不论是沪深 300 指数基金、中证 100 指数基金，还是以其他指数为标的指数基金，并未发行由于本次农行计入指数对其跟踪误差产生显著一致影响。
- 综上及根据我们与银行业研究员的沟通，我们认为，农行在银行板块中的投资价值属居中水平，对其后续走势持中性乐观态度。而其对沪深 300 指数的影响，我们持中性态度，其对指数正向或负向的影响有限。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

《ETF/指数基金运作与跟踪误差 II：我国市场运作》

2009.07.30

《ETF 运作与跟踪误差 I：海外市场经验》

2009.07.30

《基本面指数研究》

2009.07.30

《沪深 300 新规则下首次定期调整 金融服务行业成为“最大赢家”》

2008.07.03

《新规则实施后限售股解禁对沪深 300 等指数定期调整的影响》

2008.03.03

1. 农业银行首次公开发行概况

作为 2010 年以来国内最大的 IPO，农业银行的上市备受关注。本次农业银行 A 股公开发行数量不超过 22,235,294,000 股（未考虑 A 股发行的超额配售选择权）；不超过 25,570,588,000 股（若全额行使 A 股发行的超额配售选择权），在 A 股市场募集资金高达 595.9 亿元（未考虑本行 A 股发行的超额配售选择权）。同时，农业银行在香港市场发行不超过 2,922,352.9 万股（含全额行使超额配售选择权不超过 381,176.4 万股）境外上市外资股（H 股）。

中国农业银行是四大国有独资商业银行之一，是国内网点最多的大型国有商业银行，中国最大的零售银行。公司的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行。公司拥有一级分行 32 个，直属分行 5 个，总行营业部 1 个，并在新加坡、香港设立了分行，在伦敦、东京、纽约等地设立了代表处，凭借覆盖广泛的服务网络，为全国各类公司、机构和个人客户提供全面的产品和服务。按托管的资产规模计，是国内第二大托管银行和国内最大的保险资金托管银行。公司位列《银行家》杂志“世界银行 1000 强”第 8 位，分支机构数量在大型商业银行中位居首位，拥有大型商业银行中覆盖范围最广泛的销售网络。作为国内最后一家上市的国有独资商业银行，A 股发行总市值达到 7832 亿元。截止 2010 年 7 月 29 日收盘，其 A 股总市值规模约为 8233 亿元，位列上证指数的第 3 大权重股。

表 1 农业上市后的股本结构（截止 2010.7.29）

股东名称	股份类别	本次 A、H 股发行后， 绿鞋行使前		本次 H 股绿鞋行使后		限售期限
		持股数（股）	比例	持股数（股）	比例	
中央汇金投资有限责任公司	A 股	130,000,000,000	40.93%	130,000,000,000	40.44%	36 个月
中华人民共和国财政部	A 股	127,705,882,344	40.20%	127,522,352,967	39.67%	36 个月
社保基金理事会	A 股	10,976,470,582	3.46%	10,962,352,937	3.41%	注 1
	H 股(注 2)	1,317,647,074	0.41%	1,515,294,096	0.47%	
本次发行 A 股	A 股					
	战略配售部分	10,228,235,000	3.22%	10,228,235,000	3.18%	50%占比 12 个月， 50%占比 18 个月
	网下配售部分	5,032,028,000	1.58%	5,032,028,000	2.17%	3 个月
	网上申购部分	6,975,031,000	2.20%	6,975,031,000	3.21%	无
本次发行 H 股	H 股					
	自由流通部分	12,143,403,000	3.82%	12,143,403,000	3.78%	
	限售部分	13,268,362,000	4.18%	17,080,126,000	5.31%	
总计		317,647,059,000	100.00%	321,458,823,000	100.00%	

数据来源：国泰君安证券研究，上市公司公告

注 1: 社保基金理事会持有的因本行发行 H 股而转持的国有股股份将以 1:1 的基准

转换为 H 股，而有关 H 股不会构成本行 H 股发行的一部分。

注 2：，社保基金理事会所持已购股份须自交易完成日起锁定五年，或自本行首次公开发行定价日起锁定三年，以较长时间为准。在本行自交易完成日起五年内完成首次公开发行的前提下，在锁定期满后一年内，社保基金理事会可以转让总计不超过 30% 的已购股份；在锁定期满后两年内，社保基金理事会可以转让总计不超过 60% 的已购股份。

2. 7 月 29 日农业银行计入主要基准指数

农业银行于 7 月 29 日调入上证综合等上证系列指数。根据上交所上证系列指数编制规则，新股于上市第 11 个交易日开始计入上证综合指数、上证 180、上证 50、上证超大盘、上证分类指数等。

同时，农业银行也于当日调入沪深 300、中证 100 等中证系列指数。由此，农业银行于 7 月 29 日进入上证 180、上证 50、沪深 300 等指数，上证 180 指数调出金丰投资，上证 50 指数调出上海电气，上证超大盘调出海通证券，沪深 300 和中证 800 指数调出广船国际，中证 100 指数调出泛海建设；与此同时，上证中盘、上证全指、中证 200 和中证 700 等指数也将进行相应调整。

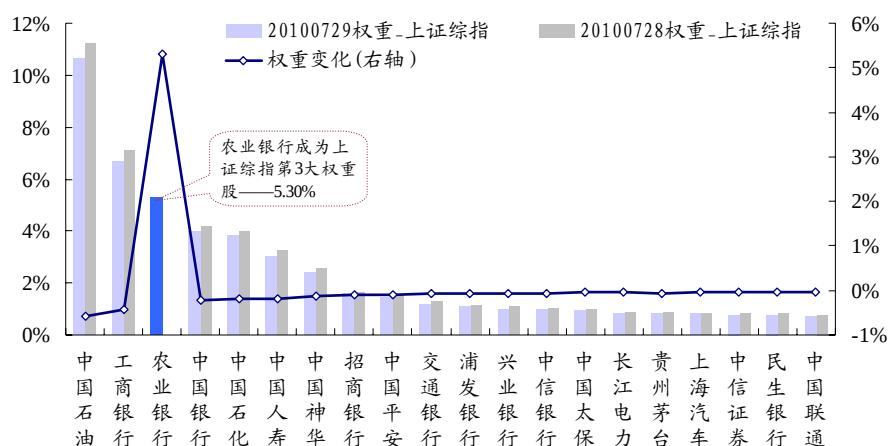
3. 农业银行计入对主要指数影响

本次农业银行快速计入指数多达 22 只，目前市场最为关注的指数是上证综合、沪深 300 指数，此外，上证 50、上证 180 等指数也有相当认同度。我们这里主要分析农业银行调入对上证综合指数、沪深 300 指数的相关影响。

3.1. 农业银行计入对上证综指成份股结构影响：影响较为显著

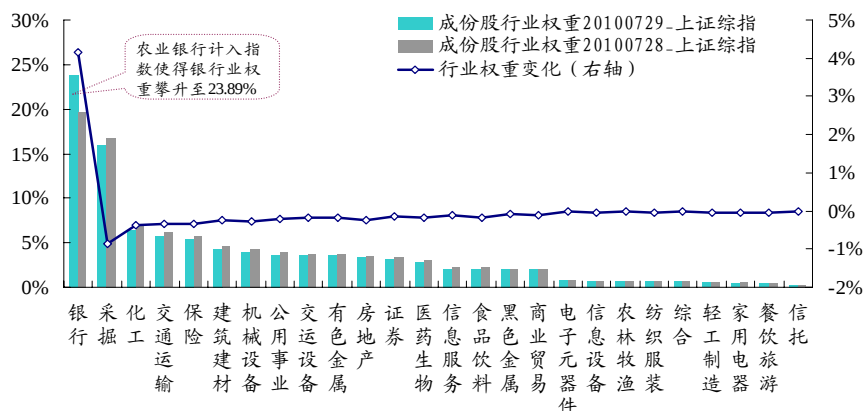
农业银行的计入对上证综指影响较为显著，成为其第 3 大权重股(5.30%)，直接导致其余权重股权重显著减少。截止 2010 年 7 月 29 日收盘，前两大权重股——中国石油（10.68%）和工商银行（6.71%）未变，而中国银行(3.94%)、中国石化(3.80%)则顺次降为第 4 大和第 5 大权重股。相应地，上证综指成分股的行业权重也有一定变化，作为第 1 大权重行业的银行业权重大幅上升至 23.89%；而其余成分股行业权重则或多或少下降。

图 1 农业银行计入导致上证综指前 20 大权重股变动



数据来源：国泰君安证券研究， WIND

图 2 农业银行计入导致上证综指成分股行业权重变动



数据来源：国泰君安证券研究， WIND

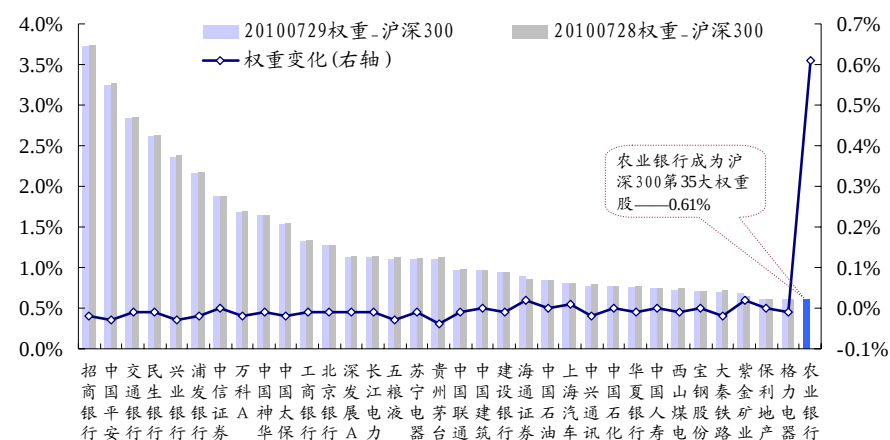
3.2. 农业银行计入对沪深 300 指数影响：现阶段影响甚微

由于沪深 300 指数成份股权重计算采用的是成份股自由流通量加权，虽然农业银行总股本以及总市值颇高，但其目前可自由流通股份仅限于本次发行时网上现金申购部分，因此，农业银行计入对沪深 300 指数成份股权重变化的影响相对有限。目前农业银行为沪深 300 第 35 大权重股，权重占比为 0.61%。相应地，农业银行计入指数对行业权重分布有一定影响，银行业保持了其第 1 大权重行业地位，权重升至 21.24%，其余行业权重多有减少（部分行业因股价因素，行业权重略有上升）。

需注意的是，由于沪深 300 指数成份股（包括其他计算规则类似指数，下同）计算规则以及本次农业银行发行方式的影响，今年下半年农业银行在沪深 300 指数中权重还有两次变动（即除价格因素外的变动）：其一，农业银行本次发行中采用了超额配售权机制（即绿鞋机制），考虑到该机制的影响直至 8 月 16 日才能消除，因此目前尚无法确定超额配售实际股票数量。从农业银行发行公告看，超额配售股份最多可达 33.4 亿股，其数量接近目前计入沪深 300 指数股票数量的一半，这部分股票计入指数将提升农业银行在沪深 300 中权重；其二，本次发行中有约 50

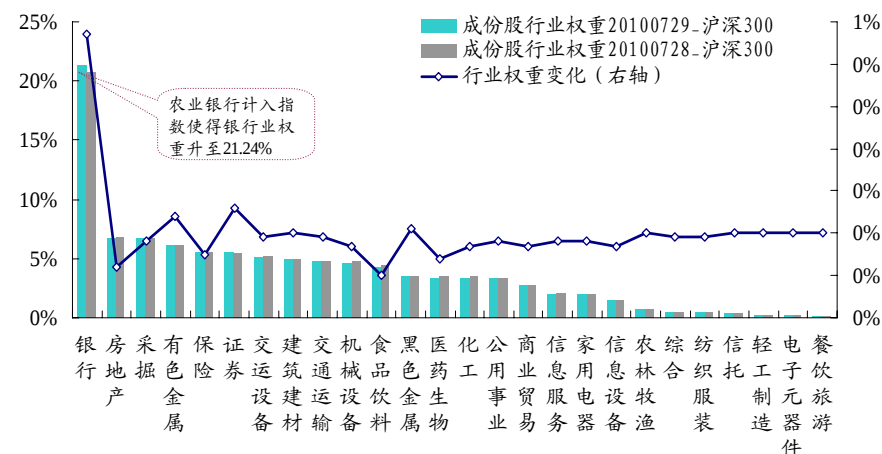
亿股网下配售股票，将在农行上市 3 个月以后解禁，该部分股票解禁后将进入沪深 300 指数，将进一步提升农业银行在沪深 300 指数的权重。

图 3 农业银行计入导致沪深 300 前 35 大权重股变动



数据来源：国泰君安证券研究，中证指数公司，WIND

图 4 农业银行计入导致沪深 300 成分股行业权重变动



数据来源：国泰君安证券研究，中证指数公司，WIND

3.3. 农业银行计入对指数涨跌贡献

考虑到农业银行在上证综指以及沪深 300 指数中权重差异较大，其涨跌对指数影响迥异。对于上证综指而言，农业银行每涨跌 1%，对指数将带来 1.4 个点的影响（根据 7 月 29 日收盘时指数收盘价以及成份股权重测算）；对于沪深 300 指数，农业银行每变动 1%，对指数影响仅为 0.18 点，即使农业银行涨停或跌停对指数影响也仅有 1.76 点。就 7 月 29 日交易，农业银行微跌 0.35%，其对上证综指和沪深 300 指数影响均较小。

表 2 农业银行股价变动对指数影响

农行股价变动	上证综指变化比例	对应指数变化点位	沪深 300 变化比例	对应指数变化点位
-10%	-0.530%	-14.04	-0.061%	-1.76
-9%	-0.477%	-12.63	-0.055%	-1.58
-8%	-0.424%	-11.23	-0.049%	-1.40
-7%	-0.371%	-9.82	-0.043%	-1.23
-6%	-0.318%	-8.42	-0.037%	-1.05
-5%	-0.265%	-7.02	-0.031%	-0.88
-4%	-0.212%	-5.61	-0.024%	-0.70
-3%	-0.159%	-4.21	-0.018%	-0.53
-2%	-0.106%	-2.81	-0.012%	-0.35
-1%	-0.053%	-1.40	-0.006%	-0.18
1%	0.053%	1.40	0.006%	0.18
2%	0.106%	2.81	0.012%	0.35
3%	0.159%	4.21	0.018%	0.53
4%	0.212%	5.61	0.024%	0.70
5%	0.265%	7.02	0.031%	0.88
6%	0.318%	8.42	0.037%	1.05
7%	0.371%	9.82	0.043%	1.23
8%	0.424%	11.23	0.049%	1.40
9%	0.477%	12.63	0.055%	1.58
10%	0.530%	14.04	0.061%	1.76
7 月 29 日变动(-0.35%)	-0.02%	-0.49	-0.002%	-0.06

数据来源：国泰君安证券研究，中证指数公司，WIND

4. 农业银行计入对指数基金影响

4.1. 被动调入农业银行指数基金规模

根据中证指数公司公告，本次农业银行快速计入的指数涉及中证及上证系列多达 22 只指数。根据目前 A 股市场发行的指数基金，本次需调入农业银行的指数基金多达 32 只（包括增强型，未考虑 ETF 联接基金），资产管理规模高达 1723.13 亿元（包括增强型，未考虑 ETF 联接基金，截止 7 月 29 日），涉及 7 个标的指数。

由于我们仅能较准确的获悉沪深 300、上证综指以及超大盘指数（采用等权的加权方式）的成份股权重分别为 0.61%、5.30%和 5%，因此我们仅能对本次调入农业银行指数基金规模进行粗略测算。测算中有如下假定：（1）所有指数基金均采用完全复制构建方式，包括增强型指数基金；（2）对于农业银行成份股权重不明的指数，假定其与沪深 300 中成份股权重相同（沪深 300 与其余指数编制规则更接近）；（3）剔除本次参与农业银行网下配售所获得股份；（4）按 7 月 29 日农行收盘价计算。

测算结果如下：沪深 300 指数基金需调入农业银行市值为 5.13 亿元；超大盘 ETF 需调入农业银行市值为 1.05 亿元；上证综指基金需调入农

业银行市值为 2.83 亿元；其余指数基金需调入农业银行市值为 1.79 亿元，合计为 10.81 亿元。实际需配置资金与此可能有一定差异。

从农业银行上市以来的日成交金额和日换手率看，即使各指数基金较为集中调入农业银行，对其股价的影响也不会太显著。

表 3 本次需调入农业银行的指数基金

	被动型指数基金 (亿元)	被动型及增强型指数基金 (亿元)	被动型指数基金 (个数)	被动型及增强型指数基金 (个数)
沪深 300	962.72	1010.75	13	16
超大盘	21.04	21.04	1	1
上证综指	53.32	53.32	1	1
中证 100	56.96	76.86	6	8
上证 50	213.65	432.82	1	3
上证 180	116.84	116.84	2	2
沪深 300 金融	11.50	11.50	1	1
合计	1436.03	1723.13	25	32

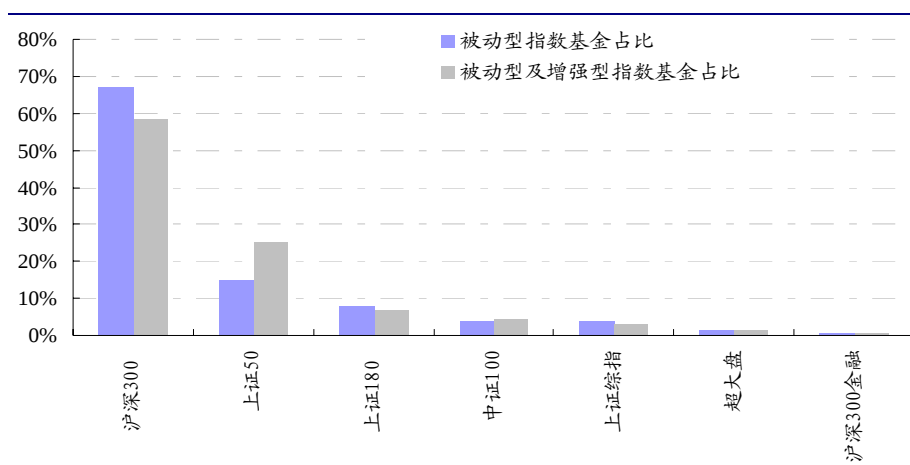
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

表 4 本次参与农业网下配售的指数基金

帐户名称	有效申购股数 (股)	配售股数 (股)
易方达 50 指数证券投资基金	290,000,000	26,948,547
嘉实沪深 300 指数证券投资基金	392,000,000	36,427,002

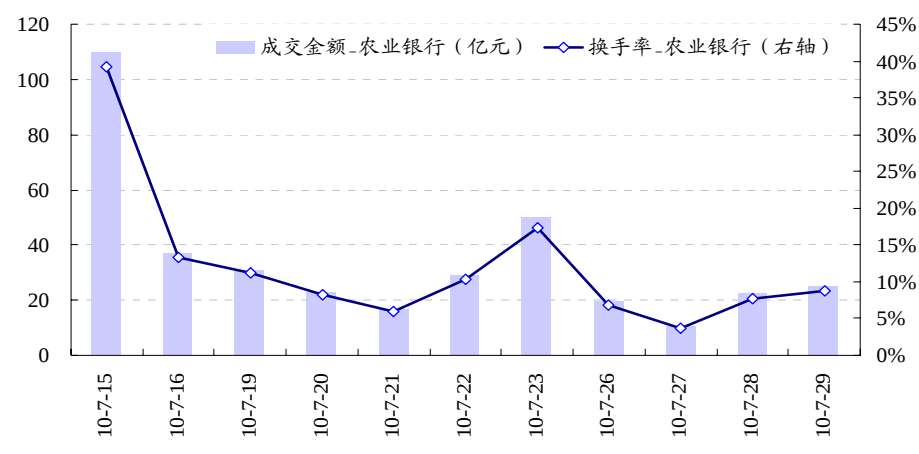
数据来源：国泰君安证券研究，上市公司公告

图 5 本次需调入农业银行的各类指数基金占比



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

图 6 农业银行上市以来日成交金额及换手率

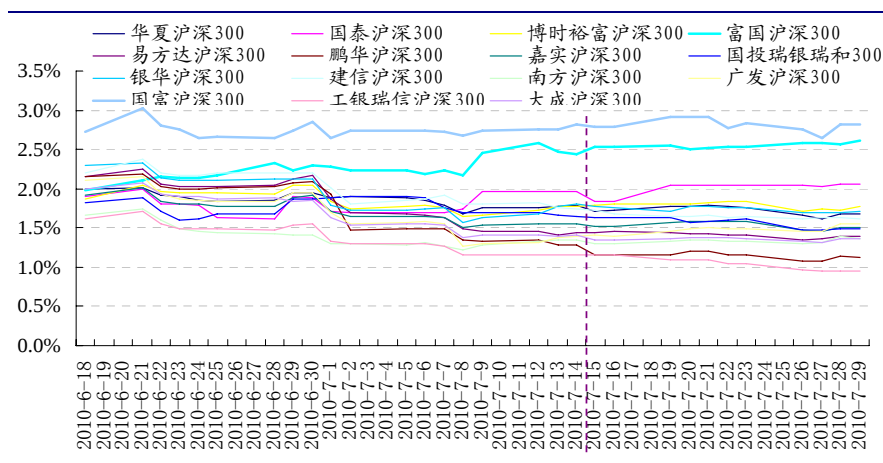


数据来源：国泰君安证券研究， WIND

4.2. 农业银行计入对指数基金跟踪误差影响

通过测算 21 只（其中中欧沪深 300 指数基金尚未连续发布基金净值，未能测算其跟踪误差）30 个交易日滚动跟踪误差可见，不论是沪深 300 指数基金、中证 100 指数基金，还是以其他指数为标的指数基金，并未发行由于本次农行计入指数对其跟踪误差产生显著一致影响。这从一个侧面反映由于农业银行在多数指数中权重较小，本次调整影响也较小。

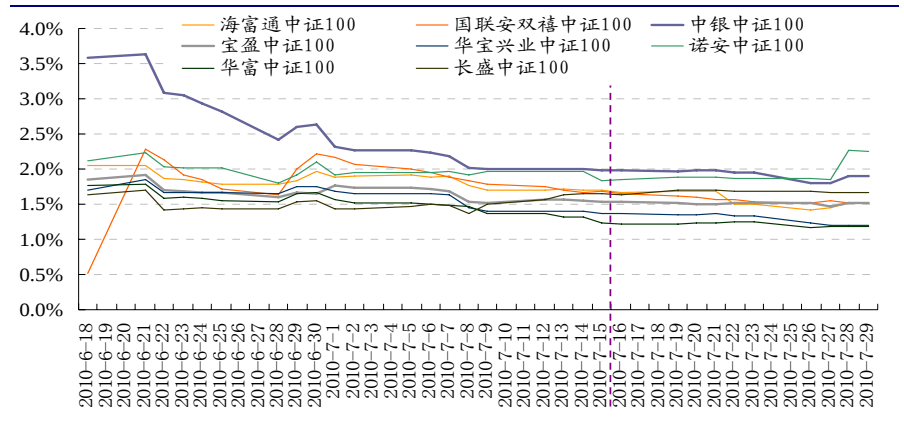
图 7 沪深 300 指数基金跟踪误差（2010.5.4-2010.7.29）



数据来源：国泰君安证券研究， WIND

注：粗线表示的为增强型指数基金

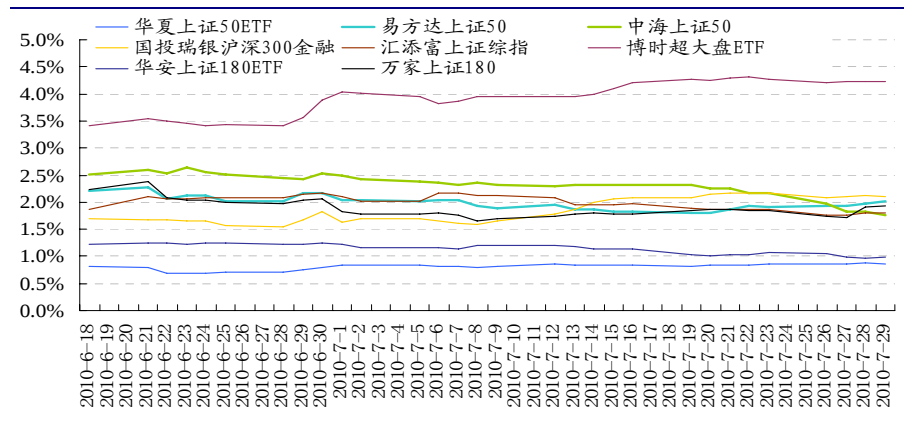
图 8 中证 100 指数基金跟踪误差 (2010.5.4-2010.7.29)



数据来源：国泰君安证券研究， WIND

注：粗线表示的为增强型指数基金

图 9 其它指数基金跟踪误差 (2010.5.4-2010.7.29)



数据来源：国泰君安证券研究， WIND

注：粗线表示的为增强型指数基金

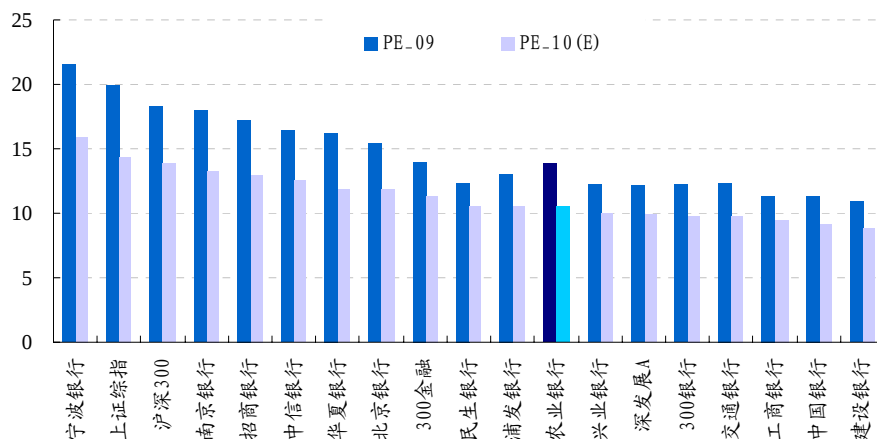
5. 农行对指数影响的综合判断

农行本次计入各指数，除前述内容，投资者最为关心的莫过于农业银行未来一段时间走势对指数的影响。这里略作一些分析。

5.1. 估值比较

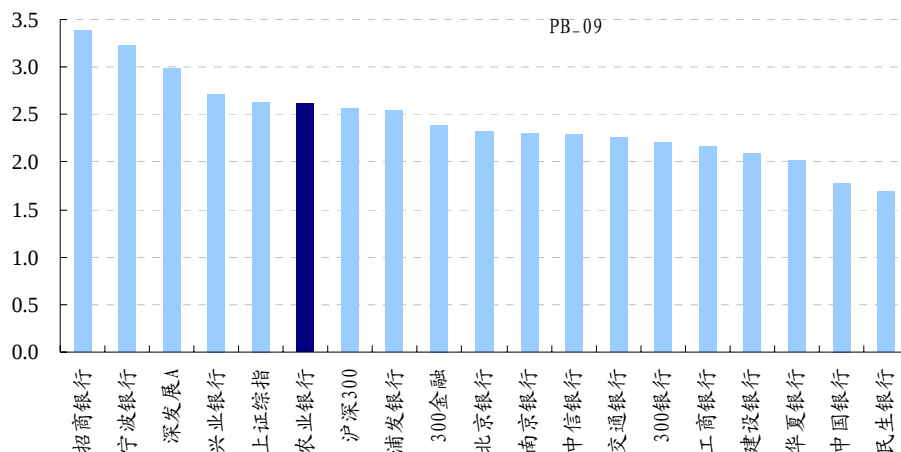
我们选取 A 股市场其余银行股、上证综指、沪深 300、300 金融指数和 300 银行指数为参照，比较农业银行相对估值水平。不论是 PE 还是 PB，农业银行在各银行股均处于居中水平，相对估值较为合理。

图 10 农业银行相对其它银行股及指数 PE 比较 (截止 2010.7.29)



数据来源：国泰君安证券研究， WIND

图 11 农业银行相对其它银行股及指数 PB 比较 (截止 2010.7.29)



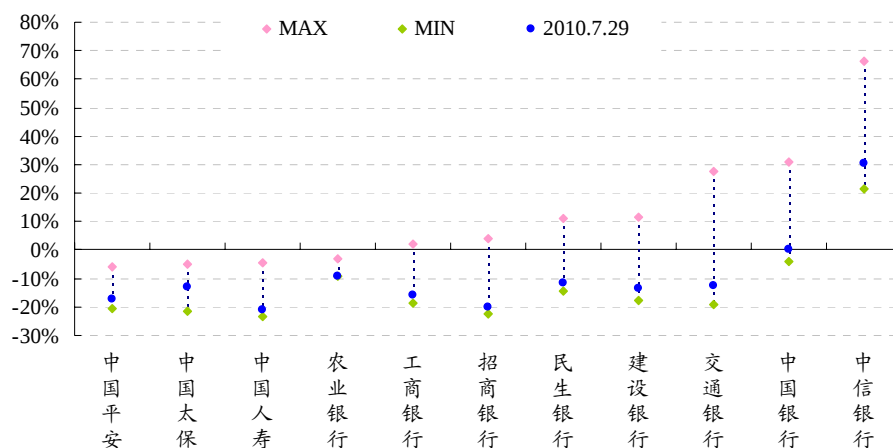
数据来源：国泰君安证券研究， WIND

5.2. AH 股折溢价率比较

比较在内地和香港两地上市金融股 2010 年以来的 AH 股折溢价率发现：

(1) 目前多数股票 A 股股价相对 H 股处于折价；(2) 多数股票目前折价率处于 2010 年以来较高位置；(3) 农业银行上市以来的折价率也不断走高。因此，相对于港股而言，农业银行不应出现较大幅度下跌。

图 12 金融股的 AH 股折溢价率变动（2010.1.4-2010.7.29）



数据来源：国泰君安证券研究， WIND

5.3. 绿鞋机制对农业银行近期股价影响

“绿鞋机制”也叫绿鞋期权（Green Shoe Option），是指根据中国证监会 2006 年颁布的《证券发行与承销管理办法》第 48 条规定：“首次公开发行股票数量在 4 亿股以上的，发行人及其主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权”。这其中的“超额配售选择权”就是俗称绿鞋机制。该机制可以稳定大盘股上市后的股价走势，防止股价大起大落。

考虑到农行绿鞋机制直至 8 月 16 日才失效，即在 8 月 16 日之前农业银行 2.68 元的发行价是其保底价，这对农业银行股价也是一个有力支撑。

5.4. 农行对沪深 300 指数走势影响有限

综合来看，农业银行目前在沪深 300 指数中权重偏小，未来农行股份不断计入指数，农行在沪深 300 指数中的权重有所增大（当然，由于其总市值较大，有杠杆效应，对上证指数影响较大）。虽然目前 A 股相对于 H 股存在折价，但其他银行股也同样存在折价，不过 H 股对 A 股价格提供一定安全边际。同时，我们不能忽视由于海内外宏观经济以及国内政策变化而导致的市场整体下滑对其的可能拖累；此外，农行上市三个月网下配售股份，在大盘走势疲弱下，也可能出现抛压。

综上及根据我们与银行业研究员的沟通，我们认为，农行在银行板块中的投资价值属居中水平，对其后续走势持中性偏乐观态度。而其对沪深 300 指数的影响，我们持中性态度，其对指数正向或负向的影响有限。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		