

农业银行(601288)

报告日期: 2023 年 04 月 30 日

规模实现高增，资产利率企稳

——农业银行 2023 年一季报点评

投资要点

□ 营收增速回升，规模实现高增，资产利率企稳。

□ 数据概览

农行 2023Q1 营收同比+2.2%，增速环比 2022A 提升 1.5pc；归母净利润同比+1.8%，增速环比 2022A 下降 5.7pc；ROE（年化）12.6%；ROA（年化）0.82%。23Q1 末不良率环比基本持平于 1.37%；拨备覆盖率环比持平于 303%。

□ 营收增速回升

2023Q1 农行归母净利润同比增长 1.8%，增速环比 2022A 下降 5.7pc；营收同比增长 2.2%，增速环比 2022A 提升 1.5pc。（1）主要支撑因素：其他非息高增。2023Q1 农行其他非息收入同比高增 317%，增速环比 2022A（口径未重述）提升约 330pc。（2）主要拖累因素：息差拖累加大。2023Q1 净息差（期初期末）环比小幅下行 3bp，但因 2022Q1 息差高基数，2023Q1 息差同比降幅达 37bp，大幅拖累盈利。展望未来，农行二季度营收增速仍有小幅下行压力，下半年盈利增速有望修复。主要考虑：①22Q2 其他非息快增，带来较高基数。22H2 其他非息增速回落，2023H2 农行的其他非息基数压力将显著消退。②2022Q2 起，农行息差逐季快速下行，因此 2023H2 起，息差低基数有望支撑农行营收增速稳中有升。

□ 规模实现高增

2023Q1 末农行总资产同比增长近 19%（同比口径未重述），增速较 2022A 提升约 2pc，支撑营收增速回升。规模扩张提速背后，除归因 Q1 主动加大资产投放力度外，还得益于存款高增支撑。2023Q1 末农行总存款较年初高增 10%，同比增长 18%，同比增速较 2022A 末提升 3pc。

□ 资产利率企稳

2023Q1 农行单季息差（期初期末，下同）1.67%，环比 2022Q4 下降 3bp，韧性较强。具体来看：（1）2023Q1 资产收益率环比持平于 3.38%，超市场预期。得益于大力压降票据，改善贷款结构。2023Q1，农行票据贴现较年初大幅压降 34%，以 2022A 数据测算，票据贴现利率较其他贷款利率低 267bp，2023Q1 票据贴现占比下降可提振贷款利率 5bp，对冲重定价影响。（2）2023Q1 负债成本率环比上升 2bp 至 1.88%。判断归因存款定期化影响。2023Q1 末，农行定期存款较年初增长 17%，增速较总存款快 7pc。考虑到农行渠道较下沉，充分受益于中小银行存款降息，未来存款成本压力有望改善，可继续关注。展望未来，随着重定价影响消退、新发放贷款利率企稳回升，农业银行息差环比降幅有望收敛。

□ 盈利预测与估值

农业银行营收增速回升，规模实现高增，资产利率企稳。预计 2023-2025 年归母净利润同比增长 3.30%/7.12%/7.65%，对应 BPS 6.83/7.37/7.95 元。现价对应 PB 0.50/0.46/0.43 倍。目标价 4.10 元/股，对应 2023 年 PB 0.60 倍，现价空间 20%。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	724,868	742,955	800,070	864,402
(+/-) (%)	0.69%	2.50%	7.69%	8.04%
归母净利润	259,140	267,686	286,733	308,672
(+/-) (%)	7.45%	3.30%	7.12%	7.65%
每股净资产(元)	6.37	6.83	7.37	7.95
P/B	0.54	0.50	0.46	0.43

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：邱冠华

执业证书号：S1230520010003

02180105900

qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师：陈建宇

执业证书号：S1230522080005

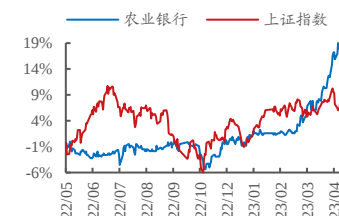
15014264583

chenjianyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 3.42
总市值(百万元)	1,196,941.98
总股本(百万股)	349,983.03

股票走势图



相关报告

- 《利润回升，不良平稳》2023.04.01
- 《利润增速平稳，不良稳中向好——农业银行 2022 年三季度报点评》2022.11.01
- 《息差环比提升，业绩继续向好——农业银行 2021 年三季度报点评》2021.11.03

表 1: 农业银行 2023 年一季报业绩概览

维度	单位: 百万元	22Q1	22A	23Q1	环比变化	同比变化	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	QoQ
利润指标												
ROE (年化)		13.4%	11.3%	12.6%	1.3pc	-0.8pc	11.4%	8.5%	11.4%	6.7%	10.6%	3.9pc
ROA (年化)		0.94%	0.82%	0.82%	0bp	-12bp	0.94%	0.74%	0.83%	0.73%	0.81%	8bp
拨备前利润		138,023	451,542	139,555		1.1%	138,023	123,795	116,534	73,190	139,555	90.7%
同比增速		5.3%	-2.2%	1.1%	3.3pc	-4.2pc	5.3%	4.4%	-5.4%	-17.7%	1.1%	18.8pc
归母净利润		70,321	259,140	71,554		1.8%	70,321	58,624	68,560	61,635	71,554	16.1%
同比增速		6.8%	7.4%	1.8%	-5.7pc	-5.0pc	6.8%	3.9%	6.4%	13.1%	1.8%	-11.4pc
EPS (未年化)		0.20	0.69	0.20		1.8%	0.20	0.17	0.20	0.18	0.20	16.1%
BVPS (未年化)		6.05	6.37	6.53	2.6%	8.0%	6.05	6.03	6.24	6.37	6.53	2.6%
收入拆分												
营业收入		185,305	724,868	189,360		2.2%	185,305	201,891	177,424	160,248	189,360	18.2%
同比增速		-4.7%	0.69%	2.19%	1.5pc	6.9pc	-4.7%	18.0%	-1.1%	-8.4%	2.2%	10.6pc
利息净收入		150,947	589,966	145,607		-3.5%	150,947	149,272	147,831	141,916	145,607	2.6%
生息资产 (期初期末平均, 注1)		29,604,279	31,746,564	34,960,867	10.1%	18.1%	29,604,279	31,227,665	32,675,998	33,478,314	34,960,867	4.4%
净息差 (日均余额口径)		n.a	1.90%	1.70%	-20bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
净息差 (期初期末口径)		2.04%	1.86%	1.67%	-19bp	-37bp	2.04%	1.91%	1.81%	1.70%	1.67%	-3bp
生息资产收益率 (期初期末口径)		3.61%	3.49%	3.38%	-11bp	-23bp	3.61%	3.53%	3.46%	3.38%	3.38%	0bp
付息负债成本率 (期初期末口径)		1.75%	1.81%	1.88%	8bp	14bp	1.75%	1.79%	1.82%	1.86%	1.88%	2bp
非利息净收入		34,358	134,902	43,753		27.3%	34,358	52,619	29,593	18,332	43,753	138.7%
手续费净收入		31,669	81,282	32,549		2.8%	31,669	17,820	17,866	13,927	32,549	133.7%
其他非息收入		2,689	53,620	11,204		316.7%	2,689	34,799	11,727	4,405	11,204	154.3%
业务及管理费		44,304	229,273	46,429		4.8%	44,304	50,706	53,520	80,743	46,429	-42.5%
成本收入比		23.91%	31.63%	24.52%	-7.1pc	0.6pc	23.91%	25.12%	30.17%	50.39%	24.52%	-25.9pc
资产减值损失		52,883	145,326	56,528		6.9%	52,883	52,664	38,037	1,742	56,528	3145.0%
贷款减值损失		53,838	140,968	54,833		1.8%	53,838	38,939	33,435	14,756	54,833	271.6%
信用成本		1.22%	0.76%	1.08%	31bp	-15bp	1.22%	0.84%	0.70%	0.30%	1.08%	77bp
所得税费用		15,008	47,528	10,912		-27.3%	15,008	12,313	10,146	10,061	10,912	8.5%
有效税率		17.63%	15.52%	13.14%	-2.4pc	-4.5pc	17.63%	17.31%	12.93%	14.08%	13.14%	-0.9pc
规模增长												
总资产		30,888,302	33,925,488	36,811,547	8.5%	19.2%	30,888,302	32,426,420	33,826,452	33,925,488	36,811,547	8.5%
生息资产余额		30,478,516	33,581,446	36,340,287	8.2%	19.2%	30,478,516	31,976,814	33,375,182	33,581,446	36,340,287	8.2%
贷款总额		18,107,661	19,720,808	21,083,450	6.9%	16.4%	18,107,661	18,770,323	19,323,252	19,720,808	21,083,450	6.9%
对公贷款		10,703,416	12,177,439	13,179,759	8.2%	23.1%	10,703,416	11,286,899	11,758,794	12,177,439	13,179,759	8.2%
个人贷款		7,404,245	7,545,282	7,903,691	4.8%	6.7%	7,404,245	7,483,424	7,564,458	7,545,282	7,903,691	4.8%
同业资产		1,839,044	2,309,402	2,853,160	23.9%	55.1%	1,839,044	2,030,874	2,486,090	2,309,402	2,853,160	23.9%
金融投资		8,486,307	9,530,163	9,749,849	2.3%	14.9%	8,486,307	8,965,955	9,280,945	9,530,163	9,749,849	2.3%
存放央行		2,488,815	2,549,130	3,206,240	25.8%	28.8%	2,488,815	2,669,527	2,775,565	2,549,130	3,206,240	25.8%
总负债		28,354,073	31,251,728	34,078,356	9.0%	20.2%	28,354,073	29,900,207	31,194,574	31,251,728	34,078,356	9.0%
付息负债余额		27,503,716	30,344,660	33,208,360	9.4%	20.7%	27,503,716	29,037,067	30,294,205	30,344,660	33,208,360	9.4%
吸收存款		23,208,110	24,737,434	27,297,166	10.3%	17.6%	23,208,110	23,796,197	24,541,337	24,737,434	27,297,166	10.3%
企业活期		n.a	5,460,083	n.a	n.a	n.a	n.a	5,651,629	n.a	5,460,083	n.a	n.a
个人活期		n.a	6,507,111	n.a	n.a	n.a	n.a	6,147,544	n.a	6,507,111	n.a	n.a
企业定期		n.a	3,572,373	n.a	n.a	n.a	n.a	3,227,371	n.a	3,572,373	n.a	n.a
个人定期		n.a	8,470,655	n.a	n.a	n.a	n.a	8,042,285	n.a	8,470,655	n.a	n.a
同业负债		1,944,342	2,836,712	3,053,222	7.6%	57.0%	1,944,342	2,526,071	2,975,684	2,836,712	3,053,222	7.6%
发行债券		1,469,324	1,869,398	1,870,091	0.0%	27.3%	1,469,324	1,775,531	1,887,312	1,869,398	1,870,091	0.0%
向央行借款		881,940	901,116	987,881	9.6%	12.0%	881,940	939,268	889,872	901,116	987,881	9.6%
所有者权益		2,527,653	2,668,063	2,726,518	2.2%	7.9%	2,527,653	2,519,496	2,625,417	2,668,063	2,726,518	2.2%
总资本		349,983	349,983	349,983	0.0%	0.0%	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983	0.0%
资产质量												
不良贷款		254,449	271,062	287,898	6.2%	13.1%	254,449	264,455	269,702	271,062	287,898	6.2%
不良率		1.41%	1.37%	1.37%	-1bp	-4bp	1.41%	1.41%	1.40%	1.37%	1.37%	-1bp
关注贷款		n.a	287,799	n.a	n.a	n.a	n.a	273,471	n.a	287,799	n.a	n.a
关注率		n.a	1.46%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.46%	n.a	1.46%	n.a	n.a
逾期贷款		n.a	212,839	n.a	n.a	n.a	n.a	187,568	n.a	212,839	n.a	n.a
逾期率		n.a	1.08%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.00%	n.a	1.08%	n.a	n.a
不良生成率		16,762	251,796	20,694	-91.8%	23.5%	16,762	25,319	28,927	180,788	20,694	(0.89)
不良生成率		0.39%	1.47%	0.42%	-105bp	3bp	0.39%	0.56%	0.62%	3.74%	0.42%	-332bp
核销转出额		8,095	226,516	3,858	-98.3%	-52.3%	8,095	15,313	23,680	179,428	3,858	-97.8%
核销转出率		13.17%	92.16%	5.69%	-86.5pc	-7.5pc	13.17%	24.07%	35.82%	266.11%	5.69%	-260.4pc
逾期90+偏离度		n.a	40.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	42.8%	n.a	40.4%	n.a	n.a
拨备覆盖率		307.5%	303%	302.61%	0.0pc	-4.9pc	307.5%	304.9%	302.7%	302.6%	302.6%	0.0pc
拨贷比		4.32%	4.16%	4.13%	-3bp	-19bp	4.32%	4.30%	4.22%	4.16%	4.13%	-3bp
资本情况												
核心一级资本充足率		11.36%	11.15%	10.70%	-45bp	-68bp	11.36%	11.11%	11.12%	11.15%	10.70%	-45bp
一级资本充足率		13.58%	13.37%	12.76%	-61bp	-82bp	13.58%	13.28%	13.38%	13.37%	12.76%	-61bp
资本充足率		17.18%	17.20%	16.80%	-40bp	-38bp	17.18%	17.09%	17.46%	17.20%	16.80%	-40bp

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22A 举例, 22Q4 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22A 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3、22Q4 平均余额的平均值。右侧 QoQ 指 22Q4 环比 22Q3 指标变化情况。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
存放央行	2,549,130	3,859,040	4,167,763	4,501,184
同业资产	2,303,402	2,533,742	2,787,116	3,065,828
贷款总额	19,720,808	22,087,305	24,737,782	27,706,315
贷款减值准备	(782,859)	(893,104)	(970,968)	(1,053,610)
贷款净额	18,980,973	21,194,201	23,766,814	26,652,705
证券投资	9,530,163	11,323,911	11,264,763	11,089,028
其他资产	561,820	1,038,689	1,120,788	1,209,474
资产合计	33,925,488	39,949,583	43,107,245	46,518,219
同业负债	3,737,828	4,111,611	4,440,540	4,795,783
存款余额	24,737,434	29,684,921	32,059,714	34,624,492
应付债券	1,869,398	2,056,338	2,220,845	2,398,512
其他负债	907,068	1,261,902	1,362,854	1,471,883
负债合计	31,251,728	37,114,772	40,083,953	43,290,670
股东权益合计	2,673,760	2,834,811	3,023,292	3,227,550

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	589,966	614,598	666,966	725,503
净手续费收入	81,282	83,541	86,047	89,489
其他非息收入	53,620	44,816	47,057	49,410
营业收入	724,868	742,955	800,070	864,402
税金及附加	(6,525)	(6,946)	(7,646)	(8,510)
业务及管理费	(229,273)	(234,994)	(253,059)	(273,407)
营业外净收入	(1,532)	0	0	0
拨备前利润	451,542	464,121	499,635	539,560
资产减值损失	(145,326)	(147,806)	(160,813)	(174,814)
税前利润	306,216	316,315	338,821	364,746
所得税	(47,528)	(49,095)	(52,589)	(56,613)
税后利润	258,688	267,219	286,233	308,134
归属母公司净利润	259,140	267,686	286,733	308,672
归属母公司普通股股东净利润	241,901	250,447	269,494	291,433

主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
业绩增长				
利息净收入增速	2.07%	4.18%	8.52%	8.78%
手续费净增速	1.19%	2.78%	3.00%	4.00%
非息净收入增速	-4.95%	-4.85%	3.70%	4.35%
拨备前利润增速	-2.24%	2.79%	7.65%	7.99%
归属母公司净利润增速	7.45%	3.30%	7.12%	7.65%
盈利能力				
ROAE	11.30%	10.85%	10.85%	10.87%
ROAA	0.82%	0.72%	0.69%	0.69%
RORWA	1.37%	1.21%	1.12%	1.12%
生息率	3.49%	3.32%	3.32%	3.33%
付息率	1.81%	1.83%	1.83%	1.83%
净利差	1.69%	1.49%	1.48%	1.49%
净息差	1.86%	1.65%	1.64%	1.65%
成本收入比	31.63%	31.63%	31.63%	31.63%
资本状况				
资本充足率	17.20%	15.18%	14.87%	14.59%
核心资本充足率	13.37%	11.50%	11.37%	11.25%
风险加权系数	58.55%	61.37%	61.37%	61.37%
股息支付率	32.15%	32.15%	32.15%	32.15%

主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
资产质量				
不良贷款余额	271,062	300,152	333,665	371,878
不良贷款净生成率	1.47%	0.52%	0.52%	0.52%
不良贷款率	1.37%	1.36%	1.35%	1.34%
拨备覆盖率	303%	298%	291%	283%
拨贷比	4.16%	4.04%	3.93%	3.80%
流动性				
贷存比	79.72%	74.41%	77.16%	80.02%
贷款/总资产	58.13%	55.29%	57.39%	59.56%
平均生息资产/平均总资产	98.92%	98.50%	98.2%	98.3%
每股指标 (元)				
EPS	0.69	0.72	0.77	0.83
BVPS	6.37	6.83	7.37	7.95
每股股利	0.22	0.23	0.25	0.27
估值指标				
P/E	4.95	4.78	4.44	4.11
P/B	0.54	0.50	0.46	0.43
P/POP	2.65	2.58	2.40	2.22
股息收益率	6.50%	6.73%	7.24%	7.83%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>