

农业银行(601288)

报告日期: 2023年08月30日

## 利润增速回升

### ——农业银行 2023 年半年报点评

#### 投资要点

□ 农业银行 2023H1 归母净利润增速同比+3.5%，利润增速回升。

#### □ 数据概览

23H1 归母净利润同比+3.5%，增速环比+1.7pc，营收同比+0.8%，增速环比-1.4pc；23Q2 末不良率环比-1bp 至 1.35%，拨备覆盖率环比+2pc 至 305%。

#### □ 利润增速回升

23H1 农行归母净利润同比增长 3.5%，增速环比+1.7pc，营收同比+0.8%，增速环比-1.4pc，符合预期。(1) **主要支撑因素**：减值拖累消退。23H1 农行减值损失同比减少 3%，增速环比下降 10pc。(2) **主要拖累因素**：非息增速下行。23H1 农行其他非息同比增长 88%，增速环比下降 228pc。展望全年，受益于其他非息、息差的低基数支撑，农行盈利增速有望保持平稳。

#### □ 息差环比下行

23Q2 农行净息差（期初期末，下同）环比下降 10bp 至 1.57%，略不及市场预期，**主要归因资产收益率下行**。23Q2 资产收益率环比下降 7bp 至 3.31%，归因零售投放承压、贷款定价下行两大行业性共性因素扰动。①零售投放承压。2023 年以来零售需求疲软，导致投放边际承压，23Q2 末农行零售贷款环比增长 1%，增速较总贷款慢 2pc。②贷款定价下行。受 LPR 降息、整体信贷需求偏弱影响，贷款定价行业性下行。23H1 农行贷款利率较 22H2 下降 17bp。

展望未来，受 LPR 降息影响，预计农行息差仍面临下行压力。**考虑到 2022 年息差的低基数影响，预计农行息差对盈利的拖累有望逐步企稳。**

#### □ 资产质量平稳

23Q2 末农行不良率、关注率、逾期率环比分别-1bp、持平、-1bp。从生成水平来看，农行 23Q2 测算不良 TTM 生成率环比微降 1bp 至 0.47%，整体资产质量表现平稳。拨备方面，23Q2 末拨备覆盖率环比+2pc 至 305%，拨备水平稳中略升。

#### □ 盈利预测与估值

农业银行利润增速回升，资产质量平稳。预计 2023-2025 年归母净利润同比增长 5.23%/5.46%/5.73%，对应 BPS 6.86/7.40/7.97 元。现价对应 PB 0.51/0.47/0.44 倍。

目标价 4.10 元/股，对应 2023 年 PB 0.60 倍，现价空间 18%。

□ **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	727,346	771,497	821,990
(+/-) (%)	0.69%	0.34%	6.07%	6.54%
归母净利润	259,140	272,682	287,582	304,074
(+/-) (%)	7.45%	5.23%	5.46%	5.73%
每股净资产(元)	6.37	6.86	7.40	7.97
P/B	0.55	0.51	0.47	0.44

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

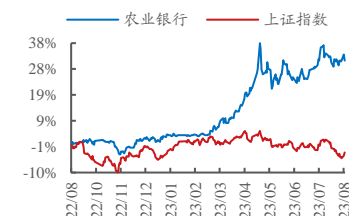
15014264583

chenjianyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 3.48
总市值(百万元)	1,217,940.96
总股本(百万股)	349,983.03

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《规模实现高增，资产利率企稳》2023.05.01
- 《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

表 1: 农业银行 2023 年中报业绩概览

维度	单位: 百万元	22H1	23Q1	23H1	环比变化	同比变化	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	QoQ
<b>利润指标</b>												
ROE (年化)		11.9%	12.6%	11.4%	-1.2pc	-0.5pc	8.5%	11.5%	6.7%	10.6%	8.4%	-2.2pc
ROA (年化)		0.84%	0.82%	0.74%	-8bp	-10bp	0.74%	0.83%	0.73%	0.81%	0.66%	-15bp
拨备前利润		261,595	139,555	258,349		-1.2%	123,572	116,757	73,190	139,555	118,794	-14.9%
同比增速		4.8%	1.1%	-1.2%	-2.4pc	-6.0pc	4.2%	-5.3%	-17.7%	1.1%	-3.9%	-5.0pc
归母净利润		128,752	71,554	133,234		3.5%	58,431	68,753	61,635	71,554	61,680	-13.8%
同比增速		5.3%	1.8%	3.5%	1.7pc	-1.8pc	3.6%	6.7%	13.1%	1.8%	5.6%	3.8pc
EPS (未年化)		0.35	0.20	0.37		3.8%	0.17	0.20	0.18	0.20	0.18	-13.8%
BVPS (未年化)		6.03	6.53	6.50	-0.5%	7.8%	6.03	6.24	6.37	6.53	6.50	-0.5%
<b>收入拆分</b>												
营业收入		362,732	189,360	365,758		0.8%	177,427	201,888	160,248	189,360	176,398	-6.8%
同比增速		-0.8%	2.19%	0.83%	-1.4pc	1.6pc	3.7%	12.6%	-8.4%	2.2%	-0.6%	-2.8pc
利息净收入		300,177	145,607	290,421		-3.3%	149,230	147,873	141,916	145,607	144,814	-0.5%
生息资产 (期初期末平均, 注1)		30,415,972	34,960,916	35,962,407	2.9%	18.2%	31,227,665	32,675,998	33,478,364	34,960,916	36,963,897	5.7%
净息差 (日均余额口径)		2.02%	1.70%	1.66%	-4bp	-36bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
净息差 (期初期末口径)		1.97%	1.67%	1.62%	-5bp	-36bp	1.91%	1.81%	1.70%	1.67%	1.57%	-10bp
生息资产收益率 (期初期末口径)		3.57%	3.38%	3.34%	-4bp	-23bp	3.53%	3.46%	3.38%	3.38%	3.31%	-7bp
付息负债成本率 (期初期末口径)		1.77%	1.88%	1.90%	1bp	13bp	1.79%	1.82%	1.86%	1.88%	1.91%	2bp
非利息净收入		62,555	43,753	75,337		20.4%	28,197	54,015	18,332	43,753	31,584	-27.8%
手续费净收入		49,489	32,549	50,731		2.5%	17,820	17,866	13,927	32,549	18,182	-44.1%
其他非息收入		13,066	11,204	24,606		88.3%	10,377	36,149	4,405	11,204	13,402	19.6%
业务及管理费		94,411	46,429	100,099		6.0%	50,107	54,119	80,743	46,429	53,670	15.6%
成本收入比		26.03%	24.52%	27.37%	2.8pc	1.3pc	28.24%	26.81%	50.39%	24.52%	30.43%	5.9pc
资产减值损失		105,546	56,528	102,380		-3.0%	52,663	38,038	1,742	56,528	45,852	-18.9%
贷款减值损失		92,777	54,833	96,768		4.3%	38,939	33,436	14,755	54,833	41,935	-23.5%
信用成本		1.03%	1.08%	0.93%	-14bp	-10bp	0.84%	0.70%	0.30%	1.08%	0.78%	-29bp
所得税费用		27,266	10,912	22,138		-18.8%	12,258	10,201	10,061	10,912	11,226	2.9%
有效税率		17.47%	13.14%	14.19%	1.1pc	-3.3pc	17.29%	12.96%	14.08%	13.14%	15.39%	2.2pc
<b>规模增长</b>												
总资产		32,426,420	36,811,547	38,033,395	3.3%	17.3%	32,426,420	33,826,452	33,925,488	36,811,547	38,033,395	3.3%
生息资产余额		31,976,814	36,340,287	37,587,507	3.4%	17.5%	31,976,814	33,375,182	33,581,545	36,340,287	37,587,507	3.4%
贷款总额		18,770,323	21,083,450	21,742,020	3.1%	15.8%	18,770,323	19,323,252	19,720,907	21,083,450	21,742,020	3.1%
对公贷款		11,286,899	13,179,759	13,764,716	4.4%	22.0%	11,286,899	11,758,794	12,175,625	13,179,759	13,764,716	4.4%
个人贷款		7,483,424	7,903,691	7,977,304	0.9%	6.6%	7,483,424	7,564,458	7,545,282	7,903,691	7,977,304	0.9%
同业资产		2,030,874	2,853,160	3,277,935	14.9%	61.4%	2,030,874	2,486,090	2,303,402	2,853,160	3,277,935	14.9%
金融投资		8,965,955	9,749,849	10,068,194	3.3%	12.3%	8,965,955	9,280,945	9,530,163	9,749,849	10,068,194	3.3%
存放央行		2,669,527	3,206,240	3,039,971	-5.2%	13.9%	2,669,527	2,775,565	2,549,130	3,206,240	3,039,971	-5.2%
总负债		29,900,207	34,078,356	35,312,689	3.6%	18.1%	29,900,207	31,194,574	31,251,728	34,078,356	35,312,689	3.6%
付息负债余额		29,037,067	33,208,360	34,324,773	3.4%	18.2%	29,037,067	30,294,205	30,344,660	33,208,360	34,324,773	3.4%
吸收存款		23,796,197	27,297,166	27,834,131	2.0%	17.0%	23,796,197	24,541,337	24,737,434	27,297,166	27,834,131	2.0%
企业活期		5,651,629	n.a	5,899,256	4.4%	4.4%	5,651,629	n.a	5,460,083	n.a	5,899,256	n.a
个人活期		6,147,544	n.a	6,548,682	n.a	6.5%	6,147,544	n.a	6,507,111	n.a	6,548,682	n.a
企业定期		3,227,371	n.a	4,617,882	n.a	43.1%	3,227,371	n.a	3,572,373	n.a	4,617,882	n.a
个人定期		8,042,285	n.a	9,969,677	n.a	24.0%	8,042,285	n.a	8,470,655	n.a	9,969,677	n.a
同业负债		2,526,071	3,053,222	3,433,007	12.4%	35.9%	2,526,071	2,975,684	2,836,712	3,053,222	3,433,007	12.4%
发行债券		1,775,531	1,870,091	2,001,076	7.0%	12.7%	1,775,531	1,887,312	1,869,398	1,870,091	2,001,076	7.0%
向央行借款		939,268	987,881	1,056,559	7.0%	12.5%	939,268	889,872	901,116	987,881	1,056,559	7.0%
所有者权益		2,519,496	2,726,518	2,714,446	-0.4%	7.7%	2,519,496	2,625,417	2,668,063	2,726,518	2,714,446	-0.4%
总股本		349,983	349,983	349,983	0.0%	0.0%	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983	0.0%
<b>资产质量</b>												
不良贷款		264,455	287,898	294,387	2.3%	11.3%	264,455	269,702	271,062	287,898	294,387	2.3%
不良率		1.41%	1.37%	1.35%	-1bp	-5bp	1.41%	1.40%	1.37%	1.37%	1.35%	-1bp
关注贷款		273,471	n.a	313,159	n.a	14.5%	273,471	n.a	287,799	n.a	313,159	n.a
关注率		1.46%	1.44%	1.44%	0bp	-2bp	1.46%	n.a	1.46%	1.44%	1.44%	0bp
逾期贷款		187,568	n.a	214,758	n.a	14.5%	187,568	n.a	212,839	n.a	214,758	n.a
逾期率		1.00%	1.00%	0.99%	-1bp	-1bp	1.00%	n.a	1.08%	1.00%	0.99%	-1bp
不良生成额		42,081	20,689	47,549	129.8%	13.0%	25,319	28,929	11,854	20,689	26,860	0.30
不良生成率		0.49%	0.42%	0.48%	6bp	-1bp	0.56%	0.62%	0.25%	0.42%	0.51%	9bp
核销转出额		23,408	3,853	24,224	528.8%	3.5%	15,313	23,682	10,494	3,853	20,371	428.8%
核销转出率		19.05%	5.69%	17.87%	12.2pc	-1.2pc	24.07%	35.82%	15.56%	5.69%	28.30%	22.6pc
逾期90+偏离度		42.8%	n.a	43.1%	n.a	0.3pc	42.8%	n.a	40.4%	n.a	43.1%	n.a
拨备覆盖率		304.9%	303%	304.67%	2.1pc	-0.2pc	304.9%	302.7%	302.6%	302.6%	304.7%	2.1pc
拨贷比		4.30%	4.13%	4.13%	-1bp	-17bp	4.30%	4.22%	4.16%	4.13%	4.13%	-1bp
<b>资本情况</b>												
核心一级资本充足率		11.11%	10.70%	10.40%	-30bp	n.a	11.11%	11.12%	11.15%	10.70%	10.40%	-30bp
一级资本充足率		13.28%	12.76%	12.42%	-34bp	-86bp	13.28%	13.38%	13.37%	12.76%	12.42%	-34bp
资本充足率		17.09%	16.80%	16.25%	-55bp	-84bp	17.09%	17.46%	17.20%	16.80%	16.25%	-55bp

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	4,129,172	4,418,215
同业资产	2,303,402	2,533,742	2,787,116	3,065,828
贷款总额	19,720,907	22,087,416	24,737,906	27,706,454
贷款减值准备	(782,854)	(877,421)	(936,556)	(998,221)
贷款净额	18,980,973	21,209,995	23,801,350	26,708,234
证券投资	9,530,163	11,319,580	10,938,777	10,389,813
其他资产	561,820	1,038,995	1,111,978	1,190,076
<b>资产合计</b>	<b>33,925,488</b>	<b>39,961,351</b>	<b>42,768,395</b>	<b>45,772,166</b>
同业负债	3,737,828	4,111,611	4,399,424	4,707,383
存款余额	24,737,434	29,684,921	31,762,865	33,986,266
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	1,350,959	1,446,308
<b>负债合计</b>	<b>31,251,728</b>	<b>37,114,772</b>	<b>39,734,093</b>	<b>42,538,469</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>2,673,760</b>	<b>2,846,580</b>	<b>3,034,302</b>	<b>3,233,696</b>

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	589,966	598,810	638,209	682,899
净手续费收入	81,282	83,720	86,232	89,681
其他非息收入	53,620	44,816	47,057	49,410
<b>营业收入</b>	<b>724,868</b>	<b>727,346</b>	<b>771,497</b>	<b>821,990</b>
税金及附加	(6,525)	(6,981)	(7,444)	(8,241)
业务及管理费	(229,273)	(230,057)	(244,022)	(259,992)
营业外净收入	(1,532)	0	0	0
<b>拨备前利润</b>	<b>451,542</b>	<b>454,189</b>	<b>481,720</b>	<b>512,937</b>
资产减值损失	(145,326)	(131,971)	(141,895)	(153,625)
<b>税前利润</b>	<b>306,216</b>	<b>322,218</b>	<b>339,825</b>	<b>359,312</b>
所得税	(47,528)	(50,012)	(52,745)	(55,769)
<b>税后利润</b>	<b>258,688</b>	<b>272,207</b>	<b>287,081</b>	<b>303,543</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>259,140</b>	<b>272,682</b>	<b>287,582</b>	<b>304,074</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>241,901</b>	<b>255,443</b>	<b>270,343</b>	<b>286,835</b>

### 主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>业绩增长</b>				
利息净收入增速	2.07%	1.50%	6.58%	7.00%
手续费净增速	1.19%	3.00%	3.00%	4.00%
非息净收入增速	-4.95%	-4.72%	3.70%	4.35%
拨备前利润增速	-2.24%	0.59%	6.06%	6.48%
归属母公司净利润增速	7.45%	5.23%	5.46%	5.73%
<b>盈利能力</b>				
ROAE	11.30%	11.04%	10.83%	10.66%
ROAA	0.82%	0.74%	0.70%	0.69%
RORWA	1.37%	1.23%	1.13%	1.12%
生息率	3.49%	3.30%	3.25%	3.25%
付息率	1.81%	1.86%	1.84%	1.84%
净利差	1.69%	1.45%	1.42%	1.41%
净息差	1.86%	1.61%	1.57%	1.57%
成本收入比	31.63%	31.63%	31.63%	31.63%
<b>资本状况</b>				
资本充足率	17.20%	15.06%	14.87%	14.68%
核心资本充足率	13.37%	11.53%	11.48%	11.44%
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
<b>资产质量</b>				
不良贷款余额	271,062	300,153	333,666	371,880
不良贷款净生成率	0.48%	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%	292%	281%	268%
拨贷比	4.16%	3.97%	3.79%	3.60%
<b>流动性</b>				
贷存比	79.72%	74.41%	77.88%	81.52%
贷款/总资产	58.13%	55.27%	57.84%	60.53%
平均生息资产/平均总资产	98.92%	98.48%	98.1%	98.3%
<b>每股指标(元)</b>				
EPS	0.69	0.73	0.77	0.82
BVPS	6.37	6.86	7.40	7.97
每股股利	0.22	0.23	0.25	0.26
<b>估值指标</b>				
P/E	5.03	4.77	4.51	4.25
P/B	0.55	0.51	0.47	0.44
P/PPOP	2.70	2.68	2.53	2.37
股息收益率	6.39%	6.74%	7.14%	7.57%

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>