

公司研究

利息收入增长提振营收，县域金融发展态势良好

——农业银行（601288.SH）2020 年年报点评

增持（维持）

当前价：3.38 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

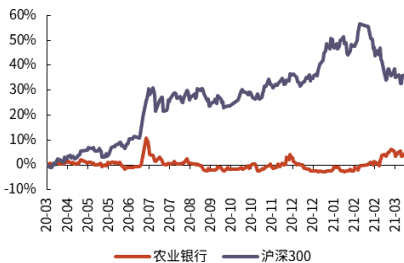
010-57378035

dongwx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,499.83
总市值(亿元)	11,654.44
一年最低/最高(元)	3.11/3.67
近3月换手率	9.03%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.76	5.79	-32.28
绝对	3.42	5.71	3.95

资料来源：Wind

相关研报

从区域分化视角看银行股投资逻辑——银行业 2021 年春季投资策略（2021-3-7）

要点

事件：

3月30日，农业银行发布2020年年报，实现营业收入6579.61亿元（YoY+4.9%）；归属于上市公司股东的净利润2159.25亿元（YoY+1.8%）。加权平均净资产收益率11.35%（YoY-1.08pct）。

点评：

四季度拨备计提力度减弱驱动全年盈利增速回正。2020年，农业银行营业收入/拨备前利润/归母净利润同比增速分别为4.9%/6.1%/1.8%，四季度拨备计提力度边际缓释，单季盈利同比增速大幅升至61.0%，提振全年归母净利润回正。营业收入结构上，个人银行业务占比较上年末提升3.9pct至42.1%。

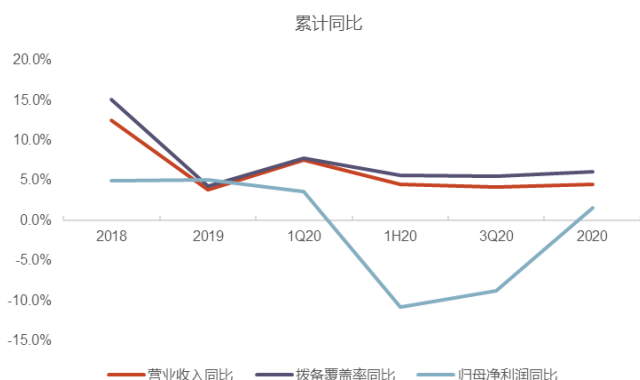
信贷增速高+息差韧性较强，推动利息净收入同比增长8.8%。农业银行2020年实现利息净收入5450.79亿元（YoY+8.8%），占营业收入的82.8%；价量变化上，规模增长导致利息净收入增加543.89亿元，利率变动导致利息净收入减少101.80亿元。资产端，公司加大信贷投放力度，全年总资产/贷款同比增速分别为9.4%/13.5%，贷款占比较上年末提升2.0pct至53.5%；贷款投放结构相对均衡，对公及零售信贷增速分别为14.6%、15.0%；负债端，总负债/存款增速分别为9.0%/8.1%，存款占比较上年末微降0.7pct至81.5%，仍占有绝对比重。值得一提的是，在贷款及投资收益率承压情况下，农业银行净息差仅较上年末下降3BP至2.20%（分项上，贷款收益率较上年末下降13BP至4.38%，存款付息率较上年末下降6BP至1.53%），主要受益较好的负债成本管控及稳定的存款基础。

手续费及佣金增长相对平缓，投资收益等科目拖累非息收入同比负增长。手续费及佣金净收入同比增加2.2%，增幅较大科目是基金及理财等托管业务收入（YoY+13.7%）、银团和债券承销带来的咨询顾问费（YoY+10.5%）、理财及代销基金增长相关的代理业务收入（YoY+6.3%），银行卡业务受疫情影响拖累（YoY-5.1%）。其他非息收入383.4亿元（YoY-28.3%），主要受到衍生金融工具投资损失、部分金融工具公允价值下降等因素拖累，汇兑损益及其他业务收入实现正增长。

县域金融呈现良好发展态势，营收贡献度持续提升。2020年县域存、贷款增速分别为10.0%（VS全行8.1%）和16.5%（VS全行13.5%），规模增速高于全行平均水平；同时，县域地区存贷利差达到3.17%，相较全行2.85%的平均水平高出32BP。县域金融在价、量两方面均呈现良好发展态势。截至2020年末，县域存款增量占全行存款增量比达52.1%，对全行存款的稳定及成本控制具有重要意义。与发达地区相比，县域地区金融服务基础设施相对薄弱、金融需求尚未得到充分满足，客户溢价能力较弱且粘性较高，银行面临的竞争压力较小，议价能力相对更强。同时，随着国家乡村振兴等政策持续推进，涉农金融业务将迎来更大发展空间。

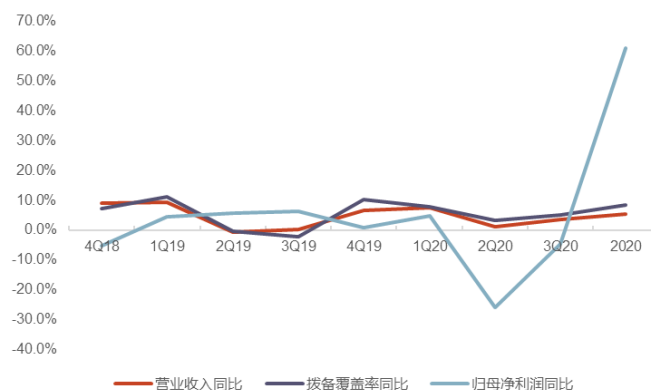
多措并举压降不良资产，拨备覆盖率居四大行首位。截至2020年末，农行不良贷款率1.57%，环比3Q20小幅上升5BP；关注率贷款环比1H20下降8BP至2.01%，逾期贷款率环比1H20下降4BP至1.29%，潜在不良压力边际缓释。拨备覆盖率环比3Q20下降11.8pct至260.64%，仍为四大行最高水平，具有较强风险抵补能力。

图 1: 农业银行营收及盈利增速 (累计同比)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 农业银行营收及盈利增速 (单季同比)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 1 农业银行资产质量主要相关指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
不良贷款率	2.39%	2.37%	1.81%	1.59%	1.40%	1.57%
关注贷款率	4.20%	3.88%	3.27%	2.74%	2.24%	2.01%
(关注+不良)贷款率	6.59%	6.26%	5.08%	4.33%	3.64%	3.58%
逾期贷款率	3.14%	2.83%	2.09%	1.70%	1.37%	1.29%
逾期 90 天以上不良贷款率	85.05%	84.52%	68.53%	64.99%	59.76%	0.77%
拨备覆盖率	189.43%	173.40%	208.37%	252.18%	288.75%	260.64%
拨贷比	4.53%	4.12%	3.77%	4.02%	4.06%	4.08%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

“固本计划”成效巩固, 资本充足水平环比 3Q20 稳中有升。近年来, 公司持续推动“固本计划”加强资本补充。2020 年进行了优先股重定价、永续债、二级资本债等多样的资本补充。截至 2020 年末, 核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为 11.04%、12.92%和 16.59%。

盈利预测、估值与评级: 农业银行县域金融业务发展态势良好, 营收增速稳健, 具有稳定的低成本存款扩展来源。维持 2021 年 EPS 预测为 0.65 元不变, 小幅上调 2022 年 EPS 预测为 0.68 元 (较上次+1.5%), 新增 2023 年 EPS 预测为 0.71 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 如果国内经济增速不及预期, 可能影响公司信贷投放的力度和质量。

表 2: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	6,273	6,580	6,991	7,385	7,773
营业收入增长率	4.8%	4.9%	6.2%	5.6%	5.2%
净利润 (亿元)	2,121	2,159	2,274	2,386	2,495
净利润增长率	4.6%	1.8%	5.3%	4.9%	4.6%
EPS (元)	0.61	0.62	0.65	0.68	0.71
ROE (归属母公司)	12.7%	11.9%	11.6%	11.3%	10.9%
P/E	5.6	5.5	5.2	5.0	4.7
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-03-30

财务报表与盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
损益表摘要 (RMB: 亿元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	4,869	5,451	5,873	6,194	6,523	EPS (元)	0.61	0.62	0.65	0.68	0.71
非息收入	1,151	840	918	991	1,050	PPOPPS (元)	2.92	2.75	2.54	2.40	2.26
营业收入	6,273	6,580	6,991	7,385	7,773	BVPS (元)	5.00	5.39	5.81	6.30	6.81
业务管理费及营业税	(1,912)	(1,923)	(2,066)	(2,166)	(2,249)	P/E	5.6	5.5	5.2	5.0	4.7
拨备前利润	4,053	4,300	4,650	4,935	5,230	P/PPOP	2.9	2.8	2.5	2.4	2.3
税前利润	2,666	2,651	2,849	2,990	3,127	P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
归母净利润	2,121	2,159	2,274	2,386	2,495						
资产负债表摘要 (RMB: 亿元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	248,724	272,050	299,144	327,140	352,718	总资产增速	10.0%	9.4%	10.0%	9.4%	7.8%
贷款总额	133,295	151,361	170,281	189,864	210,749	净息差 (NIM)	2.06%	2.10%	2.05%	1.96%	1.89%
其他生息资产	114,974	119,810	131,183	140,143	148,855	净利差	1.86%	1.91%	1.85%	1.75%	1.67%
总负债	229,185	249,943	275,539	301,821	325,608	生息资产收益率	3.63%	3.58%	3.58%	3.52%	3.46%
存款余额	183,152	201,074	219,170	237,800	254,446	贷款收益率	4.48%	4.44%	4.35%	4.27%	4.20%
其他付息负债	35,992	40,034	46,725	53,457	59,766	付息负债付息率	1.77%	1.68%	1.73%	1.76%	1.79%
所有者权益	19,539	22,107	23,605	25,319	27,109	存款付息率	1.58%	1.48%	1.50%	1.53%	1.55%
年增长率 (%)						非息收入占比					
贷款余额	11.9%	13.6%	12.5%	11.5%	11.0%	成本收入比	31.8%	30.6%	30.4%	30.1%	29.7%
存款余额	6.8%	9.8%	9.0%	8.5%	7.0%						
净利息收入	1.9%	12.0%	7.7%	5.5%	5.3%	资产质量					
净手续费及佣金收入	11.2%	-14.2%	8.0%	7.0%	5.0%	不良贷款率	1.33%	1.57%	1.59%	1.60%	1.62%
营业收入	3.8%	4.5%	8.0%	5.8%	5.4%	拨备覆盖率	305.3%	260.5%	251.7%	231.4%	222.8%
拨备前利润	4.3%	6.1%	8.2%	6.1%	6.0%	拨贷比	4.06%	4.08%	3.99%	3.71%	3.62%
归母净利润	4.6%	1.8%	5.3%	4.9%	4.6%						
盈利结构 (按平均总资产计 %)						资本 (%)					
ROAA	0.90%	0.83%	0.80%	0.76%	0.74%	核心一级资本充足率	11.24%	11.04%	11.02%	11.06%	11.09%
ROAE	12.70%	11.89%	11.60%	11.26%	10.88%	资本充足率	16.13%	16.59%	16.15%	15.80%	15.47%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所; 股价日期为 2021-3-30

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------