

证券研究报告—动态报告

金融

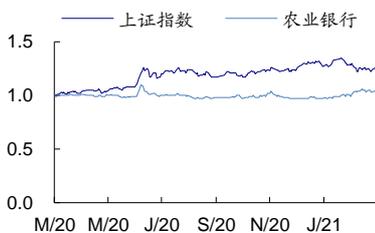
银行

农业银行(601288)
买入

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|--------------|-------------------|
| 总股本/流通(百万股) | 349,983/324,794 |
| 总市值/流通(百万元) | 1,182,943/993,907 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,457/13,888 |
| 12个月最高/最低(元) | 3.86/3.11 |

相关研究报告:

《农业银行-601288-2020 年一季报点评: 净息差下降, 资产增长较快》——2020-04-30
 《农业银行-601288-2019 年报点评: 资产质量稳中向好》——2020-03-31
 《农业银行-601288-2019 三季报点评: 净息差同比下滑, 不良率下降》——2019-10-28
 《农业银行-601288-2019 中报点评: 资产质量向好, 存款成本上升》——2019-09-02
 《农业银行-601288-深度报告: 掘金县域》——2019-07-25

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
营收增长稳, 不良确认力度加大
● 农业银行披露 2020 年报

公司在报告期内实现归母净利润 2159 亿元, 同比增长 1.8%。

● 营收稳定增长, 拨备反哺利润

2020 年实现营业净收入 6580 亿元, 同比增长 4.9%, 较前三季度持平; 全年 PPOP 同比增长 6.4%, 较前三季度上升 0.7 个百分点。四季度单季资产减值损失同比下降 25.6%, 使得全年资产减值损失仅增加 18.8%, 较前三季度 33.5% 的增速明显回落, 带来利润增长由负转正。

● 净息差同比下降

公司从 2020 年起对信用卡消费分期相关收入进行了重分类, 将其从手续费收入重分类至利息收入。调整后的全年日均净息差 2.20%, 同口径下同比下降 3bps。其中资产端收益率下降 14bps、贷款收益率下降 13bps, 主要是 LPR 下降影响; 负债成本下降 9bps, 其中存款成本下降 6bps, 显示出公司在存款端的优势依然保持。

● 不良确认力度加大

公司 2020 年末不良率 1.57%, 今年以来逐季上升, 较年初提高 17bps; 关注率 2.01%, 较年初大幅下降 23bps; 不良/逾期 90 天以上贷款 202%, 较年初上升 45 个百分点。总体来看, 公司在今年加大了不良资产确认力度, 导致不良率上行, 拨备覆盖率较年初也大幅降低 28 个百分点至 261%。

● 投资建议

公司表现符合预期, 我们将盈利预测延后一年, 预计 2021~2023 年净利润为 2300 亿元/2523 亿元/2805 亿元, 同比增长 6.3%/9.7%/11.2%, 对应摊薄 EPS0.63 元/0.69 元/0.77 元; 当前股价对应的动态 PE 为 5.4x/4.9x/4.4x, 动态 PB 为 0.6x/0.5x/0.5x, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济形势持续走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

盈利预测和财务指标

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 627,268 | 657,961 | 675,130 | 724,978 | 778,662 |
| (+/-)% | 4.8% | 4.9% | 2.6% | 7.4% | 7.4% |
| 净利润(百万元) | 212,924 | 216,400 | 230,036 | 252,250 | 280,548 |
| (+/-)% | 5.1% | 1.6% | 6.3% | 9.7% | 11.2% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.59 | 0.59 | 0.63 | 0.69 | 0.77 |
| 总资产收益率(ROA) | 0.89% | 0.82% | 0.80% | 0.80% | 0.81% |
| 净资产收益率(ROE) | 12.4% | 10.3% | 10.1% | 10.3% | 10.6% |
| 市盈率(PE) | 5.7 | 5.7 | 5.4 | 4.9 | 4.4 |
| P/PPoP | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| 市净率(PB) | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司重要驱动因素的相关指标变化情况如下：

表 1：公司重要驱动因素

| | 2019/9/30 | 2019/12/31 | 2020/3/31 | 2020/6/30 | 2020/9/30 | 2020/12/31 |
|----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 生息资产同比增速 | 10.0% | 10.0% | 10.9% | 10.6% | 9.9% | 2.6% |
| 不良贷款率 | 1.42% | 1.40% | 1.39% | 1.43% | 1.51% | 1.57% |
| 拨备覆盖率 | 281% | 289% | 290% | 292% | 282% | 261% |

| | 2018/6/30 | 2018/12/31 | 2019/6/30 | 2019/12/31 | 2020/6/30 | 2020/12/31 |
|----------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
| 关注贷款率 | 3.10% | 2.74% | 2.43% | 2.24% | 2.09% | 2.01% |
| 逾期率 | 1.83% | 1.70% | 1.50% | 1.26% | 1.33% | 1.29% |
| 不良/逾期 90 天以上贷款 | 138% | 154% | 152% | 157% | 172% | 202% |
| 不良生成率（半年度，年化） | 0.59% | 0.70% | 0.46% | 0.55% | 0.72% | 0.87% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 价值评估 (倍) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| P/E | 5.7 | 5.4 | 4.9 | 4.4 | 净利息收入 | 545,079 | 559,195 | 606,298 | 657,314 |
| P/B | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 利息收入 | 930,932 | 981,952 | 1,073,575 | 1,170,708 |
| P/PPoP | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 利息支出 | 385,853 | 422,757 | 467,277 | 513,393 |
| 市值/总资产(A股) | 4.3% | 3.9% | 3.6% | 3.3% | 资产准备支出 | 164,699 | 156,341 | 162,897 | 165,120 |
| 股息收益率(税后) | 5.5% | 5.8% | 6.4% | 7.1% | 拨备后净利息收入 | 380,380 | 402,853 | 443,401 | 492,194 |
| | | | | | 手续费净收入 | 74,545 | 77,599 | 80,342 | 83,011 |
| 每股指标 (元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 其他经营净收益 | 38,337 | 38,337 | 38,337 | 38,337 |
| EPS | 0.59 | 0.63 | 0.69 | 0.77 | 营业净收入 | 657,961 | 675,130 | 724,978 | 778,662 |
| BVPS | 5.39 | 5.83 | 6.32 | 6.88 | 营业费用 | 227,291 | 236,116 | 252,200 | 269,001 |
| PPoPPS | 1.23 | 1.25 | 1.35 | 1.46 | 营业外净收入 | -921 | -921 | -921 | -921 |
| DPS | 0.19 | 0.20 | 0.22 | 0.24 | 拨备前利润 | 430,670 | 439,014 | 472,778 | 509,661 |
| 盈利驱动 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 总利润 | 265,050 | 281,752 | 308,960 | 343,619 |
| 存款增长 | 9.9% | 9.9% | 9.9% | 9.9% | 所得税 | 48,650 | 51,716 | 56,710 | 63,071 |
| 贷款增长 | 13.6% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 少数股东利润 | 475 | 475 | 475 | 475 |
| 存贷比 | 74% | 73% | 72% | 71% | 净利润 | 216,400 | 230,036 | 252,250 | 280,548 |
| 盈利资产增长 | 2.6% | 10.5% | 9.7% | 9.7% | 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 贷款收益率 | 4.38% | 4.40% | 4.40% | 4.40% | 现金及存放同业 | 1,617,605 | 2,189,631 | 2,649,608 | 3,170,364 |
| 债券收益率 | 3.22% | 3.22% | 3.22% | 3.22% | 央行准备金 | 2,437,275 | 2,677,816 | 2,942,096 | 3,232,458 |
| 资产生息率 | 3.65% | 3.72% | 3.70% | 3.68% | 拆放金融企业 | 179,734 | 243,292 | 294,401 | 352,263 |
| 存款成本率 | 1.43% | 1.43% | 1.43% | 1.43% | 贷款 | 14,552,433 | 15,640,383 | 16,871,469 | 18,210,086 |
| 负债付息率 | 2.91% | 2.91% | 2.91% | 2.91% | 贷款拨备 | -583,688 | -706,628 | -783,302 | -857,067 |
| 净息差(NIM) | 2.14% | 2.12% | 2.09% | 2.07% | 债券投资 | 6,267,289 | 6,922,497 | 7,591,842 | 8,328,288 |
| 净利差(SPREAD) | 2.02% | 2.08% | 2.05% | 2.03% | 固定资产 | 151,154 | 150,495 | 150,167 | 150,003 |
| 非利息收入比重 | 17% | 17% | 16% | 16% | 递延税款净额 | 120,952 | 120,952 | 120,952 | 120,952 |
| 费用收入比(含税金及附加) | 34.5% | 35.0% | 34.8% | 34.5% | 其他资产 | 1,878,605 | 2,104,108 | 2,334,132 | 2,587,018 |
| 拨备支出/平均贷款 | 1.20% | 1.04% | 1.00% | 0.94% | 盈利资产 | 25,054,336 | 27,673,619 | 30,349,416 | 33,293,458 |
| 有效所得税率 | 18% | 18% | 18% | 18% | 总资产 | 27,205,047 | 30,049,174 | 32,954,666 | 36,151,431 |
| 收入盈利增长 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 金融企业存放 | 2,631,532 | 3,048,268 | 3,349,109 | 3,679,641 |
| 净利息收入增长 | 12.0% | 2.6% | 8.4% | 8.4% | 存款 | 20,372,901 | 22,383,552 | 24,592,639 | 27,019,747 |
| 手续费收入增长 | -14.2% | 4.1% | 3.5% | 3.3% | 应付款项 | 618,023 | 684,510 | 752,066 | 826,289 |
| 营业净收入增长 | 4.9% | 2.6% | 7.4% | 7.4% | 发行债券 | 1,371,845 | 1,566,849 | 1,721,485 | 1,891,382 |
| 拨备前利润增长 | 6.4% | 1.9% | 7.7% | 7.8% | 付息负债 | 24,376,278 | 26,998,669 | 29,663,233 | 32,590,770 |
| 净利润增长 | 1.6% | 6.3% | 9.7% | 11.2% | 总负债 | 24,994,301 | 27,683,179 | 30,415,299 | 33,417,059 |
| 资产盈利能力 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 实收资本 | 349,983 | 349,983 | 349,983 | 349,983 |
| RoAE | 10.3% | 10.1% | 10.3% | 10.6% | 公积金 | 173,556 | 173,556 | 173,556 | 173,556 |
| RoAA | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 一般准备 | 311,449 | 348,057 | 388,206 | 432,869 |
| RoAA(拨备前) | 1.7% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 未分配利润 | 828,240 | 924,384 | 1,032,932 | 1,155,827 |
| RoRWA | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 少数股东权益 | 5,957 | 5,957 | 5,957 | 5,957 |
| 资产质量 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 所有者权益 | 2,210,746 | 2,365,995 | 2,539,367 | 2,734,372 |
| 不良资产率 | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 贷款结构 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 拨备覆盖率 | 261% | 276% | 283% | 287% | 企业贷款 | 56% | | | |
| 拨备余额/全部贷款 | 3.9% | 4.3% | 4.4% | 4.5% | 票据贴现 | 3% | | | |
| 资本 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 个人贷款 | 41% | | | |
| 资本充足率 | 17% | 14% | 14% | 14% | 存款结构 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 一级资本充足率 | 13% | 12% | 12% | 12% | 企业活期 | 26% | | | |
| 财务杠杆(倍) | 12.3 | 12.7 | 13.0 | 13.2 | 企业定期 | 12% | | | |
| 风险加权资产比重 | 62% | 62% | 62% | 62% | 储蓄活期 | 29% | | | |
| 核心一级资本充足率 | 11.0% | 10.8% | 10.7% | 10.6% | 储蓄定期 | 30% | | | |
| | | | | | 其他存款 | 4% | | | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032