

2021年04月30日

不良率下行&拨备覆盖率回升

买入(维持)

事件: 农业银行2021年一季度营业收入1944.52亿元, 同比增长4.15%; 归属于本行股东净利润658.61亿元, 同比增长2.61%, 对应EPS为0.18元/股。期末总资产28.55万亿元, 较期初增长4.93%; 归属于本行普通股股东净资产为1.94万亿, 较期初增长3.14%, 对应BVPS为5.56元/股。考虑一季度银行业总体净利润同比增速1.5%, 我们认为农业银行业绩符合市场预期。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 农业银行一季度业绩表现在可比同业中相对优异, 虽然国有大行的净息差压力造成收入增速趋缓, 但农业银行的非利息收入增长明显优于同业。此外, 继续保持资产质量优势, 不良率下行+拨备覆盖率提升至264.61%。展望后市, 随着贷款利率逐步回升, 净息差有望企稳, 而当前估值仍接近历史底部, 我们坚定看好估值回升。我们预计农业银行2021、2022年归母净利润增速6.1%、5.6%(维持), 目前A股/H股估值对应0.56x/0.44x2021PB、5.0x/4.0x2021PE, 当前静态股息率5.65%/7.14%, 维持“买入”评级。

■ **资产&负债:** 对公贷款拉动规模扩张, 存款增长强劲但活期占比下行。

资产端: 农业银行一季度总资产较期初增长4.9%, 在可比国有大行中增速较快, 其中贷款和同业资产是主要驱动力。i) 贷款总额一季度较期初增长5.9%, 尤其是对公贷款增速达到7.9%, 占贷款总额的比例较期初提升1.0pct至54.8%。零售贷款则增长5.4%, 我们预计其中的个人经营性贷款和农户贷款继续保持高增速。此外, 票据贴现收缩, 将信贷额度主要集中于贷款, 与同业基本一致; ii) 同业资产较期初大幅增长18.3%, 主要是买入返售金融资产大幅增长41.5%。iii) 金融投资资产规模较期初保持稳定。

负债端: 总负债较期初增长5.1%, 其中存款是主要增长点。存款总额一季度较期初强劲增长7.4%, 对公和零售存款分别增长7.0%和8.0%, 增速高于可比同业, 但活期存款占比小幅下行1.8pct至53.4%。一季度是存款激烈竞争的时点, 国有大行主动营销定期存款产品吸引客户, 因此活期存款占比普遍有所降低。我们认为, 深耕县域、渠道广阔的农业银行未来在负债端仍将保持相对优势。此外, 其他负债品种规模均有所收缩, 其中同业负债较期初降低7.9%, 应付债券收缩0.8%, 向央行借款降低2.4%。我们判断, 在今年市场利率上行的环境中, 适度降低利率敏感型负债的占比, 相应提升存款占比, 更有利于平滑和抵御负债成本上行。

■ **净息差:** 我们预计一季度仍小幅下行, 主要源自存量贷款重定价+对公贷款占比上升。

农业银行一季度利息净收入同口径同比增长4.8%, 尽管并未披露净息差, 但我们通过相关生息资产科目及利息净收入估算, 预计一季度净息差较2020年全年进一步小幅下行。原因包括: i) 按揭贷款等部分存量业务在一季度重定价; ii) 利率价格相对低的对公和小微贷款占比不断提升。负债端, 我们判断一季度计息负债成本率保持相对平稳, 尽管负债结构总体优化, 存款占比上升, 但活期存款的比例下行。

展望后市, 我们判断国有大行的净息差有望企稳, 下半年回升, 主要源于新发放贷款利率逐步回升, 同时大型银行的负债成本也得益于监管环境。总体上, 我们建议对国有大行未来的净息差走势保持理性乐观。

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

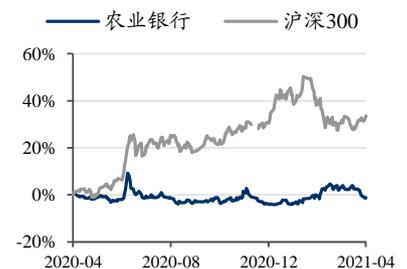
021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.23
一年最低/最高价	3.11/3.67
市净率(倍)	0.58
流通 A 股市值(百万元)	949798.60

基础数据

每股净资产(元)	5.56
资产负债率(%)	92.05
总股本(百万股)	349983.03
流通 A 股(百万股)	294055.29

相关研究

1、《农业银行(601288): 2020年年报点评: 净息差因何领跑国有大行?》2021-03-31

2、《农业银行(601288): 2020年三季报点评: 拨备雄厚, 低估值配置性价比高》2020-11-01

■ **非利息收入：手续费收入表现亮眼，预计由居民财富管理类收入推动。**

一季度手续费及佣金净收入同比增长 12.2%，增速较 2020 年全年的 2.2% 显著回升，也明显优于同业。由于银行卡手续费支出增加，手续费及佣金支出同比大幅增长 73.9%，但手续费及佣金收入同比高速增长 17.8%。我们预计与居民财富管理相关的理财和代销基金业务，以及基金、理财等托管业务在一季度收入同比增速显著提升，同时上年受疫情影响出现负增长的结算与清算手续费、银行卡手续费等指标本年也有望回暖。

手续费以外的非利息收入一季度同比下滑 7.5%，拖累总收入增速。其中，主要是公允价值变动损益大幅负增长，我们判断受债市波动影响，公允价值减少。

■ **支出端：成本收入比同比下行，信用减值计提力度保持相对平稳。**

农业银行一季度成本收入比为 22.35%，同比下行 0.40pct，我们预计今年公司将继续保持对费用支出的严格管控。此外，一季度计提信用减值 502.30 亿元，同比增加 12.0%，总体计提力度保持平稳，不过也造成一季度归母净利润同比增速低于 PPOP 增速 1.2pct。

■ **不良率下降，拨备覆盖率夯实，预计全年资产质量压力将逐步改善。**

农业银行 2021 年一季度末不良率 1.53%，较期初下降 4BP，同时拨备覆盖率提升 3.97pct 至 264.61%，风险抵补能力充分夯实。我们认为，当前时点农业银行的资产质量和风险抵补能力领先可比同业。展望未来，我们建议对国有大行的资产质量保持理性乐观，未来随着新生成不良率回落，资产质量仍将进一步改善。

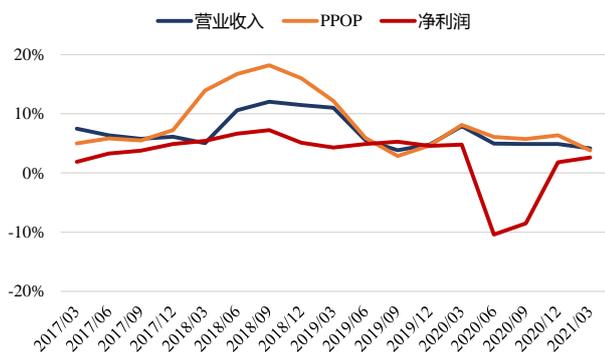
■ **风险提示：1) 资产质量超预期恶化；2) 银行利差持续收窄；3) 信贷融资需求低迷。**

表 1：2017/03~2021/03 资产与负债主要品种的环比增速

资产&负债	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03
总资产	3.9%	2.8%	4.6%	5.4%	4.9%
贷款总额	4.3%	3.9%	5.9%	5.9%	5.6%
公司贷款	7.9%	4.7%	7.2%	8.8%	7.9%
票据贴现	-35.9%	-39.7%	-10.7%	-17.9%	-39.5%
零售贷款	5.3%	4.7%	5.3%	3.9%	5.4%
同业资产	-1.3%	1.8%	40.6%	29.0%	18.3%
投资资产	6.6%	-1.1%	1.7%	1.8%	0.0%
公司贷款/贷款总额	57.3%	57.7%	55.3%	54.8%	54.8%
总负债	3.9%	2.8%	4.7%	5.5%	5.1%
存款总额	6.1%	4.1%	6.4%	3.8%	7.4%
公司客户	8.8%	2.5%	4.6%	-1.0%	7.0%
个人客户	5.7%	5.2%	7.1%	3.8%	8.0%
同业负债	-19.8%	-17.7%	-0.8%	5.8%	-7.9%
债券	15.5%	21.9%	-0.1%	3.3%	-0.8%
活期存款/存款总额	55.8%	57.5%	57.3%	55.3%	53.4%

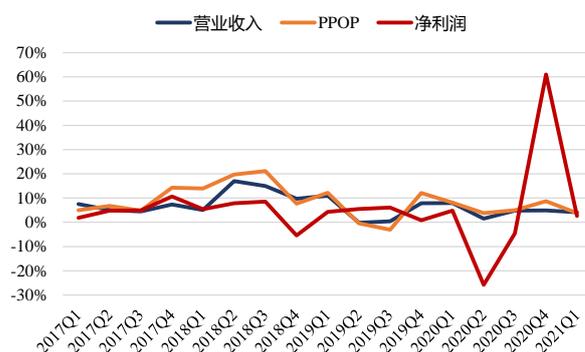
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 1: 2017/03~2021/03 农业银行累计同比盈利增速



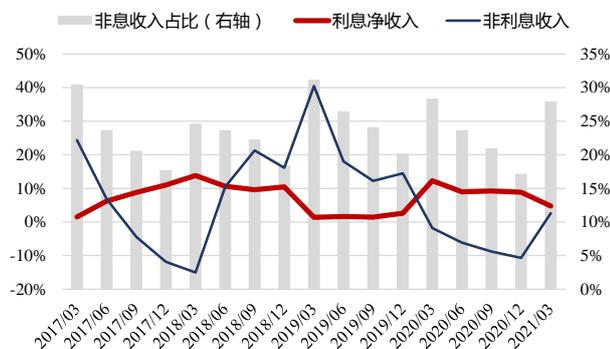
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2017Q1~2021Q1 农业银行单季度同比盈利增速



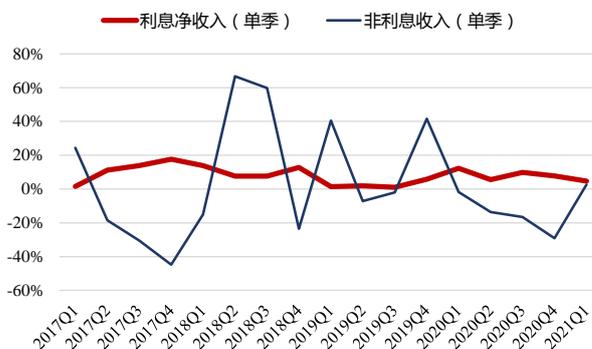
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2017/03~2021/03 农业银行利息净收入、非利息净收入累计同比增速及结构



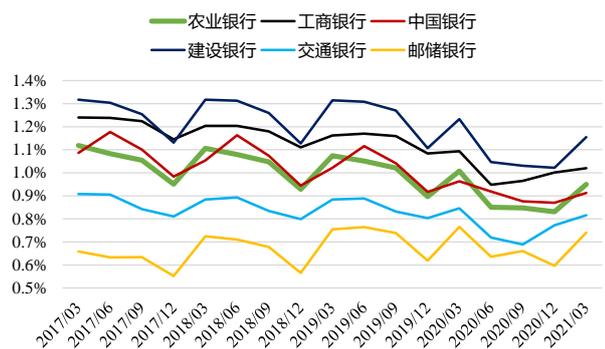
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2017Q1~2021Q1 农业银行利息净收入、非利息净收入单季度同比增速



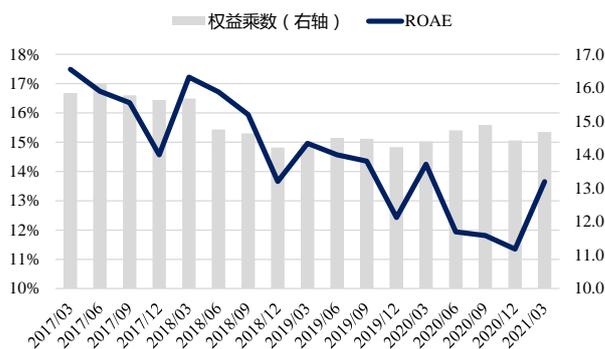
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2017/03~2021/03 农业银行及可比银行 ROAA



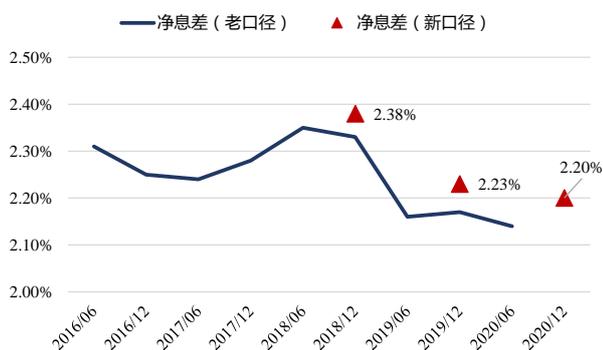
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2017/03~2021/03 农业银行 ROAE 及权益乘数



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

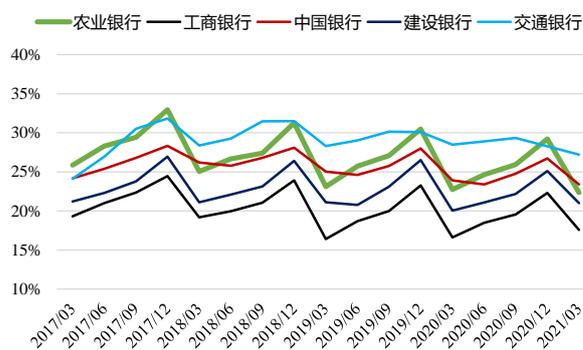
图 7: 2017/03~2020/12 农业银行累计净息差



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

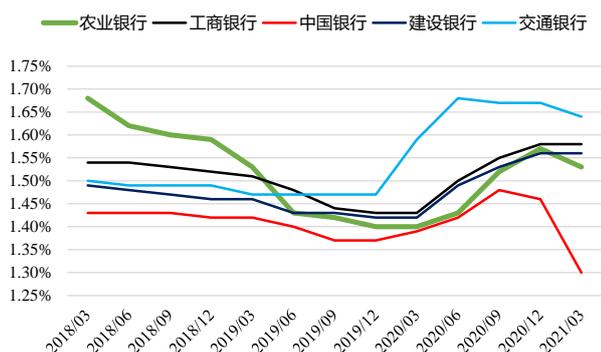
备注: 2020 年净息差财务口径调整, 同时对 2016 至 2019 年原数据追溯调整

图 8: 2017/03~2021/03 农业银行及可比银行成本收入比



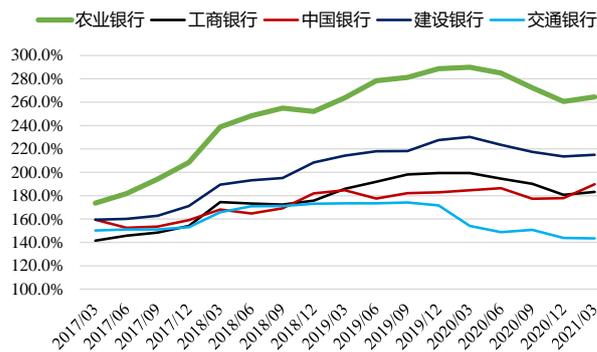
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 9: 2018/03~2021/03 国有大型银行不良贷款率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 10: 2017/03~2021/03 国有大型银行拨备覆盖率



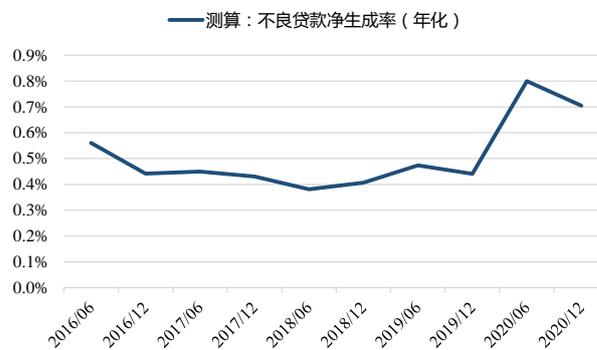
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 11: 2016/06~2020/12 农业银行年化信贷成本



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 12: 2016/06~2020/12 农业银行不良贷款净生成率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

年化不良贷款净生成率 = (不良贷款净增量 + 核销规模) / 期初贷款总额

农业银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产合计	24,877,491	27,205,047	29,517,476	31,878,874	34,588,578	营业收入	627,268	657,961	714,032	765,937	831,961
现金及存放中央银行款项	2,699,895	2,437,275	2,656,573	2,869,099	3,112,972	利息净收入	500,870	545,079	597,990	645,829	708,486
客户贷款及垫款	12,819,764	14,552,433	15,850,885	17,150,834	18,643,244	手续费及佣金净收入	72,927	67,742	69,774	72,914	75,102
金融投资	7,422,930	7,822,659	8,501,033	9,212,995	10,099,865	投资收益等其他业务收入	53,471	45,140	46,269	47,194	48,374
FVTPL 金融投资	801,361	583,069	590,350	637,577	691,772	营业支出	360,963	391,990	433,582	469,891	518,132
以摊余成本计量的金融投资	4,946,741	5,684,220	6,198,670	6,726,442	7,367,367	业务及管理费	191,224	192,348	210,640	233,611	253,748
FVTOCI/其他债权投资	1,674,828	1,555,370	1,712,014	1,848,975	2,040,726	资产减值损失	138,605	164,699	184,292	194,393	218,197
存放同业及其他金融机构款项	235,742	434,185	442,762	446,304	449,652	营业利润	266,305	265,971	280,450	296,046	313,829
拆出资金	523,183	546,948	531,315	573,820	622,594	税前利润	266,576	265,050	279,890	295,454	313,201
买入返售金融资产	708,551	816,206	826,489	860,730	899,303	净利润	212,924	216,400	229,509	242,272	256,825
贵金属	30,063	87,357	88,552	95,637	103,766	归属于母公司股东净利润	212,098	215,925	229,050	241,788	256,311
其他资产合计	437,363	507,984	619,867	669,456	657,183	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	22,923,630	24,994,301	27,162,383	29,353,186	31,881,544	资产总计增速	10.0%	9.4%	8.5%	8.0%	8.5%
向中央银行借款	608,536	737,161	801,105	865,718	940,288	客户贷款及垫款增速	11.9%	13.5%	8.9%	8.2%	8.7%
同业及其他金融机构存放款项	1,503,909	1,394,516	1,466,769	1,555,719	1,721,603	负债总计增速	9.5%	9.0%	8.7%	8.1%	8.6%
拆入资金	325,363	390,660	353,111	410,945	478,223	客户存款增速	6.9%	9.9%	10.0%	9.0%	9.0%
交易性金融负债	30,234	27,817	27,162	29,353	31,882	营业收入增速	4.8%	4.9%	8.5%	7.3%	8.6%
衍生金融负债	29,548	65,282	67,906	73,383	79,704	利息净收入增速	2.6%	8.8%	9.7%	8.0%	9.7%
卖出回购款项	53,197	109,195	108,650	123,283	137,091	手续费及佣金净收入增速	-2.2%	-7.1%	3.0%	4.5%	3.0%
应交税费	67,827	64,575	67,906	73,383	79,704	成本收入比	30.5%	29.2%	29.5%	30.5%	30.5%
客户存款	18,542,861	20,372,901	22,410,191	24,427,108	26,625,548	所得税率	20%	18%	18%	18%	18%
已发行债务证券	1,108,212	1,371,845	1,439,606	1,555,719	1,689,722	归属于母公司股东净利润增速	5.1%	1.6%	6.1%	5.6%	6.0%
其他负债合计	653,943	460,349	419,977	238,574	97,780	EPS	0.59	0.59	0.64	0.68	0.72
股东权益	1,959,762	2,210,746	2,355,093	2,525,688	2,707,035	BVPS	5.00	5.39	5.77	6.26	6.77
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983	ROAE	12.43%	11.35%	11.49%	11.26%	11.04%
其他权益工具	199,886	319,875	319,875	319,875	319,875	ROAA	0.90%	0.83%	0.81%	0.79%	0.77%
资本公积	173,556	173,556	173,556	173,556	173,556	净利息收益率	2.23%	2.20%	2.22%	2.22%	2.24%
其他综合收益	31,903	25,615	1,000	1,000	1,000	不良贷款率	1.40%	1.57%	1.51%	1.50%	1.48%
盈余公积	174,910	196,071	217,831	240,801	265,150	拨备覆盖率	288.75%	260.64%	270.00%	283.00%	296.00%
一般准备	277,016	311,449	330,918	351,470	373,257	分红比例	30.7%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
未分配利润	741,101	828,240	947,799	1,073,849	1,207,972	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归属于母公司股东的权益	1,948,355	2,204,789	2,340,963	2,510,534	2,690,792	P/E (A 股)	5.5	5.5	5.0	4.8	4.5
少数股东权益	11,407	5,957	14,131	15,154	16,242	P/E (H 股)	4.3	4.3	4.0	3.8	3.5
资产负债指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	P/B (A 股)	0.64	0.60	0.56	0.51	0.48
生息资产平均余额	22,459,982	24,830,792	26,936,468	29,091,385	31,628,834	P/B (H 股)	0.51	0.47	0.44	0.41	0.38
计息负债平均余额	20,736,411	22,527,539	24,673,912	26,863,136	29,326,256	股息率 (A 股)	5.65%	5.65%	6.00%	6.34%	6.73%
归属于母公司普通股股东权益	1,748,469	1,884,914	2,021,088	2,190,659	2,370,917	股息率 (H 股)	7.14%	7.14%	7.58%	8.01%	8.50%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>