

证券研究报告—动态报告

金融

银行

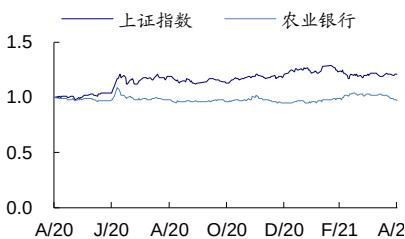
农业银行(601288)
买入

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 05 月 03 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)	1,119,946/940,977
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12 个月最高/最低(元)	3.86/3.11

相关研究报告:

《农业银行-601288-2020 年报点评: 营收增长稳, 不良确认力度加大》——2021-03-31
 《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

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码: 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码: 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码: 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

净息差保持稳定

● 农业银行披露 2021 年一季报

公司在报告期内实现归母净利润 659 亿元, 同比增长 2.6%, 增速较去年年报回升 0.8 个百分点。

● 营收增速小幅回落, 拨备计提增加

2021 年一季度实现营业净收入 1945 亿元, 同比增长 4.1%, 较去年年报回落 0.8 个百分点; 一季度拨备前利润同比增长 3.8%, 较去年年报回落 2.6 个百分点。一季度资产减值损失同比增长 12.0%, 增速较去年四季度明显回升, 拖累净利润增长。一季度手续费净收入同比增长 12.2%, 表现相对较好。

● 净息差基本保持稳定

我们用期初期末平均余额测算的公司 2021 年一季度净息差 2.12%, 同口径下同比下降 2bps, 大致能够稳定, 降幅也与去年年报降幅一致, 估计主要受贷款重定价等因素影响导致, 预计后续保持稳定。

● 不良继续出清

公司 2021 年一季末不良率 1.52%, 较年初降低 5bps; 一季度资产减值损失增加较多, 使得拨备覆盖率较年初回升 4 个百分点, 但期末拨贷比反而较年初下降了 14bps 至 4.03%, 意味着公司可能在一季度加大了不良的确认和处置力度, 不良仍在持续出清。

● 投资建议

公司表现符合预期, 我们维持盈利预测不变, 预计公司 2021~2023 年净利润分别为 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 5.1x/4.6x/4.1x, 动态 PB 为 0.5x/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)	5.4	5.4	5.1	4.6	4.1
P/PPoP	2.8	2.6	2.6	2.4	2.2
市净率(PB)	0.6	0.6	0.5	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

	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31
不良贷款率	1.40%	1.39%	1.43%	1.51%	1.57%	1.52%
拨备覆盖率	289%	290%	292%	282%	261%	265%
净利润增速归因：						
生息资产规模	9.5%	10.5%	10.5%	10.4%	8.8%	5.9%
净息差	-7.6%	-1.6%	-1.6%	-1.1%	0.1%	-1.1%
手续费净收入	1.3%	-0.4%	-1.1%	-0.6%	-0.8%	1.3%
其他非息收入	1.6%	-0.5%	-2.9%	-3.7%	-3.1%	-1.9%
营业成本	-0.2%	0.3%	1.2%	0.8%	1.5%	-0.4%
资产减值	1.8%	1.5%	-14.6%	-13.3%	-6.5%	-4.5%
税收及营业外净收支	-1.4%	-6.0%	-2.3%	-1.1%	1.8%	3.6%
净利润同比	5.1%	3.6%	-10.8%	-8.7%	1.6%	2.8%

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	5.4	5.1	4.6	4.1	净利息收入	545,079	559,195	606,298	657,314
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	利息收入	930,932	981,952	1,073,575	1,170,708
P/PPoP	2.6	2.6	2.4	2.2	利息支出	385,853	422,757	467,277	513,393
市值/总资产(A 股)	4.1%	3.7%	3.4%	3.1%	资产准备支出	164,699	156,341	162,897	165,120
股息收益率(税后)	5.8%	6.1%	6.7%	7.5%	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(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