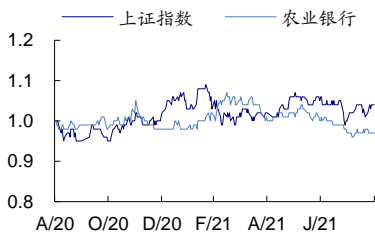


**证券研究报告—动态报告**
**金融**
**银行**
**农业银行(601288)**
**买入**
**2021 年中报点评**

(维持评级)

2021 年 08 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)	349,983/330,023
总市值/流通(百万元)	1,021,950/873,911
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12 个月最高/最低(元)	3.45/2.90

**相关研究报告:**

《农业银行-601288-2021 年一季报点评: 净息差保持稳定》——2021-05-04  
 《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

**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**

# 资产质量改善, 推进数字化转型

**● 农业银行披露 2021 年中报**

公司上半年归母净利润 1223 亿元, 同比增长 12.4%, 增速较一季度回升 9.8 个百分点, 主要是资产质量改善、拨备反哺利润, 该因素贡献净利润增速回升 12.4 个百分点。公司上半年营业收入同比增长 7.8%, PPOP 同比增长 7.6%, 总资产同比增长 8.2%。

**● 资产质量改善**

公司二季末不良率 1.50%, 较一季末降低 2bps; 关注率 1.57%, 较年初下降 44bps; 我们测算的上半年不良生成率 0.58%, 同比降低 14bps; 总体来看, 公司上半年资产质量改善。公司二季末拨备覆盖率 275%, 较一季末上升 10 个百分点。

**● 净息差同比有所降低**

公司上半年净息差 2.12%, 可比口径同比下降 8bps, 其中生息资产收益率同比下降 9bps, 计息负债付息率同比降低 1bp。具体来看, 主要是 LPR 下降导致贷款利率同比降低 21bps, 以及存款竞争激烈、存款成本同比上升 7bps。

**● 数字化转型持续推进**

农业银行积极推进数字化转型, 逐渐取得成效。一方面通过数字化转型提升线上用户经营能力, 6 月末个人掌银注册客户 3.8 亿户, MAU1.2 亿户; 个人有效客户掌银渗透率 13.86%, 较年初提升 1.77 个百分点; 另一方面也通过数字化转型提升服务实体的能力, 6 月末农银 e 贷余额达到 1.81 万亿元, 较年初增长 38%。

**● 投资建议**

公司表现符合预期, 我们保持盈利预测不变, 预计 2021~2023 年净利润 2300/2523/2805 亿元, 同比增 6.3%/9.7%/11.2%, EPS 0.63/0.69/0.77 元, 同比增 6.6%/10.1%/11.7%, PE4.6/4.2/3.8x, 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	717,391	771,993	830,752
(+/-%)	4.8%	4.9%	9.0%	7.6%	7.6%
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)	4.9	5.0	4.6	4.2	3.8
P/PPoP	2.5	2.4	2.2	2.0	1.9
市净率(PB)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4

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**

	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30
不良贷款率	1.39%	1.43%	1.51%	1.57%	1.52%	1.50%
拨备覆盖率	290%	292%	282%	261%	265%	275%

	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/6/30
关注贷款率	2.74%	2.43%	2.24%	2.09%	2.01%	1.57%
逾期率	1.70%	1.50%	1.26%	1.33%	1.29%	1.10%
不良/逾期 90 天以上贷款	154%	152%	157%	172%	202%	226%
不良生成率 (半年度, 年化)	0.70%	0.46%	0.55%	0.72%	0.87%	0.58%

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)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	5.0	4.6	4.2	3.8	净利息收入	545,079	601,456	653,314	709,404
P/B	0.5	0.5	0.5	0.4	利息收入	930,932	1,024,213	1,120,590	1,222,797
P/PPoP	2.4	2.2	2.0	1.9	利息支出	385,853	422,757	467,277	513,393
市值/总资产(A股)	3.8%	3.4%	3.1%	2.8%	资产准备支出	164,699	186,248	196,168	201,982
股息收益率(税后)	6.3%	6.7%	7.4%	8.2%	拨备后净利息收入	380,380	415,208	457,146	507,422
					手续费净收入	74,545	77,599	80,342	83,011
每股指标 (元)					其他经营净收益				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.59	0.63	0.69	0.77	营业净收入	657,961	717,391	771,993	830,752
BVPS	5.39	5.83	6.32	6.88	营业费用	227,291	248,471	265,945	284,229
PPoPPS	1.23	1.34	1.45	1.56	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	468,921	506,048	546,523
盈利驱动					总利润				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
存款增长	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	所得税	48,650	51,716	56,710	63,072
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	9.0%	10.5%	9.7%	9.7%	资产负债表 (百万元)				
贷款收益率	4.38%	4.40%	4.40%	4.40%		2020A	2021E	2022E	2023E
债券收益率	3.09%	3.09%	3.09%	3.09%	现金及存放同业	1,617,605	2,212,402	2,697,825	3,246,890
资产生息率	3.61%	3.66%	3.64%	3.62%	央行准备金	2,437,275	2,677,816	2,942,096	3,232,458
存款成本率	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	拆放金融企业	179,734	245,822	299,758	360,766
负债付息率	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	贷款	14,552,433	15,615,082	16,817,894	18,125,057
净息差(NIM)	2.11%	2.15%	2.12%	2.10%	贷款拨备	-583,688	-731,929	-836,877	-942,096
净利差(SPREAD)	1.98%	2.01%	1.99%	1.97%	债券投资	7,822,659	8,640,472	9,475,930	10,395,142
非利息收入比重	17%	16%	15%	15%	固定资产	151,154	150,495	150,167	150,003
费用收入比(含税金及附加)	34.5%	34.6%	34.4%	34.2%	递延税款净额	120,952	120,952	120,952	120,952
拨备支出/平均贷款	1.20%	1.23%	1.21%	1.16%	其他资产	323,235	386,134	450,044	520,164
有效所得税率	18%	18%	18%	18%	盈利资产	26,609,706	29,391,594	32,233,503	35,360,313
收入盈利增长					总资产				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入增长	12.0%	10.3%	8.6%	8.6%	金融企业存放	2,631,532	3,048,268	3,349,109	3,679,641
手续费收入增长	-14.2%	4.1%	3.5%	3.3%	存款	20,372,901	22,383,552	24,592,639	27,019,747
营业净收入增长	4.9%	9.0%	7.6%	7.6%	应付款项	618,023	684,510	752,066	826,289
拨备前利润增长	6.4%	8.9%	7.9%	8.0%	发行债券	1,371,845	1,566,849	1,721,485	1,891,382
净利润增长	1.6%	6.3%	9.7%	11.2%	付息负债	24,376,278	26,998,669	29,663,233	32,590,770
资产盈利能力					总负债				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
RoAE	10.3%	10.1%	10.3%	10.6%	实收资本	349,983	349,983	349,983	349,983
RoAA	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	公积金	173,556	173,556	173,556	173,556
RoAA(拨备前)	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	一般准备	311,449	348,057	388,206	432,869
RoRWA	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	未分配利润	828,240	924,384	1,032,932	1,155,827
资产质量					少数股东权益				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
不良资产率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	所有者权益	2,210,746	2,365,995	2,539,367	2,734,373
拨备覆盖率	261%	286%	303%	315%	贷款结构				
拨备余额/全部贷款	3.9%	4.5%	4.7%	4.9%		2020A	2021E	2022E	2023E
资本					企业贷款				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	17%	14%	14%	14%	票据贴现	3%			
一级资本充足率	13%	13%	12%	12%	个人贷款	41%			
财务杠杆(倍)	12.3	12.7	13.0	13.2	存款结构				
风险加权资产比重	62%	62%	62%	62%		2020A	2021E	2022E	2023E
核心一级资本充足率	11.0%	10.9%	10.8%	10.7%	企业活期	26%			
					企业定期	12%			
					储蓄活期	29%			
					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。

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