

# 农业银行 (601288)

证券研究报告  
2021年09月07日

## 基本面持续向好，集团综合化协同效应逐步显现

### 营收同比增速走阔，业绩提速

上半年营收同比增长 7.77%，增速较一季度提升 3.62pct；归母净利润同比增长 12.35%，增速较一季度提升 9.74pct。公司业绩加速释放，主要得益于营收端净利息收入同比增速提升，上半年较一季度同比增速提升 4.69pct。此外减值损失计提降速，上半年计提减值损失同比下降 3.06%，同比增速较一季度下滑 15.06pct。资产质量持续夯实下，拨备反哺能力强化。

上半年手续费及佣金净收入同比增长 8.84%，主要系电子商务业务发展带来的电子银行业务收入同比增长 23.5%，及银团和顾问等融资融智服务增强，顾问和咨询费同比增长 22.5%。线上金融数字化赋能明显，用户经营能力明显提升。

### 负债成本持续优化，对净息差形成一定支撑

上半年净息差为 2.12%，较去年全年下滑 8bp。生息资产收益率下滑 6bp，其中贷款收益率下滑 13bp，主要系受落实让利政策及部分贷款重定价等影响。生息资产结构持续优化，公司加大信贷对实体经济投放力度，上半年收益率相对较高的贷款占生息资产比例较去年全年提升 1.08pct 至 59.16%

公司持续落实乡村振兴政策，推进普惠金融，期末普惠型小微企业贷款余额较上年末增长 30%。县域对公和零售贷款分别同比增长 17.91%和 18.90%。个人经营贷款余额较上年末增长 18.9%，主要系公司持续加大普惠贷款投放。惠农 e 贷业务增长明显，农户贷款较上年末增长 33.6%。

公司继续加快绿色金融产品体系及品牌建设，上半年末绿色信贷业务贷款余额同比增长 35%。数字化转型成效显著，线上用户经营能力明显提升。期末农银 e 贷余额同比增长 81%，个人掌银月活同比增长 53%。

### 资产质量优异，短期资本压力不大

二季末不良率环比下降 3bp 至 1.50%，关注率较上年末大幅降低 44bp 至 1.57%，延续下滑态势。零售贷款资产质量改善明显，信用卡及消费贷不良率较上年末下滑 45bp 和 50bp，在持续推进乡村振兴中，农户贷款不良率较上年末下滑 42bp 至 0.80%，处于较低水平。公司继续保持较高的风险抵御能力，拨备覆盖率环比提升 9.92pct 至 274.53%。

公司持续加大信贷投放，二季末贷款同比增速环比提升 0.35pct 至 13.71%。二季末核心一级资本充足率环比下滑 13bp 至 10.85%，短期资本压力不大。

### 投资建议：综合化经营优势逐步凸显，维持“买入”评级

公司紧扣“三农”县域、绿色金融、数字经营战略，基本面持续向好。同时集团综合化经营成效明显，契合大财富管理趋势，公募基金业务和保险业务高增长，控股子公司农银汇理和农银人寿上半年净利润同比增长 36%和 101%。我们预测 2021-2023 年业绩增速为 7.11%、8.61%和 8.64%，给予其 2021 年 0.7 倍 PB 目标估值，对应目标价 4.10 元，维持“买入”评级。

### 风险提示：经济恢复疲弱，信贷需求不足，信用风险波动

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	6272.68	6579.61	7054.88	7635.43	8268.25
增长率(%)	4.79	4.89	7.22	8.23	8.29
归属母公司股东净利润(亿元)	2120.98	2159.25	2312.75	2511.91	2729.00
增长率(%)	4.59	1.80	7.11	8.61	8.64
每股收益(元)	0.59	0.59	0.64	0.70	0.76
市盈率(P/E)	5.12	5.08	4.70	4.32	3.98
市净率(P/B)	0.60	0.56	0.51	0.47	0.43

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	3.01 元
目标价格	4.1 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	349,983.03
流通 A 股股本(百万股)	299,284.54
A 股总市值(百万元)	1,053,448.93
流通 A 股市值(百万元)	900,846.46
每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	92.10
一年内最高/最低(元)	3.45/2.90

### 作者

郭其伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521030001

范清林 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521080004  
fanqinglin@tfzq.com

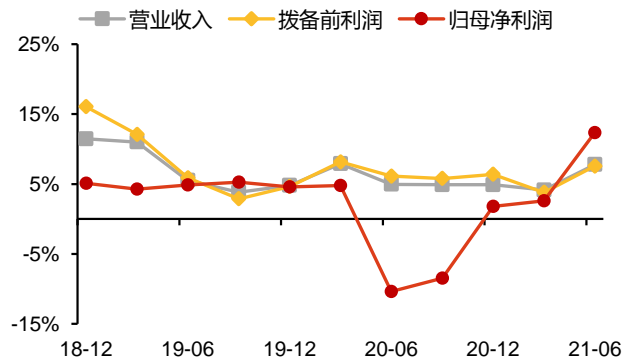
### 股价走势



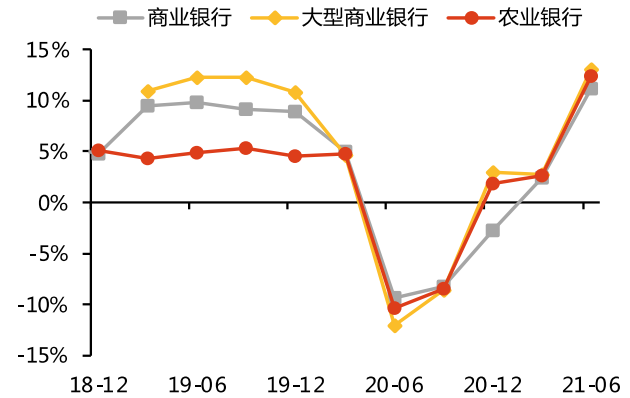
资料来源：贝格数据

### 相关报告

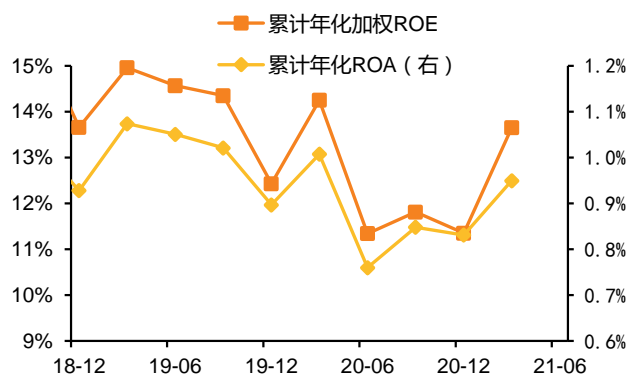
- 《农业银行-季报点评:息差环比改善，资产质量平稳》 2020-11-06
- 《农业银行-半年报点评:非息收入承压，资产质量平稳》 2020-09-06
- 《农业银行-季报点评:营收增速提升，资产质量平稳》 2020-05-01

**图 1：农业银行营收、PPOP 及业绩同比增速**


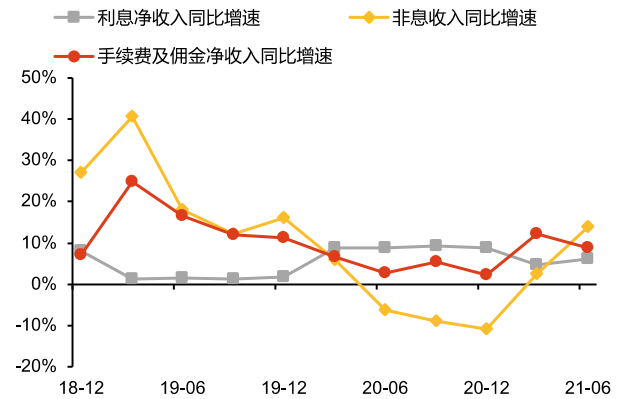
资料来源：WIND，天风证券研究所

**图 2：农业银行业绩累计同比增速 VS. 行业整体水平**


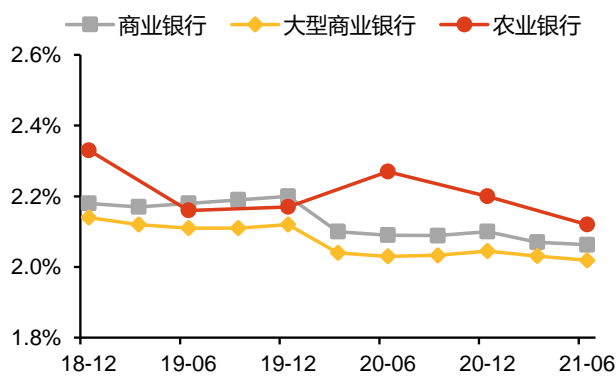
资料来源：WIND，天风证券研究所

**图 3：农业银行累计年化加权 ROE 和 ROA**


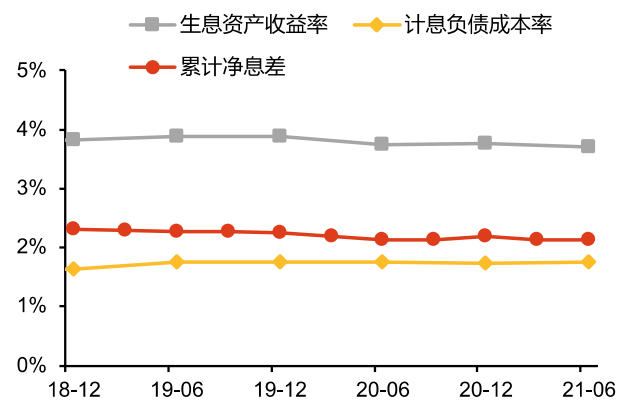
资料来源：WIND，天风证券研究所

**图 4：农业银行利息净收入&非息收入累计同比增速**


资料来源：WIND，天风证券研究所

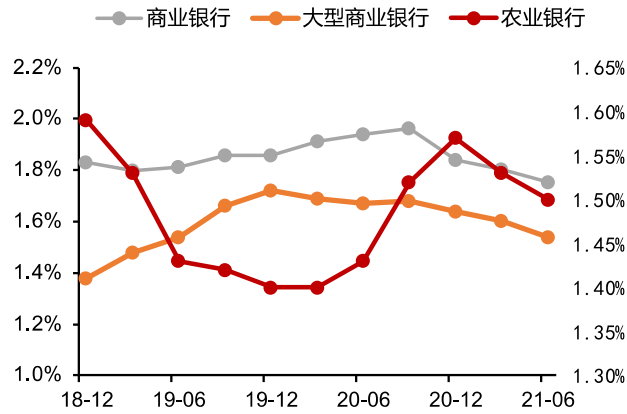
**图 5：农业银行累计净息差（披露值） VS. 行业平均**


资料来源：WIND，天风证券研究所

**图 6：农业银行累计生息资产收益率&计息负债成本率**


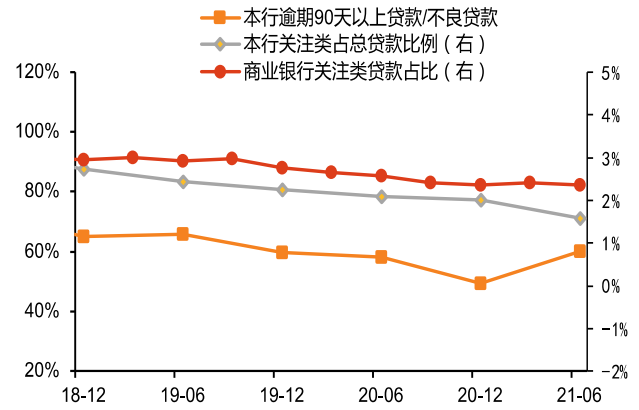
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：农业银行不良贷款率 vs. 行业



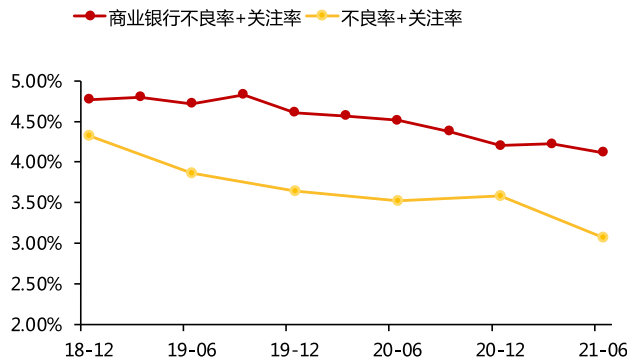
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：农业银行关注率、逾期 90 天以上贷款/不良贷款



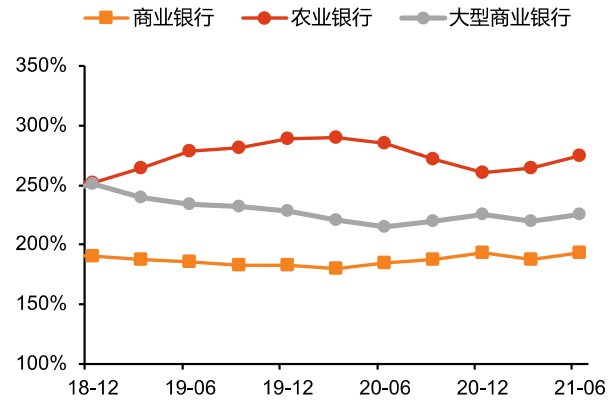
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：农业银行不良率+关注率 vs. 行业



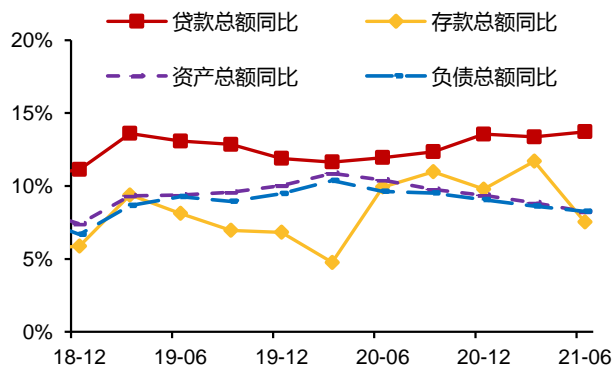
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：农业银行拨备覆盖率 vs. 行业



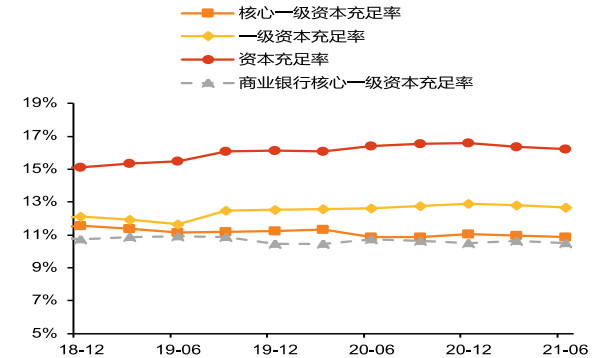
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：农业银行存、贷款及资产同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：农业银行各级资本充足率



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 财务预测摘要

人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	5008.7	5450.8	5832.3	6269.8	6740.0	净利润增速	4.6%	1.8%	7.1%	8.6%	8.6%
手续费及佣金	729.3	745.5	820.0	943.0	1084.4	拨备前利润增速	4.6%	6.4%	7.5%	8.8%	8.8%
其他收入	534.7	383.4	402.5	422.7	443.8	税前利润增速	5.9%	-0.6%	6.9%	8.6%	8.6%
营业收入	6272.7	6579.6	7054.9	7635.4	8268.2	营业收入增速	4.8%	4.9%	7.2%	8.2%	8.3%
营业税及附加	56.9	58.1	62.3	67.5	73.0	净利息收入增速	1.9%	8.8%	7.0%	7.5%	7.5%
业务管理费	1912.2	1923.5	2062.4	2232.1	2417.1	手续费及佣金增速	11.2%	2.2%	20.0%	20.0%	20.0%
拨备前利润	4050.3	4308.7	4630.1	5035.8	5478.1	营业费用增速	2.1%	0.6%	7.2%	8.2%	8.3%
计提拨备	1387.2	1649.0	1797.4	1959.2	2135.5	<b>规模增长</b>					
税前利润	2665.8	2650.5	2832.7	3076.6	3342.5	生息资产增速	22.9%	9.0%	10.9%	11.0%	11.5%
所得税	536.5	486.5	519.9	564.7	613.5	贷款增速	13.2%	13.6%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	2121.0	2159.3	2312.7	2511.9	2729.0	同业资产增速	3.1%	22.5%	20.0%	15.0%	15.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	71.3%	5.4%	15.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	133295	151361	171038	193273	218399	其他资产增速	-26.6%	10.1%	7.8%	7.5%	6.1%
同业资产	14675	17973	21568	24803	28524	计息负债增速	12.0%	9.3%	11.5%	11.6%	11.6%
证券投资	74230	78227	89961	98957	108852	存款增速	15.3%	9.8%	12.0%	12.0%	12.0%
生息资产	177021	193027	214067	237614	264940	同业负债增速	17.2%	0.6%	10.0%	10.0%	10.0%
非生息资产	71762	79023	85189	91567	97159	股东权益增速	17.8%	13.2%	10.3%	10.0%	10.0%
总资产	248783	272050	299256	329181	362099	<b>存款结构</b>					
客户存款	183152	201074	225203	252227	282494	活期	57.3%	55.2%	55.00%	54.50%	54.00%
其他计息负债	24910	26315	28421	30694	33150	定期	40.0%	42.0%	42.50%	43.00%	43.50%
非计息负债	4458	5902	21314	19510	17030	其他	2.7%	2.8%	2.50%	2.50%	2.50%
总负债	229185	249943	274937	302431	332674	<b>贷款结构</b>					
股东权益	19480	22050	24318	26750	29425	企业贷款(不含贴现)	56.2%	54.1%	55.00%	53.00%	50.00%
<b>每股指标</b>						个人贷款	41.7%	44.4%	45.00%	47.00%	50.00%
每股净利润(元)	0.59	0.59	0.64	0.70	0.76	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	1.16	1.23	1.32	1.44	1.57	不良贷款率	1.40%	1.57%	1.50%	1.49%	1.48%
每股净资产(元)	5.00	5.39	5.86	6.38	6.95	正常	96.36%	96.42%	96.70%	96.71%	96.72%
每股总资产(元)	71.08	77.73	85.51	94.06	103.46	关注	2.24%	2.01%	1.80%	1.80%	1.80%
P/E	5.1	5.1	4.7	4.3	4.0	次级	0.50%	0.42%	0.60%	0.59%	0.58%
P/PPOP	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9	可疑	0.78%	1.01%	0.80%	0.80%	0.80%
P/B	0.60	0.56	0.51	0.47	0.43	损失	0.12%	0.14%	0.10%	0.10%	0.10%
P/A	0.04	0.04	0.04	0.03	0.03	拨备覆盖率	288.75%	260.64%	275.00%	280.00%	290.00%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.17%	2.20%	2.10%	2.09%	2.08%	资本充足率	16.13%	16.59%	16.50%	16.40%	16.30%
净利差(Spread)	2.03%	2.04%	2.00%	2.00%	2.00%	核心资本充足率	11.24%	11.04%	10.90%	10.85%	10.80%
贷款利率	4.51%	4.38%	4.25%	4.25%	4.25%	资产负债率	92.12%	91.87%	91.87%	91.87%	91.87%
存款利率	1.59%	1.53%	1.50%	1.50%	1.50%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.83%	3.75%	3.65%	3.65%	3.65%	总股本(亿)	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83
计息负债成本率	1.80%	1.71%	1.65%	1.65%	1.65%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.90%	0.83%	0.81%	0.80%	0.79%						
ROAE	12.43%	11.35%	11.25%	11.07%	11.04%						
拨备前利润率	1.63%	1.58%	1.55%	1.53%	1.51%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com