

2021年10月28日

农业银行 (601288.SH)

公司快报

银行 | 国有银行 III

投资评级

买入-A(首次)

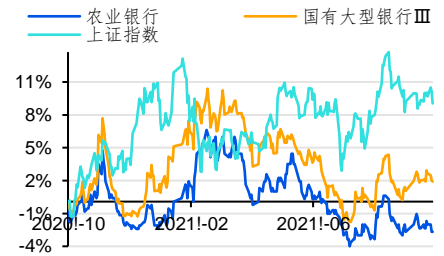
股价(2021-10-27)

2.94 元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 1,028,950.12 |
| 流通市值(百万元) | 879,896.54 |
| 总股本(百万股) | 349,983.03 |
| 流通股本(百万股) | 299,284.54 |
| 12个月价格区间 | 2.90/3.45 元 |

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| | | | |
|------|------|-------|--------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | 0.91 | -6.03 | -12.23 |
| 绝对收益 | 0.34 | -0.68 | -2.76 |

分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号: S0910519020001

021-20377098

报告联系人

王德坤

wangdekun@huajinsec.com

相关报告

业绩稳健增长, 资产质量持续改善

投资要点

- ◆ **三季报概况:** 1-3Q 营收 5,449 亿元、同比+9.36%; 拨备前利润 3,729 亿元、同比+9.99%; 归母净利润 1,874 亿元、同比+12.93%; 年化 ROE 12.17%, 同比+0.36ptc。Q3 拨备前利润 1,232 亿元, 同比+14.95%、环比+3.90%; 归母净利润 644 亿元, 同比+14.04%、环比+14.20%。
- ◆ **加大贷款投放力度推动业绩增长, 资产质量继续夯实。** 1-3Q 净利息收入 4,297 亿元, 同比+9.12%; 手续费及佣金净收入 655 亿元, 同比+6.53%; 投资收益(含公允价值变动) 160.8 亿元, 同比+269%; 其他收入 336.3 亿元, 同比+27%。发放贷款及垫款同比+17.8%, 尤其加大县域投放, 利息收入增长是业绩增长最大驱动因素, 但生息资产收益率降低值得警惕。Q3 末不良率 1.48%, 较中期末降 2bps; 拨备覆盖率 288.04%, 较中期末大增 13.5pts, 资产质量继续夯实。1-3Q 共计提信用减值 1,416 亿元, 同比+1.83%, 其中 Q3 计提 454.8 亿元, 继续降速计提。
- ◆ **相对同业, 各方面表现虽不亮眼, 但胜在扎实稳健。** 农行是六大国有行之一, 资产规模、盈利规模稳居第三位, 拨备覆盖率四大行最高, H121 年化 ROE (12.4%)、净息差 (2.12%)、不良率 (1.50%)、业绩增速 (+12.15%) 等重要指标居六大行和上市银行中等水平。各项业务虽并不突出, 但公司具备负债端成本优势, 且经营稳健、资本雄厚。我们认为由于市场长期忽视, 公司已经低估。
- ◆ **投资建议:** 我们预测 2021-23E 每股收益分别 0.67、0.73 和 0.78 元, 同比+8.24%、+9.04%、+6.59%, ROE 维持在 10.5%左右。农行 A 目前股价对应 2021E PE 4.3x, PB 0.43x, 股息率已达 6.48%。我们认为公司性价比高, 具备估值吸引力, 可作为防御性品种配置, 给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示:** 监管转变, 经济下行, 资产质量恶化, 利差收窄, 盈利能力降低等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 627,268 | 657,961 | 707,473 | 753,862 | 810,081 |
| 同比增长(%) | 4.79 | 4.89 | 7.53 | 6.56 | 7.46 |
| 归母净利润(百万元) | 212,098 | 215,925 | 236,047 | 257,586 | 274,787 |
| 同比增长(%) | 4.59 | 1.80 | 9.32 | 9.13 | 6.68 |
| ROE(%) | 12.43 | 11.35 | 10.31 | 10.44 | 10.33 |
| EPS(元) | 0.61 | 0.62 | 0.67 | 0.74 | 0.79 |
| BVPS(元) | 5.57 | 6.30 | 6.78 | 7.32 | 7.89 |
| PE | 4.83 | 4.75 | 4.34 | 3.98 | 3.73 |
| PB | 0.53 | 0.47 | 0.43 | 0.40 | 0.37 |

数据来源: 公司公告, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | | | | | | 营业收入 | 627,268 | 657,961 | 707,473 | 753,862 | 810,081 |
| 现金及存放央行款项 | 2,699,8 | 2,437,2 | 2,515,0 | 2,734,5 | 2,840,8 | 手续费及佣金净收入 | 86,926 | 74,545 | 72,052 | 74,699 | 82,169 |
| 结算备付金 | | | | | | 其中：代理买卖证券业务净收入 | | | | | |
| 发放贷款和垫款 | 12,819, | 14,552, | 16,649, | 18,481, | 20,144, | 证券承销业务净收入 | | | | | |
| 存放同业款项 | 235,742 | 434,185 | 431,555 | 483,922 | 529,192 | 受托客户资产管理业务净收入 | | | | | |
| 融出资金 | | | | | | 利息净收入 | 486,871 | 545,079 | 581,401 | 623,452 | 668,698 |
| 交易性金融资产 | 801,361 | 583,069 | 508,462 | 574,263 | 627,985 | 投资净收益 | 15,839 | 3,407 | 14,627 | 14,509 | 16,110 |
| 衍生金融资产 | 24,944 | 61,937 | 55,544 | 51,274 | 37,380 | 营业支出 | 360,963 | 391,990 | 412,415 | 431,879 | 466,597 |
| 买入返售金融资产 | 708,551 | 816,206 | 934,347 | 957,105 | 971,881 | 税金及附加 | 5,688 | 5,813 | 6,226 | 6,634 | 7,129 |
| 存出保证金 | | | | | | 管理费用 | 191,224 | 192,348 | 183,943 | 196,004 | 210,621 |
| 长期股权投资 | | | | | | 营业利润 | 266,305 | 265,971 | 295,058 | 321,983 | 343,484 |
| 固定资产 | 152,484 | 143,839 | 145,000 | 140,000 | 140,000 | 加：营业外收入 | 1,812 | 1,585 | - | - | - |
| 无形资产 | 23,118 | 23,494 | 24,000 | 25,200 | 26,460 | 减：营业外支出 | 1,541 | 2,506 | - | - | - |
| 资产总计 | 24,878, | 27,205, | 30,483, | 34,182, | 37,380, | 利润总额 | 266,576 | 265,050 | 295,058 | 321,983 | 343,484 |
| 向中央银行借款 | 608,536 | 737,161 | 746,646 | 839,915 | 919,594 | 减：所得税 | 53,652 | 48,650 | 59,012 | 64,397 | 68,697 |
| 同业及其他金融机构存放款 | 1,503,9 | 1,394,5 | 1,503,9 | 1,691,8 | 1,852,3 | 净利润 | 212,924 | 216,400 | 236,047 | 257,586 | 274,787 |
| 应付短期融资款 | | | | | | 减：少数股东损益 | | | | | |
| 吸收存款 | 18,542, | 20,372, | 22,118, | 24,329, | 26,276, | 归属于母公司所有者的净利润 | 212,098 | 215,925 | 236,047 | 257,586 | 274,787 |
| 拆入资金 | 325,363 | 390,660 | 372,580 | 419,122 | 458,882 | | | | | | |
| 交易性金融负债 | 330,627 | 27,817 | 19,408 | 21,833 | 23,904 | 财务指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 衍生金融负债 | 29,548 | 65,282 | 40,616 | 45,690 | 50,024 | 净利润率 | 34% | 33% | 33% | 34% | 34% |
| 卖出回购金融资产款 | 53,197 | 109,195 | 28,887 | 32,495 | 35,578 | ROA | 0.90 | 0.83 | 0.82 | 0.80 | 0.77 |
| 代理买卖证券款 | | | | | | ROE | 12.43 | 11.35 | 10.31 | 10.44 | 10.33 |
| 应付债券 | 1,108,2 | 1,371,8 | 1,545,6 | 1,770,2 | 1,972,8 | EPS(元) | 0.61 | 0.62 | 0.67 | 0.74 | 0.79 |
| 长期借款 | | | | | | BVPS(元) | 5.57 | 6.30 | 6.78 | 7.32 | 7.89 |
| 负债总计 | 22,918, | 24,994, | 28,101, | 31,612, | 34,611, | PE(X) | 4.83 | 4.75 | 4.34 | 3.98 | 3.73 |
| 所有者权益合计 | 1,959,7 | 2,210,7 | 2,381,5 | 2,570,1 | 2,768,8 | PB(X) | 0.53 | 0.47 | 0.43 | 0.40 | 0.37 |
| 股本 | 349,983 | 349,983 | 349,983 | 349,983 | 349,983 | DPS(元) | 0.17 | 0.18 | 0.19 | 0.20 | 0.22 |
| 少数股东权益 | | | | | | 分红比率 | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% |
| 归属于母公司所有者权益合 | 1,948,3 | 2,204,7 | 2,374,5 | 2,562,1 | 2,759,9 | 资产充足率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资产质量 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 风险加权资产 | 15,485,3 | 16,989,6 | 25,507,0 | 28,336,4 | 30,731,3 |
| 不良贷款率 | 1.40 | 1.57 | 1.50 | 1.60 | 1.70 | 资本充足率 | 16.13 | 16.59 | 11.72 | 11.22 | 10.98 |
| 正常类 | 96.36 | 96.42 | 96.93 | 96.60 | 96.50 | 一级资本充足率 | 12.53 | 12.92 | 9.21 | 8.96 | 8.90 |
| 关注类 | 2.24 | 2.01 | 1.57 | 1.80 | 1.80 | 核心一级资本充足率 | 11.24 | 11.04 | 7.86 | 7.73 | 7.77 |
| 次级类 | 0.50 | 0.42 | 0.61 | 0.61 | 0.61 | 资产负债率 | 92.12 | 91.87 | 92.19 | 92.48 | 92.59 |
| 拨备覆盖率 | 288.75 | 260.64 | 280.00 | 273.00 | 270.00 | 负债权益比 | 11.69 | 11.31 | 11.80 | 12.30 | 12.50 |
| 生息资产 | 3.83% | 3.75% | 3.65% | 3.60% | 3.55% | | | | | | |
| 计息负债 | 1.80% | 1.71% | 1.72% | 1.72% | 1.72% | | | | | | |
| 净息差 | 2.03% | 2.04% | 1.93% | 1.88% | 1.83% | | | | | | |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn