

证券研究报告—动态报告

金融

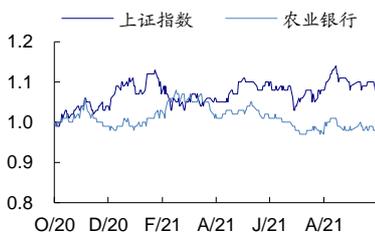
银行

农业银行(601288)
买入

2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月29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)	1,025,450/876,904
上证综指/深圳成指	3,518/14,245
12个月最高/最低(元)	3.45/2.90

相关研究报告:

《农业银行-601288-2021年中报点评:资产质量改善,推进数字化转型》——2021-09-02
 《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

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: 田维伟

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

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

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
营收增速提升
● 农业银行营收和净利润增速提升

农业银行披露 2021 年三季报。前三季度营收和归母净利润同比分别增长 9.4% 和 12.9%，上半年分别增长 7.8% 和 12.4%，低基数效应下，净利润实现两位数增长。

● 投资收益大幅增长带来营收增速提升

前三季度净利息收入和手续费净收入同比分别增长 5.9% 和 6.5%，上半年分别增长 6.1% 和 8.8%。营收增速提升主要是投资收益为主要的其他经营净收益同比增长 316%，对营收的贡献同比提升 2.8pct 至 3.8%。

● 净息差企稳, 资产质量稳定

前三季度净息差为 2.12%，环比上半年持平，一方面是公司加大高收益的信贷资产的投放，另一方面积极调整存款结构应对成本上行的压力，三季度存款成本企稳。我们认为随着存款成本上限调整的正向贡献逐步显现以及公司资产负债结构持续优化，净息差将保持稳定。公司资产扩张平稳，县域贷款实现较好增长。期末总资产规模较年初增长 6.6%，其中贷款增长了 11.5%，县域贷款增长了 15.0%。

期末公司不良率为 1.48%，较 6 月末下降了 2bps，其中县域不良率为 1.50%，较 6 月末下降了 1pb，资产质量稳定。公司资产减值损失同比增速由负转正，前三季度资产减值损失同比增长 1.8%，上半年则下降了 3.0%，这是公司净利润增速提升幅度低于营收增速提升幅度的主要原因。期末公司拨备覆盖率为 288%，较 6 月末提升 14pct。

● 投资建议

业绩略超预期，我们将 2021-2023 年净利润预测由 2303/2523/2805 上调至 2329/2567/2839 亿元，对应增长 7.6%/10.2%/10.6%，EPS 为 0.64/0.70/0.78 元。当前股价对应的动态 PE 为 4.6x/4.2x/3.7x，动态 PB 为 0.50x/0.46x/0.42x，维持公司“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	717,204	771,478	829,724
(+/-%)	4.8%	4.9%	9.0%	7.6%	7.5%
净利润(百万元)	212,924	216,400	232,827	256,687	283,874
(+/-%)	5.1%	1.6%	7.6%	10.2%	10.6%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.59	0.64	0.70	0.78
总资产收益率(ROA)	0.89%	0.82%	0.81%	0.81%	0.82%
净资产收益率(ROE)	12.4%	10.3%	10.2%	10.4%	10.7%
市盈率(PE)	4.9	5.0	4.6	4.2	3.7
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

公司资产增速、净息差、资产质量三大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

	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30
生息资产同比增速	10.6%	9.9%	9.0%	8.9%	8.2%	6.4%
不良贷款率	1.43%	1.51%	1.57%	1.52%	1.50%	1.48%
拨备覆盖率	292%	282%	261%	265%	275%	288%

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
P/E	5.0	4.6	4.2	3.7	净利息收入	545,079	601,268	652,799	708,376
P/B	0.5	0.5	0.5	0.4	利息收入	930,932	1,024,025	1,120,076	1,221,770
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	180,945	187,583	193,835
股息收益率(税后)	6.3%	6.8%	7.5%	8.3%	拨备后净利息收入	380,380	420,323	465,216	514,542
					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	0.64	0.70	0.78	营业净收入	657,961	717,204	771,478	829,724
BVPS	5.39	5.84	6.34	6.91	营业费用	227,291	250,168	268,580	287,276
PPoPPS	1.23	1.33	1.44	1.55	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	467,036	502,899	542,448
盈利驱动	2020A	2021E	2022E	2023E	总利润	265,050	285,170	314,394	347,693
存款增长	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	所得税	48,650	52,343	57,707	63,819
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	232,827	256,687	283,874
盈利资产增长	9.0%	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	2,194,386	2,665,866	3,180,467
债券收益率	3.09%	3.09%	3.09%	3.09%	央行准备金	2,437,275	2,677,816	2,942,096	3,232,458
资产生息率	3.61%	3.66%	3.63%	3.61%	拆放金融企业	179,734	243,821	296,207	353,385
存款成本率	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	贷款	14,552,433	15,637,027	16,857,817	18,204,651
负债付息率	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	贷款拨备	-583,688	-709,983	-796,954	-862,503
净息差(NIM)	2.11%	2.15%	2.12%	2.10%	债券投资	7,822,659	8,641,274	9,477,767	10,397,553
净利差(SPREAD)	1.98%	2.01%	1.99%	1.96%	固定资产	151,154	150,495	150,167	150,003
非利息收入比重	17%	16%	15%	15%	递延税款净额	120,952	120,952	120,952	120,952
费用收入比(含税金及附加)	34.5%	34.9%	34.8%	34.6%	其他资产	323,235	386,195	450,184	520,348
拨备支出/平均贷款	1.20%	1.20%	1.15%	1.11%	盈利资产	26,609,706	29,394,323	32,239,754	35,368,514
有效所得税率	18%	18%	18%	18%	总资产	27,205,047	30,051,965	32,961,057	36,159,816
					金融企业存款	2,631,532	3,048,268	3,349,109	3,679,641
收入盈利增长	2020A	2021E	2022E	2023E	存款	20,372,901	22,383,552	24,592,639	27,019,747
净利息收入增长	12.0%	10.3%	8.6%	8.5%	应付款项	618,023	684,510	752,066	826,289
手续费收入增长	-14.2%	4.1%	3.5%	3.3%	发行债券	1,371,845	1,566,849	1,721,485	1,891,382
营业净收入增长	4.9%	9.0%	7.6%	7.5%	付息负债	24,376,278	26,998,669	29,663,233	32,590,770
拨备前利润增长	6.4%	8.4%	7.7%	7.9%	总负债	24,994,301	27,683,179	30,415,299	33,417,059
净利润增长	1.6%	7.6%	10.2%	10.6%	实收资本	349,983	349,983	349,983	349,983
					公积金	173,556	173,556	173,556	173,556
资产盈利能力	2020A	2021E	2022E	2023E	一般准备	311,449	348,502	389,359	434,552
RoAE	10.3%	10.2%	10.4%	10.7%	未分配利润	828,240	926,457	1,037,462	1,161,495
RoAA	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	少数股东权益	5,957	5,957	5,957	5,957
RoAA(拨备前)	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	所有者权益	2,210,746	2,368,786	2,545,758	2,742,757
RoRWA	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	贷款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
资产质量	2020A	2021E	2022E	2023E	企业贷款	56%			
不良资产率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	票据贴现	3%			
拨备覆盖率	261%	297%	301%	302%	个人贷款	41%			
拨备余额/全部贷款	3.9%	4.3%	4.5%	4.5%	存款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
资本	2020A	2021E	2022E	2023E	企业活期	26%			
资本充足率	17%	15%	14%	14%	企业定期	12%			
一级资本充足率	13%	13%	12%	12%	储蓄活期	29%			
财务杠杆(倍)	12.3	12.7	12.9	13.2	储蓄定期	30%			
风险加权资产比重	62%	61%	61%	61%	其他存款	4%			
核心一级资本充足率	11.0%	11.0%	10.9%	10.8%					

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