

农业银行(601288)

息差环比提升，业绩继续向好

——农业银行2021年三季度报点评

✍️ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
☎️ 分析师：邱冠华 S1230520010003
✉️ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

农业银行三季度报：营收利润双升，息差环比提升，资产质量向好。

投资要点

□ 数据概览

21Q1-3 农业银行归母净利润同比+12.9%，增速环比+0.6pc；营收同比+9.4%，增速环比+1.6pc；ROE 12.2%，同比+0.1pc，ROA 0.89%，同比+4bp；不良率 1.48%，环比-2bp，拨备覆盖率 288%，环比+13.5pc。

□ 营收利润双升

21Q1-3 营收和利润分别同比增长 9.4%、12.9%，增速分别较 21H1 提速 1.6pc、0.6pc。主要支撑因素为其他非息收入同比高增和息差环比提升。具体来看：① 21Q1-3 非息收入同比+24.8%，主要得益于其他非息同比高增，增速环比+39pc 至+61%，归因低基数效应。② 21Q3 农业银行单季度净息差（期初期末）环比+2bp 至 2.03%，息差环比提升。展望未来，息差企稳与拨备增厚支撑盈利增长。

□ 息差环比提升

21Q3 农业银行单季度净息差（期初期末）环比+2bp 至 2.03%，归因资产端收益率提升。具体来看：21Q3 资产端收益率环比+2bp，幅度略大于负债成本率+1bp，对息差起到支撑作用。21Q3 资产端收益率环比提升主要得益于贷款占比提升，贷款环比+2.2bp，增速较总资产快 1pc。

□ 资产质量向好

21Q3 农业银行不良率环比-2bp 至 1.48%，不良率连续四季度下降。拨备方面，21Q3 农业银行拨备覆盖率环比+13.5pc 至 288%，风险抵补能力增强；21Q1-3 非信贷减值损失同比+158%，非信贷拨备水平大幅提升。展望未来，资产质量向好，拨备水平提升，为业绩的继续释放打下基础。

□ 盈利预测及估值

农业银行息差环比提升，业绩继续向好。预计 21-23 年归母净利润增速 11.0%/6.6%/6.1%，对应 BPS 5.85/6.36/6.93 元。目标价为 3.50 元，对应 21 年 PB 0.65x。现价对应 21 年 PB0.50x，现价空间 19%，买入评级。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	657,961	721,601	766,604	827,028
(+/-)	4.89%	9.67%	6.24%	7.88%
归母净利润	215,925	239,559	255,473	270,946
(+/-)	1.80%	10.95%	6.64%	6.06%
每股净资产(元)	5.39	5.85	6.36	6.93
P/B	0.54	0.50	0.46	0.42

评级

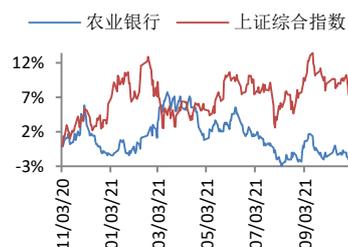
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 2.93

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.18
2Q/2021	0.16
1Q/2021	0.19
4Q/2020	0.14



公司简介

公司是中国主要的综合性金融服务提供商之一，致力于建设多功能协同的现代金融服务集团。公司凭借全面的业务组合、庞大的分销网络和领先的技术平台，向广大客户提供各种公司银行和零售银行产品和服务，同时开展金融市场业务及资产管理业务，业务范围还涵盖投资银行、基金管理、金融租赁、人寿保险等领域。

相关报告

1《农业银行--县域经济成长与民众金融意识觉醒的最大受益者》2010.06.25

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：徐安妮

表 1: 农业银行 2021 年三季度业绩概览

维度	单位: 百万元	20Q3	21H1	21Q3	环比变化	同比变化	20Q3	20Q4	21Q1	21H1	21Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	12.1%	12.4%	12.2%	-0.2pc	0.1pc	11.1%	7.5%	11.8%	9.1%	12.1%	3.0pc
	ROA (年化)	0.85%	0.88%	0.89%	1bp	4bp	0.84%	0.74%	0.95%	0.79%	0.89%	11bp
	拨备前利润	339,030	249,679	372,925		10.0%	107,301	90,923	131,067	118,612	123,246	3.9%
	同比增长	5.5%	7.7%	10.0%	2.3pc	4.5pc	5.0%	8.5%	3.8%	12.4%	14.9%	2.4pc
	归母净利润	165,335	122,278	186,709		12.9%	56,501	50,590	65,861	56,417	64,431	14.2%
	同比增长	-8.5%	12.4%	12.9%	0.6pc	21.4pc	-4.6%	61.0%	2.6%	26.4%	14.0%	-12.3pc
	EPS (未年化)	0.47	0.34	0.52		11.5%	0.16	0.14	0.19	0.16	0.18	14.2%
BVPS (未年化)	5.24	5.53	5.72	3.3%	9.1%	5.24	5.39	5.56	5.53	5.72	3.3%	
收入拆分	营业收入	498,244	365,537	544,897		9.4%	159,072	159,717	194,452	171,085	179,360	4.8%
	同比增长	4.9%	7.77%	9.36%	1.6pc	4.5pc	4.8%	4.9%	4.1%	12.2%	12.8%	0.5pc
	利息净收入	405,939	283,357	429,717		5.9%	138,930	139,140	140,112	143,245	146,360	2.2%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	26,165,378	28,160,809	28,365,889	0.7%	8.4%	26,771,973	27,190,815	27,817,771	28,503,847	28,776,049	1.0%
	净息差 (日均余额口径)	n.a	2.12%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	2.07%	2.01%	2.02%	n.a	-5bp	2.08%	2.05%	2.01%	2.01%	2.03%	2bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.53%	3.50%	3.52%	1bp	-1bp	3.50%	3.50%	3.49%	3.52%	3.55%	2bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.66%	1.66%	1.67%	1bp	2bp	1.66%	1.71%	1.65%	1.68%	1.69%	1bp
	非利息净收入	92,305	82,180	115,180		24.8%	20,142	20,577	54,340	27,840	33,000	n.a
	手续费净收入	61,462	48,150	65,476		6.5%	17,224	13,083	30,371	17,779	17,326	-2.5%
	其他非息收入	30,843	34,030	49,704		61.2%	2,918	7,494	23,969	10,061	15,674	55.8%
	业务及管理费	129,299	89,688	139,360		7.8%	45,743	63,049	43,459	46,229	49,672	7.4%
	成本收入比	25.95%	24.54%	25.58%	1.0pc	-0.4pc	28.76%	39.48%	22.35%	27.02%	27.69%	0.7pc
	资产减值损失	139,213	96,141	141,629		1.7%	40,039	25,690	50,237	45,904	45,488	-0.9%
	贷款减值损失	118,950	92,011	89,364	158%	-24.9%	37,168	20,038	42,342	92,011	-2,647	#####
	信用成本	1.12%	1.16%	0.74%	-42bp	-38bp	1.01%	0.53%	1.09%	2.26%	-0.06%	-233bp
	所得税费用	33,906	30,705	43,926		29.6%	10,541	14,744	14,642	16,063	13,221	-17.7%
有效税率	16.97%	20.00%	18.99%	-1.0pc	2.0pc	15.67%	22.60%	18.11%	22.09%	17.00%	-5.1pc	
规模增长	总资产	27,296,753	28,652,363	28,988,663	1.2%	6.2%	27,296,753	27,205,047	28,547,154	28,652,363	28,988,663	1.2%
	生息资产余额	27,188,236	28,565,546	28,986,553	1.5%	6.6%	27,188,236	27,193,394	28,442,148	28,565,546	28,986,553	1.5%
	贷款总额	14,928,931	16,500,711	16,869,413	2.2%	13.0%	14,928,931	15,136,121	16,027,232	16,500,711	16,869,413	2.2%
	对公贷款	8,861,885	9,748,830	9,936,886	1.9%	12.1%	8,861,885	8,937,378	9,491,411	9,748,830	9,936,886	1.9%
	个人贷款	6,067,046	6,751,881	6,932,527	2.7%	14.3%	6,067,046	6,198,743	6,535,821	6,751,881	6,932,527	2.7%
	同业资产	1,686,363	1,733,857	1,578,520	-9.0%	-6.4%	1,686,363	1,797,339	2,126,873	1,733,857	1,578,520	-9.0%
	金融投资	8,052,148	7,967,035	8,003,295	0.5%	-0.6%	8,052,148	7,822,659	7,822,794	7,967,035	8,003,295	0.5%
	存放央行	2,520,794	2,363,943	2,535,325	7.2%	0.6%	2,520,794	2,437,275	2,465,249	2,363,943	2,535,325	7.2%
	总负债	25,132,374	26,389,996	26,661,513	1.0%	6.1%	25,132,374	24,994,301	26,276,758	26,389,996	26,661,513	1.0%
	付息负债余额	22,269,005	25,581,569	25,825,306	1.0%	16.0%	22,269,005	24,110,749	25,675,213	25,581,569	25,825,306	1.0%
	吸收存款	18,502,945	21,648,729	21,742,859	0.4%	17.5%	18,502,945	20,107,372	21,848,987	21,648,729	21,742,859	0.4%
	企业活期	n.a	5,482,990	n.a	n.a	n.a	n.a	5,228,160	n.a	5,482,990	n.a	n.a
	个人活期	n.a	6,007,477	n.a	n.a	n.a	n.a	5,871,383	n.a	6,007,477	n.a	n.a
	企业定期	n.a	2,686,137	n.a	n.a	n.a	n.a	2,390,431	n.a	2,686,137	n.a	n.a
	个人定期	n.a	6,842,646	n.a	n.a	n.a	n.a	6,054,657	n.a	6,842,646	n.a	n.a
	同业负债	1,755,728	1,789,392	1,889,367	5.6%	7.6%	1,755,728	1,894,371	1,745,610	1,789,392	1,889,367	5.6%
	发行债券	1,376,638	1,442,284	1,497,419	3.8%	8.8%	1,376,638	1,371,845	1,361,380	1,442,284	1,497,419	3.8%
向央行借款	633,694	701,164	695,661	-0.8%	9.8%	633,694	737,161	719,236	701,164	695,661	-0.8%	
所有者权益	2,153,348	2,255,845	2,320,428	2.9%	7.8%	2,153,348	2,204,789	2,264,143	2,255,845	2,320,428	2.9%	
总股本	349,983	349,983	349,983	0.0%	0.0%	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983	0.0%	
资产质量	不良贷款	226,213	247,344	250,163	1.1%	10.6%	226,213	237,113	244,563	247,344	250,163	1.1%
	不良率	1.52%	1.50%	1.48%	-2bp	-3bp	1.52%	1.57%	1.53%	1.50%	1.48%	-2bp
	关注贷款	n.a	259,658	n.a	n.a	n.a	n.a	304,335	n.a	259,658	n.a	n.a
	关注率	n.a	1.57%	n.a	n.a	n.a	n.a	2.01%	n.a	1.57%	n.a	n.a
	逾期贷款	n.a	182,269	n.a	n.a	n.a	n.a	195,433	n.a	182,269	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.10%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.29%	n.a	1.10%	n.a	n.a
	不良生成额	63,455	43,267	-3,675	-108.5%	-105.8%	20,907	174,735	20,663	43,267	-46,942	#####
	不良生成率	0.63%	0.57%	-0.03%	-60bp	-67bp	0.58%	4.68%	0.55%	1.08%	-1.14%	-222bp
	核销转出额	24,452	33,036	-16,725	-150.6%	-168.4%	2,439	163,835	13,213	33,036	-49,761	#####
	核销转出率	17.41%	27.87%	-9.40%	-37.3pc	-26.8pc	4.70%	289.70%	22.29%	54.03%	-80.47%	#####
逾期90+偏离度	n.a	44.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	49.4%	n.a	44.2%	n.a	n.a	
拨备覆盖率	272.4%	275%	288%	13.5pc	15.6pc	272.4%	260.6%	264.6%	274.5%	288.0%	13.5pc	
拨贷比	4.13%	4.12%	4.27%	16bp	14bp	4.13%	4.08%	4.04%	4.12%	4.27%	16bp	
资本情况	核心一级资本充足率	10.85%	10.85%	11.18%	33bp	33bp	10.85%	11.04%	10.98%	10.85%	11.18%	33bp
	一级资本充足率	12.76%	12.65%	12.98%	33bp	22bp	12.76%	12.92%	12.79%	12.65%	12.98%	33bp
	资本充足率	16.54%	16.23%	16.70%	47bp	16bp	16.54%	16.59%	16.37%	16.23%	16.70%	47bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 以 20A 举例, 环比变化指 20A 环比 20Q1-3 指标变化, QoQ 指 20Q4 环比 20Q3 指标变化。

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	2,437,275	2,849,215	3,048,660	3,262,066	净利息收入	545,079	592,000	626,757	676,089
同业资产	1,797,339	1,977,073	2,174,780	2,392,258	净手续费收入	74,545	79,763	85,028	90,639
贷款总额	15,136,121	16,952,456	18,647,701	20,512,471	其他非息收入	38,337	49,838	54,820	60,300
贷款减值准备	-618,009	-710,985	-821,215	-950,130	营业收入	657,961	721,601	766,604	827,028
贷款净额	14,552,433	16,241,471	17,826,486	19,562,341	税金及附加	-5,813	-6,877	-7,470	-8,192
证券投资	7,822,659	7,853,691	8,121,973	8,401,387	业务及管理费	-192,348	-219,982	-233,701	-252,121
其他资产	595,341	772,030	832,104	897,402	营业外净收入	-921	629	629	629
资产合计	27,205,047	29,693,480	32,004,003	34,515,453	拨备前利润	429,953	466,235	495,108	533,950
同业负债	2,631,532	2,894,685	3,184,154	3,502,569	资产减值损失	-164,903	-165,509	-174,405	-193,823
存款余额	20,107,372	21,917,035	23,451,228	25,092,814	税前利润	265,050	300,725	320,703	340,127
应付债券	1,371,845	1,577,622	1,814,265	2,086,405	所得税	-48,650	-60,446	-64,461	-68,366
其他负债	883,552	928,818	1,001,333	1,079,897	税后利润	216,400	240,280	256,242	271,761
负债合计	24,994,301	27,318,160	29,450,980	31,761,685	归属母公司净利润	215,925	239,559	255,473	270,946
股东权益合计	2,210,746	2,375,320	2,553,023	2,753,768	归属母公司普通股股东净利润	206,395	230,029	245,943	261,416
主要财务比率					主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
业绩增长					资产质量				
利息净收入增速	8.83%	8.61%	5.87%	7.87%	不良贷款余额	237,113	230,373	232,361	240,252
手续费净增速	2.22%	7.00%	6.60%	6.60%	不良贷款净生成率	1.79%	0.38%	0.38%	0.38%
非息净收入增速	-10.69%	14.81%	7.91%	7.93%	不良贷款率	1.57%	1.36%	1.25%	1.17%
拨备前利润增速	6.08%	8.44%	6.19%	7.85%	拨备覆盖率	261%	309%	353%	395%
归属母公司净利润增速	1.80%	10.95%	6.64%	6.06%	拨贷比	4.08%	4.19%	4.40%	4.63%
盈利能力					流动性				
ROAE	11.36%	11.70%	11.51%	11.24%	贷存比	75.28%	77.35%	79.52%	81.75%
ROAA	0.83%	0.84%	0.83%	0.81%	贷款/总资产	55.64%	57.09%	58.27%	59.43%
RORWA	1.33%	1.36%	1.35%	1.33%	平均生息资产/平均总资产	100.06%	99.87%	99.88%	100.06%
生息率	3.52%	3.59%	3.58%	3.60%	每股指标(元)				
付息率	1.67%	1.70%	1.74%	1.76%	EPS	0.59	0.66	0.70	0.75
净利差	1.85%	1.89%	1.85%	1.84%	BVPS	5.39	5.85	6.36	6.93
净息差	2.06%	2.08%	2.03%	2.03%	每股股利	0.19	0.20	0.18	0.19
成本收入比	29.23%	30.49%	30.49%	30.49%	估值指标				
资本状况					P/E	4.97	4.46	4.17	3.92
资本充足率	16.59%	16.58%	16.38%	16.22%	P/B	0.54	0.50	0.46	0.42
核心资本充足率	12.92%	12.92%	12.90%	12.91%	P/POP	2.39	2.20	2.07	1.92
风险加权系数	62.45%	61.37%	61.37%	61.37%	股息收益率	6.32%	6.73%	6.00%	6.37%
股息支付率	30.00%	28.81%	24.07%	24.12%					

资料来源：wind，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>