

农业银行 (601288.SH)

净息差企稳，拨备覆盖率提升至 300%

买入

核心观点

业绩符合预期。2021 全年营收 7199 亿元 (+9.4%)，归母净利润 2412 亿元 (+11.7%)。其中四季度单季营收 1750 亿元 (+9.6%)，归母净利润 545 亿元 (+7.7%)。2021 年 ROA0.86%，ROE11.57%，同比分别提升 0.03 个和 0.22 个百分点。此前银保监会已披露 2021 年银行业经营数据，市场对大行业绩已有预期。

净息差下半年企稳。2021 年净利息收入同比增长 6.0%，其中 2021 年净息差为 2.12%，同比收窄 8bps，较前三季度持平，净息差下半年企稳。2021 年公司贷款收益率下降了 15bps，但受益于公司积极优化资产结构，提升高收益资产配置，因此公司生息资产收益率整体仅下降了 5bps。存款竞争激烈，2021 年存款成本上行 8bps，但受益于宽货币政策下同业资金和应付债券成本下降，计息负债整体成本仅上行 3bps。

贷款实现较好扩张，存款定期化趋势明显，揽存压力较大。2021 年公司总资产增长 6.9%，贷款增长了 12.9%，贷款占总资产比重较年初提升了 3.1 个百分点至 56.6%，同业资产和现金类资产有所压缩，资产结构优化。2021 年存款增长仅 7.5%，且存款定期化趋势明显，期末境内活期存款比重为 52.4%，较年初下降了 2.8 个百分点，2022 年公司存款端仍面临较大压力。

资产质量延续改善趋势，拨备覆盖率提升至 300%。期末不良率为 1.43%，较 9 月末下降了 5bps，较年初下降了 14bps。期末关注率为 1.48%，逾期率为 1.08%，较 6 月末分别下降了 10bps 和 3bps，公司资产质量延续改善趋势，当前资产质量相关指标处在较低水平。

资产质量改善后拨备计提压力大幅下降，2021 年公司略降低了拨备计提力度，但受益于资产质量改善，期末拨备覆盖率达到 300%，较 9 月末提升 12 个百分点，较年初提升了 34 个百分点，在大行中处于较高水平。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

业绩符合预期，公司资产质量大幅改善，稳增长大环境下仍将维持较好增长。我们维持盈利预测不变。预计其 2022~2024 年净利润为 2624 亿元/2785 亿元/2959 亿元，同比增长 8.8%/6.1%/6.2%，对应摊薄 EPS0.75 元/0.80 元/0.85 元，当前股价对应动态 PE 为 4.0x/3.8x/3.5x，PB 为 0.47x/0.43x/0.39x，考虑到公司估值处在低位，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复，稳增长政策不及预期带来经济复苏低于预期。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	657,961	719,915	784,170	843,088	900,929
(+/-%)	4.9%	9.4%	8.9%	7.5%	6.9%
净利润(百万元)	215,925	241,183	262,398	278,498	295,892
(+/-%)	1.8%	11.7%	8.8%	6.1%	6.2%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.69	0.75	0.80	0.85
总资产收益率	0.82%	0.85%	0.87%	0.86%	0.86%
净资产收益率	11.9%	12.3%	12.2%	11.9%	11.6%
市盈率(PE)	5.1	4.3	4.0	3.8	3.5
股息率	6.2%	6.9%	7.5%	8.0%	8.5%
市净率(PB)	0.56	0.51	0.47	0.43	0.39

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

公司研究·财报点评

银行·国有大型银行 II

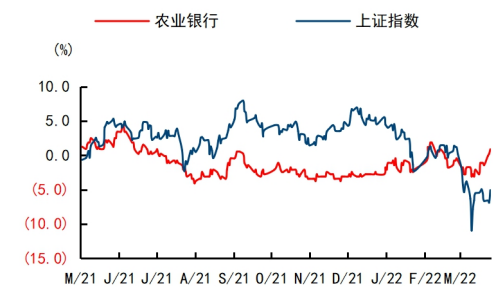
证券分析师：田维韦 **证券分析师：王剑**
 021-60875161 021-60875165
 tianweiwei@guosen.com.cn cnwangjian@guosen.com.cn
 S0980520030002 S0980518070002

证券分析师：陈俊良
 021-60933163
 chenjunliang@guosen.com.cn
 S0980519010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	3.05 元
总市值/流通市值	1067448/1006570 百万元
52 周最高价/最低价	3.41/2.90 元
近 3 个月日均成交额	896.96 百万元

市场走势

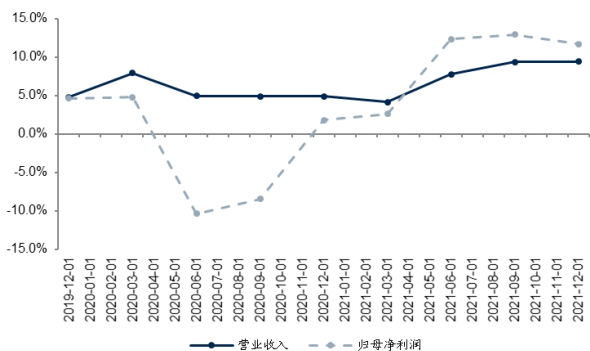


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

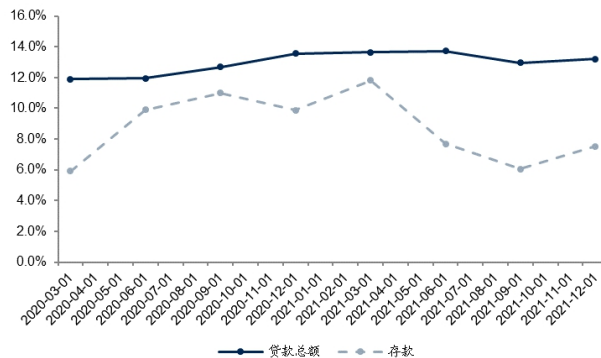
相关研究报告

- 《农业银行-601288-2021 年三季报点评：营收增速提升》——2021-10-31
- 《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

2021 全年营收 7199 亿元 (+9.4%)，归母净利润 2412 亿元 (+11.7%)。其中四季度单季营收 1750 亿元 (+9.6%)，归母净利润 545 亿元 (+7.7%)。2021 年 ROA 0.86%，ROE 11.57%，同比分别提升 0.03 个和 0.22 个百分点。

图1：农业银行营收和归母净利润增速


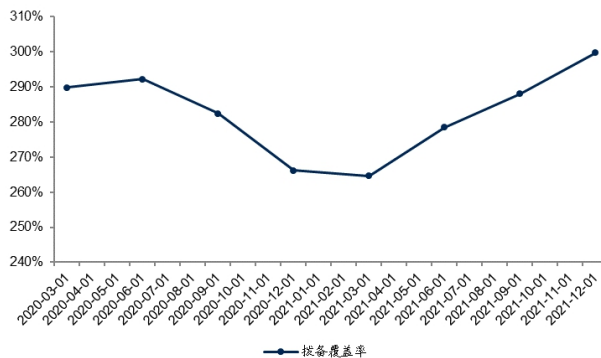
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：农业银行存贷款增速


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：农业银行不良贷款率


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：农业银行拨备覆盖率


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

每股指标 (元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (十亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.59	0.69	0.75	0.80	0.85	营业收入	658	720	784	843	901
BVPS	5.39	5.87	6.41	6.98	7.59	其中：利息净收入	545	578	628	673	721
DPS	0.19	0.21	0.22	0.24	0.25	手续费净收入	75	80	84	89	93
						其他非息收入	38	62	72	81	87
资产负债表 (十亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	营业支出	392	424	462	501	538
总资产	27,205	29,069	31,249	33,437	35,777	其中：业务及管理费	192	219	239	257	274
其中：贷款	14,552	16,455	18,429	20,456	22,502	资产减值损失	165	166	181	199	215
非信贷资产	12,653	12,615	12,820	12,981	13,276	其他支出	35	39	42	46	49
总负债	24,994	26,648	28,637	30,624	32,164	营业利润	266	296	322	342	363
其中：存款	20,373	21,907	23,441	24,964	26,587	其中：拨备前利润	431	462	503	541	578
非存款负债	4,621	4,741	5,197	5,660	6,164	营业外净收入	(1)	0	0	0	0
所有者权益	2,211	2,421	2,612	2,813	3,026	利润总额	265	296	322	342	363
其中：总股本	350	350	350	350	350	减：所得税	49	54	59	62	66
普通股净资产	1,885	2,055	2,245	2,445	2,657	净利润	216	242	263	279	297
						归母净利润	216	241	262	278	296
总资产同比	9.4%	6.9%	7.5%	7.0%	7.0%	其中：普通股东净利润	206	241	262	278	296
贷款同比	13.5%	13.1%	12.0%	11.0%	10.0%	分红总额	65	72	79	84	89
存款同比	9.9%	7.5%	7.0%	6.5%	6.5%						
贷存比	71%	75%	79%	82%	85%	营业收入同比	4.9%	9.4%	8.9%	7.5%	6.9%
非存款负债/负债	18%	18%	18%	18%	19%	其中：利息净收入同比	0.0%	6.0%	8.7%	7.2%	7.0%
权益乘数	12.3	12.0	12.0	11.9	11.8	手续费净收入同比	0.0%	7.8%	5.0%	5.0%	5.0%
						归母净利润同比	1.8%	11.7%	8.8%	6.1%	6.2%
资产质量指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业绩增长归因	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.57%	1.43%	1.38%	1.36%	1.36%	生息资产规模	8.8%	7.9%	7.1%	7.2%	7.0%
信用成本率	1.28%	1.14%	1.10%	1.08%	1.05%	净息差 (广义)	3.5%	-1.9%	1.6%	0.0%	0.0%
拨备覆盖率	261%	300%	307%	314%	320%	手续费净收入	-3.9%	0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
						其他非息收入	-3.4%	3.2%	0.7%	0.5%	0.1%
资本与盈利指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业务及管理费	1.9%	-1.9%	-0.0%	0.0%	0.0%
ROA	0.82%	0.85%	0.87%	0.86%	0.86%	资产减值损失	-5.6%	3.7%	-0.1%	-1.2%	-0.5%
ROE	11.9%	12.3%	12.2%	11.9%	11.6%	其他因素	0.6%	0.5%	-0.0%	-0.2%	-0.1%
核心一级资本充足率	11.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	归母净利润同比	1.8%	11.7%	8.8%	6.1%	6.2%
一级资本充足率	12.92%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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