

➤ **事件：**3 月 31 日，公司发布 2021 年年报，营业收入 7199.15 亿元，同比 +9.4%，归母净利润 2411.83 亿元，同比 +11.7%；净息差 2.12%，较年初 -8BP；不良贷款率 1.43%，较年初 -13BP；拨备覆盖率 299.7%，较年初 +33.5pct。

➤ **营收增速环比上行，利润保持较高水平。营收增速拆分看**，净利息收入提供稳健支撑，规模扩张是核心力量，净手续费收入同比增速 7.8%，连续三季度下滑后实现回升，其他非息收入表现亮眼。**利润增速拆分看**，除规模扩张、其他非息收入提供强支撑外，拨备对利润的反哺较为显著。截至 2021 年底，规模扩张对净利润增长的贡献度为 57.1%，其他非息收入为 22.5%，拨备为 31.6%。

➤ **服务乡村振兴，县域业务增长强劲。**截至 2021 年底，公司县域贷款余额 6.2 万亿元，同比增长 17.2%，在总贷款中的比重再提升 1.1pct，县域金融业务营收占比提升 1.2pct 至 40.8%。**公司作为金融服务乡村振兴“排头兵”，或有望充分享受政策红利，保持良好扩张。**

➤ **信贷投放强劲，改善资产结构，支撑净息差边际企稳。**2021 年底，公司净息差较 21H1 环比持平，止住下滑趋势。资产负债两端拆分看，**生息资产收益率环比小幅抬升是净息差边际企稳的主要原因**，背后是强信贷投放的支撑，2021 年贷款同比增速 13.7%，领先生息资产 4pct。

➤ **不良率持续下降，拨备覆盖率提升超 30pct。**2021 年底，公司不良贷款率较年初 -13BP，资产质量持续优化，其中对公业务是核心推动力，不良先行指标表明资产向好趋势有望延续。拨备覆盖率升至 2015 年以来最高水平，为进一步反哺利润预留空间。

➤ **投资建议：受益乡村振兴战略，信贷投放强劲**

业绩稳健增长，县域业务强劲，净息差边际企稳，资产质量显著改善。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.75 元、0.84 元和 0.94 元，2022 年 3 月 31 日收盘价对应 0.5 倍 22 年 PB，低于可比公司均值和中值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济增速下滑；转型进度不及预期；资本补充面临压力。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	719,915	787,201	861,810	946,356
增长率 (%)	9.4	9.3	9.5	9.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	241,183	261,136	292,163	329,210
增长率 (%)	11.7	8.3	11.9	12.7
每股收益 (元)	0.69	0.75	0.84	0.94
PE	4	4	4	3
PB	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 31 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

3.08 元


分析师：余金鑫

执业证号：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

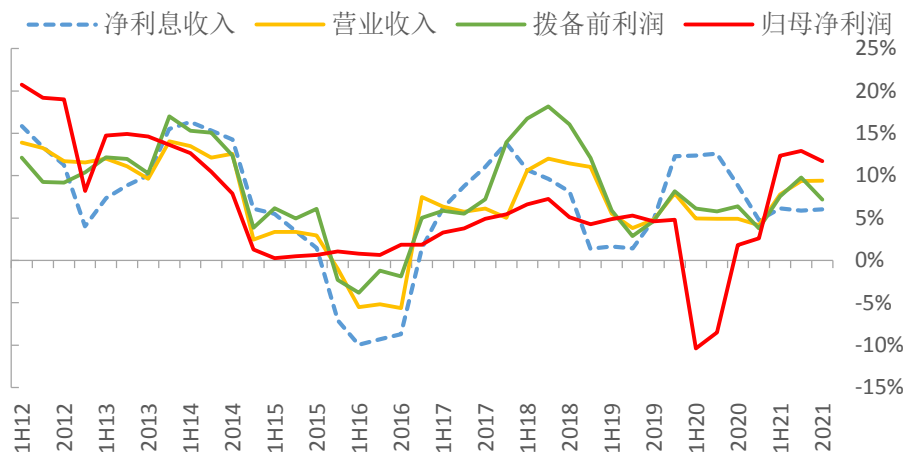
目录

1 业绩稳健增长	3
2 县域业务增长强劲	4
3 净息差边际企稳	5
4 资产质量显著改善	6
5 盈利预测与投资建议	7
5.1 盈利预测假设与业务拆分	7
5.2 估值分析与投资建议	7
6 风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

1 业绩稳健增长

营收增速环比上行，利润增速保持较高水平。2021年，农业银行营收同比增速9.4%，环比+0.2pct，增速逐季上行；归母净利润（以下简称“利润”）同比增速11.7%，环比小幅下降1.2pct。

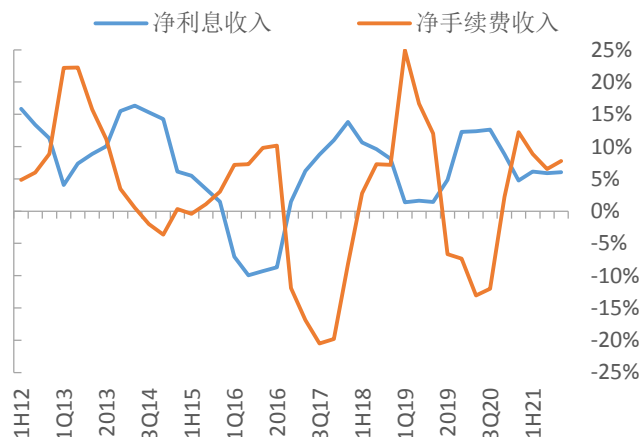
图1：农业银行截至2021年业绩同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

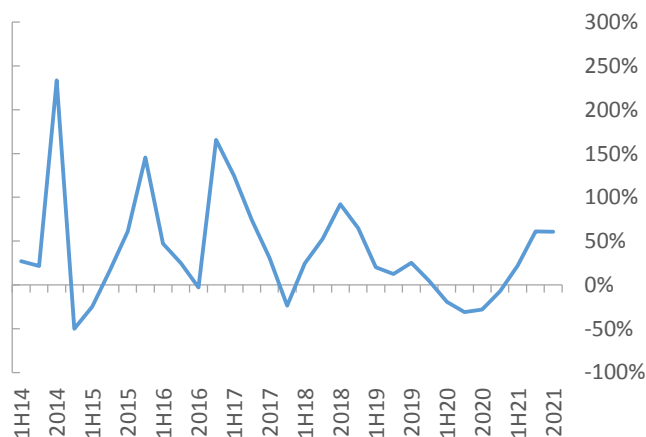
营收增速拆分看，净利息收入提供稳健支撑，净手续费收入实现回升，其他非息收入表现亮眼。2021年，公司净利息收入同比增速6.0%，环比+0.2pct，规模扩张是核心动能，同时净息差收窄的拖累影响逐渐减弱。

图2：农业银行净利息、净手续费收入同比增速



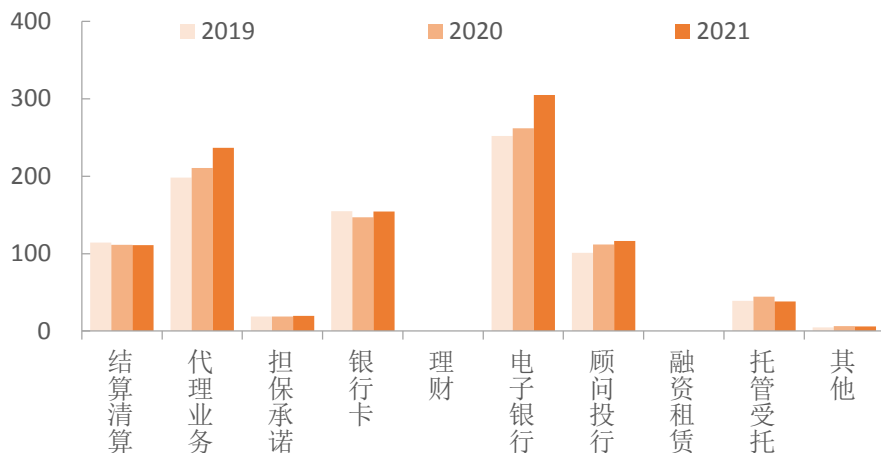
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：农业银行其他非息收入同比增速



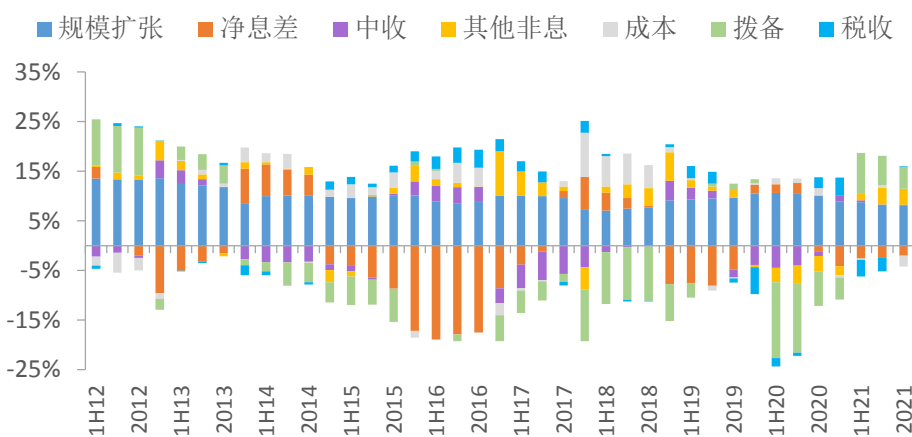
资料来源：wind，民生证券研究院

2021年公司净手续费同比增速7.8%，环比+1.2pct，连续三季度下滑后实现回升，电子银行和代理业务是主要拉动因素，前者受益于数字化产品研发和推广力度加大，带来的电子商务收入增加，后者受基金代销和理财业务的共同影响。其他非息收入同比增速高达60.7%，主要是衍生金融工具投资收益的增加。

图 4：农业银行近三年中间业务收入结构（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

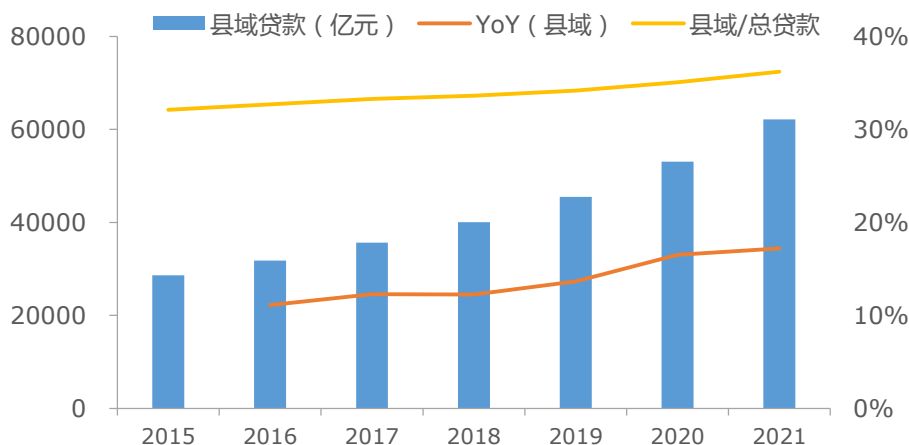
净利润增速拆分看，除规模扩张、其他非息收入提供强支撑外，拨备对利润的反哺较为显著。截至 2021 年底，规模扩张对净利润增长的贡献度为 57.1%，其他非息收入为 22.5%，拨备为 31.6%，但随着二季度公司拨备计提力度的大幅增加，拨备对利润的反哺作用有所减弱。

图 5：农业银行截至 2021 年净利润同比增速拆解


资料来源：wind，民生证券研究院

2 县域业务增长强劲

定位于“服务乡村振兴领军银行”，使命担当，亦开拓可观增长空间。”三农“县域战略作为公司三大战略之一，引领公司县域金融业务高速增长，截至 2021 年底，公司县域贷款余额 6.2 万亿元，同比增长 17.2%，县域贷款占比在总贷款中的比重再提升 1.1pct，县域金融业务营收占比提升 1.2pct 至 40.8%。

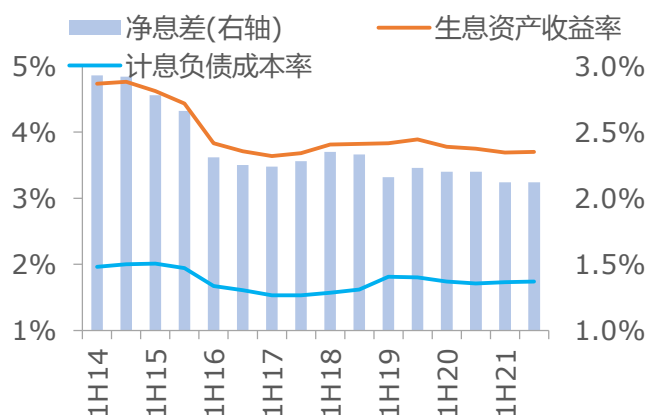
图 6：农业银行县域贷款增长情况


资料来源：公司财报，民生证券研究院

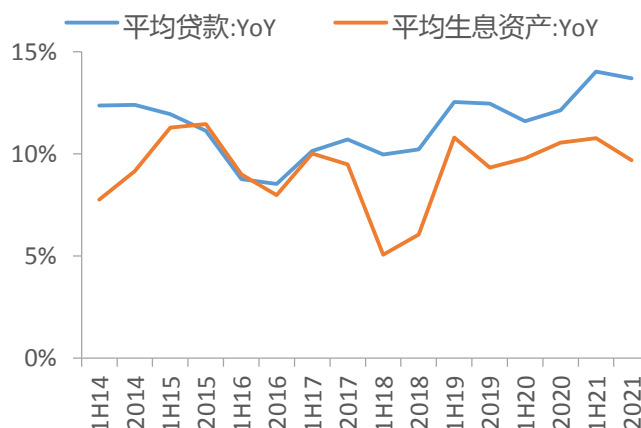
国家乡村振兴战略纵深发展，为公司带来进一步扩表空间。自 2018 年“乡村振兴”上升为国家战略以来，金融支持乡村振兴的政策不断升级，服务水平不断提高。2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》发布，其中针对“强化乡村振兴金融服务”，提出进一步加大对相关金融机构的货币政策支持力度，并鼓励中长期信贷和农户信用贷款。公司作为金融服务乡村振兴“排头兵”，有望充分享受政策红利，保持良好扩张。

3 净息差边际企稳

信贷投放强劲，改善资产结构，支撑净息差实现企稳。截至 2021 年底，公司净息差 2.12%，较年初-12BP，但较 21H1 环比持平，止住下滑趋势。从资负两端拆分看，生息资产收益率环比小幅抬升是净息差边际企稳的主要原因，背后是强信贷投放的支撑，截至 2021 年底贷款同比增速 13.7%，领先生息资产 4pct，增速较年初提升 1.6pct。

图 7：农业银行净息差两端分解


资料来源：wind，民生证券研究院

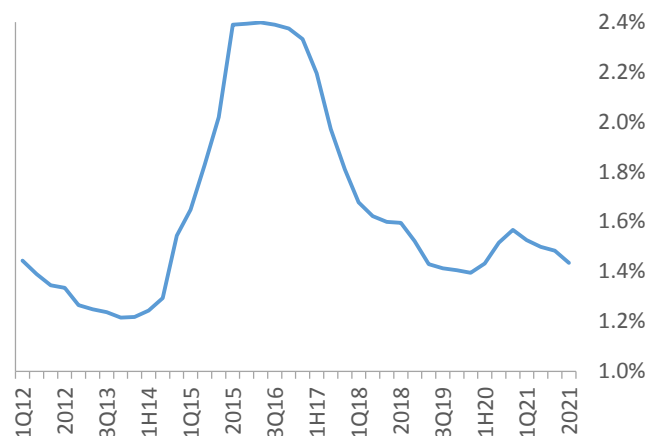
图 8：农业银行贷款、生息资产平均余额 YoY


资料来源：wind，民生证券研究院

4 资产质量显著改善

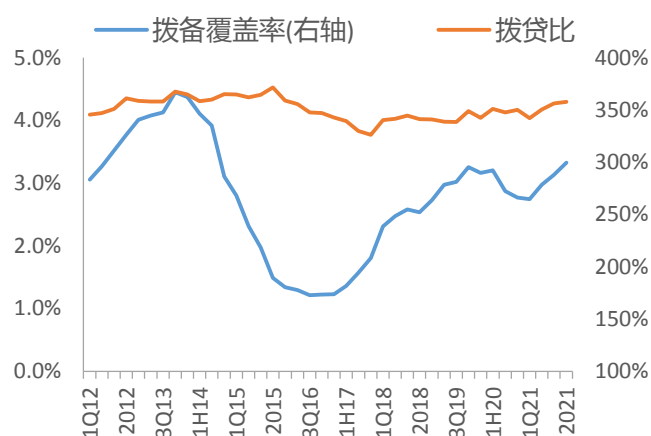
不良率持续下降，拨备覆盖率提升超 30pct。截至 2021 年底，公司不良贷款率 1.43%，较年初下降 14BP，环比继续下行 5BP，资产质量持续优化。不良率显著下行，助推拨备覆盖率较年初大幅提升 35.1pct 至 299.7%，为 2015 年以来最高水平，为进一步反哺利润预留空间。

图 9：农业银行不良率



资料来源：wind，民生证券研究院

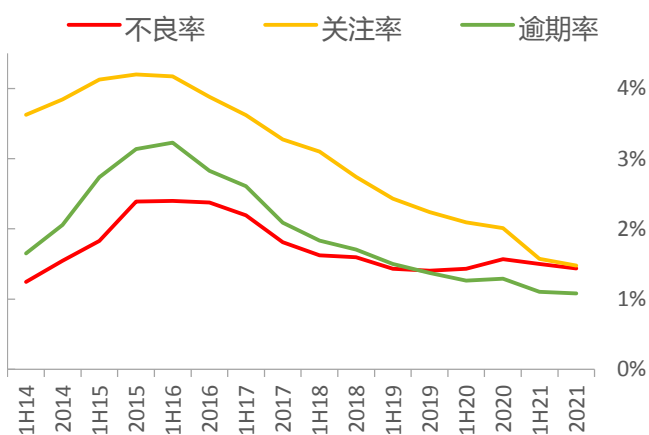
图 10：农业银行拨备水平



资料来源：wind，民生证券研究院

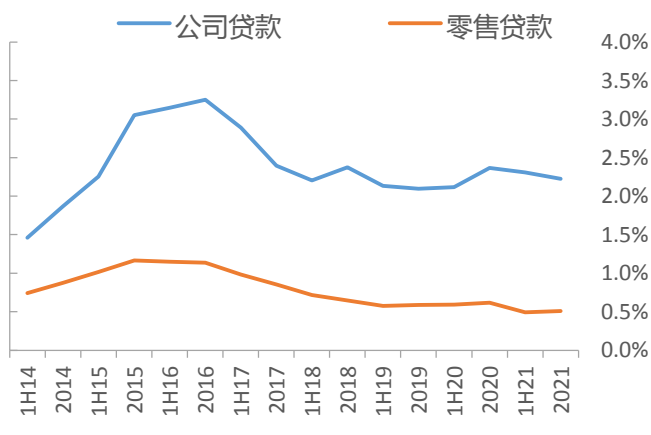
对公贷款质量改善明显，资产质量有望延续向好。2021 年，公司对公贷款不良率 2.22%，较年初下降 14BP，较 21H1 环比下降 8BP，是资产质量整体优化的核心推动力，其中制造业、租赁和商务服务业等改善尤为明显。从不良先行指标来看，关注类资产占比较年初大幅下降 53BP，逾期类占比较年初下降 21BP，表明资产向好趋势仍有望延续。

图 11：农业银行不良率



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：农业银行不良率：对公 vs 个贷



资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1、规模增速：县域业务有望持续发力，我们预测 22-24 年贷款同比增速为 11.0%、12.0%和 11.0%，总资产同比增速为 7.9%、8.7%和 8.3%。

2、净息差：资产结构持续改善，助力净息差企稳。我们预测 22-24 年净息差为 2.09%、2.10%和 2.12%。

3、非息收入：“大财富管理转型”下，我们预测 22-24 年非息收入同比增速为 11.0%、12.0%和 12.0%，净手续费收入同比增速为 7.0%、8.0%和 9.0%。

4、资产质量：不良潜在指标表明资产质量将有望进一步改良。我们预测 22-24 年不良贷款率为 1.25%、1.00%和 0.81%，拨备覆盖率 290.0%、294.0%和 300.3%。

根据以上假设 我们预计 2022-2024 年公司营收同比增速分别为 9.3%、9.5%和 9.8%，归母净利润增速分别为 8.3%、11.9%和 12.7%。

5.2 估值分析与投资建议

业绩稳健增长，县域业务强劲，净息差边际企稳，资产质量显著改善。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.75 元、0.84 元和 0.94 元，2022 年 3 月 31 日收盘价对应 0.5 倍 22 年 PB，低于可比公司均值和中值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 1：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
	中国银行	3.27	0.74	0.81	0.89	0.5	0.5	0.4
	工商银行	4.77	0.95	1.01	1.07	0.6	0.5	0.5
	交通银行	5.11	1.10	1.23	1.31	0.5	0.4	0.4
	邮储银行	5.39	0.82	1.00	1.18	0.8	0.7	0.6
	招商银行	46.80	4.76	5.56	6.69	1.6	1.4	1.3
	建设银行	6.29	1.36	1.52	1.72	0.6	0.6	0.5
	平均值					0.7	0.7	0.6
	中位数					0.6	0.5	0.5
	农业银行	3.08	0.69	0.75	0.84	0.5	0.5	0.4

资料来源：wind，民生证券研究院；注：股价为 2022 年 03 月 31 日收盘价，工行、交行数据为 wind 一致预期

6 风险提示

- 1) **宏观经济增速下滑** :受外部环境及内需影响,经济增速面临一定下行压力,居民、企业信贷需求走弱,行业扩张放缓。
- 2) **转型进度不及预期** :受经济发展变化、客户需求改变等影响,战略转型进度可能面临波折。
- 3) **资本补充面临压力** :系统性重要银行分类对资本充足率提出更高要求,市场对银行资本补充工具投资认可度的变化或带来资本补充压力的增加。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	5,780	6,297	6,854	7,487
手续费及佣金	803	860	928	1,012
其他收入	616	716	836	964
营业收入	7,199	7,872	8,618	9,464
营业税及附加	-66	-71	-78	-85
业务管理费	-2,193	-2,412	-2,654	-2,919
拨备前利润	4,618	5,033	5,494	6,027
计提拨备	-1,660	-1,712	-1,777	-1,837
税前利润	2,959	3,322	3,718	4,191
所得税	-539	-701	-784	-884
归母净利润	2,412	2,611	2,922	3,292

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	171,358	190,207	213,032	236,465
同业资产	15,031	15,782	16,571	17,400
证券投资	80,930	84,977	89,225	93,687
生息资产	289,786	312,760	339,969	368,058
非生息资产	8,272	8,699	7,153	7,456
总资产	290,692	314,591	340,845	369,748
客户存款	215,955	233,231	251,889	272,041
其他计息负债	34,572	37,782	41,597	46,138
非计息负债	15,952	17,547	19,302	21,232
总负债	266,478.0	288,559.8	312,788.2	339,410.5
股东权益	24,213.6	26,031.1	28,056.5	30,337.4

每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净利润(元)	0.69	0.75	0.83	0.94
每股拨备前利润(元)	1.32	1.44	1.57	1.72
每股净资产(元)	5.87	6.39	6.97	7.62
每股总资产(元)	83.06	89.89	97.39	105.65
P/E	4	4	4	3
P/PPOP	2	2	2	2
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4
P/A	0.04	0.03	0.03	0.03

利率指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差(NIM)	2.12%	2.09%	2.10%	2.12%
净利差(Spread)	1.96%	1.97%	1.99%	2.00%
贷款利率	4.23%	4.21%	4.21%	4.23%
存款利率	1.61%	1.59%	1.58%	1.58%
生息资产收益率	3.70%	3.67%	3.67%	3.67%
计息负债成本率	1.74%	1.70%	1.68%	1.67%

盈利能力	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	0.86%	0.87%	0.90%	0.93%
ROAE	12.24%	12.17%	12.50%	12.90%

收入增长	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润增速	11.7%	8.3%	11.9%	12.7%
拨备前利润增速	7.2%	9.0%	9.2%	9.7%
税前利润增速	11.6%	12.3%	11.9%	12.7%
营业收入增速	9.4%	9.3%	9.5%	9.8%
净利息收入增速	6.0%	8.9%	8.8%	9.2%
手续费及佣金增速	7.8%	7.0%	8.0%	9.0%
营业费用增速	14.0%	10.0%	10.0%	10.0%

规模增长	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增速	7.4%	7.9%	8.7%	8.3%
贷款增速	13.2%	11.0%	12.0%	11.0%
同业资产增速	-16.4%	5.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
其他资产增速	-2.1%	5.2%	-17.8%	4.2%
计息负债增速	7.2%	8.2%	8.3%	8.4%
存款增速	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%
同业负债增速	2.9%	1.0%	1.0%	1.0%
股东权益增速	9.5%	7.5%	7.8%	8.1%

存款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
活期	52.4%	52.9%	53.4%	53.9%
定期	45.2%	44.7%	44.2%	43.7%
其他	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%

贷款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
企业贷款(不含贴现)	53.5%	55.99%	55.99%	55.99%
个人贷款	41.5%	41.53%	41.53%	41.53%
票据贴现	2.5%	2.48%	2.48%	2.48%

资产质量	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.43%	1.25%	1.00%	0.81%
正常	97.1%	97.30%	97.56%	97.76%
关注	1.5%	1.46%	1.44%	1.43%
次级	0.3%	0.27%	0.26%	0.25%
可疑	1.0%	0.99%	0.98%	0.97%
损失	0.2%	-0.01%	-0.24%	-0.41%
拨备覆盖率	299.7%	290.0%	294.0%	300.3%

资本状况	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	17.13%	17.28%	17.48%	17.76%
核心资本充足率	11.44%	11.86%	12.33%	12.85%
资产负债率	91.67%	91.73%	91.77%	91.80%

其他数据	2021A	2022E	2023E	2024E
总股本(亿元)	3499.8	3499.8	3499.8	3499.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测（注：因取整误差，总负债、股东权益科目保留一位小数）

插图目录

图 1：农业银行截至 2021 年业绩同比增速.....	3
图 2：农业银行净利息、净手续费收入同比增速.....	3
图 3：农业银行其他非息收入同比增速.....	3
图 4：农业银行近三年中间业务收入结构（亿元）.....	4
图 5：农业银行截至 2021 年净利润同比增速拆解.....	4
图 6：农业银行县域贷款增长情况.....	5
图 7：农业银行净息差两端分解.....	5
图 8：农业银行贷款、生息资产平均余额 YoY.....	5
图 9：农业银行不良率.....	6
图 10：农业银行拨备水平.....	6
图 11：农业银行不良率.....	6
图 12：农业银行不良率：对公 vs 个贷.....	6

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：可比公司 PB 数据对比.....	7
公司财务报表数据预测汇总.....	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001