

公司研究

营收增速逐季提升，县域信贷投放“供需两旺”

——农业银行（601288.SH）2021年度报告点评

增持（维持）

当前价：3.08元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

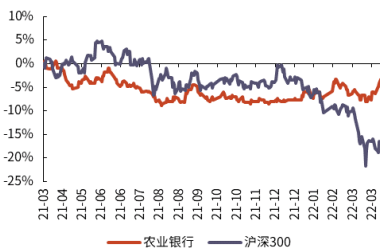
联系人：蔡霆峰

caitingfeng1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,499.83
总市值(亿元)	10779.48
一年最低/最高(元)	2.9/3.21
近3月换手率	10.03%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.58	17.30	10.97
绝对	1.67	3.74	-4.76

资料来源：Wind

要点

事件：

3月30日，农业银行发布2021年度报告，全年实现营业收入7199.15亿元，YoY+9.4%，归母净利润2411.83亿元，YoY+11.7%。加权平均净资产收益率为11.57%，YoY+0.22pct。

点评：

营收增速逐季提升，盈利增速维持高位。2021年，农业银行营收同比增长9.4%至7199.15亿元，归母净利润同比增长11.7%至2411.83亿元，同比增速较1-3Q21分别变动0.1、-1.2pct，其中净利息收入、非息收入同比增速分别为6.0%、25.7%，较1-3Q21分别提升0.1、0.9pct。细拆同比增速结构，规模扩张、非息收入为主要贡献分项，分别拉动业绩增速20.5、13.9pct。环比看，公司营收增速进一步走强，主要受益于四季度净利息收入“量价齐扬”，同时非息收入延续前期强势表现；盈利增速季环比微降，主要是四季度费用端拖累有所提升。

资产结构进一步优化，信贷占比升至58.9%。2021年末，公司总资产较上年末增长6.9%至29.07万亿，增速较21Q3末提升0.7pct。单季变化看，4Q新增资产804.92亿，同比多增1721.98亿，主要是信贷、金融投资增长所致（二者合计新增4930.87亿元），其中贷款新增2663.39亿，同比多增591.49亿，贷款增速季环比提升0.2pct至13.2%，体现了较强的信贷投放能力。贷款占生息资产比重较上季度末提升0.5pct至58.9%，整体资产结构进一步优化。

对公信贷资源向低风险资产倾斜，零售信贷占比提升至41.5%。信贷结构上，1) 境内对公贷款全年新增1.03万亿，同比少增51.72亿，信贷资源重点向资产质量优异、逆周期属性较强的信贷领域集中，租赁及商务服务业、交运仓储邮政业新增贷款占比居前，分别为22.7%、22.4%，公司同时加大对制造业投放力度，新增占比达16.3%；2) 境内零售信贷全年新增9184.69亿，同比多增1121.99亿，零售信贷占比季环比提升0.4pct至41.5%，新增个贷主要集中在个人住房贷款和农户贷款，新增占比分别为63.2%、18.3%。

市场类负债占比有所提升，零售存款占比升至59.9%。2021年末，公司总负债、存款较上年末分别增长6.6%、7.4%，增速较21Q3末分别提升0.5、1.5pct。负债结构上，公司四季度适度拓展了主动负债来源，存款、应付债券、同业负债占比分别为83.7%、5.8%和10.5%，其中同业负债占比较上季度末提升0.4pct。存款结构上，零售存款、对公存款占比分别为59.9%、37.2%，零售存款占比较上季度末提升0.1pct。

NIM保持较强韧性。2021年，在减费让利、实体经济有效需求不足背景下，公司资产端定价有所承压，但得益于资产结构的优化，下半年资产端收益率呈现企稳回升态势，2021年生息资产收益率为3.70%，较2020年下降5bp，但较1H21提升1bp。公司付息负债成本率亦有所上行，但得益于资产端定价的有效对冲，公司息差保持较强韧性，下半年净息差稳定在2.12%，呈现平稳运行态势。

县域金融呈现良好发展态势。2021年，公司县域存、贷款增速分别为7.5%（VS全行7.4%）和17.2%（VS全行13.2%），规模增速高于全行平均水平，其中贷款增量达9130.07亿，创股改以来新高。同时，县域地区存贷利差达到2.90%，相较于全行2.62%的平均水平高出28bp，县域金融在量、价均呈现出良好发展态势。与经济发达地区相比，县域金融地区金融服务基础设施相对薄弱、金融需求尚未得到充分满足，客户议价能力较弱且粘性较高。同时，随着国家乡村振兴等政策持续推进，涉农金融业务将迎来更大发展空间。

投资收益取得较好表现，驱动非息收入高增。2021年，公司非息收入同比增长25.7%至1419.28亿元。其中，净手续费及佣金收入同比增长7.8%至803.29亿元，主要是电子商务业务、银团和顾问等融融智服务收入增加所致；净其他非息收入同比增长60.7%至615.99亿元，主要是权益工具、债券投资收益增加所致，受益于债市收益率下行带来的债券资产价值重估，公司取得较好资本利得收益。

不良指标实现“双降”，风险抵补能力进一步提升。截至2021年末，农业银行不良贷款余额为2457.82亿，季环比减少43.81亿，不良贷款率季环比下降5bp至1.43%，不良指标实现“双降”；关注率为1.48%，较1H21下降10bp，不良生成压力有所减轻。在资产质量持续改善情况下，公司拨备计提政策依旧保持审慎稳健，拨备覆盖率较上季度末提升11.7pct至299.7%，仍为四大行最高水平，具有较强风险抵补能力。

资本充足率季环比稳中有升。近年来，农业银行持续推进“固本计划”，在利润留存补充资本的基础上，积极拓展外源性资本补充渠道，4Q21成功发行400亿元永续债，资本实力进一步增强。截至2021年末，公司核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为11.44%、13.46%、17.13%，季环比分别提升0.26、0.48、0.43pct。

盈利预测、估值与评级。农业银行县域金融业务发展态势良好，营收增速稳健，具有稳定的低成本存款扩展来源。同时，在“宽信用”、“稳增长”预期较强，有效信贷需求尚待提振背景下，作为国有大行，农行预计将在信贷投放中发挥“头雁”作用，贷款规模有望进一步提升，结合2021年年报，上调公司2022-2023年EPS预测为0.74元（上调7.2%）、0.79元（上调9.7%），新增2024年EPS预测为0.83元，当前股价对应PB估值分别为0.48/0.44/0.41倍，维持“增持”评级。

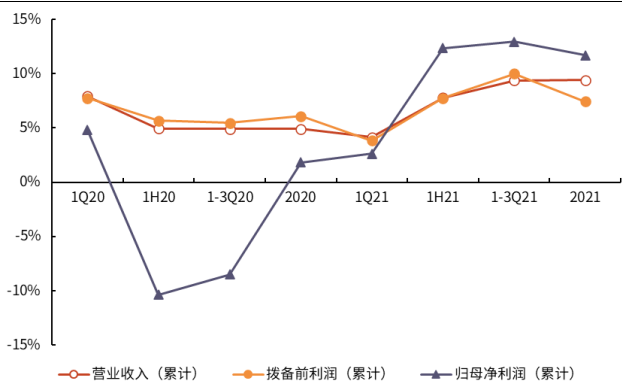
风险提示：如果宏观经济超预期下行，可能增加大额风险暴露的潜在风险。

表 1：农业银行盈利预测与估值简表

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	657,961	719,915	762,156	800,367	839,714
营业收入增长率	4.89%	9.42%	5.87%	5.01%	4.92%
净利润（百万元）	215,925	241,183	258,882	275,661	291,685
净利润增长率	1.80%	11.70%	7.34%	6.48%	5.81%
EPS（元）	0.62	0.69	0.74	0.79	0.83
ROE	11.89%	12.24%	12.05%	11.77%	11.46%
P/E	4.99	4.47	4.16	3.91	3.70
P/B	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41

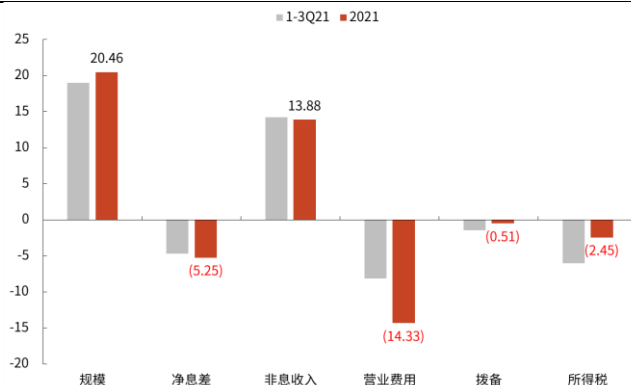
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-3-31

图 1: 农业银行营收及盈利累计增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 农业银行业绩同比增速拆分



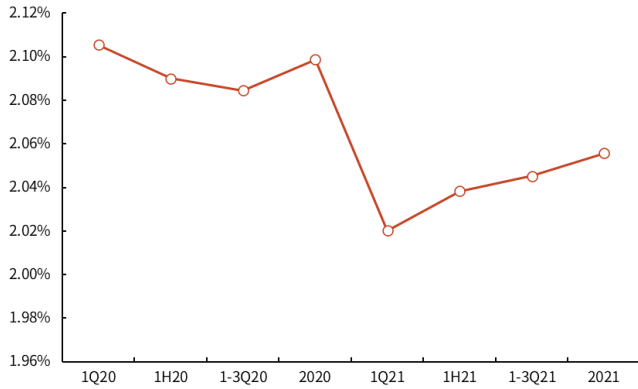
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 单位: pct

图 3: 农业银行资产负债结构

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021
资产结构 (占比)								
发放贷款和垫款/生息资产	54.2%	55.2%	55.1%	55.8%	56.5%	57.9%	58.3%	58.9%
较上季变动 (pct)	0.55	0.99	(0.15)	0.74	0.68	1.41	0.43	0.51
公司贷款/贷款	54.8%	54.2%	54.2%	53.7%	54.8%	54.6%	54.3%	53.5%
较上季变动 (pct)	1.53	(0.61)	0.04	(0.45)	1.02	(0.17)	(0.33)	(0.75)
零售贷款/贷款	39.7%	40.2%	40.6%	41.0%	40.8%	40.9%	41.1%	41.5%
较上季变动 (pct)	(0.72)	0.44	0.46	0.31	(0.17)	0.14	0.18	0.44
票据/贷款	2.5%	2.5%	2.1%	2.6%	1.5%	1.6%	1.9%	2.5%
较上季变动 (pct)	(0.71)	0.04	(0.35)	0.44	(1.10)	0.13	0.32	0.56
金融投资/生息资产	29.1%	29.9%	29.7%	28.8%	27.6%	28.0%	27.7%	28.3%
较上季变动 (pct)	(0.83)	0.80	(0.16)	(0.86)	(1.27)	0.39	(0.28)	0.58
金融同业资产/生息资产	16.7%	14.9%	15.2%	15.3%	15.9%	14.1%	14.0%	12.9%
较上季变动 (pct)	0.27	(1.79)	0.32	0.12	0.59	(1.80)	(0.15)	(1.09)
负债结构 (占比)								
客户存款/付息负债	83.4%	85.4%	84.5%	83.4%	84.9%	84.6%	84.2%	83.7%
较上季变动 (pct)	(0.14)	1.99	(0.93)	(1.11)	1.55	(0.32)	(0.43)	(0.49)
活期存款/存款	55.3%	54.8%	54.3%	55.2%	53.4%	53.1%	52.1%	52.4%
较上季变动 (pct)	(2.27)	(0.52)	(0.56)	0.93	(1.76)	(0.36)	(0.96)	0.26
定期存款/存款	40.1%	42.3%	43.2%	42.0%	44.0%	44.0%	45.4%	44.7%
较上季变动 (pct)	2.22	2.20	0.89	(1.21)	2.02	(0.00)	1.36	(0.64)
个人存款/存款	58.6%	59.1%	58.8%	59.3%	59.7%	59.4%	59.8%	59.9%
较上季变动 (pct)	0.65	0.51	(0.34)	0.55	0.36	(0.32)	0.41	0.13
公司存款/存款	36.9%	38.0%	38.7%	37.9%	37.8%	37.7%	37.7%	37.2%
较上季变动 (pct)	(0.71)	1.18	0.68	(0.82)	(0.11)	(0.04)	(0.01)	(0.50)
应付债券/付息负债	4.9%	4.8%	5.7%	5.7%	5.4%	5.6%	5.8%	5.8%
较上季变动 (pct)	(0.12)	(0.11)	0.84	0.02	(0.33)	0.28	0.16	0.05
金融同业负债/付息负债	11.6%	9.7%	9.8%	10.9%	9.7%	9.7%	10.0%	10.5%
较上季变动 (pct)	0.25	(1.88)	0.09	1.08	(1.22)	0.04	0.27	0.44

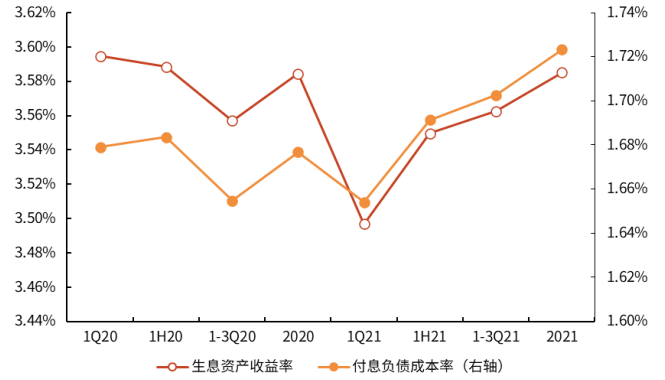
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4：农业银行净息差走势（测算值）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 5：农业银行生息资产收益率及付息负债成本率（测算值）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 6：农业银行资产质量主要指标

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021
不良贷款率	1.40%	1.43%	1.52%	1.57%	1.53%	1.50%	1.48%	1.43%
较上季变动 (pct)	0.00	0.03	0.09	0.05	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.05)
(关注+不良)/贷款总额	N/A	3.53%	N/A	3.58%	N/A	3.07%	N/A	2.91%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/不良贷款	N/A	58.0%	N/A	49.4%	N/A	44.19%	N/A	44.98%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/贷款总额	N/A	0.83%	N/A	0.77%	N/A	0.66%	N/A	0.65%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备覆盖率	289.9%	285.0%	272.4%	260.6%	264.6%	274.53%	288.04%	299.73%
较上季变动 (pct)	1.16	(4.94)	(12.53)	(11.80)	3.97	9.92	13.51	11.69
拨贷比	4.06%	4.08%	4.14%	4.08%	4.05%	4.12%	4.27%	4.30%
较上季变动 (pct)	(0.00)	0.02	0.06	(0.06)	(0.03)	0.07	0.15	0.03

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：农业银行资本充足率

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021
资本充足率	16.10%	16.42%	16.54%	16.59%	16.37%	16.23%	16.70%	17.13%
较上季变动 (pct)	(0.03)	0.32	0.12	0.05	(0.22)	(0.14)	0.47	0.43
一级资本充足率	12.59%	12.60%	12.76%	12.92%	12.79%	12.65%	12.98%	13.46%
较上季变动 (pct)	0.06	0.01	0.16	0.16	(0.13)	(0.14)	0.33	0.48
核心一级资本充足率	11.34%	10.87%	10.85%	11.04%	10.98%	10.85%	11.18%	11.44%
较上季变动 (pct)	0.10	(0.47)	(0.02)	0.19	(0.06)	(0.13)	0.33	0.26
风险加权资产同比增速	10.65%	11.40%	9.97%	9.71%	10.18%	7.83%	5.81%	5.06%
较上季变动 (pct)	(2.28)	0.76	(1.44)	(0.25)	0.47	(2.36)	(2.02)	(0.75)

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	657,961	719,915	762,156	800,367	839,714
净利息收入	545,079	577,987	609,248	639,388	678,512
非息收入	112,882	141,928	152,908	160,979	161,202
净手续费及佣金收入	74,545	80,329	85,149	89,832	94,324
净其他非息收入	38,337	61,599	67,759	71,147	66,878
营业支出	391,990	424,103	445,528	463,214	482,957
拨备前利润	429,953	461,880	510,712	540,316	571,073
信用及其他减值损失	164,903	166,000	194,017	203,094	214,249
税前利润	265,050	295,880	316,696	337,222	356,824
所得税	48,650	53,944	57,005	60,700	64,228
净利润	216,400	241,936	259,690	276,522	292,596
归属母公司净利润	215,925	241,183	258,882	275,661	291,685

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	3.58%	3.59%	3.59%	3.56%	3.53%
贷款收益率	4.44%	4.30%	4.26%	4.20%	4.15%
付息负债成本率	1.68%	1.72%	1.77%	1.79%	1.78%
存款成本率	1.48%	1.58%	1.55%	1.54%	1.52%
净息差	2.10%	2.06%	2.02%	1.98%	1.97%
净利差	1.91%	1.86%	1.82%	1.77%	1.75%
RORWA	1.33%	1.39%	1.41%	1.40%	1.39%
ROAA	0.83%	0.86%	0.86%	0.86%	0.85%
ROAE	11.89%	12.24%	12.05%	11.77%	11.46%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.57%	1.43%	1.43%	1.40%	1.39%
拨备覆盖率	260.64%	293.17%	311.53%	337.47%	365.08%
拨贷比	4.08%	4.21%	4.45%	4.73%	5.09%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	16.59%	17.13%	17.11%	17.08%	17.04%
一级资本充足率	12.92%	13.46%	13.56%	13.65%	13.73%
核心一级资本充足率	11.04%	11.44%	11.67%	11.88%	12.07%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2022-3-31

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	27,205,047	29,069,155	31,045,303	33,149,125	35,386,364
发放贷款和垫款	15,136,121	17,135,752	19,277,721	21,398,270	23,538,097
同业资产	4,158,333	3,749,877	3,606,537	3,436,746	3,422,535
金融投资	7,822,659	8,230,043	8,312,343	8,478,590	8,732,948
生息资产合计	27,117,113	29,115,672	31,196,601	33,313,607	35,693,581
总负债	24,994,301	26,647,796	28,436,047	30,340,417	32,367,130
吸收存款	20,107,372	21,595,453	23,107,135	24,747,741	26,529,579
市场类负债	4,003,377	4,204,374	4,422,066	4,623,457	4,801,480
付息负债合计	24,110,749	25,799,827	27,529,201	29,371,198	31,331,058
股东权益	2,210,746	2,421,359	2,609,256	2,808,708	3,019,234
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983
归属母公司权益	2,204,789	2,414,605	2,601,693	2,800,285	3,009,901

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	9.35%	6.85%	6.80%	6.78%	6.75%
生息资产	9.22%	7.37%	7.15%	6.79%	7.14%
付息负债	10.02%	7.01%	6.70%	6.69%	6.67%
贷款余额	13.55%	13.21%	12.50%	11.00%	10.00%
存款余额	9.79%	7.40%	7.00%	7.10%	7.20%
净利息收入	8.83%	6.04%	5.41%	4.95%	6.12%
净手续费及佣金收入	2.22%	7.76%	6.00%	5.50%	5.00%
营业收入	4.89%	9.42%	5.87%	5.01%	4.92%
拨备前利润	6.08%	7.43%	10.57%	5.80%	5.69%
归母净利润	1.80%	11.70%	7.34%	6.48%	5.81%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	0.62	0.69	0.74	0.79	0.83
PPOPPS (元)	1.23	1.32	1.46	1.54	1.63
BVPS (元)	5.39	5.87	6.41	6.97	7.57
DPS (元)	0.19	0.21	0.22	0.24	0.25
P/E	4.99	4.47	4.16	3.91	3.70
P/POPOP	2.51	2.33	2.11	2.00	1.89
P/B	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE