

农业银行 (601288)

证券研究报告
2022年09月02日

贷款投放扩量提质，资产质量稳定

营收增速提升，盈利能力稳定

公司发布 2022 年半年报，上半年营收和归母净利润同比增长 5.93%、5.45%，增速较 22Q1 分别提升 0.01pct 和下降 1.97pct。营收结构来看，利息净收入和手续费及佣金净收入分别同比增长 6%、2.78%。业绩归因来看，生息资产规模扩张对业绩的拉动效应提升，净息差下滑的负向拖累增强，“以量补价”较为明显。22H1 公司加权平均 ROE 为 11.94%，同比下降 0.46pct。

资产端加大对公投放，负债端优势巩固

价格层面，22H1 净息差 2.02%，较 22Q1 下降 7bp，我们预计资产端收益率下行是主要影响因素，其中贷款利率下滑使得生息资产收益率承压。22H1 生息资产收益率达 3.66%，较 2021 全年下滑 4bp，其中贷款收益率持平，对资产端定价形成支撑。对公和零售贷款收益率分别较 2021 全年下滑 9bp、提升 10bp。22H1 存款成本率 1.67%，较 2021 全年提升 6bp，仍处较低水平。

规模来看，22Q2 末贷款余额同比增长 13.75%，高于生息资产增速，同比增速在国有行中居首。22Q2 农行贷款同比多增量进一步提升，达 1839 亿元。其中 22Q2 对公贷款同比多增量占整体贷款同比多增量的 63%，支撑起整体信贷增长。具体来看，制造业贷款增速保持较高水平，制造业贷款余额同比增长 21.75%。上半年制造业贷款新增 4283 亿元，是去年同期增量的 2.18 倍。其他如租赁和商务服务业、水利及环境等 22Q2 末贷款余额同比增长 15%、17%，亦保持较快的信贷投放速度。零售贷款方面，个人经营贷款 22Q2 末余额同比增速达 22%，主要系公司持续加大普惠贷款投放；农户贷 22Q2 末余额同比增长 29%，主要是由于惠农 e 贷保持较快增长。

负债端，22Q2 末公司低息存款占计息负债比例提升至 82.15%，其中活期存款占整体存款比例达 49.6%。高低息存款占比使得公司持续巩固负债端优势

不良认定严格，资产质量稳定

22Q2 末不良率 1.41%，环比持平，关注率较年初下滑 2bp，潜在不良生成压力减轻。其中 22Q2 末对公贷款不良率较年初下滑 8bp，制造业贷款改善明显、不良率下滑 99bp，房地产不良率上升 58bp。分地区来看，22Q2 珠三角和东北地区不良率分别上升 33bp、13bp。22Q2 末逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额达 42.83%，较年初下滑 2.16pct，依旧保持严格的不良认定水平。22Q2 末拨备覆盖率 304.91%，较 22Q1 小幅下降 2.59pct。

投资建议：受益乡村振兴战略，打造“县域金融”领军行，

公司始终坚持“打造服务乡村振兴的领军银行”目标，县域金融业务发展如火如荼。考虑到资产端定价下行使得净息差一定程度上承压，我们调整此前对公司业绩增速的预测，预计 2022-2024 年归母净利润同比增长 6.13%（前置 8.61%）、7.83%（8.64%）、8.24%。目前对应公司 PB（MRQ）0.47 倍，给予 2022 年目标 PB 0.7 倍，对应目标价 4.23 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济疲弱，信贷需求不足，信用风险波动

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	6580	7199	7600	8088	8680
增长率（%）	4.89	9.42	5.57	6.41	7.32
归属母公司股东净利润（亿元）	2159	2412	2560	2760	2987
增长率（%）	1.80	11.70	6.13	7.83	8.24
每股收益（元）	0.62	0.69	0.73	0.79	0.85
市盈率(P/E)	4.59	4.11	3.87	3.59	3.32
市净率(P/B)	0.53	0.48	0.47	0.45	0.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/国有大型银行 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.83 元
目标价格	4.23 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	319,244.21
流通 A 股股本(百万股)	299,284.54
A 股总市值(百万元)	903,461.12
流通 A 股市值(百万元)	846,975.24
每股净资产(元)	6.03
资产负债率(%)	92.21
一年内最高/最低(元)	3.11/2.76

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

刘斐然 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120002
liufeiran@tfzq.com

范清林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080004
fanqinglin@tfzq.com

股价走势

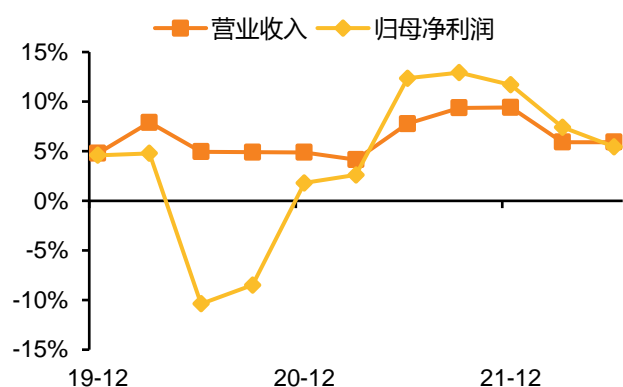


资料来源：聚源数据

相关报告

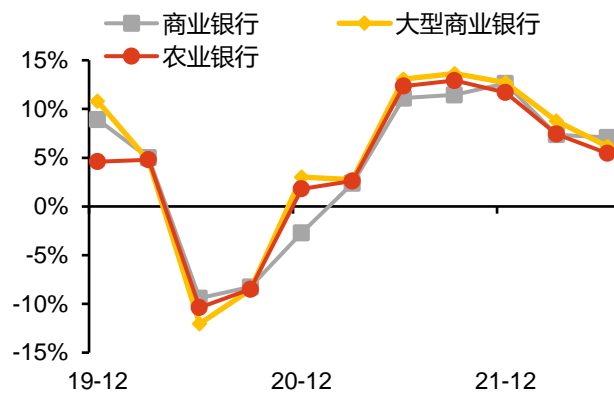
- 《农业银行-半年报点评:基本面持续向好，集团综合化协同效应逐步显现》 2021-09-07
- 《农业银行-季报点评:息差环比改善，资产质量平稳》 2020-11-06
- 《农业银行-半年报点评:非息收入承压，资产质量平稳》 2020-09-06

图 1：农业银行营收和归母净利润同比增速变化



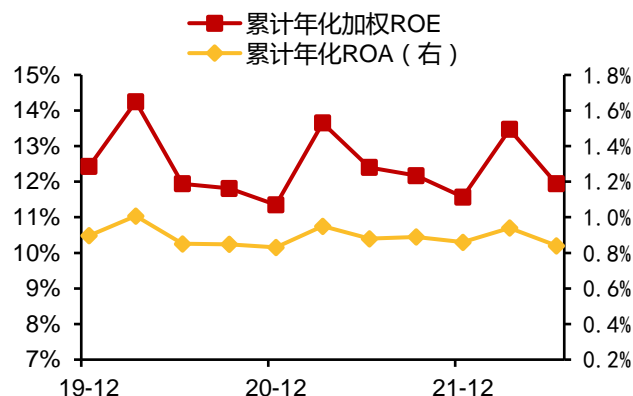
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：农业银行归母净利润同比增速与行业平均水平相当



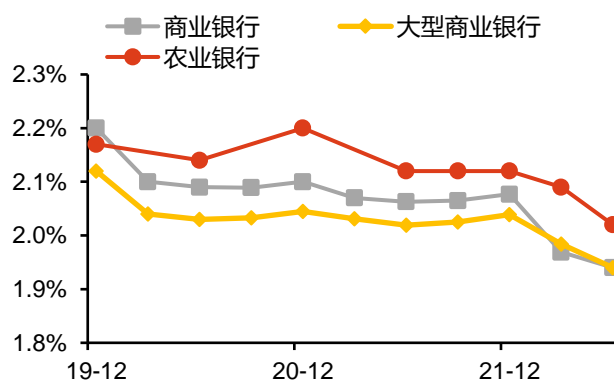
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：农业银行盈利能力较为平稳



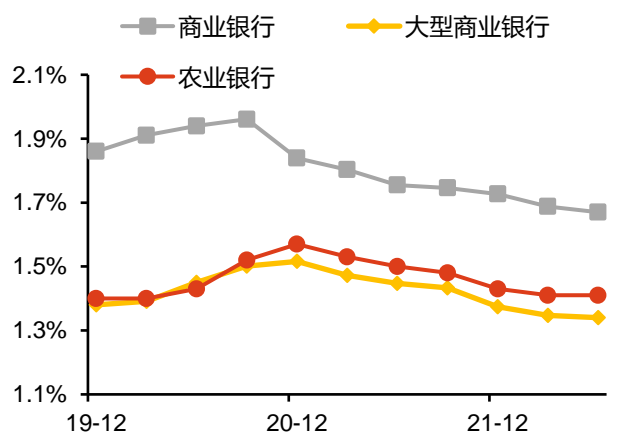
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：农业银行净息差表现优于行业



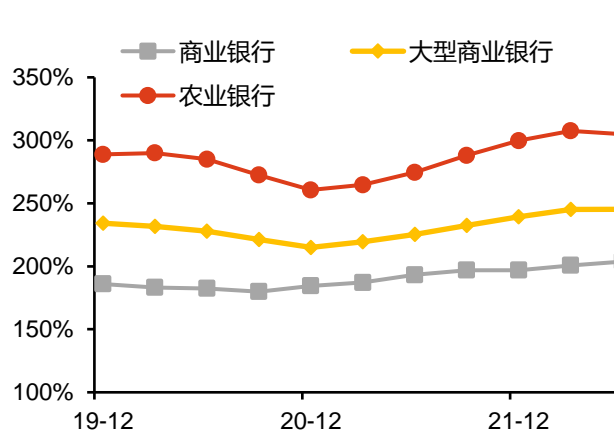
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：农业银行不良率低于行业平均



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：农业银行拨备覆盖率优于行业平均



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表						收入增长					
净利息收入	5451	5780	5987	6355	6816	净利润增速	1.8%	11.7%	6.13%	7.83%	8.24%
手续费及佣金	745	803	843	886	974	拨备前利润增速	6.1%	7.4%	7.0%	6.4%	8.1%
其他收入	383	616	770	847	889	税前利润增速	-0.6%	11.6%	5.8%	7.8%	8.2%
营业收入	6580	7199	7600	8088	8680	营业收入增速	4.9%	9.4%	5.6%	6.4%	7.3%
营业税及附加	58	66	69	73	76	净利息收入增速	12.0%	6.0%	3.6%	6.2%	7.3%
业务管理费	2213	2515	2591	2758	2918	手续费及佣金增速	-14.2%	7.8%	5.0%	5.0%	10.0%
拨备前利润	4300	4619	4941	5258	5686	营业费用增速	2.2%	13.7%	3.1%	6.4%	5.8%
计提拨备	1649	1660	1810	1882	2032	规模增长					
税前利润	2651	2959	3131	3376	3654	生息资产增速	9.0%	7.1%	10.0%	10.0%	8.0%
所得税	487	539	564	608	658	贷款增速	13.5%	13.1%	14.4%	13.7%	11.5%
净利润	2159	2412	2560	2760	2987	同业资产增速	22.5%	-16.4%	4.3%	-34.0%	-28.0%
资产负债表						证券投资增速	5.4%	5.2%	6.7%	10.0%	4.1%
贷款总额	151361	171358	196694	223562	249334	其他资产增速	27.1%	-5.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
同业资产	17973	15031	15680	10349	7451	计息负债增速	10.1%	7.1%	10.8%	10.7%	8.4%
证券投资	78227	82300	87808	96589	100590	存款增速	9.9%	7.5%	12.2%	12.0%	8.4%
生息资产	266097	285090	313599	344959	372556	同业负债增速	5.6%	2.5%	7.3%	10.7%	-2.4%
非生息资产	5953	5601	5321	5055	4802	股东权益增速	12.8%	9.5%	2.5%	2.9%	3.1%
总资产	272050	290692	318921	350014	377358	存款结构					
客户存款	203729	219071	245878	275308	298520	活期	55.2%	52.4%	52.00%	52.00%	52.00%
其他计息负债	40034	42044	43390	44818	48596	定期	42.0%	44.8%	45.10%	45.10%	45.10%
非计息负债	6180	5363	4827	4344	3910	其他	2.8%	2.8%	2.90%	2.90%	2.90%
总负债	249943	266478	294095	324469	351026	贷款结构					
股东权益	22107	24214	24825	25545	26333	企业贷款(不含贴现)	37.9%	37.3%	37.00%	37.00%	37.00%
每股指标						个人贷款	59.3%	59.9%	60.00%	60.00%	60.00%
每股净利润(元)	0.62	0.69	0.73	0.79	0.85	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.23	1.32	1.41	1.50	1.62	不良贷款率	1.57%	1.43%	1.41%	1.40%	1.39%
每股净资产(元)	5.39	5.87	6.04	6.25	6.47	正常	96.42%	97.09%			
每股总资产(元)	77.73	83.06	91.12	100.01	107.82	关注	2.01%	1.48%			
P/E	4.6	4.1	3.9	3.6	3.3	次级	0.42%	0.28%			
P/PPOP	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7	可疑	1.01%	1.00%			
P/B	0.53	0.48	0.47	0.45	0.44	损失	0.14%	0.15%			
P/A	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	拨备覆盖率	260.64%	299.73%	321.69%	323.52%	328.84%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.20%	2.12%	2.02%	1.95%	1.92%	资本充足率	16.59%	17.13%	16.61%	15.80%	15.26%
净利差(Spread)	2.04%	2.46%	1.97%	1.98%	1.99%	核心资本充足率	11.04%	11.44%	11.05%	10.41%	10.00%
贷款利率	4.38%	4.23%	4.20%	4.20%	4.20%	资产负债率	91.87%	91.67%	92.22%	92.70%	93.02%
存款利率	1.53%	1.61%	1.60%	1.60%	1.60%	其他数据					
生息资产收益率	3.75%	4.59%	4.58%	4.58%	4.58%	总股本(亿)	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83
计息负债成本率	1.71%	2.13%	2.62%	2.61%	2.60%						
盈利能力											
ROAA	0.83%	0.86%	0.84%	0.83%	0.82%						
ROAE	11.89%	12.24%	12.28%	12.83%	13.42%						
拨备前利润率	1.65%	1.64%	1.62%	1.57%	1.56%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com