

农业银行(601288)

报告日期: 2022年10月31日

## 利润增速平稳, 不良稳中向好

### ——农业银行 2022 年三季度报点评

#### 投资要点

□ 农业银行 2022Q1-3 利润增速平稳, 不良稳中向好。

□ 数据概览

农业银行 22Q1-3 归母净利润同比增长 5.8%, 增速环比 22H1 提升 0.3pc; 营收同比增长 3.6%, 增速环比下降 2.3pc; ROE (年化) 11.8%, ROA (年化) 0.84%; 22Q3 末不良率 1.40%, 环比-1bp, 拨备覆盖率 303%, 环比下降 2pc。

□ 利润增速平稳

22Q1-3 农业银行归母净利润同比增长 5.8%, 增速环比提升 0.3pc, 主要归因释放拨备反哺利润, 减值拖累大幅消退。22Q1-3 减值损失同比增长 1.4%, 增速环比回落 8.4pc。22Q1-3 农业银行营收增速同比增长 3.6%, 增速环比下降 2.3pc, 主要归因息差拖累加大。22Q3 农业银行净息差 (期初期末) 环比 22Q2 下降 10bp 至 1.81%。展望未来, 在充足拨备支撑下, 预计农业银行利润增速有望保持平稳; 但受息差下行压力影响, 营收增速仍然面临小幅下行压力。

□ 息差环比下行

22Q3 农业银行净息差 (期初期末) 环比 22Q2 下降 10bp 至 1.81%, 资产负债两端均环比承压。驱动因素来看: ① 资产端: 22Q3 资产收益率环比下降 7bp 至 3.46%, 归因贷款占比下行、零售投放走弱, 叠加贷款利率行业性下行。22Q3 末贷款环比增长 2.9%, 增速较总资产慢 1.4pc。同时, 零售贷款环比增长 1.1%, 增速较总贷款慢 1.8pc。② 负债端: 22Q3 负债成本率环比上行 3bp 至 1.82%, 归因存款占比下降。22Q3 末存款环比增长 3.1%, 增速较总负债慢 1.2pc。

展望未来, 预计农业银行 Q4 息差仍面临收窄压力, 但随着存款挂牌利率下调红利释放, 降幅有望边际收敛。

□ 不良稳中向好

22Q3 末农业银行不良率环比微降 1bp 至 1.40%, 不良水平稳中向好。拨备来看, 拨备覆盖率环比下降 2pc 至 303%, 拨备水平保持充足。

□ 盈利预测与估值

农业银行利润增速平稳, 不良稳中向好。预计农业银行 2022-2024 年归母净利润同比增长 5.78%/6.32%/6.43%, 对应 BPS 6.40/6.93/7.50 元。现价对应 PB 估值 0.43/0.40/0.37 倍。目标价 3.29 元/股, 对应 2022 年 PB 0.51 倍, 现价空间 19%。

□ 风险提示: 宏观经济失速, 不良大幅暴露。

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	719,915	739,387	775,828	833,576
(+/-) (%)	9.42%	2.70%	4.93%	7.44%
归母净利润	241,183	255,126	271,258	288,701
(+/-) (%)	11.70%	5.78%	6.32%	6.43%
每股净资产(元)	5.87	6.40	6.93	7.50
P/B	0.47	0.43	0.40	0.37

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 梁凤洁

执业证书号: S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师: 邱冠华

执业证书号: S1230520010003

02180105900

qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师: 陈建宇

执业证书号: S1230522080005

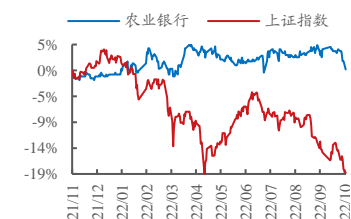
15014264583

chenjianyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 2.76
总市值(百万元)	965,953.17
总股本(百万股)	349,983.03

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《息差环比提升, 业绩继续向好——农业银行 2021 年三季度报点评》 2021.11.03

表 1: 农业银行 2022 年三季度报业绩概览

维度	单位: 百万元	21Q1-3	22H1	22Q1-3	环比变化	同比变化	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	QoQ	
利润指标	ROE (年化)	12.2%	11.9%	11.8%	-0.2pc	-0.4pc	12.1%	6.9%	11.5%	8.4%	11.4%	3.0pc	
	ROA (年化)	0.89%	0.84%	0.84%	0bp	-5bp	0.89%	0.75%	0.94%	0.74%	0.83%	9bp	
	拨备前利润	372,925	261,818	378,352	1.5%	1.5%	123,246	88,955	138,695	123,123	116,534	-5.4%	
	同比增速	10.0%	4.9%	1.5%	-3.4pc	-8.5pc	14.9%	-2.2%	5.8%	3.8%	-5.4%	-9.2pc	
	归母净利润	186,709	128,945	197,505	12.9%	5.5%	5.8%	64,431	54,474	70,750	58,195	68,560	17.8%
	同比增速	12.9%	5.5%	5.8%	0.3pc	-7.1pc	14.0%	7.7%	7.4%	3.2%	6.4%	3.3pc	
	EPS (未年化)	0.52	0.35	0.53	2.0%	2.0%	0.18	0.16	0.20	0.17	0.20	17.8%	
BVPS (未年化)	5.72	6.03	6.24	3.6%	9.2%	5.72	5.87	6.05	6.03	6.24	3.6%		
收入拆分	营业收入	544,897	387,196	564,620	3.6%	9.2%	179,360	175,018	205,949	181,247	177,424	-2.1%	
	同比增速	9.4%	5.93%	3.62%	-2.3pc	-5.7pc	12.8%	9.6%	5.9%	5.9%	-1.1%	-7.0pc	
	利息净收入	429,717	300,219	448,050	4.3%	4.3%	146,360	148,270	150,968	149,251	147,831	-1.0%	
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	27,873,013	30,415,972	31,169,314	2.5%	11.8%	28,331,098	28,648,849	29,604,279	31,227,665	32,675,998	4.6%	
	净息差 (日均余额口径)	n.a	2.02%	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)	2.06%	1.97%	1.92%	-6bp	-14bp	2.07%	2.07%	2.04%	1.91%	1.81%	-10bp	
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.58%	3.57%	3.53%	-4bp	-5bp	3.60%	3.62%	3.61%	3.52%	3.46%	-7bp	
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.67%	1.77%	1.79%	2bp	11bp	1.69%	1.72%	1.75%	1.79%	1.82%	3bp	
	非利息净收入	115,180	86,977	116,570	1.2%	33,000	26,748	54,981	31,996	31,996	29,593	-7.5%	
	手续费净收入	65,476	49,489	67,355	2.9%	17,326	14,853	31,669	17,820	17,820	17,866	0.3%	
	其他非息收入	49,704	37,488	49,215	-1.0%	15,674	11,895	23,312	14,176	14,176	11,727	-17.3%	
	业务及管理费	139,360	95,010	148,530	6.6%	49,672	79,948	44,601	50,409	53,520	53,520	6.2%	
	成本收入比	25.58%	24.54%	26.31%	1.8pc	0.7pc	27.69%	45.68%	21.66%	27.81%	30.17%	2.4pc	
	资产减值损失	141,629	105,547	143,584	1.4%	45,488	24,371	52,883	52,664	38,037	38,037	-27.8%	
	贷款减值损失	135,545	92,777	126,212	-6.9%	43,534	33,454	53,838	38,939	33,435	33,435	-14.1%	
	信用成本	1.13%	1.03%	0.92%	-11bp	-21bp	1.04%	0.79%	1.22%	0.84%	0.70%	-14bp	
	所得税费用	43,926	27,321	37,467	-14.7%	13,221	10,018	15,176	12,145	10,146	10,146	-16.5%	
有效税率	18.99%	17.48%	15.96%	-1.5pc	-3.0pc	17.00%	15.51%	17.69%	17.24%	12.93%	-4.3pc		
规模增长	总资产	28,988,663	32,426,420	33,826,452	4.3%	16.7%	28,988,663	29,069,155	30,888,302	32,426,420	33,826,452	4.3%	
	生息资产余额	28,567,657	31,976,814	33,375,182	4.4%	16.8%	28,567,657	28,730,041	30,478,516	31,976,814	33,375,182	4.4%	
	贷款总额	16,869,413	18,770,323	19,323,252	2.9%	14.5%	16,869,413	17,135,752	18,107,661	18,770,323	19,323,252	2.9%	
	对公贷款	9,936,886	11,286,899	11,758,794	4.2%	18.3%	9,936,886	10,018,540	10,703,416	11,286,899	11,758,794	4.2%	
	个人贷款	6,932,527	7,483,424	7,564,458	1.1%	9.1%	6,932,527	7,117,212	7,404,245	7,483,424	7,564,458	1.1%	
	同业资产	1,578,520	2,030,874	2,486,090	22.4%	57.5%	1,578,520	1,503,081	1,839,044	2,030,874	2,486,090	22.4%	
	金融投资	8,003,295	8,965,955	9,280,945	3.5%	16.0%	8,003,295	8,230,043	8,486,307	8,965,955	9,280,945	3.5%	
	存放央行	2,535,325	2,669,527	2,775,565	4.0%	9.5%	2,535,325	2,321,406	2,488,815	2,669,527	2,775,565	4.0%	
	总负债	26,661,513	29,900,207	31,194,574	4.3%	17.0%	26,661,513	26,647,796	28,354,073	29,900,207	31,194,574	4.3%	
	付息负债余额	25,825,306	29,037,067	30,294,205	4.3%	17.3%	25,825,306	25,799,827	27,503,716	29,037,067	30,294,205	4.3%	
	吸收存款	21,742,859	23,796,197	24,541,337	3.1%	12.9%	21,742,859	21,595,453	23,208,110	23,796,197	24,541,337	3.1%	
	企业活期	n.a	5,651,629	n.a	n.a	n.a	n.a	5,370,739	n.a	5,651,629	n.a	n.a	
	个人活期	n.a	6,147,544	n.a	n.a	n.a	n.a	5,940,596	n.a	6,147,544	n.a	n.a	
	企业定期	n.a	3,227,371	n.a	n.a	n.a	n.a	2,667,190	n.a	3,227,371	n.a	n.a	
	个人定期	n.a	8,042,285	n.a	n.a	n.a	n.a	6,993,575	n.a	8,042,285	n.a	n.a	
	同业负债	1,889,367	2,526,071	2,975,684	17.8%	57.5%	1,889,367	1,949,504	1,944,342	2,526,071	2,975,684	17.8%	
	发行债券	1,497,419	1,775,531	1,887,312	6.3%	26.0%	1,497,419	1,507,657	1,469,324	1,775,531	1,887,312	6.3%	
向央行借款	695,661	939,268	889,872	-5.3%	27.9%	695,661	747,213	881,940	939,268	889,872	-5.3%		
所有者权益	2,320,428	2,519,496	2,625,417	4.2%	13.1%	2,320,428	2,414,605	2,527,653	2,519,496	2,625,417	4.2%		
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	250,163	264,455	269,702	2.0%	7.8%	250,163	245,782	254,449	264,455	269,702	2.0%	
	不良率	1.48%	1.41%	1.40%	-1bp	-9bp	1.48%	1.43%	1.41%	1.41%	1.40%	-1bp	
	关注贷款	n.a	273,471	n.a	n.a	n.a	n.a	253,071	n.a	273,471	n.a	n.a	
	关注率	n.a	1.46%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.48%	n.a	1.46%	n.a	n.a	
	逾期贷款	n.a	187,568	n.a	n.a	n.a	n.a	184,921	n.a	187,568	n.a	n.a	
	逾期率	n.a	1.00%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.08%	n.a	1.00%	n.a	n.a	
	不良生成额	42,506	42,081	71,008	68.7%	67.1%	-761	177,455	16,762	25,319	28,927	0.14	
	不良生成率	0.37%	0.49%	0.55%	6bp	18bp	-0.02%	4.21%	0.39%	0.56%	0.62%	6bp	
	核销转出额	29,456	23,408	47,088	101.2%	59.9%	-3,580	181,836	8,095	15,313	23,680	54.6%	
	核销转出率	16.56%	19.05%	25.54%	6.5pc	9.0pc	-5.79%	290.75%	13.17%	24.07%	35.82%	11.7pc	
逾期90+偏离度	n.a	42.8%	n.a	n.a	n.a	n.a	45.0%	n.a	42.8%	n.a	n.a		
拨备覆盖率	288.0%	305%	303%	-2.3pc	14.6pc	288.0%	299.7%	307.5%	304.9%	302.7%	-2.3pc		
拨贷比	4.27%	4.30%	4.22%	-7bp	-5bp	4.27%	4.30%	4.32%	4.30%	4.22%	-7bp		
资本情况	核心一级资本充足率	11.18%	11.11%	11.12%	n.a	-6bp	11.18%	11.44%	11.36%	11.11%	11.12%	n.a	
	一级资本充足率	12.98%	13.28%	13.38%	10bp	40bp	12.98%	13.46%	13.58%	13.28%	13.38%	10bp	
	资本充足率	16.70%	17.09%	17.46%	37bp	76bp	16.70%	17.13%	17.18%	17.09%	17.46%	37bp	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22Q1-3 举例, 22Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22Q1-3 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3 平均余额的平均值。右侧 QoQ 指 22Q3 环比 22Q2 指标变化情况。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
存放央行	2,321,406	3,200,446	3,584,500	4,014,640
同业资产	1,503,081	1,653,389	1,818,728	2,000,601
贷款总额	17,135,752	19,706,115	22,070,849	24,719,350
贷款减值准备	-720,570	-830,969	-918,919	-1,012,860
贷款净额	16,454,503	18,875,146	21,151,929	23,706,490
证券投资	8,230,043	8,451,718	9,346,661	10,340,226
其他资产	560,122	859,033	958,365	1,069,416
<b>资产合计</b>	<b>29,069,155</b>	<b>33,039,733</b>	<b>36,860,183</b>	<b>41,131,372</b>
同业负债	2,696,717	2,966,389	3,263,028	3,589,330
存款余额	21,595,453	24,618,816	27,573,074	30,881,843
应付债券	1,507,657	1,733,806	1,993,876	2,292,958
其他负债	847,969	1,031,932	1,155,506	1,293,976
<b>负债合计</b>	<b>26,647,796</b>	<b>30,350,943</b>	<b>33,985,485</b>	<b>38,058,107</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>2,421,359</b>	<b>2,688,790</b>	<b>2,874,698</b>	<b>3,073,265</b>

### 利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	577,987	595,746	625,831	676,939
净手续费收入	80,329	82,659	85,965	89,403
其他非息收入	61,599	60,983	64,032	67,234
<b>营业收入</b>	<b>719,915</b>	<b>739,387</b>	<b>775,828</b>	<b>833,576</b>
税金及附加	-6,606	-7,215	-7,869	-8,599
业务及管理费	-219,308	-225,240	-236,341	-253,933
营业外净收入	68	0	0	0
<b>拨备前利润</b>	<b>461,880</b>	<b>473,873</b>	<b>496,929</b>	<b>533,773</b>
资产减值损失	-166,000	-160,888	-164,154	-179,599
<b>税前利润</b>	<b>295,880</b>	<b>312,985</b>	<b>332,775</b>	<b>354,175</b>
所得税	-53,944	-57,062	-60,671	-64,572
<b>税后利润</b>	<b>241,936</b>	<b>255,922</b>	<b>272,104</b>	<b>289,603</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>241,183</b>	<b>255,126</b>	<b>271,258</b>	<b>288,701</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>227,385</b>	<b>241,328</b>	<b>257,460</b>	<b>274,903</b>

### 主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>业绩增长</b>				
利息净收入增速	6.04%	3.07%	5.05%	8.17%
手续费净增速	7.76%	2.90%	4.00%	4.00%
非息净收入增速	25.73%	1.21%	4.42%	4.43%
拨备前利润增速	7.43%	2.60%	4.87%	7.41%
归属母公司净利润增速	11.70%	5.78%	6.32%	6.43%
<b>盈利能力</b>				
ROAE	11.54%	11.23%	11.03%	10.89%
ROAA	0.86%	0.82%	0.78%	0.74%
RORWA	1.38%	1.34%	1.26%	1.21%
生息率	3.59%	3.50%	3.45%	3.41%
付息率	1.69%	1.79%	1.82%	1.82%
净利差	1.91%	1.71%	1.64%	1.59%
净息差	2.06%	1.88%	1.81%	1.76%
成本收入比	30.46%	30.46%	30.46%	30.46%
<b>资本状况</b>				
资本充足率	17.13%	17.10%	16.28%	15.51%
核心资本充足率	13.46%	13.13%	12.59%	12.07%
风险加权系数	61.40%	61.37%	61.37%	61.37%
股息支付率	30.01%	30.00%	30.00%	30.00%

### 主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>资产质量</b>				
不良贷款余额	245,782	275,135	309,453	344,774
不良贷款净生成率	1.45%	0.56%	0.55%	0.54%
不良贷款率	1.43%	1.40%	1.40%	1.39%
拨备覆盖率	300%	302%	297%	294%
拨贷比	4.30%	4.22%	4.16%	4.10%
<b>流动性</b>				
贷存比	79.35%	80.04%	80.04%	80.04%
贷款/总资产	58.95%	59.64%	59.88%	60.10%
平均生息资产/平均总资产	98.34%	98.65%	98.48%	98.5%
<b>每股指标 (元)</b>				
EPS	0.65	0.69	0.74	0.79
BVPS	5.87	6.40	6.93	7.50
每股股利	0.21	0.21	0.22	0.24
<b>估值指标</b>				
P/E	4.25	4.00	3.75	3.51
P/B	0.47	0.43	0.40	0.37
P/PPOP	2.09	2.04	1.94	1.81
股息收益率	7.49%	7.50%	8.00%	8.54%

数据来源：公司公告，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>