

买入

农业银行（601288.SH）

助力乡村振兴，推进普惠金融

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 银行 · 国有大型银行 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：S0980518070002
证券分析师：	陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	执证编码：S0980519010001
证券分析师：	田维韦	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030002

事项：

农业银行于近日举行反向路演，介绍农业银行服务乡村振兴和普惠金融，以及通过金融科技赋能乡村振兴及普惠金融的情况，对相关业务实际运作情况进行了现场调研，并就市场热点问题进行了交流。我们认为长期来看县域金融与普惠金融有望持续擦亮农业银行特色，而短期来看农业银行基本面保持稳定且具有高股息率优势。我们维持盈利预测不变，预计 2023-2025 年归母净利润 2766/2941/3112 亿元，同比增速 6.7%/6.3%/5.8%；摊薄 EPS 为 0.79/0.84/0.89 元；当前股价对应 PE 为 4.6/4.3/4.1x，PB 为 0.5/0.5/0.4x，维持“买入”评级。

评论：

◆ 县域金融机会多，农业银行助力乡村振兴优势显著、特色鲜明

我国县域经济体量巨大。我国县域土地面积广大，人口众多，经济体量巨大，近些年来不断发展。根据壹城经济咨询中心发布的《中国县域高质量发展报告 2022》，截至 2021 年底，我国县域占全国国土面积的 90%左右，占全国人口的一半左右，占全国 GDP 的比重接近 40%。

图1：县域经济总量巨大且持续发展

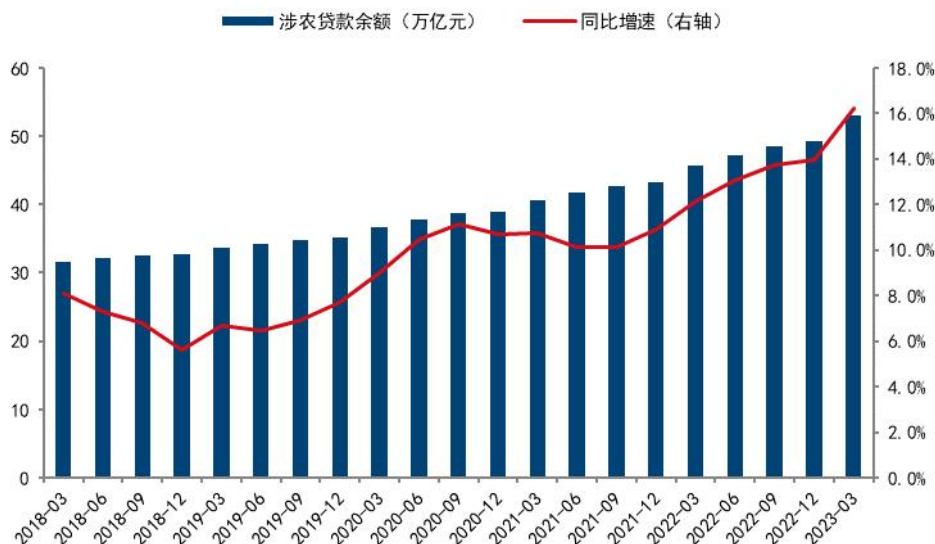


资料来源：农业银行，国信证券经济研究所整理

县域金融持续发展。县域经济的发展离不开金融的支持，在县域经济发展的同时，对金融的需求也不断增

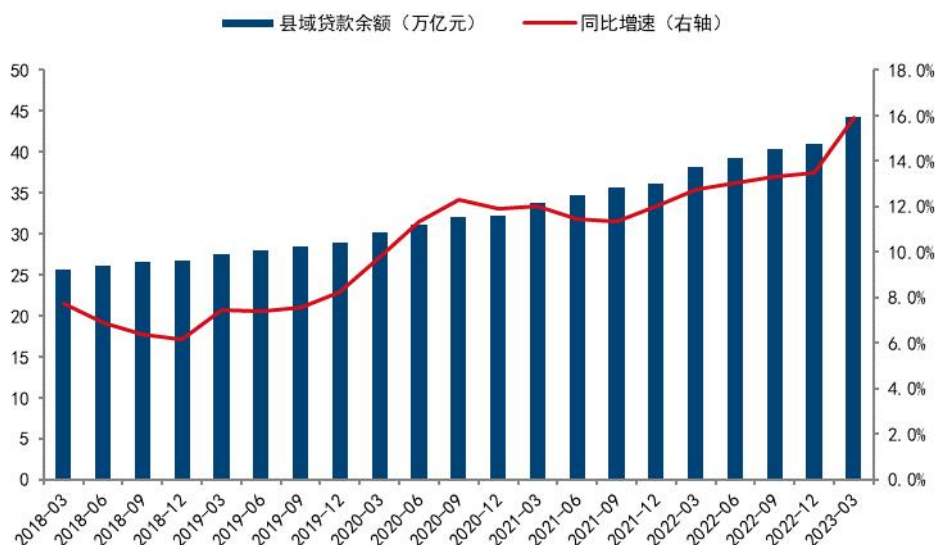
加，县域金融市场也不断发展。根据央行发布的《2023年一季度金融机构贷款投向统计报告》，2023年一季度末，本外币涉农贷款余额 53.04 万亿元，同比增长 16.2%，占贷款总额的 23.0%；2023 年一季度末，县域贷款余额 44.2 万亿元，同比增长 15.9%，占贷款总额的 19.2%。

图2：涉农贷款持续增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

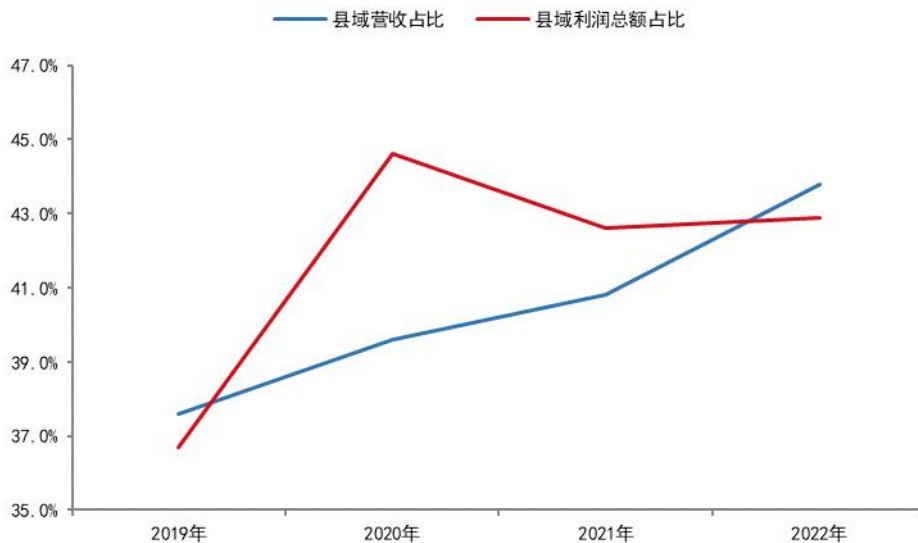
图3：县域贷款持续增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

农业银行县域金融特色鲜明，充分受益于县域金融的发展。一直以来，农业银行以打造“服务乡村振兴领军银行”为目标定位，通过三农金融事业部向县域农村客户提供综合金融服务，形成鲜明的县域金融特色，农业银行县域网点 1.26 万个，占全行网点数量的 56%。农业银行通过倾斜县域政策资源配置，不仅助力乡村振兴，也为自身带来利润回报，实现“双赢”。2022 年农业银行县域金融业务实现营业收入 3175 亿元，占全行的 43.8%；实现县域利润总额 1313 亿元，占全行的 42.9%。

图4: 农行资源向县域倾斜, 县域业绩贡献持续增加



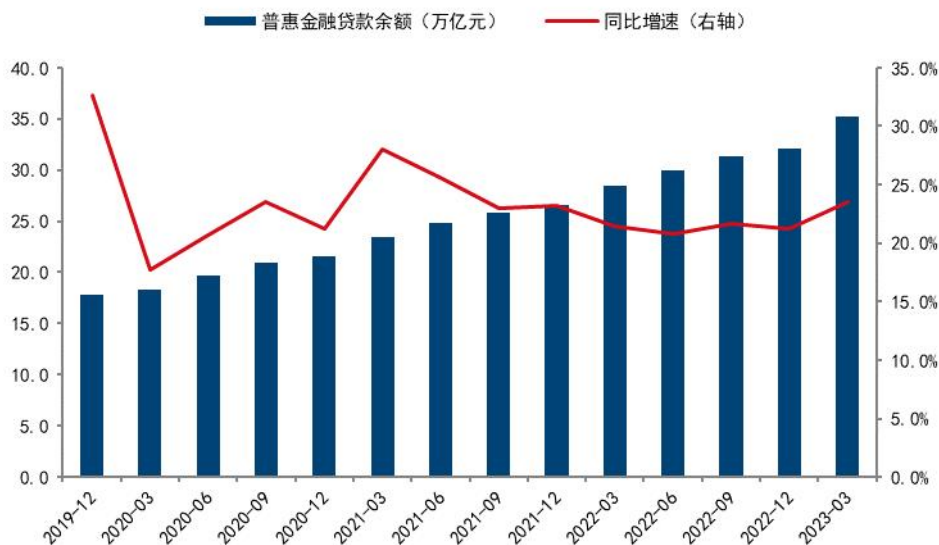
资料来源: 农业银行, 国信证券经济研究所整理

农业银行未来将继续发挥县域优势, 助力乡村振兴。农业银行未来将通过“六大行动”(即金融服务巩固拓展脱贫攻坚成果、金融服务粮食安全行动、金融服务乡村富民产业行动、金融服务和美乡村建设行动、金融服务农业农村绿色低碳发展行动、金融服务县域城乡融合行动)、“三大工程”(即拓户扩面工程、金融创新工程、数字乡村工程)和“三大机制”(即县域支行管理机制、政策资源优先保障机制、风险合规精细管理机制), 继续大力推进“服务乡村振兴领军银行”建设, 巩固自身县域金融优势和特色。

◆ 普惠金融天地广阔, 农业银行普惠金融成效显著, 数字化赋能助推商业可持续

我国普惠金融领域发展迅速。随着我国经济结构转型发展, 银行在传统领域的贷款业务竞争激烈, 近几年来在政策助推下, 商业银行纷纷加大普惠金融投入力度。根据央行发布的《2023年一季度金融机构贷款投向统计报告》, 2023年一季度末, 人民币普惠金融领域贷款余额 35.19 万亿元, 同比增长 23.6%, 比各项贷款高 11.8 个百分点, 其近几年的增速基本维持在 20%以上, 市场规模快速增长。

图5: 普惠金融贷款快速增长



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

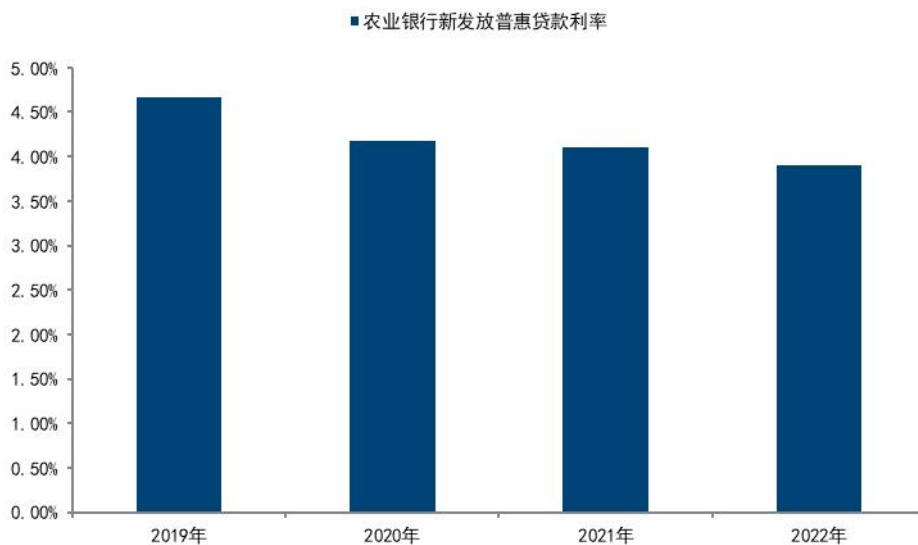
农业银行在普惠金融领域取得显著成效。从规模来看，农业银行是最早对普惠金融业务实施专业化管理的银行之一，2017 年便成立普惠金融事业部，2018 年启动数字化转型使得普惠金融业务进入快速发展轨道。农业银行在普惠金融贷款市场的份额持续提升，2023 年一季度末，农业银行普惠金融贷款余额达到 3.14 万亿元，市场份额达到 9%，在全行总贷款中的占比也达到 15%。从收益和风险情况来看，虽然在支持实体经济以及市场竞争等因素影响下，普惠贷款利率保持了稳中有降的趋势，与全行各项贷款利率水平基本相当，但普惠贷款不良率明显低于全行整体水平。

图6: 农业银行普惠金融贷款快速增长，市场份额提升



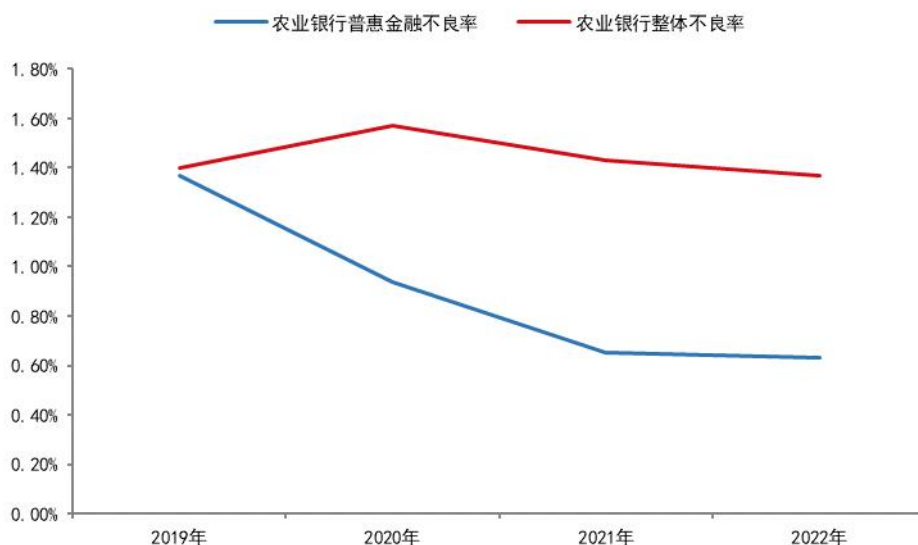
资料来源：央行，农业银行，国信证券经济研究所整理

图7: 农业银行普惠金融贷款利率稳中有降



资料来源: 农业银行, 国信证券经济研究所整理

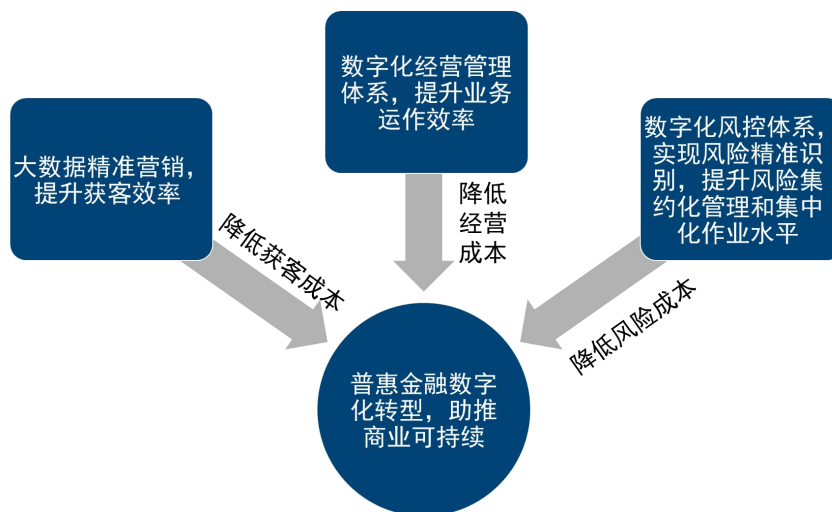
图8: 农业银行普惠金融贷款不良率低于全行整体水平



资料来源: 农业银行, 国信证券经济研究所整理

数字化转型提升农业银行普惠金融竞争实力, 助推商业可持续。传统小微信贷业务面临的问题是高风险成本和高管理成本, 农业银行通过数字化转型提升风险管控能力, 大幅降低了风险成本, 同时提升了管理效率, 大幅降低获客成本和经营成本, 因此在较低的贷款利率下仍能实现商业可持续。因此可以说, 数字化转型是农业普惠金融可持续发展的关键。未来农业银行将继续坚持科技赋能, 通过深化数字化转型推动普惠金融业务可持续高质量发展。

图9：数字化转型降低普惠金融成本



资料来源：农业银行，国信证券经济研究所整理

◆ 农业银行当前基本面稳健，股息率高

农业银行目前基本面保持稳健，股息率高达 6% 左右。从农业银行最新披露的一季报数据来看，公司经营业绩保持稳定：（1）营业收入维持正增长。公司 2023 年一季度实现营业收入 1894 亿元，可比口径同比增长 2.2%；一季度实现归母净利润 716 亿元，可比口径同比增长 1.8%。（2）净息差逐渐企稳。公司 2023 年一季度日均净息差 1.70%，环比来看，今年一季度单季净息差较去年四季度小幅降低 3bps，随着重定价因素释放，净息差后续预计将趋于稳定。（3）资产质量稳定。公司 2023 年一季末不良贷款率 1.37%，与上年末持平。一季末拨备覆盖率 303%，与上年末持平，资产质量表现稳定。

◆ 投资建议

我们认为长期来看县域金融与普惠金融有望持续擦亮农业银行特色，而短期来看农业银行基本面保持稳定且具有高股息率优势。我们维持盈利预测不变，预计 2023-2025 年归母净利润 2766/2941/3112 亿元，同比增速 6.7%/6.3%/5.8%；摊薄 EPS 为 0.79/0.84/0.89 元；当前股价对应 PE 为 4.6/4.3/4.1x，PB 为 0.5/0.5/0.4x，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

相关研究报告：

- 《农业银行（601288.SH）2023 年一季报点评-规模扩张提速，营收正增长》——2023-04-30
- 《农业银行（601288.SH）-净利润增速回升，资产质量稳定》——2023-03-31
- 《农业银行（601288.SH）-资产增速上升，资产质量稳定》——2022-10-30
- 《农业银行（601288.SH）2022 半年报点评-县域金融增长较快，资产质量稳中向好》——2022-08-31
- 《农业银行（601288.SH）——2022 年一季报点评-资产质量向好，拨备覆盖率回升》——2022-05-01

财务预测与估值

每股指标（元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表（十亿元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.69	0.74	0.79	0.84	0.89	营业收入	720	725	768	837	905
BVPS	5.87	6.37	6.94	7.54	8.18	其中：利息净收入	578	590	628	692	753
DPS	0.21	0.22	0.24	0.25	0.27	手续费净收入	80	81	85	90	94
						其他非息收入	62	54	55	56	58
						营业支出	424	417	441	490	538
资产负债表（十亿元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	其中：业务及管理费	219	229	243	265	286
总资产	29,069	33,928	38,338	42,172	45,546	资产减值损失	166	145	153	176	198
其中：贷款	16,455	18,983	21,451	23,596	25,483	其他支出	39	43	45	49	53
非信贷资产	12,615	14,945	16,887	18,576	20,062	营业利润	296	308	327	347	368
总负债	26,648	31,253	35,465	39,089	42,240	其中：拨备前利润	462	453	480	523	566
其中：存款	21,907	25,121	28,387	30,942	33,417	营业外净收入	0	(2)	0	0	0
非存款负债	4,741	6,132	7,079	8,147	8,823	利润总额	296	306	327	347	368
所有者权益	2,421	2,674	2,873	3,083	3,306	减：所得税	54	48	51	54	57
其中：总股本	350	350	350	350	350	净利润	242	259	276	294	311
普通股股东净资产	2,055	2,228	2,427	2,638	2,861	归母净利润	241	259	277	294	311
						其中：普通股股东净利润	241	259	277	294	311
总资产同比	6.9%	16.7%	13.0%	10.0%	8.0%	分红总额	72	78	83	88	93
贷款同比	13.1%	15.4%	13.0%	10.0%	8.0%						
存款同比	7.5%	14.7%	13.0%	9.0%	8.0%	营业收入同比	9.4%	0.7%	5.9%	9.1%	8.1%
贷存比	75%	76%	76%	76%	76%	其中：利息净收入同比	6.0%	1.6%	6.4%	10.2%	9.0%
非存款负债/负债	18%	20%	20%	21%	21%	手续费净收入同比	7.8%	1.2%	5.0%	5.0%	5.0%
权益乘数	12.0	12.7	13.3	13.7	13.8	归母净利润同比	11.7%	7.4%	6.7%	6.3%	5.8%
资产质量指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩增长归因	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	1.43%	1.37%	1.36%	1.36%	1.36%	生息资产规模	7.9%	13.9%	13.7%	10.7%	9.0%
信用成本率	1.14%	0.88%	0.80%	0.82%	0.84%	净息差（广义）	-1.9%	-12.4%	-7.3%	-0.5%	0.0%
拨备覆盖率	300%	303%	275%	260%	257%	手续费净收入	0.2%	-0.0%	-0.2%	-0.6%	-0.4%
						其他非息收入	3.2%	-0.8%	-0.3%	-0.5%	-0.4%
资本与盈利指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业务及管理费	-1.9%	-1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	0.85%	0.81%	0.76%	0.73%	0.71%	资产减值损失	3.7%	5.7%	0.3%	-2.5%	-2.0%
ROE	12.3%	12.1%	11.9%	11.6%	11.3%	其他因素	0.5%	2.8%	0.6%	-0.3%	-0.3%
核心一级资本充足率	11.44%	11.15%	10.75%	10.62%	10.66%	归母净利润同比	11.7%	7.4%	6.7%	6.3%	5.8%
一级资本充足率	13.46%	13.37%	12.97%	12.84%	12.88%						

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