

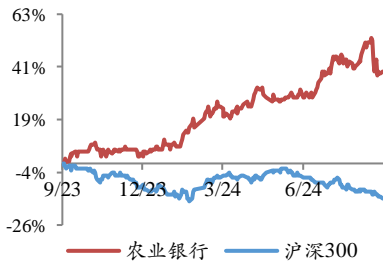
三农好风凭借力，扎根县域入青云

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-09-10

收盘价(元)	4.52
近12个月最高/最低(元)	5.01/3.43
总股本(百万股)	349,983
流通股本(百万股)	349,983
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	15,819
流通市值(亿元)	15,819

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

联系人：刘锦慧

执业证书号：S0010122100043

电话：18351883043

邮箱：liujinhui@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕三农的国有大行和全球系统重要性银行

农业银行是新中国建立的第一家国家专业银行，由农业合作银行起家，在国有大行中突出深耕乡村振兴和服务实体经济特色。股权结构高度集中且稳定，国家持股比例高达82.2%。截至2024年二季度末，农业银行资产规模达42万亿元，以一级资本计位列全球银行第三位，连续十年被纳入全球系统重要性银行名单。

● 农业银行中西部地区布局最为广泛，机构设置凸显三农特色

农业银行网点数量在国有大行中居前，中西部地区网点领先同业。从地区分布看，农业银行网点布局更集中于中西部地区，中西部网点合计占比为52.47%居四大国有行之首。机构设置充分体现三农基因，运行机制独具特色。农业银行自2008年起全面推动全行三农金融事业部制改革，总分支行层面设置专门机构强化县域金融经营能力，形成一整套有别于城市业务的管理体系。

● 县域经济基数低、增速高，深耕县域的银行有望受益于城乡融合加速发展

城镇化率增速放缓、农村地区基础客群质量不断升级，为银行展业提供增量。2023年农村居民人均可支配收入、人均消费支出分别同比增长7.8%、9.3%，增速高于城镇居民人均可支配收入、人均消费支出同比增速。中西部部分省份焕发生机，涉农贷款投放保持高景气。“西部大开发”、“成渝经济圈”“中部崛起”等建设带动中西部地区部分省份经济基本面改善。产业发展迅速、地区吸引力增加，带动金融需求高景气。中部地区的安徽省和西部地区的四川省2024年上半年金融机构贷款规模同比增速分别为12.59%、11.75%，较全国贷款规模增速分别高出4.28pcts、3.44pcts。2022年一季度末起，金融机构涉农贷款余额同比增速高于各项贷款同比增速并延续增速差，中西部地区网点占比更高的农业银行未来有望更加受益于城乡融合的机会快速发展。

● 相比国有大行同业，农业银行还具备量、价、风险三重竞争优势

(1)量：规模扩张居于国有行之首，三农普惠、绿色金融、制造业是主要抓手。1Q24农业银行总资产、贷款、投资规模同比增速分别为14.5%、12.9%、28.1%，均居于六大国有行之首，规模扩张成效显著，高速扩表有效带动营业收入增长，对利润增长形成支撑。(2)价：农业银行负债结构以个人为主，具备低成本存款优势。从存款成本率看，2023年农业银行个人存款利率为1.68%，在国有行中相对较低，仅高于邮储银行。客群基础良好，活期存款来源广泛，2023年末个人活期存款占比全部存款达23.4%，在国有行中居首。农业银行个人存款利率低于对公存款利率，且个人存款占比较高，共同贡献低成本存款优势。(3)风险：资产质量稳中向好，县域金融不良率低于全行平均不良率。1H24农行不良率较1Q24下降1bp至1.32%，持平历史最低水

平，资产质量保持稳健。2020年后，县域地区贷款不良率改善幅度好于全行各项贷款，2023年末县域贷款不良率仅1.24%，低于全行贷款不良率1.33%。**拨备安全垫不断夯实，风险抵补能力较强。**2024年二季度末农业银行拨贷比为4%，较1Q24下降5bps，位列国有行第一；拨备覆盖率维持303.94%水平，位列国有行第二，风险抵补能力保持同业领先。

● **投资建议**

城镇化进程放缓下，县域经济基数低、增速高，深耕县域的银行在客群、规模等方面有望受益于城乡融合加速发展。近三年来中部地区的安徽省和西部地区的四川省与全国平均贷款增速差逐渐扩大，产业发展迅速、地区吸引力增加，带动金融需求高景气。农业银行深耕三农金融、中西部地区，网点数量在国有四大行中居前，中西部地区网点占比领先同业，网均产能5年增长近一倍。规模增长领先国有大行同业，负债端具备低成本优势，资产质量指标稳中向好，不良率、关注率、逾期率均不断改善。县域贷款不良率改善幅度、绝对值均好于全行贷款不良率。资负两端结构调优带动营收、利润稳健增长。由此，我们预测公司2024-2026年营业收入分别同比增长1.4%/-

0.98%/1.39%，归母净利润分别同比增长1.53%/-2.62%/0.33%。根据以上分析采用DDM绝对估值法，农业银行隐含合理估值为0.75xPB。2024年9月9日收盘价为4.52元，对应2024年0.61xPB，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

利率风险：市场利率继续下行，优质客群竞争加剧，资产端收益率持续走低，息差收窄。

经营风险：经济复苏不及预期，融资需求下降拖累信贷增速。信贷增速不及预期。

市场风险：宏观经济大幅下行，小微、三农风险集中抬升，资产质量大幅恶化。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	694,828	704,571	697,633	707,347
收入同比 (%)	-4.14%	1.40%	-0.98%	1.39%
归属母公司净利润	269,356	273,469	266,308	267,200
净利润同比 (%)	3.94%	1.53%	-2.62%	0.33%
ROAA (%)	0.69%	0.64%	0.54%	0.46%
ROAE (%)	9.44%	10.02%	9.02%	7.79%
每股收益 (元)	0.72	0.78	0.76	0.76
P/E	6.22	5.76	5.91	5.89
P/B	0.65	0.61	0.57	0.54

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 农行概况：农业起家，深耕县域的国有大行	6
1.1 历史沿革	6
1.2 主营业务概况	6
1.3 组织架构	8
1.4 股权结构	9
2 发展机遇：城乡融合大势所趋，县域金融市场广阔	10
2.1 国家政策大力支持三农发展，农行积极响应制定信贷指引	10
2.2 县域经济增长动能强劲，中西部地区占比高有望受益	13
3 竞争优势：县域优势明显，三农业务标杆	15
3.1 负债端：存款成本优势明显，构筑农业银行护城河	15
3.2 服务重心下沉，县域金融服务水平持续提高	17
4 经营指标优化，看好未来改善空间	19
4.1 规模扩张领先同业，以量补价贡献营收及净利润	19
4.2 息差下降主要受到资产端拖累，以量补价有所提振	20
4.3 手续费与佣金净收入仍有发力空间	23
4.4 资产质量稳中向好，结构调优有望助力	25
盈利预测及投资建议	28
风险提示	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 农业银行发展历程	6
图表 2 2023 年农业银行网点数量回升	7
图表 3 2023 年末农业银行网点数量居同业前列	7
图表 4 农业银行境内网点地区分布情况（2023A）	7
图表 5 建设银行境内网点地区分布情况（2023A）	7
图表 6 工商银行境内网点地区分布情况（2023A）	8
图表 7 中国银行境内网点地区分布情况（2023A）	8
图表 8 农业银行县域金融业务组织架构	9
图表 9 农业银行前十大股东持股情况（1H24）	10
图表 10 改革开放以来党中央涉及三农政策的中央一号文件	10
图表 11 国家政策利好农业银行三农业务发展	12
图表 12 农业银行 2023 年、2024 年“三农”信贷政策指引	12
图表 13 2018 年以来城镇化率增速放缓	14
图表 14 农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民	14
图表 15 农村居民人均消费支出同比增速高于城镇居民	14
图表 16 中西部地区部分省份超过全国贷款增速	14
图表 17 农村贷款余额逐年攀升	14
图表 18 2022 年一季度起，涉农贷款超过各项贷款增速	14
图表 19 农业银行各项负债占计息负债比重（2023A）	15
图表 20 农业银行存款占计息负债比重	15
图表 21 2023 年农业银行个人存款利率国有行中仅高于邮储银行	15
图表 22 农业银行个人、公司活期存款利率（2023A）	15
图表 23 2023 年农业银行个人存款占比全部存款仅次于邮储银行	16
图表 24 2023 年农业银行活期存款占比仅次于建设银行	16
图表 25 农业银行县域存款余额持续增长	16
图表 26 农业银行县域存款拉低全行存款成本率	16
图表 27 农业银行存款成本率（2023A）	17
图表 28 农业银行计息负债成本率（2023A）	17
图表 29 农业银行县域网点数量及占比持续提升	17
图表 30 国有行县域网点数量及占比（2023A）	17
图表 31 农业银行成本收入比相对同业较高	18
图表 32 2023 年农业银行网均贷款规模稳步提升	18
图表 33 农业银行县域掌银注册客户数及月活数	19
图表 34 农业银行“惠农 E 贷”余额及同比增速	19
图表 35 农业银行 ROE 拆解	19
图表 36 1Q24 农业银行扩表速度优于国有行同业	20
图表 37 国有行营业收入、归母净利润同比增速（1Q24）	20
图表 38 2014 年以来，农业银行净息差持续下行	21
图表 39 农业银行生息资产收益率居于国有行中下游	21

图表 40 低风险、低收益的公用事业贷款、交通运输、仓储和邮政业贷款占比较高	22
图表 41 2023 年农业银行公用事业贷款、交通运输、仓储和邮政业贷款占比可比同业领先	22
图表 42 2023 农业银行个人贷款占比处国有行中游	22
图表 43 2023 年农业银行贷款收益率较可比同业较低	22
图表 44 农业银行零售非按揭类贷款占比持续提升	23
图表 45 农业银行手续费与佣金净收入近两年略有下降	23
图表 46 农业银行手续费及佣金净收入居国有行中游	23
图表 47 国有行个人客户数及个人 AUM（2023A）	24
图表 48 国有行私行客户数及私行 AUM（2023A）	24
图表 49 信用卡手续费收入同比增速近两年高于手续费收入	25
图表 50 农业银行结算与清算手续费收入波动较大	25
图表 51 农业银行资产质量指标稳中向好	26
图表 52 国有行资产质量指标（2023A）	26
图表 53 农业银行公司贷款资产质量改善幅度大于个人贷款	26
图表 54 农业银行县域贷款不良率自 2022 年以来低于全行贷款不良率	26
图表 55 农业银行拨备安全垫不断夯实	27
图表 56 国有行拨贷比、拨备覆盖率（2023A）	27
图表 57 农业银行参与化债情况梳理	27

1 农行概况：农业起家，深耕县域的国有大行

1.1 历史沿革

农业银行是新中国建立的第一家国家专业银行，由农业合作银行起家，历经改制、上市不改三农基因。

（1）第一阶段（1951-1978）：“三分三合” 奠基础

农业银行的前身农业合作银行建立于 1951 年，承担服务新中国农村经济社会恢复与发展的职责。此后，出于统筹管理的需要，农业银行经历了三次与人民银行合并、三次恢复设立，并于 1979 年第四次恢复建立。在此期间，农业银行以为三农服务为核心使命，逐渐发展成为当时我国农村资金筹集和供给的主渠道，有力支持了农村经济社会的发展。

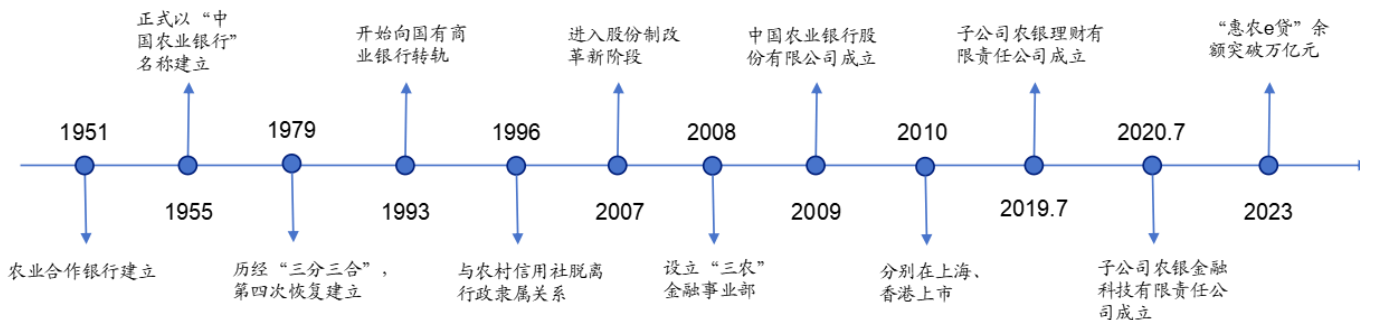
（2）第二阶段（1979-1999）：转轨改制新道路

改革开放后，农业银行经历了与农村信用社脱钩、农业发展银行分设等重大体制变革，卸掉了历史包袱，实现轻装上阵和商业化运作。1993 年，国务院做出“中国农业银行转变为国有商业银行”的决定，农业银行开始向国有商业银行转轨，农业银行中的政策性银行功能、商业银行功能、农村信用社功能逐步分离。1994 年，农业银行向新组建的中国农业发展银行划转了绝大部分政策性业务。1996 年，农业银行不再领导管理农村信用社，与农村信用社脱离行政隶属关系。

（3）第三阶段（1999-至今）：股改上市新征程

1999 年 7 月，中国农业银行向新组建的中国长城资产管理公司剥离不良资产。2004 年，农行第一次上报股改方案。2007 年，第三次全国金融工作会议明确农业银行进入股份制改革新阶段。2008 年，农业银行明确提出“3510”奋斗目标和发展战略，同年设立三农金融事业部，全面推动全行三农金融事业部制改革。2009 年，农业银行改制为股份有限公司。2010 年，农业银行分别在上海、香港交易所挂牌上市，实现了从国有控股商业银行到大型公众持股银行的历史性跨越。截至 2024 年一季度末，农业银行总资产已超 42 万亿元，以一级资本计，位列全球银行第三位（前二分别为工商、建设银行），连续十年被纳入全球系统重要性银行名单。

图表 1 农业银行发展历程



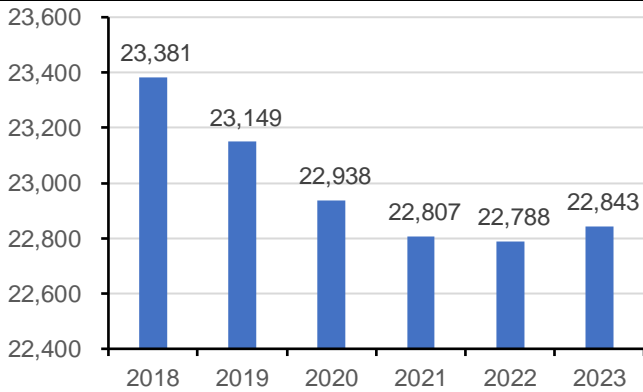
资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 主营业务概况

定位“服务乡村振兴的领军银行”和“服务实体经济的主力银行”，全面实施“三农”普惠、绿色金融、数字经营三大战略。

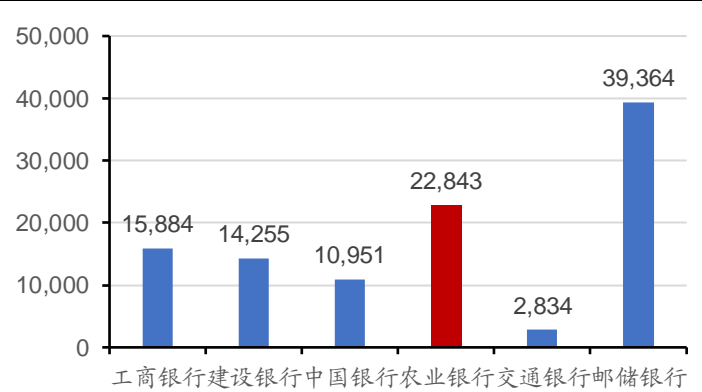
农业银行网点数量在可比同业中居前，中西部地区网点领先同业。2018-2022年，农业银行营业网点经历大幅撤并，由23381家下降至22788家。2023年网点数量小幅提升，较2022年末增加55家。截至2023年末，农业银行境内分支机构达22843个，仅次于邮储银行。从地区分布看，农业银行网点布局更集中于中西部地区，中西部地区网点合计占比为52.47%居四大国有行之首(建设银行、工商银行、中国银行分别为43%、47.02%、29.81%)；经济发达地区网点数量占比均衡、但相对较少，长三角、珠三角、环渤海地区网点占比分别为13.1%、10.4%、14.4%。

图表 2 2023 年农业银行网点数量回升



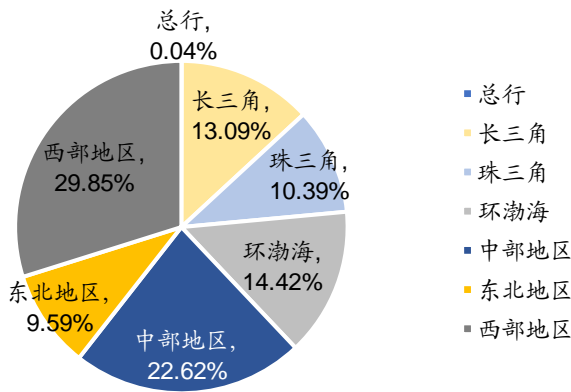
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 2023 年末农业银行网点数量居同业前列



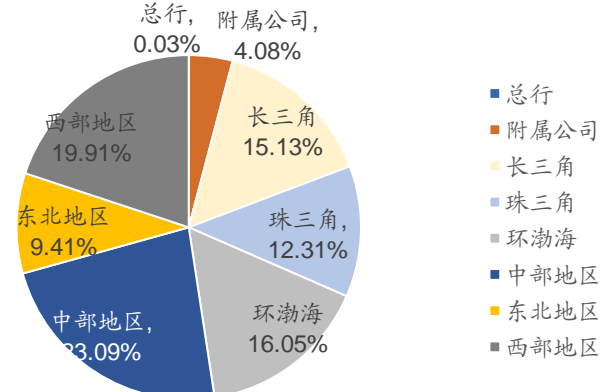
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 农业银行境内网点地区分布情况 (2023A)



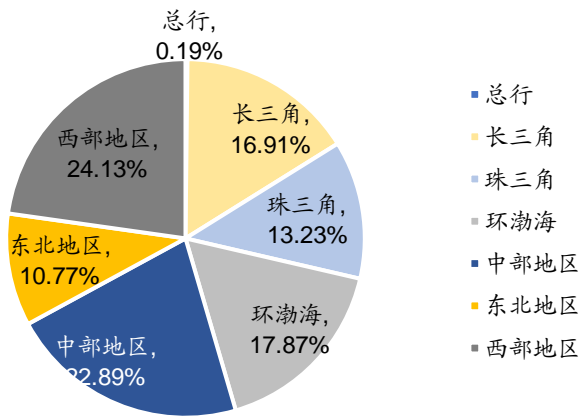
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 建设银行境内网点地区分布情况 (2023A)

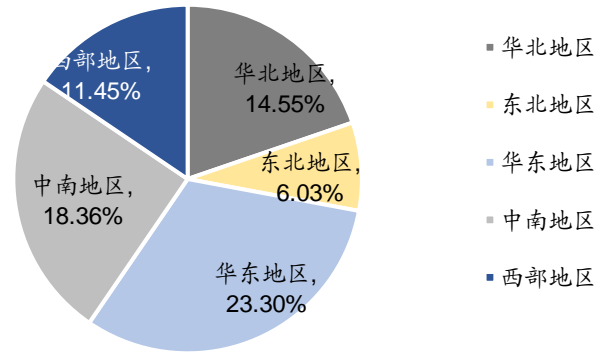


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 工商银行境内网点地区分布情况（2023A）



图表 7 中国银行境内网点地区分布情况（2023A）



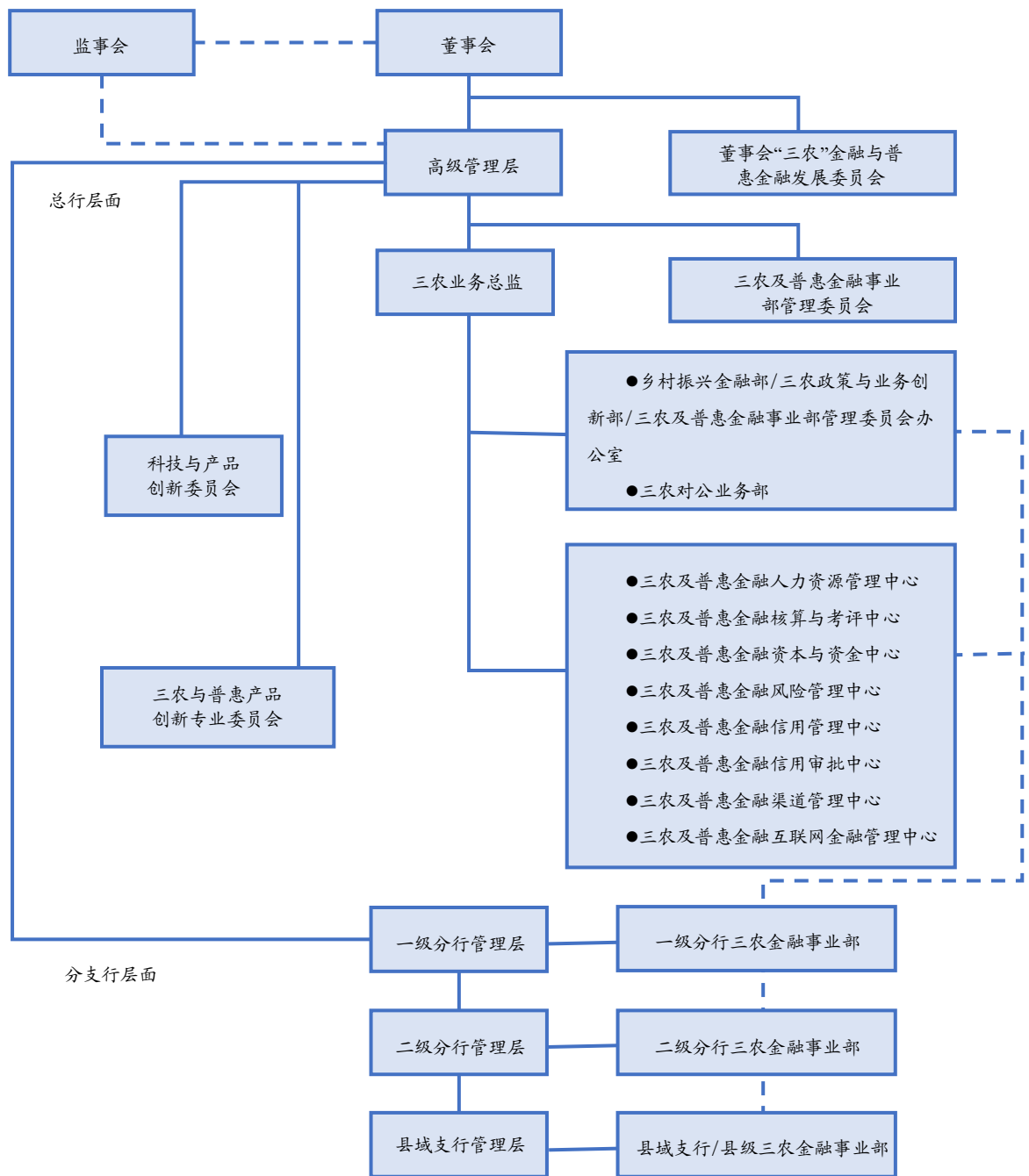
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 组织架构

机构设置充分体现三农基因，运行机制独具特色。农业银行自 2008 年起全面推动全行三农金融事业部制改革。总行层面，农业银行在董事会设立三农金融与普惠金融发展委员会，负责确定农业银行普惠金融方向、策略，设定业务发展规划。高管层设立三农及普惠金融事业部管理委员会，负责协调落实董事会普惠金融业务发展的战略决策和整体部署。总行三农金融事业部下设“三部八中心”，负责三农及普惠金融领域的经营管理、业务推动及资源配置。分支行层面，农业银行也设置了专门机构强化县域支行的经营能力。在运行机制方面，农业银行建立了“六个单独”的事业部经营机制，在资本管理、信贷管理、会计核算、风险拨备与核销、资金平衡与运营、考核激励约束等 6 个方面对三农金融事业部进行单独管理，形成了一整套有别于城市业务的管理体系。

图表 8 农业银行县域金融业务组织架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.4 股权结构

农业银行股权结构稳定，国家持股比例高达 82.2%。截至 2024 年二季度末，公司前十大股东共计持有公司 94% 的股份，持股结构高度集中。中央汇金投资有限责任公司、中华人民共和国财政部、全国社会保障基金理事会合计持股比例达 82.2%。自 2010 年上市以来，农业银行前四大股东中国资股东排名均未改变，股权结构稳定。截至 2024 年二季度末，农业银行第一大股东为中央汇金，持股比例达 40.1%。中央汇金对农业银行的计投资计入长期股权投资科目，以权益法入账，

自上市以来基本从未减持，2023 年末为支持农行长期稳健发展及提振市场信心进行小幅增持。农业银行第二大股东为财政部，持股比例为 35.3%。财政部对农业银行持股比例保持稳定，2010-2018 年末持股比例均为 39.2%，2019 年末持股比例减至 35.3%，至今仍维持不变。

图表 9 农业银行前十大股东持股情况（1H24）

股东名称	股东性质	持股比例（%）
中央汇金投资有限责任公司	国家	40.14
中华人民共和国财政部	国家	35.29
香港中央结算（代理人）有限公司	境外法人	8.73
全国社会保障基金理事会	国家	6.72
香港中央结算有限公司	境外法人	0.93
中国烟草总公司	国有法人	0.72
中国证券金融股份有限公司	国有法人	0.53
上海海烟投资管理有限公司	国有法人	0.36
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	0.36
中维资本控股股份有限公司	国有法人	0.22
前十大股东合计持股比例		93.95

资料来源：公司季报，华安证券研究所

2 发展机遇：城乡融合大势所趋，县域金融市场广阔

2.1 国家政策大力支持三农发展，农行积极响应制定信贷指引

国家高度重视三农工作，为三农金融带来增量空间。改革开放以来，党中央立足三农实际，科学谋划和推进三农工作，自 1982 年起相继发布了 25 个涉及三农政策的中央一号文件，成为三农政策的指向标。2024 年一号文件定调中“提升乡村产业发展水平”、“提升乡村建设水平”等提法突出对农村产业发展、乡村基础设施建设的重视，有望带来增量金融需求。

图表 10 改革开放以来党中央涉及三农政策的中央一号文件

时间	主题	重要内容
1982 ~ 1986 年	实现农民自主经营	<p>1982 年： 确立家庭联产承包制度</p> <p>1983 年： 完善家庭联产承包制度；调整购销政策</p> <p>1984 年： 减少统派购的品种和数量；土地承包期延长至 15 年</p> <p>1985 年： 取消统购派购；农业税改为现金税</p> <p>1986 年： 加强对农业科学技术研发；明确农业基础性作用</p>
2004 ~ 2012 年	农民增收、统筹城乡、发展现代农业、新农村建设	<p>2004 年： 促进农民收入较快增长；继续推进农村税费改革，降低农业税率</p>

		<p>2005年：加大“两减免三补贴”力度</p> <p>2006年：进一步深化农村税费改革，在全国范围取消农业税</p> <p>2007年：清理乡村债务，妥善处理历年农业税尾欠；加强农村基础设施建设，大力推进农业科技创新</p> <p>2008年：加强农业基础建设；探索促进城乡一体化的长效体制机制；建立新型农村社会养老保险制度</p> <p>2009年：加大农民种粮支持力度；解决农民工就业问题；确立农村民生建设重点（农村电网建设，乡村道路建设，农村饮水安全工程建设，农村沼气建设，农村危房改造）；进一步规范农地流转</p> <p>2010年：推动资源要素向农村配置；缩小城乡公共事业发展差距</p> <p>2011年：加强农田水利薄弱环节建设，加快水利基础设施建设</p> <p>2012年：改革与建设基层农技推广体系。引导科研机构开展农技服务</p>
<p>2013年至今</p>	<p>加快农业现代化建设，推动乡村振兴战略</p>	<p>2013年：加大强农富农惠农政策的力度；创新农业生产经营体制；大力培育多元服务主体；推进城乡公共资源均衡配置</p> <p>2014年：强化农业支持保护力度，建立农业可持续发展长效机制；健全城乡一体化发展体制机制；改善乡村治理机制</p> <p>2015年：围绕城乡发展一体化，在建设新农村上迈出新步伐</p> <p>2016年：以新发展理念破解“三农”新难题，走产出高效、产品安全、资源节约和环境友好的农业现代化道路</p> <p>2017年：推进农业供给侧结构性改革，强化科技创新驱动</p> <p>2018年：确立乡村振兴战略的“四梁八柱”；实施质量兴农战略；构建农村一二三产业融合发展体系；推进乡村绿色发展</p> <p>2019年：精准扶贫；保障重要农产品有效供给；补齐农村人居环境和公共服务短板；壮大乡村产业；完善乡村治理机制</p> <p>2020年：坚决打赢脱贫攻坚战；补齐农村基础设施和公共服务短板；加强农村基层治理</p> <p>2021年：四项政策助力实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接，七个方面促农业现代化，八大措施强建设，五项举措强领导</p> <p>2022年：牢牢守住两条底线（保障国家粮食安全和不发生规模性返贫）、扎实有序推进三项重点（乡村发展、乡村建设、乡村治理）、坚持一个加强（党对“三农”工作的全面领导）</p> <p>2023年：抓紧抓好粮食和重要农产品稳产保供；加强农业基础设施建设；强化农业科技和装备支撑；巩固脱贫攻坚成果；推动乡村产业高质量发展；拓宽农民增收致富渠道</p> <p>2024年：确保国家粮食安全；确保不发生规模性返贫；提升乡村产业发展水平；提升乡村建设水平；提升乡村治理水平</p>

资料来源：人民出版社，农民日报，寻乌县人民政府官网，华安证券研究所

农业银行充分享受三农政策红利，有效节约成本。作为服务三农主力军，农业银行享受多项银保监、人行和财政部等机构出台的扶持三农业务的优惠政策，如业务监管和机构监管费免征（2010），县支行存款准备金率调降（2012）、农户贷款减征营业税（2015）等，国家政策支持为农业银行三农业务拓展、成本节约提供良好土壤。

图表 11 国家政策利好农业银行三农业业务发展

发布时间	涉及部门	政策文件/通知	文件内容
2009/4/23	银监会	《中国农业银行三 农金融事业部制改 革与监管指引》	三大重点： 一是明确三农金融部是以县域为维度设立的事业部；二是对事业部的组织架构和治理机制做出规定，要求农业银行逐步建立有效的三农金融部、三农金融分部、三农金融营业部（县域支行）的条线型垂直管理体系；三是对三农金融部的单独核算和自我激励约束的经营机制提出规范要求。
2010/5/7	中国人民银 行、财政部、 银监会	《关于深化中国农 业银行“三农金融 事业部”改革试点 有关事项的通知》	明确农业银行改革试点范围 为四川、重庆、湖北、广西、甘肃、吉林、福建、山东 8 个省区市的 561 家县域支行。对农业银行纳入深化“三农金融事业部”改革试点的县域支行的涉农贷款，将参照享有国家对农村信用社同等的财税政策；对试点的县域支行，比照农村信用社收费政策， 免收业务监管费和机构监管费 ，对试点的县域支行实行 差别化存款准备金率 。
2012/3/21	中国人民银行	进一步扩大中国农 业银行“三农金融 事业部”优惠政策 覆盖面	在原有四川、重庆、湖北、广西、甘肃、吉林、福建、山东 8 个省 563 家县支行的基础上， 将农业银行黑龙江、河南、河北、安徽 4 个省 379 家县支行纳入执行差别化存款准备金率政策覆盖范围 。对涉农贷款投放较多的县支行 实行比农业银行低 2 个百分点的优惠存款准备金率 ，相应增加可用信贷资金约 230 亿元。
2015/6/11	财政部、国家 税务总局	《关于中国农业银 行三农金融事业部 涉农贷款营业税优 惠政策的通知》	自 2015 年 5 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对中国农业银行纳入“三农金融事业部”改革试点的各省、自治区、直辖市、计划单列市分行下辖的县域支行和新疆生产建设兵团分行下辖的县域支行，提供农户贷款、农村企业和农村各类组织贷款取得的 利息收入减按 3% 的税率征收营业税 。
2022/5/16	银保监会	《中国银保监会关 于缴纳 2022 年银 行业务和保险业监 管费的通知》	在农业银行单独编制三农事业部资产负债表、单独配置三农事业部资本的基础上，对农业银行三农事业部的运营资金 免收机构监管费 ，对三农事业部 免收业务监管费 。

资料来源：人民银行，财政部，国家税务总局，中国政府网，国家金融监督管理总局、农业银行官网，华安证券研究所

完善三农信贷政策指引，突出风险防控、结构调整。农业银行自 2009 年以来连续 15 年出台“三农”信贷政策指引。聚焦行业更明晰：围绕粮食安全、乡村产业、农业农村基础设施等重点领域，明确 25 项差异化信贷政策（2023）；定位客群更精准：农业银行聚焦“五篇大文章”，立足服务乡村振兴领军银行、服务实体经济主力银行“两大定位”，明确支持国家重点战略、重点领域和薄弱环节（2024）。结构风险两手抓：突出调结构、控风险、强管理，运用新手段新模式做好普惠和农户贷款风险防控（2024）。

图表 12 农业银行 2023 年、2024 年“三农”信贷政策指引

方向及特点	具体内容
-------	------

细分方向 (2023年)	粮食和重要农产品稳产保供	调整农业行业分类，优化大豆油料产业链客户授信额度核定政策，进一步扩大农业供应链核心企业“链捷贷”产品适用范围。
	农业基础设施	优化国家水网骨干工程及重点水利项目信贷政策，支持国家骨干冷链物流基地建设，允许乡村振兴项目库项目实行业务容缺受理。
	农业科技装备	加大农机制造行业支持力度，优化农机购置贷款政策，推动做好农业科技研发应用金融服务。
	巩固拓展脱贫攻坚成果	聚焦脱贫地区、革命老区和边疆民族地区，保持信贷帮扶政策总体稳定，加大对国家涉藏重大基础设施建设项目政策倾斜支持。
	涉农央企、农垦企业、农业产业化龙头企业、农村集体经济组织等	明确了包括客户分类、授信额度核定、信用贷款、担保管理等在内的一系列差异化信贷政策。
主要特点 (2024年)	明确投放重点，做好信贷“加减法”	围绕三农县域和“五篇大文章” ，明确重点支持客群，引导分行进一步调整优化信贷结构，提升金融服务实体经济质效。
	强化政策配套，精准支持实体经济	对“十四五”重大项目和优质客户，在客户分类、授信理论值核定、信用方式用信、贷款条件等方面配套差异化政策， 精准支持国家重点战略、重点领域和薄弱环节。
	强化信用风险前瞻研判和主动管控，严守风险底线。	扶新、控旧、化险、处置并举，积极化解房地产风险。稳妥化解地方政府债务存量风险，严守不发生系统性金融风险底线。严格高风险中小金融机构授信，优化业务品种。强化借款主体、交易背景、融资额度真实性和合理性管理。强化线上线下协同，加强小微和个人信贷业务风险前瞻性管控。切实从严治贷，不断压实管贷治贷主体责任。 运用新手段新模式做好普惠和农户贷款风险防控。

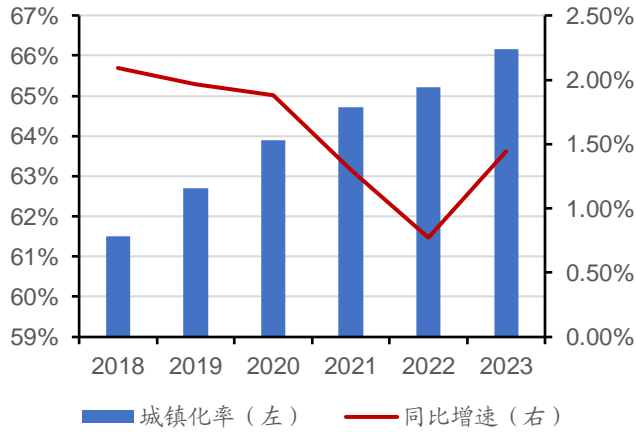
资料来源：中国城乡金融报，证券时报，华安证券研究所

2.2 县域经济增长动能强劲，中西部地区占比高有望受益

城镇化进程放缓下，县域经济基数低、增速高，深耕县域的银行在客群、规模等方面有望受益于城乡融合加速发展。2018年以来，城镇化率增速放缓、叠加多项乡村振兴政策助推农村经济高速发展，农村居民人均可支配收入、人均消费支出持续提升，2023年分别达21691元、18175元，同比增速分别为7.8%、9.3%，较2022年分别+1.4%、+4.8%，高于城镇居民人均可支配收入、人均消费支出同比增速，农村地区基础客群质量不断升级，为银行展业提供增量。

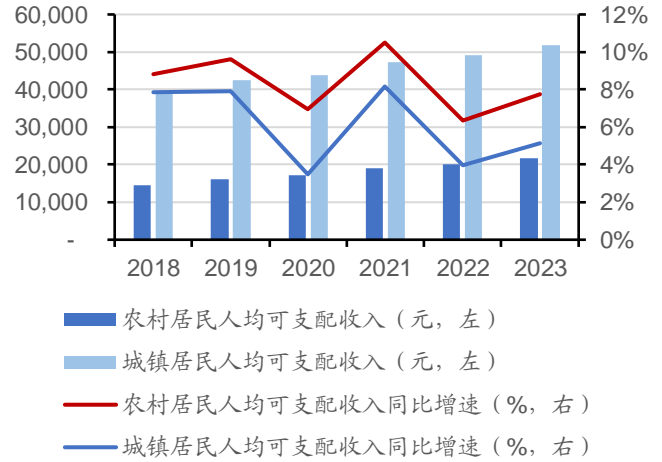
中西部部分省份焕发生机，涉农贷款投放保持高景气。“西部大开发”、“成渝经济圈”“中部崛起”等建设带动中西部地区部分省份经济基本面改善。近三年来中部地区的安徽省和西部地区的四川省与全国平均贷款增速差逐渐扩大。产业发展迅速、地区吸引力增加，金融同样需求旺盛，安徽和四川省2024年6月金融机构贷款规模同比增速分别为12.59%、11.75%，较全国贷款规模增速分别高出4.28pcts、3.44pcts，湖南省贷款规模增速也不弱于全国平均水平，中西部地区网点占比更高的农业银行未来有望更加受益。农村居民生活水平改善推动县域金融需求增长快于城镇。2018年，农村贷款余额同比增速触底回升，信贷投放加速。2023年末农村贷款余额高达47.3万亿元，较上年末增长15.2%，展现县域金融较强增长势头。2022年一季度末起，金融机构涉农贷款余额同比增速高于各项贷款同比增速，并延续高增长，1Q24金融机构涉农贷款余额达50.2万亿元，同比增长13.5%，在金融机构全部贷款占比达6.8%。

图表 13 2018 年以来城镇化率增速放缓



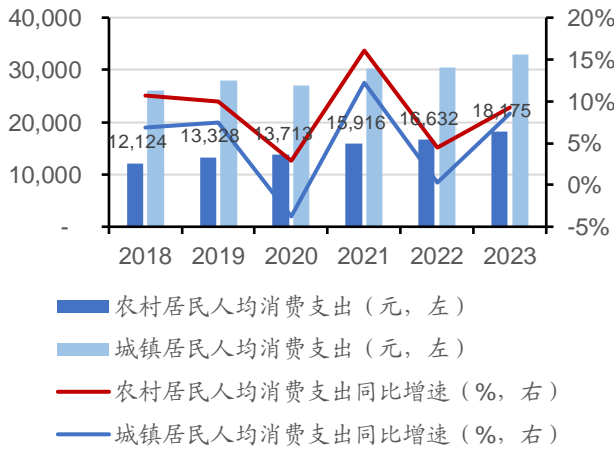
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 14 农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民



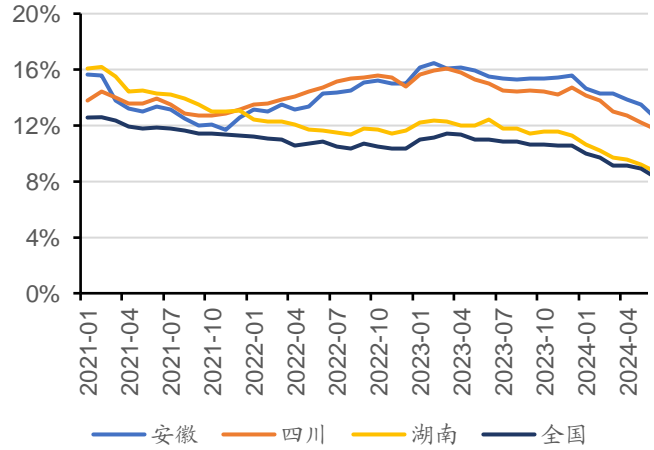
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 15 农村居民人均消费支出同比增速高于城镇居民



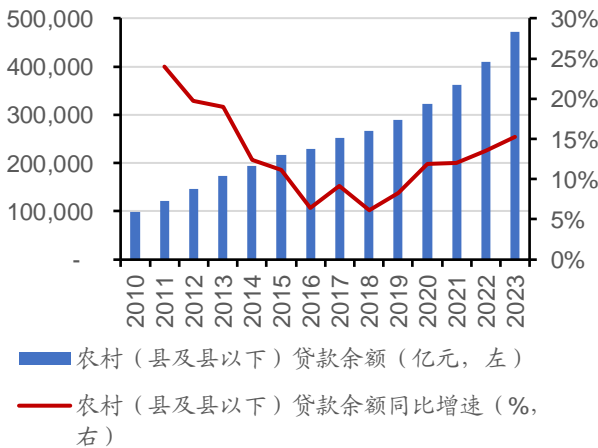
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 16 中西部地区部分省份超过全国贷款增速



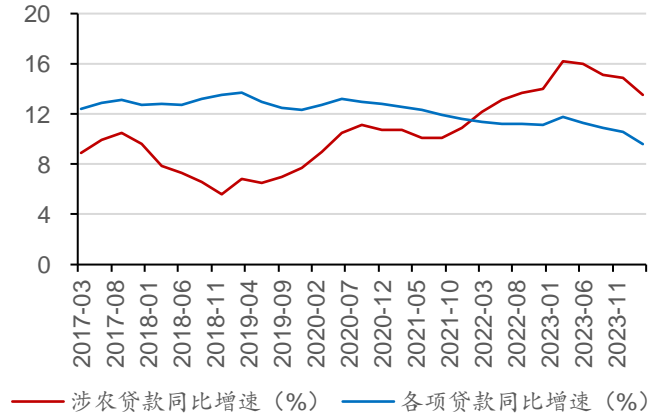
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 17 农村贷款余额逐年攀升



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 18 2022 年一季度起, 涉农贷款超过各项贷款增速



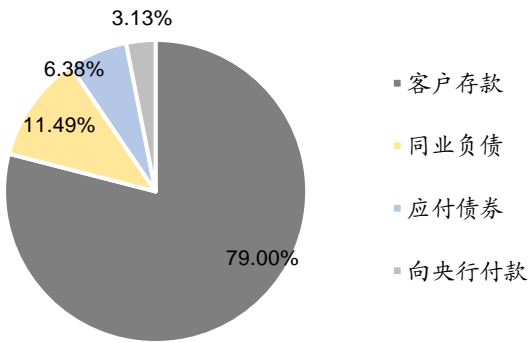
资料来源: wind, 华安证券研究所

3 竞争优势：县域优势明显，三农业务标杆

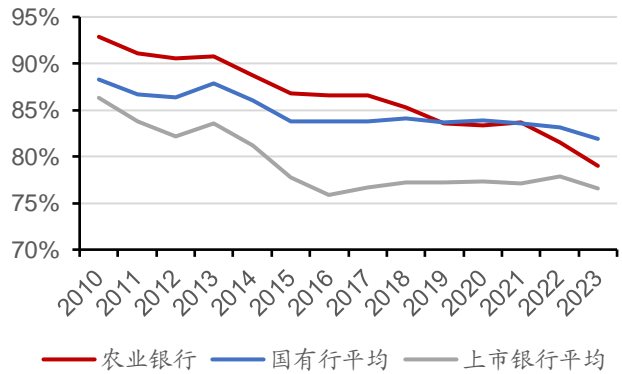
3.1 负债端存款成本优势明显，构筑农业银行护城河

农业银行负债端存款占比高，结构稳定。2013 年以来，农业银行存款始终保持较高占比，截至 2023 年末，农业银行存款占计息负债比重达 79%，同比略有下降，但仍高于上市银行平均水平。良好的吸储能力为农业银行提供稳定的负债来源。

图表 19 农业银行各项负债占计息负债比重 (2023A)



图表 20 农业银行存款占计息负债比重

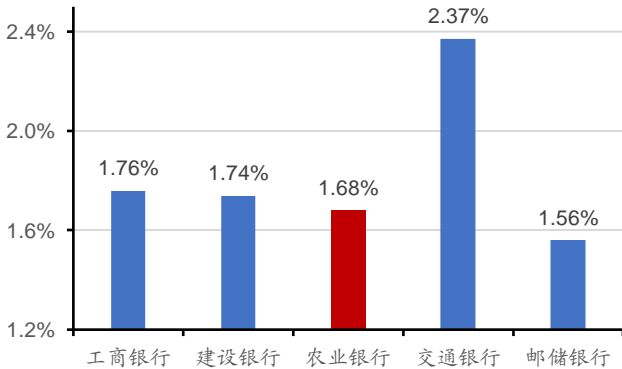


资料来源：iFinD，华安证券研究所

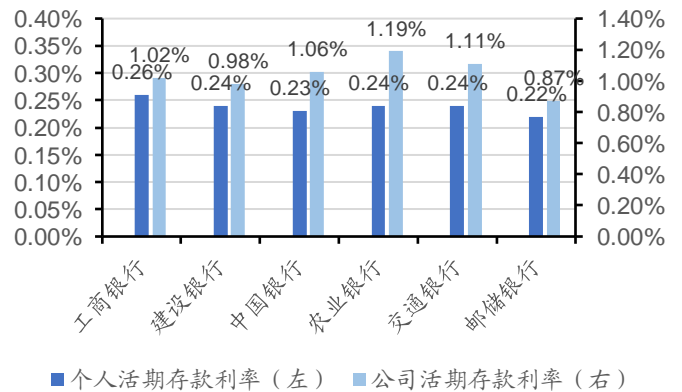
资料来源：iFinD，华安证券研究所

农业银行负债结构以个人为主，具备低成本存款优势。从存款成本率看，2023 年农业银行个人存款利率为 1.68%，在国有行中相对较低，仅高于邮储银行。其中个人活期存款利率、公司活期存款利率分别为 0.24%、1.19%，均高于国有行平均水平，仍有下降空间。从结构看，2023 年末农业银行个人存款占比 60.2%，仅低于邮储银行。客群基础良好，活期存款来源广泛，2023 年末农业银行活期存款占比 42.9%，仅次于建设银行。其中个人活期存款占比全部存款高达 23.4%，在国有行中排名第一。农业银行个人存款利率低于对公存款利率，且个人存款占比较高，共同贡献低成本存款优势。

图表 21 2023 年农业银行个人存款利率国有行中仅高于邮储银行



图表 22 农业银行个人、公司活期存款利率 (2023A)

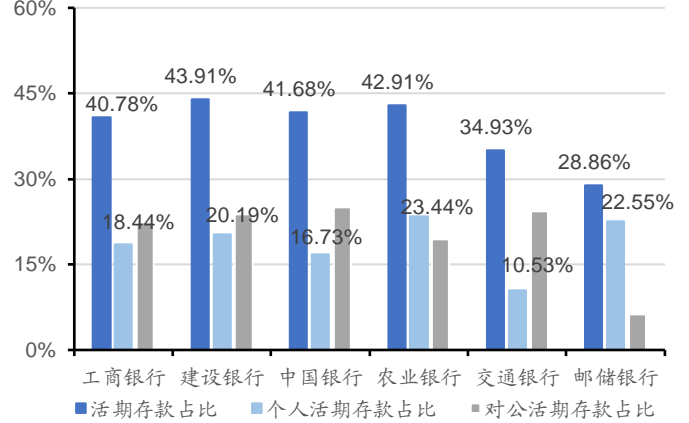
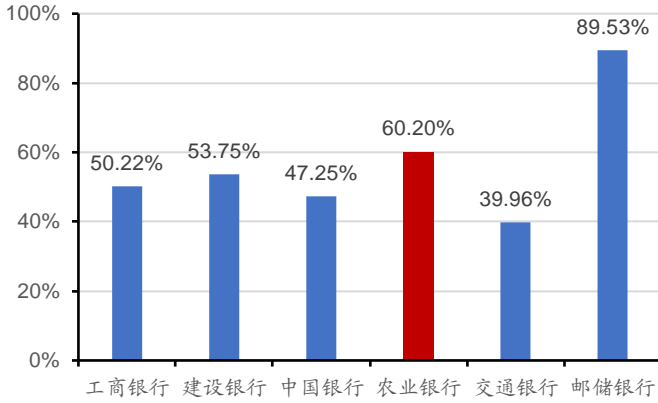


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 23 2023 年农业银行个人存款占比全部存款仅次于邮储银行

图表 24 2023 年农业银行活期存款占比仅次于建设银行



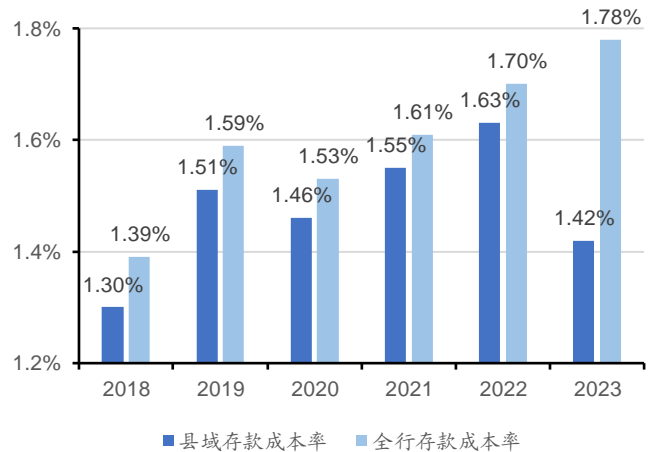
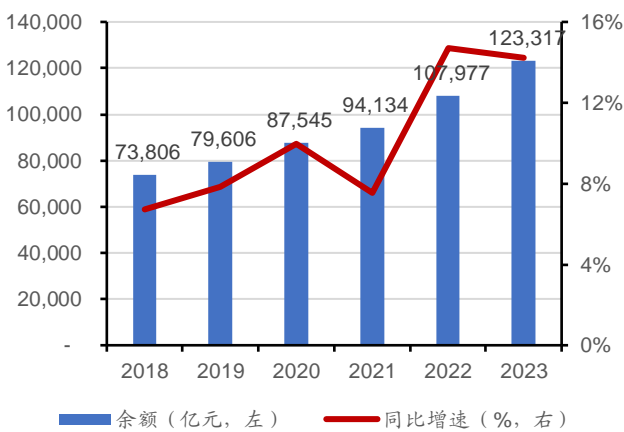
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

县域存款占比高、增长快, 拉低全行存款成本率。县域存款占比全行存款 43.3%, 贡献度高。近年来, 农业银行县域存款增长迅速, 2023 年末县域存款余额达 123317 亿元, 同比增长 14.2%。从成本率看, 农业银行县域存款成本率始终低于全行存款成本率, 2023 年县域存款成本率与全行存款成本率差进一步扩大, 县域存款成本率仅为 1.42%, 低于全行平均 0.36pct, 县域存款低成本优势进一步扩大。分布广泛且下沉的县域网点为农业银行带来良好的存款结构及较低的个人存款利率和县域存款利率, 不断拉低农业银行存款成本和计息负债成本。2023 年, 农业银行存款成本率、计息负债成本率分别为 1.78%、1.96%, 低于国有行平均水平 1.86%、2.03%。

图表 25 农业银行县域存款余额持续增长

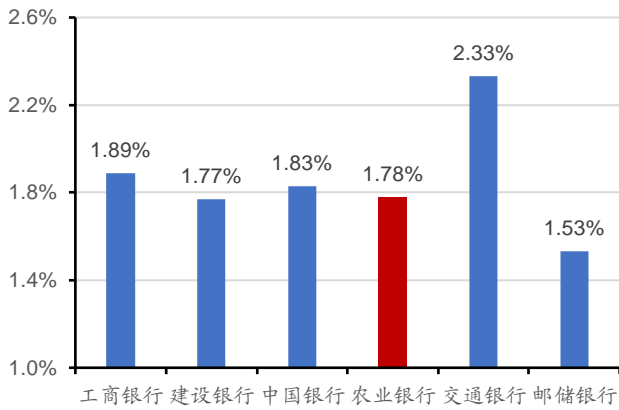
图表 26 农业银行县域存款拉低全行存款成本率



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

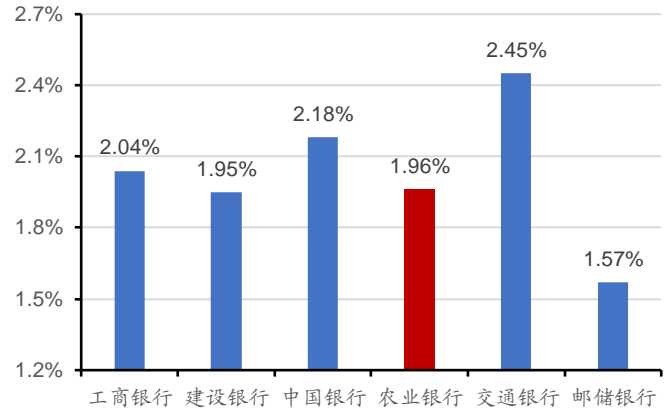
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 27 农业银行存款成本率 (2023A)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 28 农业银行计息负债成本率 (2023A)

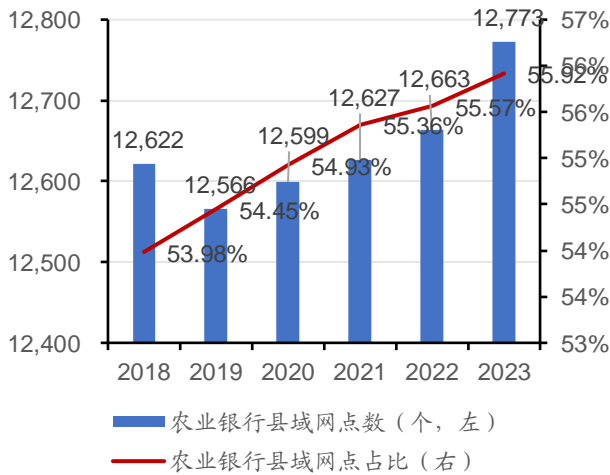


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

3.2 服务重心下沉, 县域金融服务水平持续提高

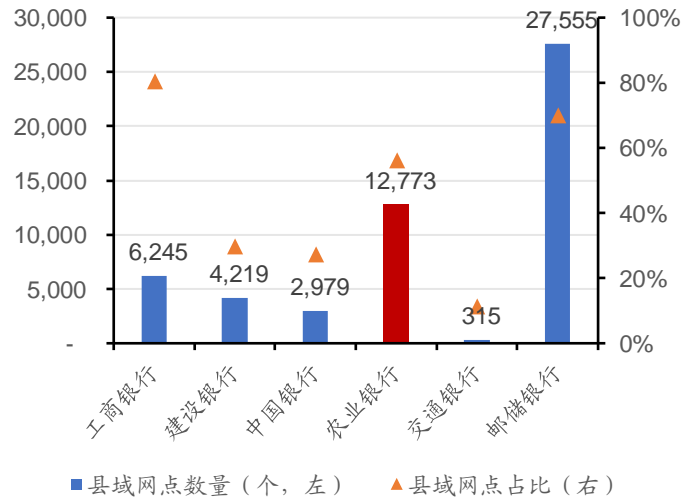
网点布局优化, “城市反哺乡村” 效应逐步显现。2018-2019 年完成网点撤并后, 农业银行战略布局向县域倾斜, 县域网点数量自 2019 年起逐步回升。2023 年农业银行超过 70% 的新迁建网点投向县域、城乡结合部等金融服务相对薄弱区域。截至 2023 年末, 农业银行拥有 1.27 万个县域网点、6 家村镇银行, 县域网点数仅次于邮储银行, 实现对境内所有县级行政区全覆盖, 是全国唯一一家在全部县域都有网点的商业银行。县域网点占比提升至 55.9%, 较上年提高 0.35%, 累计服务农户超 1600 万户; “惠农通” 服务点乡镇覆盖率达 97.8%; 流动金融服务车服务偏远乡镇 1054 个, 服务群众 23.1 万余人次; 县域个人客户数达 5.46 亿户, 占全行个人客户数的 63%。随着农业银行持续延伸县域金融服务半径, 金融服务重心不断下沉, 城乡间客户基础和机构布局更加均衡, “城市反哺乡村” 的联动效应进一步显现。

图表 29 农业银行县域网点数量及占比持续提升



资料来源: 公司公告, 公司微信公众号, 华安证券研究所

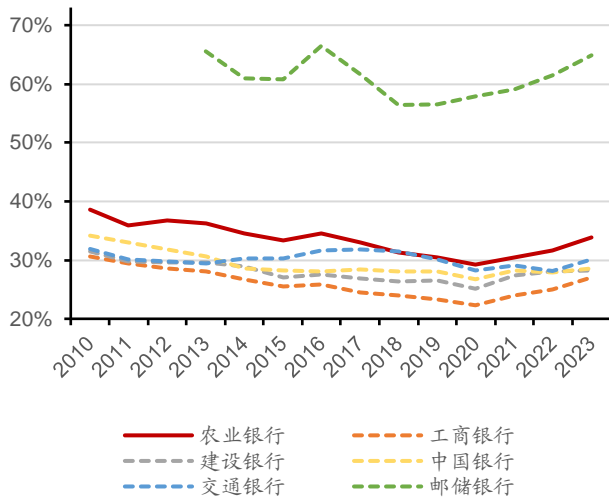
图表 30 国有行县域网点数量及占比 (2023A)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

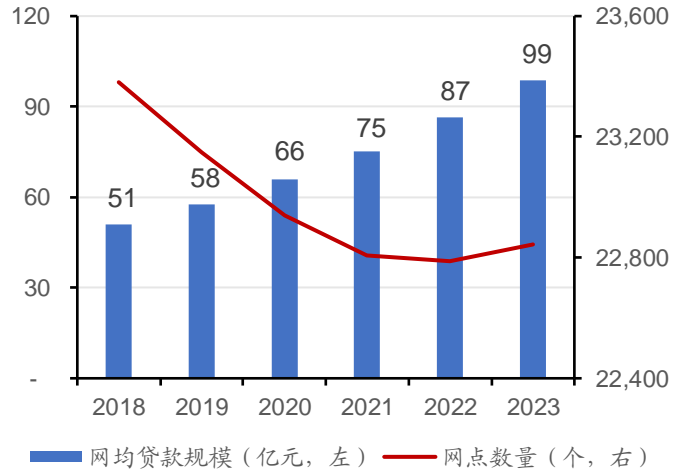
网点下沉带来展业成本提高，但网均产能逐年稳步提升。农业银行成本收入比自 2020 年来持续上升，近五年来均保持国有行第二，仅次于邮储银行。2023 年，农业银行成本收入比达 33.9%，业务及管理费达 2353 亿元，较上年增长 3.2%，居国有行第一。较高的展业成本主要由于农业银行积极开拓县域业务，县域网点及员工数量扩张较快。但从网均产能来看，网均贷款规模近 6 年来增长近一倍，5 年 CAGR 为 14.2%，中长期有望贡献提供业绩增量。

图表 31 农业银行成本收入比相对同业较高



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 32 2023 年农业银行网均贷款规模稳步提升



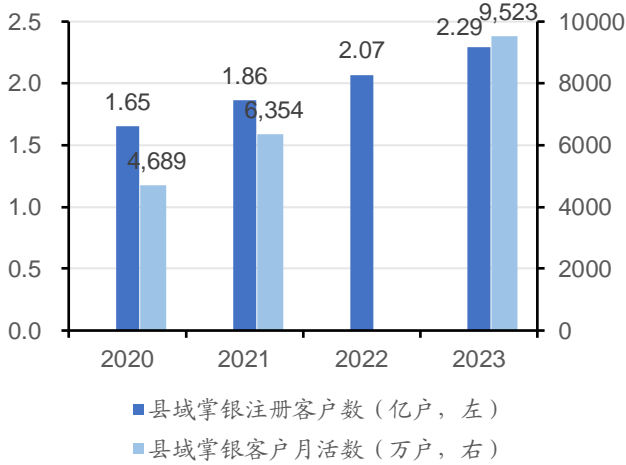
资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

线上+线下多措并举改善获客端，提高县域金融服务水平。线上方面，农业银行大力发展惠农通服务点线上非金融服务，扩大客户经理线上营销触客；大力推广“小微 e 贷”系列产品，研发上线名单制精准营销系统，建设县域公司业务数字化获客渠道。线下方面，农业银行持续开展“送金融服务下乡”活动，持续强化县域人才队伍建设，实施优秀县域客户经理“先锋工程”，设立“乡村服务先锋”奖；强化网点服务能力，开展“农情服务工程”，提升客户服务体验；升级“农情暖域”服务品牌，建设户外劳动者服务专区，提供休息、热饭、饮水等便民服务。

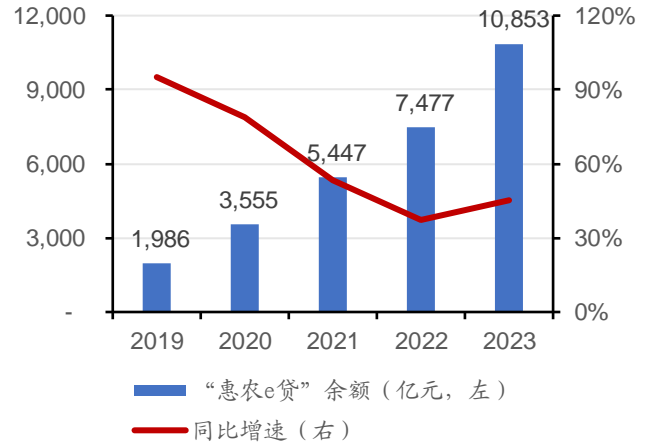
技术强化赋能乡村振兴，助力县域金融服务现代化。截至 2023 年末，农业银行手机银行县域个人注册客户达 2.3 亿户，其中月度活跃客户达 9523 万户；发布“农银惠农云”数字乡村平台，全方位赋能乡村治理、农业生产和农民生活，服务 475 万用户，覆盖县（区）2542 个；持续深耕高频场景，掌银政务专区推出“智县”县域政务栏目，提供一站式行政事项办理服务，已在 31 省 441 县上线使用；升级惠农通服务点数字人民币功能，探索乡村治理积分应用，打造“数字人民币示范村”，助力数字乡村建设。

积极推进三农产品创新，特色产品余额扩面上量。对公方面，农业银行优化乡村人居环境贷、水利贷款等产品，创新推广“农机贷”“智慧粮仓贷”等产品模式；进一步扩大分行产品创新权限，因地制宜创新推出河西走廊种业贷、武夷兴茶贷等区域性特色产品。对私方面，农业银行着力推广“惠农 e 贷”产品，全力支持春耕备耕、夏收夏种、秋收秋种等时点信贷，持续提升农户信贷业务的覆盖面和可得性，截至 2023 年末，“惠农 e 贷”余额 1.1 万亿元，同比增长 45.2%；推出“粮农 e 贷”等一批特色产品，三农专属信贷产品总数达 281 个。

图表 33 农业银行县域掌银注册客户数及月活数



图表 34 农业银行“惠农 e 贷”余额及同比增速



资料来源：公司公告，公司微信公众号，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 经营指标优化，看好未来改善空间

4.1 规模扩张领先同业，以量补价贡献营收及净利润

农业银行 ROE 居于国有行中等水平，营收端、成本端均有拖累。2018-2023 年农业银行 ROE 居于国有行中等水平，2023 年 ROE 为 9.67%，在国有行中排名第四，主要受以下原因拖累：第一，生息资产收益率较低；第二，手续费与佣金净收入偏低；第三，业务及管理费用较高。

图表 35 农业银行 ROE 拆解

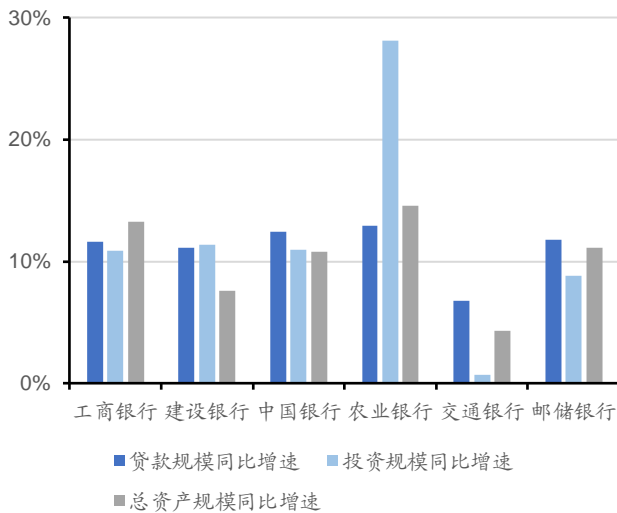
利润表科目/平均总资产	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	2.74%	2.64%	2.53%	2.56%	2.21%	1.88%
利息净收入	2.19%	2.05%	2.09%	2.05%	1.87%	1.55%
利息收入	3.59%	3.62%	3.57%	3.58%	3.52%	3.32%
利息支出	-1.41%	-1.57%	-1.48%	-1.53%	-1.65%	-1.77%
中间业务净收入	0.36%	0.37%	0.29%	0.29%	0.26%	0.22%
其他业务收入	0.09%	0.11%	0.11%	0.11%	0.02%	0.02%
业务及管理费用	-0.86%	-0.81%	-0.74%	-0.78%	-0.72%	-0.64%
信用减值损失	-0.63%	-0.58%	-0.63%	-0.59%	-0.46%	-0.37%
所得税	-0.22%	-0.23%	-0.19%	-0.19%	-0.15%	-0.10%
ROA	0.93%	0.89%	0.83%	0.86%	0.82%	0.73%
权益乘数	14.07	13.07	12.49	12.15	12.36	13.25
ROE	13.07%	11.67%	10.35%	10.41%	10.18%	9.67%
同业排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	4	4	4	4	4	6
利息净收入	2	4	3	3	3	4

利息收入	3	4	4	3	3	6
利息支出	3	4	3	4	5	3
中间业务净收入	6	6	6	6	6	6
其他业务收入	5	5	5	5	5	5
业务及管理费用	5	5	5	5	5	5
信用减值损失	5	5	5	5	4	4
所得税	4	4	4	3	3	3
ROA	3	3	3	3	3	4
权益乘数	2	2	2	2	2	2
ROE	3	4	4	3	4	4

资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

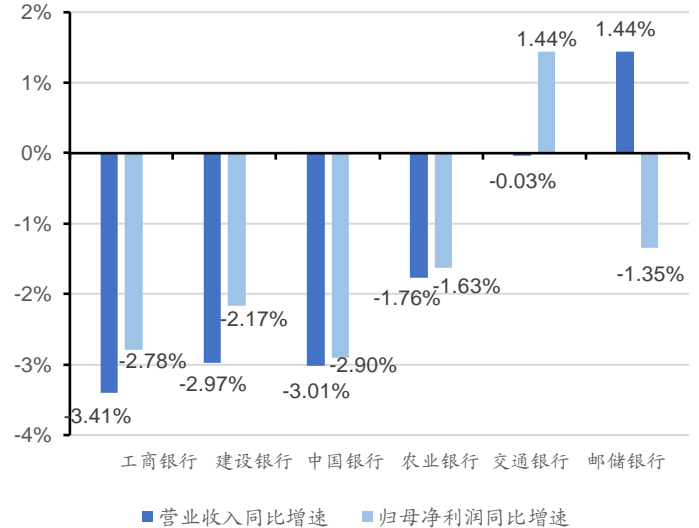
规模扩张成效显著, 营收、净利润同比增速在国有行中相对较高。1Q24 农业银行贷款规模同比增速、金融投资规模同比增速、总资产规模同比增速均领先板块, 分别为 12.9%、28.1%、14.5%。高速扩表有效带动营业收入增长, 对利润增长形成支撑。1Q24 农业银行实现营业收入 1860 亿元, 同比下降 1.76pcts, 增速在国有行中位居第三; 实现归母净利润 704 亿元, 同比下降 1.63pcts, 增速国有行排名第三, 营收和利润增速均领先四大国有银行, 居于交通银行、邮储银行之后。

图表 36 1Q24 农业银行扩表速度优于国有行同业



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 37 国有行营业收入、归母净利润同比增速 (1Q24)



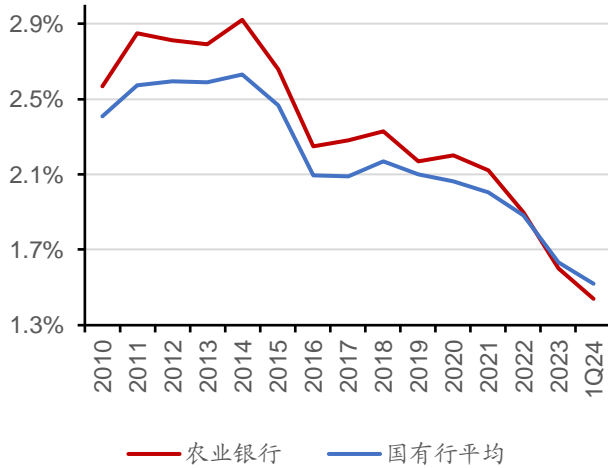
资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

4.2 息差下降主要受到资产端拖累, 以量补价有所提振

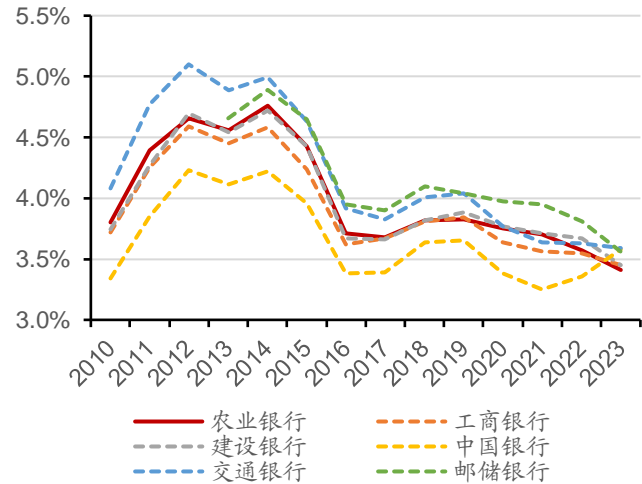
农业银行净息差自 2014 年以来随行业下行, 1Q24 降幅高于国有行同业。农业银行净息差自 2014 年持续走低, 1Q24 降至 1.44%, 较年初下降 14bps。农业银行 2023 年全年实现利息净收入 5718 亿元, 较上年减少 181.3 亿元, 其中, 规模增长导致利息净收入增加 636.7 亿元, 利率变动导致利息净收入减少 818 亿元。息差下

行主要是由于①资产端：农业银行支持实体经济、LPR 下调、个人住房贷款等存量资产持续重定价导致生息资产收益率下降；②负债端：存款定期化、存款竞争加剧导致计息负债成本率上升。

图表 38 2014 年以来，农业银行净息差持续下行



图表 39 农业银行生息资产收益率居于国有行中下游



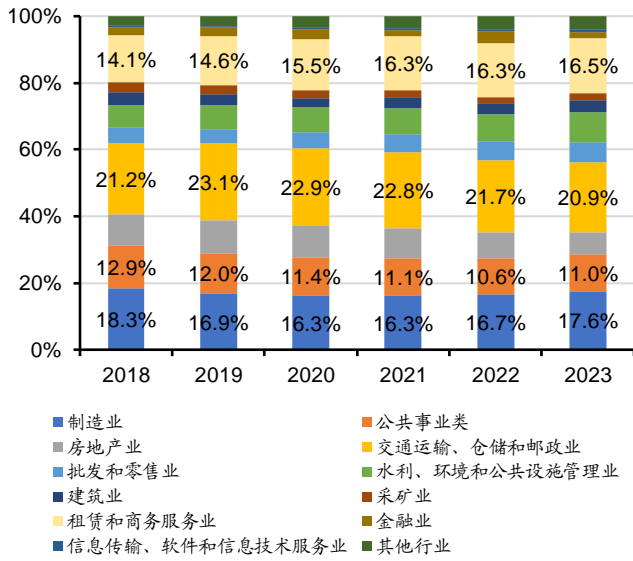
资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

农业银行息差 2023 年低于国有行平均水平，主要受生息资产收益率拖累。农业银行生息资产收益率居于国有行中下游，2023 年生息资产收益率低于国有行同业，仅 3.41%，（国有行平均水平 3.51%），主要受农业银行低风险偏好下稳健的信贷投放风格影响。①从公司贷款看：农业银行公司贷款结构稳定，其中低风险、低收益的公用事业贷款、交通运输、仓储和邮政业贷款占比较高，2023 年占贷款比重分别为 6.3%、11.8%，在国有行中分别排名第二、第一；②从业务类型看：2023 年农业银行收益率较高的个人贷款占总贷款比例为 35.6%，在国有行中处于中游位置。2023 年，农业银行贷款收益率为 3.79%，在国有行中排名第五。

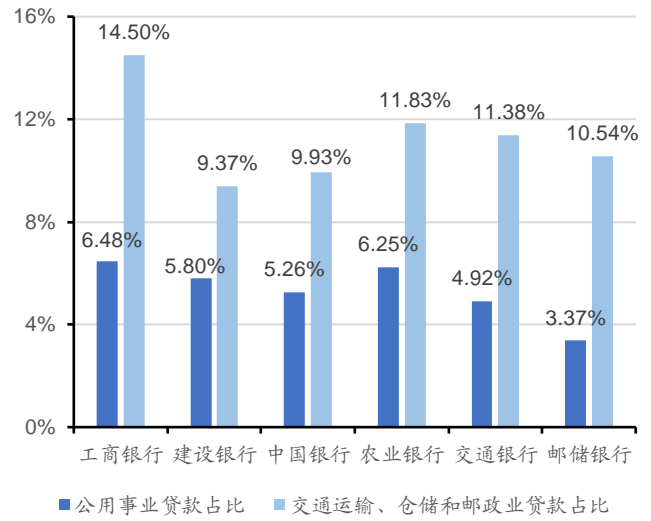
贷款结构、资产负债结构优化叠加负债端存款成本优势，未来有望改善息差。①从个人贷款结构看：2018 年以来，农业银行在零售端逐步提升收益率较高的非按揭类贷款比例，压降收益率较低的个人按揭贷款比例，从而优化个人贷款结构；②从资产负债结构看：农业银行在当前稳健信贷投放风格基础上持续加码三农信贷，引导资产负债结构调优，负债端存款成本优势加持叠加人行呵护银行合理利润空间，预期未来农业银行可在保证资产质量的同时改善息差。

图表 40 低风险、低收益的公用事业贷款、交通运输、仓储和邮政业贷款占比较高



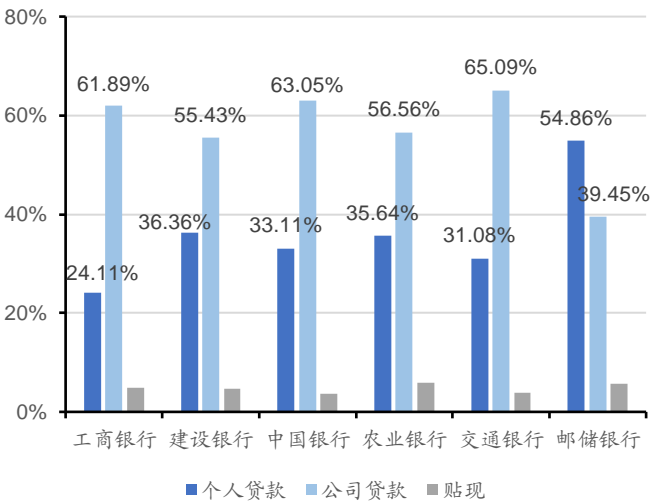
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 2023 年农业银行公用事业贷款、交通运输、仓储和邮政业贷款占比可比同业领先



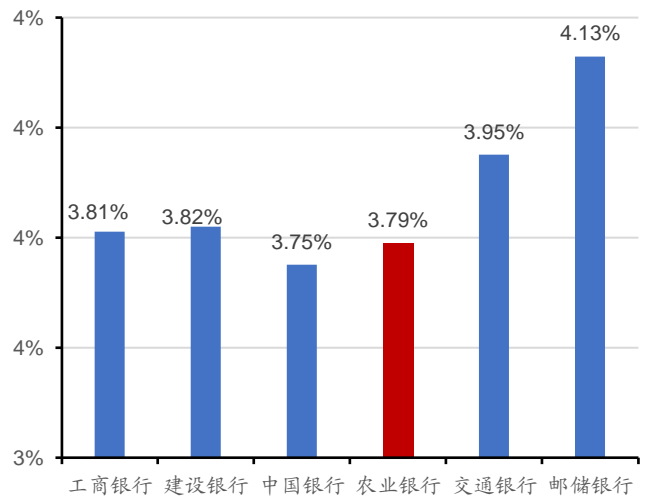
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 2023 农业银行个人贷款占比处国有行中游



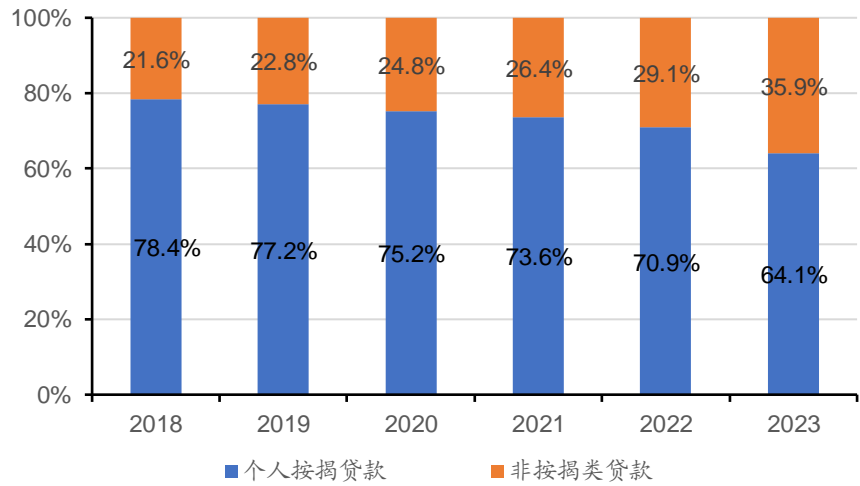
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 43 2023 年农业银行贷款收益率较可比同业较低



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 44 农业银行零售非按揭类贷款占比持续提升

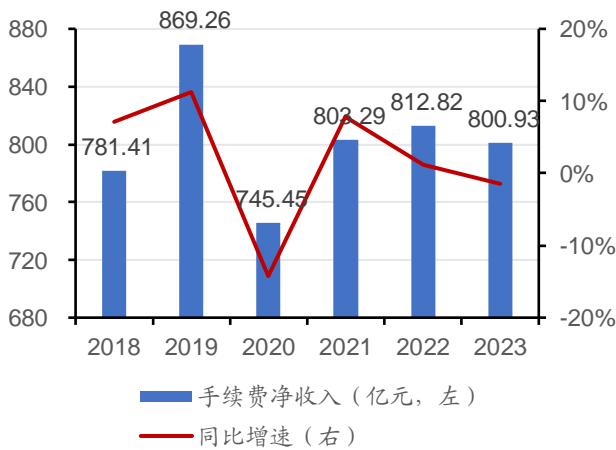


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

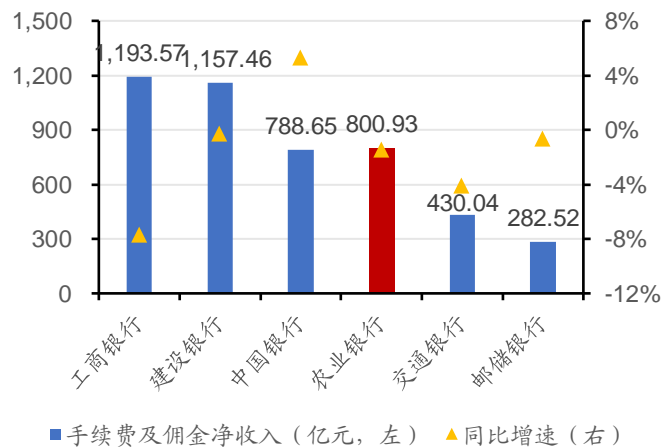
4.3 手续费与佣金净收入仍有发力空间

手续费与佣金净收入近两年有所下降, 居于国有行中游水平。纵向对比, 农业银行 2023 年全年手续费及佣金净收入达 801 亿元, 较上年下降 1.5%。横向对比, 农业银行手续费与佣金净收入在国有行处于中游水平, 主要由于农业银行深耕县域, 客群以金融服务需求较少的传统人群为主, 该类客群存款需求远高于理财、信用卡、结算、电子银行等业务需求, 导致农业银行手续费与佣金净收入相对较低。随着农业银行持续提高综合化经营能力、数字金融发展及消费改善, 县域客群金融服务需求短期内虽难以迅速增长, 但中长期有望得到加强, 手续费与佣金净收入制约减弱。

图表 45 农业银行手续费与佣金净收入近两年略有下降



图表 46 农业银行手续费及佣金净收入居国有行中游



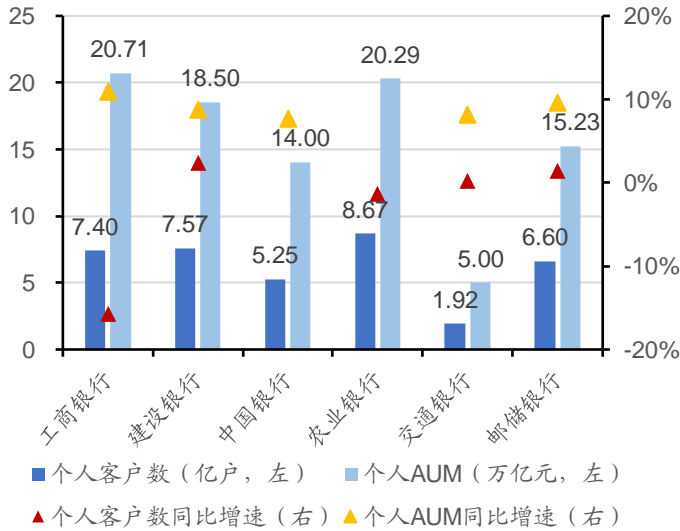
资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

财富管理客群基础较好, 发力财富管理提高客户数及 AUM。个人金融业务方面, 农业银行坚定推进“大财富管理”战略, 截至 2023 年末, 个人客户数高达 8.7 亿户, 管理的个人客户金融总资产 (AUM) 达 20.3 万亿元, 均排名国有行第一。私人银行

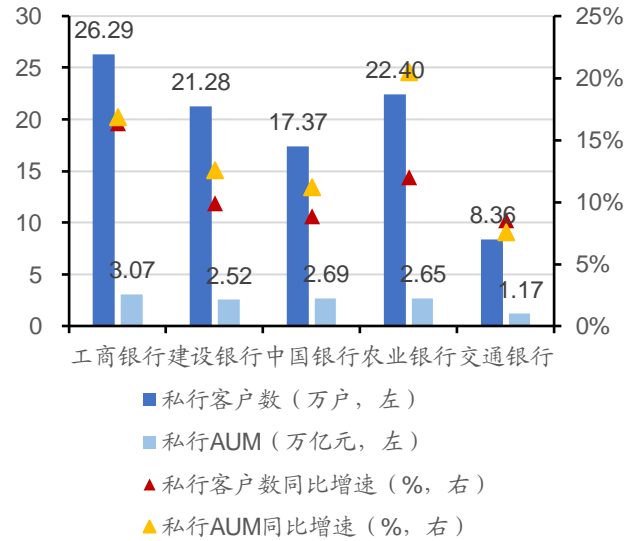
业务方面，农业银行着力打造“双百+五百”金字塔型专业服务体系，建成 100 家总行级私人银行中心、100 家分行级私人银行中心和 500 家分支行财富管理中心，覆盖全国主要城市和重点县域；开展私行“繁星英才计划”，通过分层次、针对性、系统化培训提升财富顾问队伍的专业水平。截至 2023 年末，私行客户数达 22.4 万户，私行 AUM 达 2.7 万亿元，均保持快速增长，同比增速位居可比同业前列。2023 年农业银行客户经理总量增至 9.7 万人，为未来拓展高净值客户夯实基础，有望成为中收新增长点。

图表 47 国有行个人客户数及个人 AUM (2023A)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

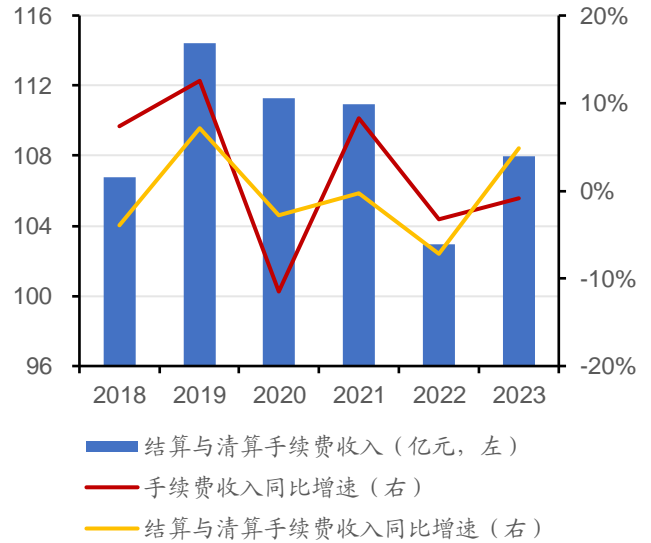
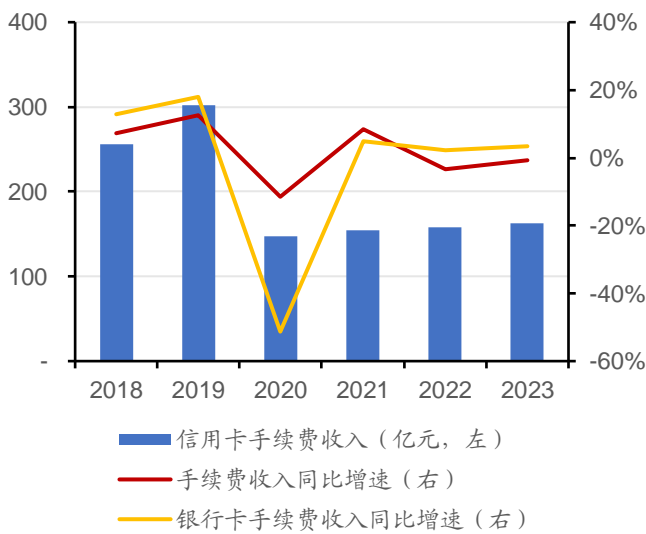
图表 48 国有行私行客户数及私行 AUM (2023A)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

银行卡手续费收入增速近两年高于手续费收入，结算与清算手续费收入水平波动较大。2023 年，农业银行实现信用卡消费额 22011 亿元，实现银行卡手续费收入 163.1 亿元。2021 年以来，农业银行银行卡手续费收入同比增速由负转正，自 2022 年超过手续费收入，对手续费收入有一定提振。2018 年以来，农业银行结算与清算手续费收入波动较大，其中 2020 年、2022 年降幅较大，2023 年略有回升，由 103 亿元 (2022A) 增长 4.86% 至 108 亿元，同比增速同样高于手续费收入。

图表 49 近两年信用卡手续费收入同比增速高于手续费收入 图表 50 农业银行结算与清算手续费收入波动较大



资料来源：公司公告，华安证券研究所

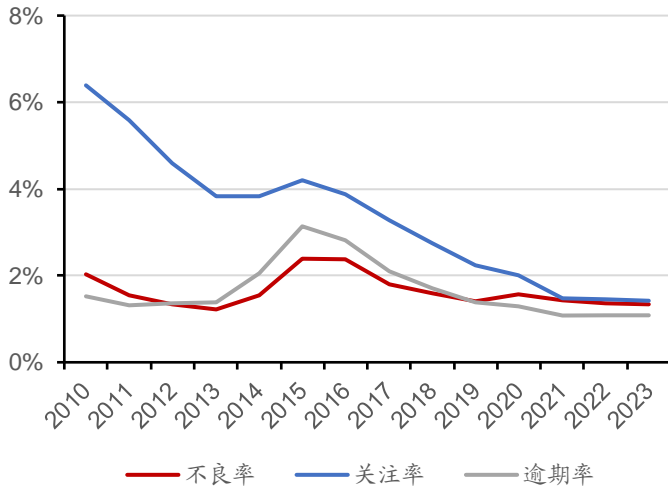
资料来源：iFinD，华安证券研究所

4.4 资产质量稳中向好，结构调优有望助力

资产质量稳中向好，不良率、关注率、逾期率均呈现改善趋势。农业银行不良率、关注率、逾期率 2015 年~2023 年整体呈下降趋势，1H24 农行不良率较 2023 年末下降 1bp 至 1.32%，持平历史最低水平，在国有行中排名第三。近年来关注率、逾期率降幅较大，分别由 4.20%、3.14%（2015A）降至 1.42%、1.07%（1H24），均低于国有行平均水平，资产质量稳健。

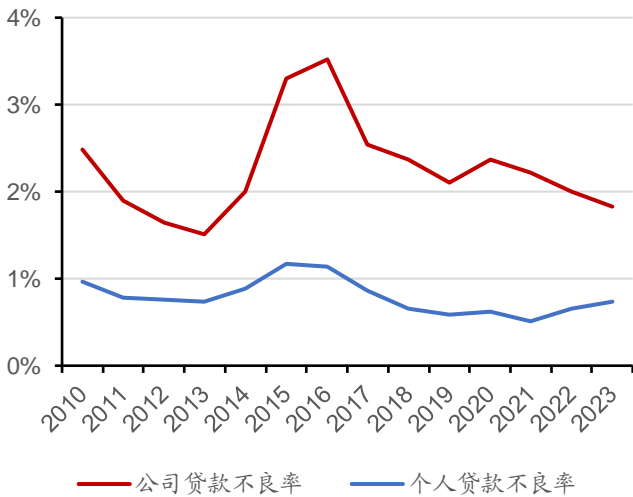
对公贷款资产质量改善明显，县域贷款不良率拉低全行贷款不良率。近年来，农业银行公司贷款、个人贷款不良率均有下降，分别自 3.30%、1.17%（2015A）降至 1.7%、0.79%（1H24）。其中公司贷款资产质量改善幅度更大，主要由于农业银行在房地产风险防范化解上卓有成效，不断压降高风险的对公房地产贷款投放占比，存量包袱逐步减轻。2020 年后，县域地区贷款不良率改善幅度好于全行各项贷款。2023 年农业银行县域贷款不良率仅 1.24%，低于全行贷款不良率 1.33%。农业银行凭借独特的三农基因、领先的授信政策和不断优化的风控手段，预计随着县域金融战略深化，未来县域贷款提质增量将为带动全行资产质量改善。

图表 51 农业银行资产质量指标稳中向好



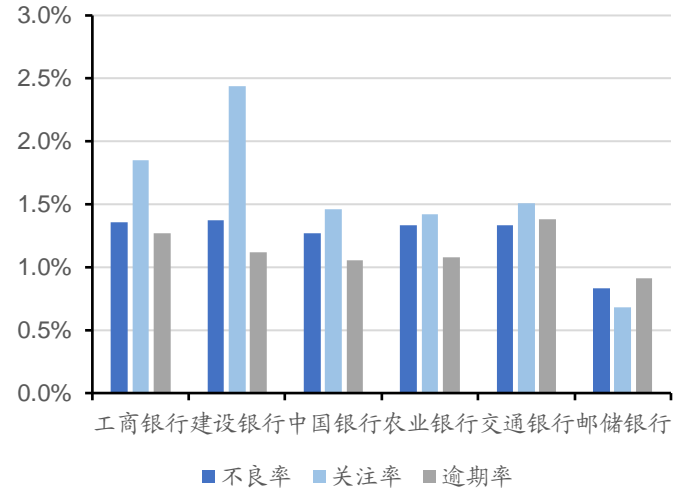
资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

图表 53 农业银行公司贷款资产质量改善幅度大于个人贷款



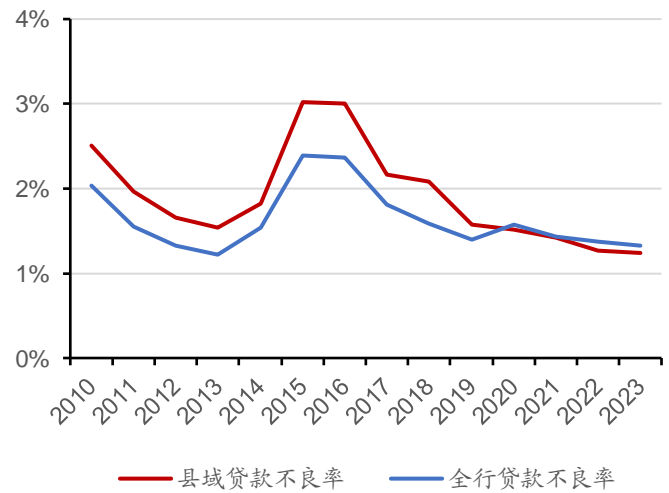
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 52 国有行资产质量指标 (2023A)



资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

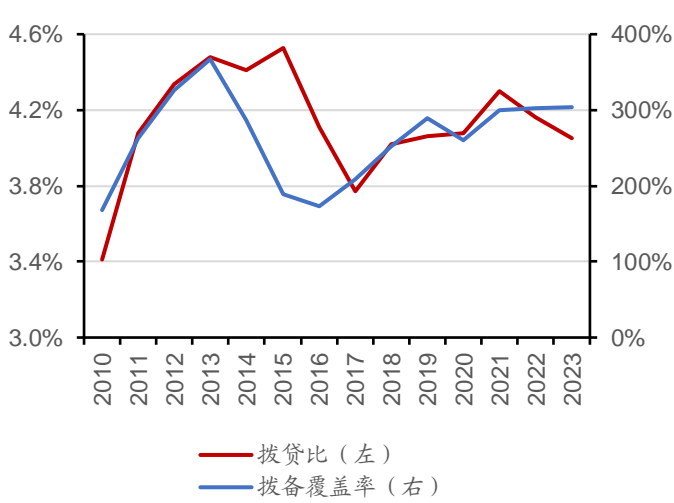
图表 54 农业银行县域贷款不良率自 2022 年以来低于全行贷款不良率



资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

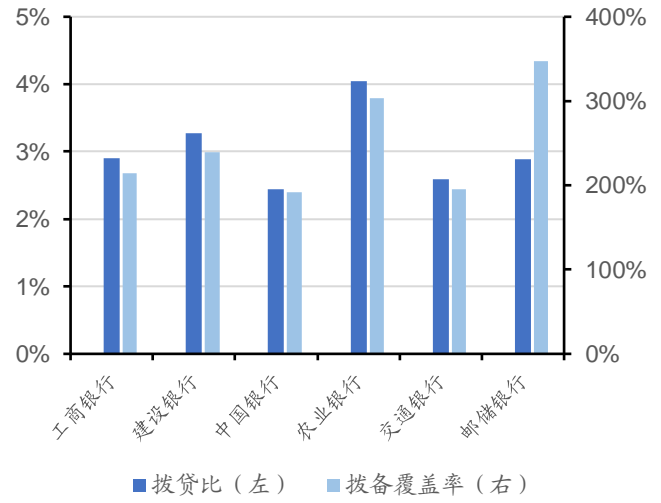
拨备安全垫不断夯实, 风险抵补能力较强。1H24 年末农业银行拨贷比为 4%, 较年初下降 5bps, 位列国有行第一; 1H24 农业银行拨备覆盖率达 303.94%, 基本持平年初, 处于历史相对高位, 位列国有行第二, 仅低于邮储银行。风险抵补能力, 具备一定的利润反哺能力。

图表 55 农业银行拨备安全垫不断夯实



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 56 国有行拨贷比、拨备覆盖率 (1H24)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

农业银行地方化债参与度高, 有望提振城投类资产质量、改善资产端收益率。 2023 年下半年以来, 地方持续推进“控增化存”, 金融机构积极参与地方化债。2023 年底, 为全力化解地方债务风险, 国务院办公厅印发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》, 要求自 2024 年 1 月 1 日起, 12 个重点省份(天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏)在地方债务风险降低至中低水平之前, 严控新建政府投资项目, 严格清理规范在建政府投资项目。非标债务风险溢价一般情况下高于农行表内贷款, 监管要求趋严下地方资产质量有所改善, 农业银行采用银团贷款置换非标债务方式积极参与地方化债, 有望提振资产端收益率。

图表 57 农业银行参与化债情况梳理

时间	省份	化债类型	具体内容
2023/12/8	重庆	银团贷款置换	农业银行渝北支行牵头的首笔 5000 万元置换存量非标债务“银团贷款” , 在渝北区属国有公司重庆空港经济开发建设有限公司投放落地。这是重庆市完成的首笔“银团贷款”置换非标债务业务, 也是 全国首个金融机构参与地方化债 的案例。此次对空港经济公司投放落地的银团贷款共 3 家银行参与, 包括农业银行渝北支行、中国银行渝北支行和交通银行渝北支行, 其中, 农业银行渝北支行占 45% 的份额 。
2024/3/15	宁夏	银团贷款置换	中国银行宁夏分行、农业银行宁夏分行组成银团, 用 低息长期贷款置换银川公交公司 1 支 3.68 亿元非标债务 。

资料来源: 证券时报, 财联社, 华安证券研究所

盈利预测及投资建议

农业银行是深耕三农的国有大行及全球系统重要性银行。城镇化进程放缓下，县域经济基数低、增速高，深耕县域的银行在客群、规模等方面有望受益于城乡融合加速发展。农业银行深耕三农金融、中西部地区，网点数量在国有四大行中居前，中西部地区网点占比领先同业，网均产能 5 年增长近一倍。规模增长领先国有大行同业，负债端具备低成本优势，资产质量指标稳中向好，不良率、关注率、逾期率均不断改善。县域贷款不良率改善幅度、绝对值均好于全行贷款不良率，贡献农业银行独特竞争力。资负两端结构调优带动营收、利润稳健增长。由此，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别同比增长 1.4%/-0.98%/1.39%，归母净利润分别同比增长 1.53%/-2.62%/0.33%。主要假设如下：

1.规模增长：农业银行近三年总资产、贷款规模复合增速分别为 13.59%、14.24%。贷款结构中对公、零售占比分别为 64.4%、35.6%，预计未来三年贷款规模复合增速为 14.4%，2024/2025/2026 年分别为 14.24%/14.58%/14.41%。

2.净息差：负债端来看农业银行负债端优势明显，低成本存款来源广泛，通过调整挂牌利率、调节存款久期、拓宽主动负债来源等方式降低付息率，预计负债成本率有一定下降空间。资产端来看，由于 LPR 下调、市场利率持续下行等因素，预计息差仍承压但降幅收敛，预计 2024-2026 年净息差分别为 1.46%/1.33%/1.11%。

3.非息收入：农业银行非息收入中中收占比 61.5%，受到财富管理环境等因素影响呈现一定波动；金融投资业务占比 26.9%，债牛下投资净收益延续高增长。未来看，2024 年费率调整基本结束，且地产政策回暖对居民投资风险偏好有一定提振作用，预计 2024-2026 年非息收入增速分别为 -7%/6.78%/5.5%。

4.成本收入比：农业银行深耕县域地区、网点布局带来展业成本提高，但 2024 年以来降幅明显，1H24 降至 27.44%低位，按照过去 3 年 CAGR 增速预计 2024-2026 年成本收入比分别为 31.98%/32.1%/32.05%。

5.资产质量：农业银行拨备覆盖率在国有行同业中相对较高且保持稳定，资产质量逐季改善。结合当前宏观环境和区域客群特征，预计 2024-2026 年不良率分别为 1.3%/1.28%/1.25%，拨备覆盖率分别为 302.5%/298.5%/295.3%。

考虑到农业银行的国有大行和全球系统重要性银行属性，经营和分红具有相对其他行业的稳定性，首次覆盖采用 DDM 绝对估值法。假设农业银行分红率保持 30% 不变，过渡增长期为 2027-2037 年，2037 年后进入永续增长期。过渡增长期、永续增长期净息差分别为 1.08%、0.97%，ROAE 分别为 5.99%、4.48%。假设市场无风险利率为十年国债收益率 2.2%，隐含合理估值为 0.75xPB。2024 年 9 月 9 日收盘价为 4.52 元，对应 2024 年 0.61xPB，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

利率风险：市场利率继续下行，优质客群竞争加剧，资产端收益率持续走低，息差收窄。

经营风险：经济复苏不及预期，融资需求下降拖累信贷增速。信贷增速不及预期。

市场风险：宏观经济大幅下行，小微、三农风险集中抬升，资产质量大幅恶化。

财务报表与盈利预测

会计年度	单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	21731766	26604024	30299515	34492882
贷款减值准备	819391	827551	764971	702114
债券投资	11213713	13736798	16294711	19484777
存放央行	2922047	2359584	2707782	3109237
同业资产	3405816	1985257	1368916	956106
资产总额	39872989	45674339	53593727	62093823
吸收存款	28439295	32636012	37452028	43004664
同业负债	5263377	6812336	8775438	11113632
发行债券	2295921	2670300	3045500	3467895
负债总额	36976122	43096177	50250494	58563721
股东权益	2896867	2578162	3343233	3530102

盈利及杜邦分析

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	1.55%	1.35%	1.16%	0.99%
净非利息收入	0.33%	0.30%	0.25%	0.23%
营业收入	1.88%	1.65%	1.41%	1.22%
营业支出	0.66%	0.56%	0.48%	0.42%
拨备前利润	1.20%	1.03%	0.88%	0.77%
资产减值损失	0.37%	0.29%	0.26%	0.24%
税前利润	0.83%	0.74%	0.62%	0.53%
税收	0.10%	0.10%	0.08%	0.07%
ROAA	0.73%	0.64%	0.54%	0.46%
ROAE	9.69%	10.00%	8.99%	7.77%

资本状况

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
核心一级资本充足率	10.72%	12.71%	11.63%	11.68%
一级资本充足率	12.87%	12.71%	14.09%	13.99%
资本充足率	17.14%	19.96%	19.40%	19.50%
风险加权系数	56.02%	55.14%	54.92%	54.68%

会计年度	单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	571,750	577,350	574,326	573,112
净手续费收入	80,093	74,486	79,537	83,911
其他非息收入	42,985	52,735	43,770	50,324
营业收入	694,828	704,571	697,633	707,347
税金及附加	(7,260)	(13,280)	(13,934)	(15,147)
业务及管理费	(235,296)	(225,308)	(223,940)	(226,705)
营业外净收入	(1,374)	-	-	-
拨备前利润	443,352	441,371	437,648	447,265
资产减值损失	(135,707)	(125,990)	(130,842)	(139,431)
税前利润	307,645	315,381	306,806	307,834
税后利润	270,046	273,750	266,308	267,200
归属母行净利润	269,356	273,469	266,308	267,200

业绩增长率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	(3.09%)	0.98%	(0.52%)	(0.21%)
净手续费收入	(1.46%)	(7.00%)	6.78%	5.50%
营业收入	(4.14%)	1.40%	(0.98%)	1.39%
拨备前利润	(1.81%)	(0.45%)	(0.84%)	2.20%
归属母行净利润	3.94%	1.53%	(2.62%)	0.33%

驱动性因素

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
生息资产增长	17.71%	11.67%	13.79%	14.90%
贷款增长	14.42%	14.24%	14.58%	14.41%
存款增长	14.96%	14.76%	14.76%	14.83%
净手续费收入/营收	11.53%	10.57%	11.40%	11.86%
成本收入比	33.86%	31.98%	32.10%	32.05%
实际所得税税率	12.22%	13.20%	13.20%	13.20%

每股指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	6.22	5.76	5.91	5.89
PB	0.65	0.61	0.57	0.54
EPS	0.72	0.78	0.76	0.76
BVPS	6.88	7.34	7.87	8.41
每股拨备前利润	1.27	1.26	1.25	1.28

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。