

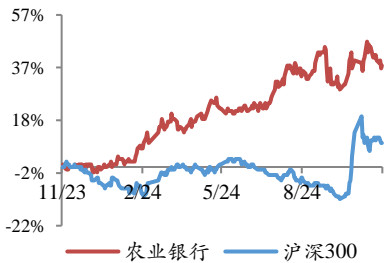
业绩领跑大行，息差环比企稳

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-01

收盘价（元）	4.73
近 12 个月最高/最低（元）	5.17/3.50
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）	16,554
流通市值（亿元）	16,554

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

1. 三农好风凭借力，扎根县域入青云
2024-09-10

主要观点：

● 营收利润增速均边际上行，其他非息表现亮眼

1-3Q24 农业银行营收、归母净利润分别同比增长+1.29%、+3.38%，较 1H24 增速分别+1、+1.38pct，增速均边际提升，营收增速居于国有大行第二、归母净利润增速居于国有大行第一。利息净收入同比+0.96%，较 1H24 增速边际提升 0.81pct，主要由于利息支出增速放缓所致。利息净收入占比营收较 1H24 上升 1.75pct 至 81%。中收净收入同比-7.65%，同比增速降幅较 1H24 收窄 0.22pct。其他非息收入同比+23.65%，对营收贡献度进一步增加，其中投资净收益延续 1H24 高增趋势，同比增长+25.12%。农业银行在债券市场收益率震荡下行时期结合市场走势，灵活调整组合仓位，金融投资盈利水平不断提升。成本收入比 28.94%，环比 1H24 上升 1.5pct，但较年初水平仍有 4.92pcts 降幅，总体来看农业银行费用管控和降本增效成果较好。

● 扩表加速，零售贷款、县域金融为抓手实现提质增效

3Q24 农业银行总资产、贷款、金融投资规模分别同比增长+12.55%、+10.68%、+26.61%，扩表加速（vs 1H24 分别同比+10.39%、+12.07%、+27.66%）。其中贷款增速较 1H24 季节性小幅放缓，金融投资规模维持高增趋势，对其他非息收入形成支撑。贷款结构来看，对公、个人贷款、贴现规模分别同比增长+11.52%、+8.26%、+22.85%，其中个人贷款增长表现亮眼。1-3Q 农业银行个人贷款净新增 6751 亿元，占比全国个人贷款净新增额的 35%，零售大行优势不断巩固。3Q24 单季个贷净新增 827 亿元，较 2Q24 单季净新增高出 165 亿。贴现高增存在一定季末冲量现象。县域金融为主要扩表抓手，农业银行 3Q24 县域贷款余额 9.73 万亿元，占境内贷款比重保持 40% 以上；县域贷款净新增 9563 亿元，较上年末提升了 10.9%，高于全行 1.73pcts。零售贷款中，以“惠农 e 贷”产品为主的农户贷款投放力度不断加大，“惠农 e 贷”余额 1.47 万亿元，较上年末增速 35.5%。3Q24 农业银行总负债、存款规模分别同比增长+13.01%、+3.51%（vs 1H24 分别同比+10.24%、4.81%），低利率下存款“脱媒”趋势延续，存款增速逐季放缓主要由于对公活期存款规模下降。

● 净息差企稳，负债端成本管控对息差形成托举

3Q24 农业银行净息差 1.45%，较 1H24 环比持平。预计主要由于个人住房按揭利率下调、金融机构竞争加剧带来新发贷款利率下行等因素带来资产端收益率进一步下行，与存款“手工补息”整改和成本管控等因素带来负债端成本率同步下行影响相互抵消。9 月新一轮住房按揭利率调降、10 月 LPR 下行 25bps 对息差带来下行压力，农业银行通过积极调节负债端结构和存款挂牌利率应对。10 月 18 日，农业银行存款挂牌

利率下调，其中活期存款利率下调至 0.1%；定期三个月期、半年期、一年期、二年期、三年期和五年期均下调 25bps，分别为 0.80%、1.00%、1.10%、1.20%、1.50%和 1.55%。负债端利率调整影响短期内滞后于资产端，农业银行负债端个人存款占比较高，中长期对息差的托举作用预计好于同业。

● 资产质量稳健优异，拨备水平保持平稳

3Q24 农业银行不良率 1.32%，连续 3 个季度环比持平，资产质量保持稳健。拨备覆盖率为 302.96%，较 1H24 环比小幅下降 1.58pct，风险抵补能力保持较好水平。1-3Q24 计提信用减值损失 1310.46 亿元，同比增加 14.7 亿元，准备计提和不良核销均保持平稳。1H24 农业银行县域金融不良率为 1.12%、拨备覆盖率为 381.12%，投向县域的贷款收益率为 3.66%（全行贷款平均收益率为 3.56%），县域地区资产质量好于全行平均水平，且风险调整后收益率高于全行收益率水平，在县域金融持续发力下资产质量逐步改善。

● 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。2024 年前三季度营收、利润增长双提速，稳居国有大行前列，息差企稳、资产质量保持平稳。我们维持盈利预测假设，预计公司 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%，维持“买入”评级。

● 风险提示

利率风险：市场利率持续下行，优质资产竞争加剧，息差收窄。

市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。

经营风险：经济增长不及预期，融资需求大幅下降拖累信贷增速。

● 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	6.54	6.05	6.22	6.20
P/B	0.69	0.64	0.60	0.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

单位:百万元				
会计年度	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

单位:百万元				
会计年度	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

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%

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	6.54	6.05	6.22	6.20
PB	0.69	0.64	0.60	0.56
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达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。