

农业银行（601288）

证券研究报告
2024年11月03日

息差企稳，营收净利增长提速，拨备维持高位。

事件：

农业银行发布24年三季度财报。24年前三季度，企业实现营收约5402亿元，归母净利润2144亿元，YoY+3.38%；不良率1.32%，不良拨备覆盖率302.4%。

点评摘要：

营收净利增长双双提速。2024年前三季度，农业银行总营收累计约5402亿元（YoY+1.29%，较年中增速+1pct），其中净利息收入4378亿元（YoY+0.96%，较年中增速+0.81pct）。营收结构上，利息净收入占比回升至81.04%；非息净收入1024亿元，同比增长2.69%。

净息差企稳。24Q1-3企业净息差为1.45%，与24H1持平。结合今年下半年的贷款利率和存款挂牌利率双向调整环境下，企业未来息差压力可能有所减缓，营收能力也可能随之向好。**流动性覆盖水平稳步向上。**据企业2024年数据显示，24前三季度末的流动性覆盖率分别为131.2%、120.3%、126.7%，这表明农业银行对未来可能的经营压力的递补能力进一步提升。

盈利能力韧性表现。24Q1-Q3企业累计归母净利润同比为3.38%，较一季度和上半年改善5.01、1.38pct，释放积极信号。

资产端：截止24Q3末农业银行生息资产总计427,793亿元，较24H1末上升16,139亿元（环比+3.9%）。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行较24H1各项余额规模环比变动+1.3%、+3.1%、+32.6%、+10.4%。

负债端：截至24Q3末工商银行计息负债余额391,554亿元，较24H1末增加15,747亿元（环比+4.2%）。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款较24H1各项余额规模环比变动+1.2%、+2.1%、+23.4%和2.8%。

资产质量稳健，拨备下调。资产质量：截至2024Q3末农业银行不良余额3248亿元，占比1.32%与上季持平。**拨备方面：**2024年三季度企业贷款拨备率和不良拨备覆盖率分别为3.99%和302.4%，分别环比-0.01、-1.6pct。

盈利预测与估值：

农业银行24年前三季度企业营收盈利正增，息差企稳，资产质量稳健。我们预测企业2024-2026年归母净利润同比增长为2.56%、3.16%、6.36%，对应现价BPS：7.44、7.99、8.57元。我们使用股息贴现模型测算目标价为5.75元，对应24年0.77x PB，现价空间20%，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济震荡，不良资产大幅暴露，息差压力大

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	4.78元
目标价格	5.75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)	319,244.21
A股总市值(百万元)	1,525,987.33
流通A股市值(百万元)	1,525,987.33
每股净资产(元)	7.27
资产负债率(%)	93.09
一年内最高/最低(元)	5.17/3.50

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujie@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:稳健经营,量质齐升》2024-09-13
- 《农业银行-年报点评报告:经营态势稳健,县域业务亮眼》2023-04-03
- 《农业银行-半年报点评:贷款投放放量提质,资产质量稳定》2022-09-02

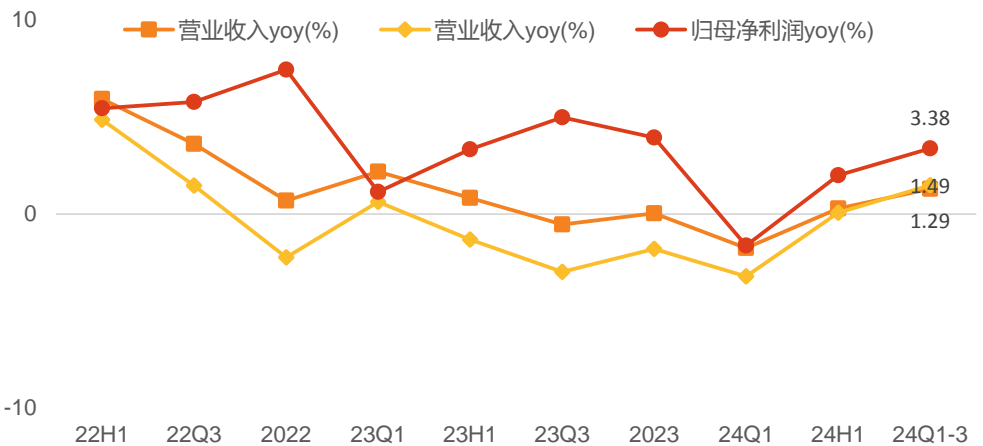
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	6,889	6,873	6,992	7,374	7,939
增长率(%)	0.17	-0.23	1.73	5.47	7.66
归属母公司股东净利润(亿元)	2,587	2,698	2,769	2,856	3,037
增长率(%)	7.45	3.94	2.56	3.16	6.36
每股收益(元)	0.74	0.77	0.79	0.81	0.87
市盈率(P/E)	6.46	6.21	6.06	5.87	5.52
市净率(P/B)	0.63	0.69	0.64	0.60	0.56

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 营收净利双增，息差企稳

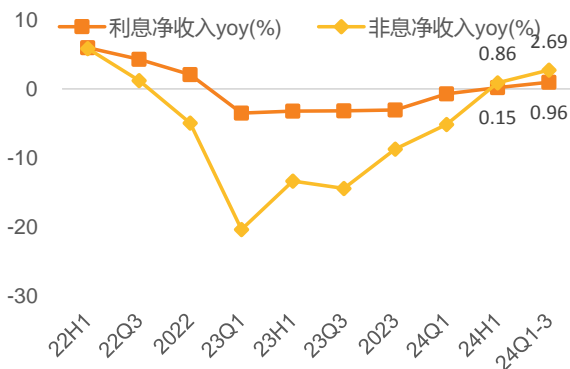
营收净利增长双双提速。2024 年前三季度，农业银行总营收累计约 5402 亿元 (YoY+1.29%，较年中增速+1pct)，其中净利息收入 4378 亿元 (YoY+0.96%，较年中增速+0.81pct)。营收结构上，利息净收入占比回升至 81.04%；非息净收入 1024 亿元，同比增长 2.69%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，拨备前利润随营收一起向上修复释放积极信号，PPOP24Q1、24H1、24Q1-Q3 增速为-3.22%、+0.06%、+1.49%。24Q1-Q3 企业累计归母净利润同比为+3.38%，较一季度和上半年改善 5.01、1.38pct，释放积极信号。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速 (22H1-24Q1-3)



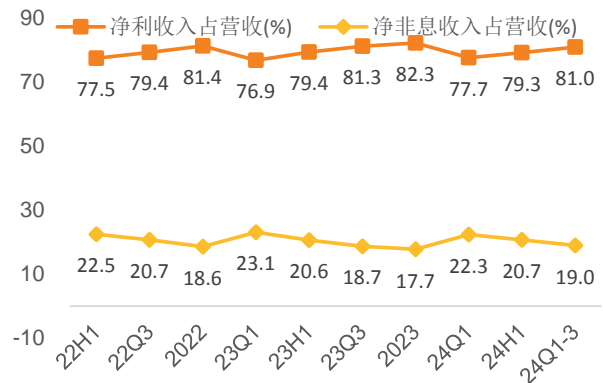
资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 2：利息净收入、非息收入增速 (22H1-24Q1-3)



资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 3：利息净收入、非息收入占比营收 (22H1-24Q1-3)

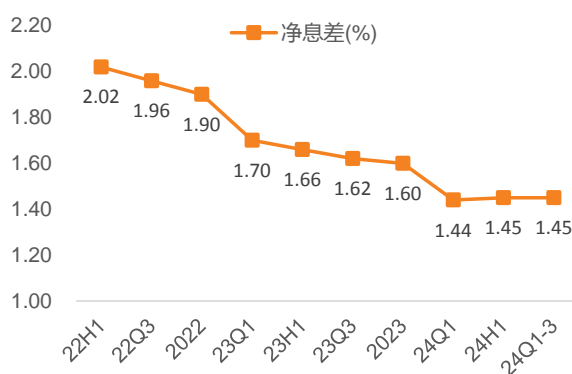


资料来源：企业财报，天风证券研究所

净息差企稳。24Q1-3 企业净息差为 1.45%，与 24H1 持平。结合今年下半年的贷款利率和存款挂牌利率双向调整环境下，企业未来息差压力可能有所减缓，营收能力也可能随之向好。

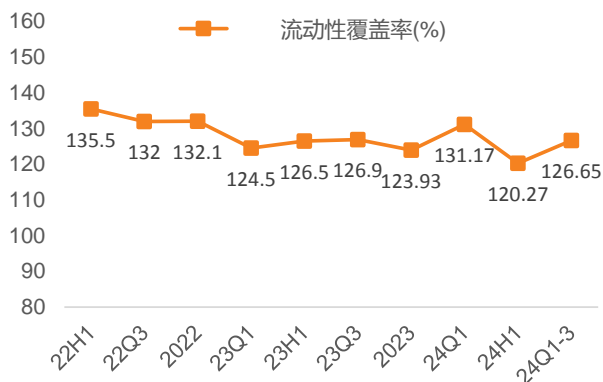
流动性覆盖水平稳步向上。据企业 2024 年数据显示，前三季度末流动性覆盖率分别为 131.2%、120.3%、126.7%，这表明农业银行对未来可能的经营压力的递补能力进一步提升。

图 4：净息差走势（22H1-24Q1-3）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 5：流动性覆盖率（22H1-24Q1-3）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

非息净收入各细项中，投资净收持续拉动企业营收。24Q1-3 农业银行手续费及佣金净收入约 617 亿元，YoY-7.65%；另一方面，其它非息净收入约 408 亿元，同比增加 23.63%，其中投资净收益为 253 亿元，同比增加 25.12%。

表 1：非息收入拆分（22H1-24Q1-3）

非息净收入	22H1	22Q3	2022	23Q1	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1	24Q1-3
手续费及佣金净收入(亿元)	495	674	813	325	507	668	801	290	467	617
其它非息净收入(亿元)	375	492	536	112	246	330	430	124	293	408
其中：投资净收益(亿元)	80	75	171	46	120	202	277	37	152	253
手续费及佣金净收入yoy(%)	2.78	2.87	1.19	2.78	2.51	-0.89	-1.46	-10.79	-7.87	-7.65
其它非息净收入(%)	10.16	-0.98	-12.95	-51.94	-34.36	-33.00	-19.83	11.11	18.88	23.63
其中：投资净收益(%)	-27.27	-64.08	-36.93	192.69	49.58	168.04	62.68	-20.47	26.73	25.12
手续费及佣金净收入占比营收(%)	12.78	11.93	11.21	17.19	13.87	12.52	11.53	15.61	12.74	11.41
其它非息净收入(%)	9.68	8.72	7.40	5.92	6.73	6.18	6.18	6.69	7.97	7.55
其中：投资净收益(%)	2.07	1.33	2.35	2.43	3.27	3.79	3.99	1.97	4.14	4.68

资料来源：企业财报，天风证券研究所

2. 资产负债规模扩张，结构稳定

资产端：截止 24Q3 末农业银行生息资产总计 427,793 亿元，较 24H1 上升 16,139 亿元（环比+ 3.9%）。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为 55.5%、31.0%、5.7%和 7.8%，较 24H1 各项余额规模环比变动+1.3%、+3.1%、+32.6%、+10.4%。

负债端：2024Q3 末农业银行计息负债余额 391,554 亿元，较 24H1 增加 15,747 亿元（环比+4.2%）。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款占计息负债比重分别为 74.9%、6.7%、15.4%和 2.9%，较 24H1 各项余额规模环比变动+1.2%、+2.1%、+23.4%和 2.8%。

表 2：资产拆分(2023-24Q3)

资产分结构	环比变动 (%)				占比计息资产 (%)			
	2023	24Q1	24H1	24Q3	2023	24Q1	24H1	24Q3
贷款	1.3	5.5	2.3	1.3	55.3	55.5	56.9	55.5
金融投资	7.1	11.4	2.9	3.1	28.6	30.2	31.2	31.0
同业及拆放	6.8	-9.6	-40.4	32.6	8.7	7.5	4.5	5.7
现金及存放央行	1.1	-3.2	7.4	10.4	7.4	6.8	7.4	7.8
生息资产合计	3.4	5.2	-0.4	3.9	100.0	100	100	100

资料来源：企业财报，天风证券研究所

表 3：负债拆分(2023-24Q3)

负债分结构	环比变动 (%)				占比计息负债 (%)			
	2023	24Q1	24H1	24Q3	2023	24Q1	24H1	24Q3
吸收存款	0.1	7.7	-5.3	1.2	79.6	80.7	77.2	74.9
发行债券	7.2	2.0	10.2	2.1	6.4	6.2	6.9	6.7
同业及拆入	33.0	-0.2	27.2	23.4	10.8	10.1	13.0	15.4
向央行借款	4.9	-1.4	-0.4	2.8	3.2	2.9	2.9	2.9
计息负债总计	3.5	6.2	-0.9	4.2	100	100	100	100

资料来源：企业财报，天风证券研究所

3. 资产质量稳健，拨备下调

资产质量：截至 2024Q3 末农业银行不良余额 3248 亿元，占比 1.32%与上季持平，自去年年中至今整体表现稳定向好。

拨备方面：截至 2024Q3 末企业贷款拨备率和不良拨备覆盖率分别为 3.99%和 302.4%，分别环比-0.01、-1.6pct。

表 4：资产质量分析(23H1-24Q3)

	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1	24Q3	较上期	较去年同期
贷款分级								
正常贷款率 (%)	97.21	98.65	97.25	98.68	97.26	98.68	1.42	0.00
关注贷款率 (%)	1.44	0.00	1.42	0.00	1.42	0.00	-1.42	0.00
不良贷款率 (%)	1.35	1.35	1.33	1.32	1.32	1.32	0.00	0.00
关注+不良率 (%)	2.79	1.35	2.75	1.32	2.74	1.32	-1.42	0.00
不良净生成率(半年年化) (%)	1.46	-	0.82	-	1.38	-	-	-
不良净生成率(累计年化) (%)	1.46	-	0.82	-	1.38	-	-	-
不良核销转出率 (%)	95.0	-	80.5	-	94.9	-	-	-
逾期贷款								
逾期率 (%)	0.99	-	1.08	-	1.07	-	-	-
3个月以内	0.40	-	0.49	-	0.38	-	-	-
3个月至1年	0.33	-	0.31	-	0.41	-	-	-
1年以上3年以内	0.21	-	0.23	-	0.22	-	-	-
3年以上	0.05	-	0.05	-	0.05	-	-	-
不良偏离度 (%)	43.15	-	44.39	-	52.31	-	-	-
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	4.13	4.11	4.05	4.00	4.00	3.99	-0.01	-0.01
不良拨备率 (%)	304.7	304.1	303.9	303.2	303.9	302.4	-1.6	-0.9

资料来源：企业财报，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

农业银行 24 年前三季度企业营收盈利正增，息差企稳，资产质量稳健。我们预测企业 2024-2026 年归母净利润同比增长为 2.56%、3.16%、6.36%，对应现价 BPS：7.44、7.99、8.57 元。我们使用股息贴现模型测算目标价为 5.75 元，对应 24 年 0.77x PB，现价空间 20%，维持“买入”评级。

财务预测摘要

人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						收入增长					
净利息收入	5,900	5,718	5,787	6,117	6,628	净利润增速	7.45%	3.94%	2.56%	3.16%	6.36%
手续费及佣金	813	801	815	847	881	拨备前利润增速	-2.24%	-1.81%	3.89%	5.38%	7.58%
其他收入	176	354	390	409	430	税前利润增速	3.49%	0.39%	1.19%	3.16%	6.34%
营业收入	6,889	6,873	6,992	7,374	7,939	营业收入增速	0.17%	-0.23%	1.73%	5.47%	7.66%
营业税及附加	-65	-73	-78	-87	-97	净利息收入增速	2.07%	-3.09%	1.22%	5.70%	8.35%
业务管理费	-2,293	-2,353	-2,307	-2,433	-2,620	手续费及佣金增速	1.19%	-1.46%	1.72%	4.01%	3.96%
拨备前利润	4,515	4,434	4,606	4,854	5,222	营业费用增速	4.38%	2.87%	-1.64%	5.64%	7.80%
计提拨备	-1,453	-1,359	-1,495	-1,645	-1,809	规模增长					
税前利润	3,062	3,074	3,111	3,209	3,413	生息资产增速	16.91%	17.62%	13.96%	13.50%	13.40%
所得税	-475	-376	-342	-353	-375	贷款增速	15.10%	14.41%	13.00%	12.50%	12.50%
净利润	2,587	2,698	2,769	2,856	3,037	同业资产增速	53.25%	47.86%	12.00%	11.00%	11.00%
资产负债表						证券投资增速	15.80%	17.67%	17.50%	17.00%	16.50%
贷款总额	197,227	225,643	254,976	286,848	322,704	其他资产增速	1.88%	1.70%	1.60%	1.60%	1.60%
同业资产	23,034	34,058	38,145	42,341	46,999	计息负债增速	17.62%	18.63%	14.48%	14.03%	13.90%
证券投资	95,302	112,137	131,761	154,161	179,597	存款增速	14.55%	14.96%	10.00%	10.00%	9.00%
生息资产	340,382	400,347	456,242	517,846	587,246	同业负债增速	38.61%	40.81%	35.00%	29.00%	30.00%
非生息资产	6,372	6,792	7,265	8,246	9,351	股东权益增速	10.45%	8.28%	6.73%	6.25%	6.11%
总资产	339,275	398,730	454,085	515,397	584,468	存款结构					
客户存款	247,374	284,393	312,832	344,115	375,086	活期	48.4%	42.9%	42.0%	41.5%	41.0%
其他计息负债	56,072	75,593	99,295	125,832	160,164	定期	49.2%	54.6%	55.5%	56.0%	56.5%
非计息负债	5,229	5,184	5,933	6,766	7,706	其他	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
总负债	312,531	369,761	423,243	482,622	549,687	贷款结构					
股东权益	26,745	28,969	30,918	32,851	34,858	企业贷款(不含贴现)	56.5%	58.4%	59.0%	59.5%	60.0%
每股指标						个人贷款	38.4%	35.8%	35.2%	34.7%	34.2%
每股净利润(元)	0.74	0.77	0.79	0.81	0.87	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.29	1.27	1.32	1.39	1.49	不良贷款率	1.37%	1.33%	1.32%	1.32%	1.31%
每股净资产(元)	7.62	6.88	7.44	7.99	8.57	正常	97.17%	97.25%	97.26%	97.26%	97.26%
每股总资产(元)	96.94	113.93	129.74	147.26	167.00	关注	1.46%	1.42%	1.42%	1.42%	1.43%
P/E	6.46	6.21	6.06	5.87	5.52	次级	0.62%	0.62%	0.60%	0.60%	0.60%
P/PPOP	3.70	3.77	3.63	3.45	3.20	可疑	0.66%	0.59%	0.55%	0.55%	0.55%
P/B	0.63	0.69	0.64	0.60	0.56	损失	0.09%	0.13%	0.17%	0.17%	0.16%
P/A	0.05	0.04	0.02	0.02	0.03	拨备覆盖率	288.8%	293.5%	288.5%	282.1%	278.0%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.87%	1.54%	1.35%	1.26%	1.20%	资本充足率	17.20%	17.14%	13.78%	12.17%	10.76%
净利差(Spread)	1.66%	1.34%	1.16%	1.07%	1.02%	核心资本充足率	11.15%	10.72%	11.13%	11.33%	11.50%
贷款利率	4.13%	3.82%	3.55%	3.47%	3.45%	资产负债率	92.12%	92.73%	93.21%	93.64%	94.05%
存款利率	1.68%	1.79%	1.82%	1.82%	1.83%	其他数据					
生息资产收益率	3.51%	3.30%	3.10%	3.03%	3.00%	总股本(亿)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
计息负债成本率	1.85%	1.97%	1.94%	1.96%	1.98%						
盈利能力											
ROAA	0.82%	0.73%	0.65%	0.59%	0.55%						
ROAE	10.17%	9.67%	9.23%	8.94%	8.95%						
拨备前利润率	1.43%	1.20%	1.08%	1.00%	0.95%						

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com