

## 农业银行(601288.SH)

## 客群基础夯实，深耕三农构筑差异化增长极

## 推荐（首次）

股价：4.65元

## 主要数据

行业	银行
公司网址	www.abchina.com;www.abchina.com.cn
大股东/持股	中央汇金投资有限责任公司/40.14%
实际控制人	
总股本(百万股)	349,983
流通A股(百万股)	319,244
流通B/H股(百万股)	30,739
总市值(亿元)	15,940
流通A股市值(亿元)	14,845
每股净资产(元)	7.27
资产负债率(%)	93.1

## 行情走势图



## 证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号  
S1060520080003  
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

## 研究助理

许淼 一般证券从业资格编号  
S1060123020012  
XUMIAO533@pingan.com.cn  
李灵琇 一般证券从业资格编号  
S1060124070021  
LILINGXIU785@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 公司概况：国有大行，专注三农。**农业银行最早起源于我国农业发展的需要，是一家历史悠久的国有大行。自成立以来，农行历经改制、转型、上市等重要发展阶段，逐步发展成为我国重要的大型国有商业银行，同时也是全球系统重要性银行之一。截至24年三季度末，农行资产规模达到43.6万亿，存贷款规模分别为29.3万亿元、24.7万亿元，是我国第二大的商业银行。从股权结构来看，农行股权结构稳定，中央汇金和财政部为绝对控制人。从农行现任高管履历来看，农行高管均有丰富的银行从业经验以及管理经验，任职基础扎实。稳定的股权结构和经验丰富的高管团队都为农行长期的稳健经营打下坚实基础。
- 稳固农业客群差异化优势，县域盈利贡献稳步抬升。**相较于其他大行，农行基于与生俱来的战略定位走出了一条专注于三农服务的差异化发展路线。过去几年，农行进一步深化服务三农和乡村振兴的战略定位，将资源向县域倾斜，另一方面，从组织架构上围绕战略进一步独立三农板块的职能，通过专业分工提升效率，取得不错效果。截至24年半年末，农行覆盖个人客户8.7亿户，居于大行首位。从盈利能力看，农行县域板块年化营业利润占总资产比重为1.38%，高于全行整体0.63个百分点，存贷利差为2.07%，高于全行23BP。质量同样优于全行，24年半年末县域不良率为1.12%，低于全行20BP，成为推动全行盈利增长的重要引擎。
- 以量补价抵御行业波动，盈利提升仍有空间。**农行受益于县域金融的战略和扎实的客户基础，深耕主责主业，在过去几年较好的平抑了资产端规模波动，在“资产荒”背景下仍然维持了较高的规模增速。2019-2023年间，农行贷款复合增速为14.1%，高于可比同业平均1.9个百分点，体现出农行在资产荒背景下积极主动获取资产，扩张资产规模的能力。农行资产稳健扩张主要源自县域金融丰富的信贷需求，19-23年间农行县域金融贷款复合增速为17.8%，高于全行贷款3.7个百分点，给予全行贷款较大的驱动力。静态来看，截至2024年半年末，我们测算的农行算术平均年化ROE为11.5%，位于上市国有大行中第二位。拆分来看，利息收入以及净息差水平基本持平可比同业，资产质量整体稳健，但非息收入占比较低，我们认为未来农行非息业务仍有较大发展空间。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业净收入(百万元)	688,872	687,282	697,225	705,904	732,228
YOY(%)	0.2	-0.2	1.4	1.2	3.7
归母净利润(百万元)	259,140	269,356	278,418	288,302	303,133
YOY(%)	7.4	3.9	3.4	3.6	5.1
ROE(%)	12.1	11.6	11.2	10.8	10.6
EPS(摊薄/元)	0.74	0.77	0.80	0.82	0.87
P/E(倍)	6.3	6.0	5.8	5.6	5.4
P/B(倍)	0.73	0.68	0.64	0.59	0.55

资料来源：wind，平安证券研究所

- **县域支撑盈利，关注股息价值。**农业银行作为国内国有大行之一，规模、客户数量、网点数量等位于同业前列。农行坚持面向三农，专注服务乡村地区，将县域金融作为公司重点战略和发展方向。近年来，在银行业整体面临内外部挑战增多的背景下，农行维持了较快的扩张速度，积极进行信贷投放，支撑业绩增长。县域金融在全行中占比逐渐提升，成为农行的重要战略增长极，县域金融盈利能力强劲，存贷利差高于全行，且资产质量优异，资本充足率及拨备覆盖情况良好，拉动了全行的规模增速和盈利能力。当前在无风险利率持续下行的背景下，农行作为能够稳定分红的高股息品种，其类固收价值同样值得关注，截至 2024 年 11 月 12 日，公司股息率为 5.55%，相对无风险利率的股息溢价率位于历史高位，股息吸引力突出。我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 0.80/0.82/0.87 元，盈利对应同比增速 3.4%/3.6%/5.1%，2024 年 11 月 12 日公司 A 股股价对应公司 24-26 年 PB 分别为 0.64x/0.59x/0.55x，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 经济下行导致资产质量压力超预期变化；2) 利率下行导致净息差缩窄超预期；3) 金融政策监管风险。

# 正文目录

<b>一、 公司概况：国有大行，专注三农</b> .....	6
1.1 历史沿革：三破三立，专注三农 .....	6
1.2 股权结构稳定，高管从业经验丰富 .....	7
<b>二、 稳固农业客群差异化优势，县域盈利贡献稳步抬升</b> .....	9
2.1 客群定位差异化，资源重点倾斜乡村地区 .....	9
2.2 县域金融盈利能力逐步抬升，增速快于全行平均 .....	14
<b>三、 以量补价抵御行业波动，盈利提升仍有空间</b> .....	17
3.1 县域需求支撑信贷扩张，县域高盈利拉动全行盈利上行 .....	17
3.2 利息收入支撑 ROE 水平，非息形成拖累 .....	20
<b>四、 投资建议：县域支撑盈利，关注股息价值</b> .....	23
4.1 盈利预测：县域蓝海持续挖掘推动盈利保持稳定 .....	23
4.2 估值水平：估值低位分红稳定，高股息特性凸显 .....	24
<b>五、 风险提示</b> .....	25

# 图表目录

图表 1 中国农业银行发展阶段 .....	7
图表 2 资产规模位于大行第二位 .....	7
图表 3 存款规模位于大行第二位 .....	7
图表 4 截至 24 年三季度末国农业银行前十大股东 .....	8
图表 5 农业银行现任高管情况 .....	8
图表 6 农行企业架构 .....	10
图表 7 网点数量位居大行首位 .....	11
图表 8 重点聚焦县域乡村 .....	11
图表 9 员工数量位居大行首位 .....	11
图表 10 员工重点聚焦西部县域乡村 .....	11
图表 11 各区域贷款占比情况 .....	12
图表 12 各区域存款占比情况 .....	12
图表 13 客群规模稳步增长 .....	12
图表 14 个人客户规模位于可比同业第一 .....	12
图表 15 农行三农产品体系 .....	13
图表 16 惠农 e 贷余额持续快速增长 .....	14
图表 17 惠农 e 贷增速高于县域金融及全行贷款 .....	14
图表 18 县域金融和全行整体营收拆分 .....	14
图表 19 县域金融盈利能力有明显提升 .....	14
图表 20 县域营业收入占总资产比重显著高于城市金融 .....	15
图表 21 县域利息净收入占总资产比明显高于全行 .....	15
图表 22 县域贷款利率更高，存款利率更低 .....	15
图表 23 县域存贷利差更高 .....	15
图表 24 县域管理成本能力逐步提升 .....	16
图表 25 县域业务及管理费用占总资产比重高于全行 .....	16
图表 26 县域金融不良率低于全行平均 .....	16
图表 27 县域拨备覆盖率较全行更高 .....	16
图表 28 农行资产增速高于可比同业 .....	17
图表 29 县域推动农行贷款较快增速 .....	17
图表 30 县域金融总资产规模超 14 万亿元 .....	18
图表 31 县域金融存贷款占比上行 .....	18
图表 32 24 年半年末上市国有大行信贷结构 .....	18
图表 33 农行零售、对公贷款增速均高于同业 .....	19
图表 34 个人贷款中经营贷增速较高 .....	19
图表 35 县域金融营收占比提升 .....	19

图表 36 县域金融营收占比约 5 成 .....	19
图表 37 上市国有大行营收增速情况 .....	20
图表 38 上市国有大行盈利增速情况 .....	20
图表 39 上市国有大行 ROE 拆分 .....	20
图表 40 24 年半年末净息差位于可比同业第三 .....	21
图表 41 24 年半年末农行存款平均成本较低 .....	21
图表 42 手续费及佣金净收入占比较低 .....	21
图表 43 手续费及佣金净收入占比保持稳定 .....	21
图表 44 手续费及佣金净收入构成 .....	22
图表 45 其他非息收入构成 .....	22
图表 46 农行关注+不良率持平可比同业 .....	22
图表 47 农行资产质量稳健 .....	22
图表 48 资本水平保持充裕 .....	23
图表 49 农行拨备覆盖率领先可比同业 .....	23
图表 50 农业银行盈利预测关键假设 .....	24
图表 51 农业银行估值水平持续下行 .....	25
图表 52 国有大行、股份行分红率及股息率 .....	25

## 一、公司概况：国有大行，专注三农

农业银行最早起源于我国农业发展的需要，是一家历史悠久的国有大行。自成立以来，农行历经改制、转型、上市等重要发展阶段，逐步发展成为我国重要的大型国有商业银行，同时也是全球系统重要性银行之一。截至 24 年三季度末，农行资产规模达到 43.6 万亿，是我国第二大的商业银行，截至 2024 年三季度农行存贷款规模分别为 29.3 万亿元、24.7 万亿元，同比增速分别达到 3.3%/10.5%。从股权结构来看，农行股权结构稳定，中央汇金和财政部为绝对控制人。从农行现任高管履历来看，农行高管均有丰富的银行从业经验以及管理经验，任职基础扎实。稳定的股权结构和经验丰富的高管团队都为农行长期的稳健经营打下坚实基础。

### 1.1 历史沿革：三破三立，专注三农

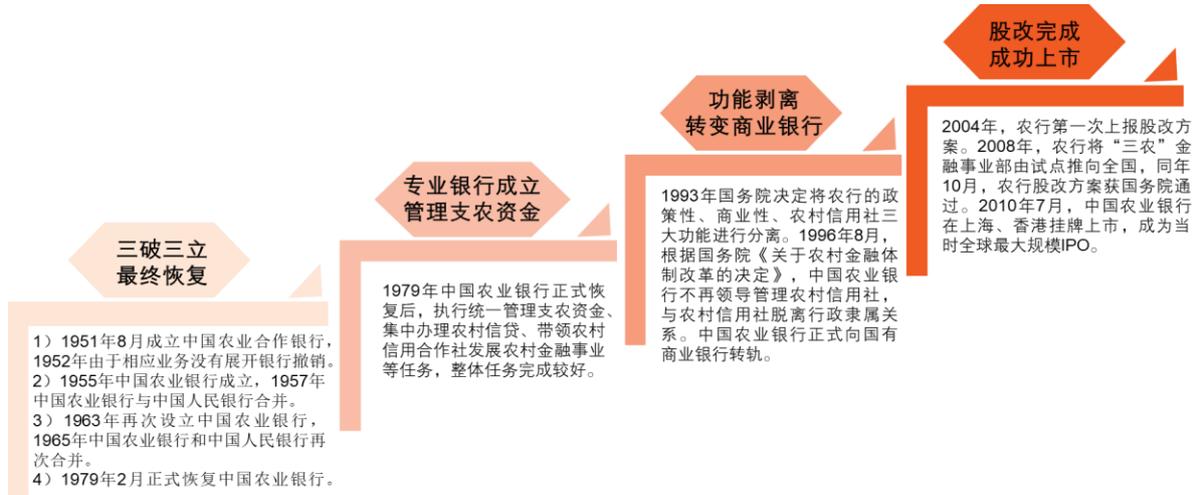
**1、三破三立，最终恢复。**1) 1951 年 8 月中国农业合作银行成立，按照国家计划办理农业的财政拨款和一年以上的农业长期贷款，扶持农村信用合作的发展。1952 年，由于相应业务没有展开，合作银行遭到撤销。2) 1955 年 3 月，中国农业银行成立，主要任务是办理财政支农拨款和农业长期贷款与短期贷款，贷款对象主要限于生产合作组织和个体农民。1957 年 4 月，国务院决定将中国农业银行与中国人民银行合并。3) 1963 年，国家为增加对农业的资金支援再次设立中国农业银行，贯彻国民经济“调整、巩固、充实、提高”方针，作为国务院的直属机构。1965 年 11 月，中国农业银行和中国人民银行再次合并。4) 1979 年 2 月，国务院决定正式恢复中国农业银行，作为国务院的直属机构，由中国人民银行监管，主要任务是统一管理支农资金，集中办理农村信贷，领导农村信用合作社，发展农村金融事业。

**2、国家专业银行成立，管理支农资金。**1979 年中国农业银行正式恢复后，执行统一管理支农资金、集中办理农村信贷、带领农村信用合作社发展农村金融事业等任务，整体任务完成较好。

**3、功能剥离，向商业银行转变。**1993 年 12 月，国务院明确做出“中国农业银行转变为国有商业银行”的决定，准备将农行的政策性、商业性、农村信用社三大功能进行分离。1994 年 4 月，中国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 8 月，根据国务院《关于农村金融体制改革的决定》，中国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。中国农业银行正式向国有商业银行转轨。

**4、资产剥离股份制改革完成，成功上市。**1999 年，农行和工中建三家国有大行剥离 1.4 万亿元不良资产给四大资产管理公司。2004 年，农行第一次上报股改方案。2007 年 1 月，第三次全国金融工作会议明确提出中国农业银行“面向‘三农’、整体改制、商业运作、择机上市”的改革总原则，标志着中国农业银行进入股份制改革新阶段。2008 年，农行将“三农”金融事业部由试点推向全国，同年 10 月，农行股改方案获国务院通过。2010 年 7 月，中国农业银行在上海、香港挂牌上市，成为当时全球最大规模 IPO。

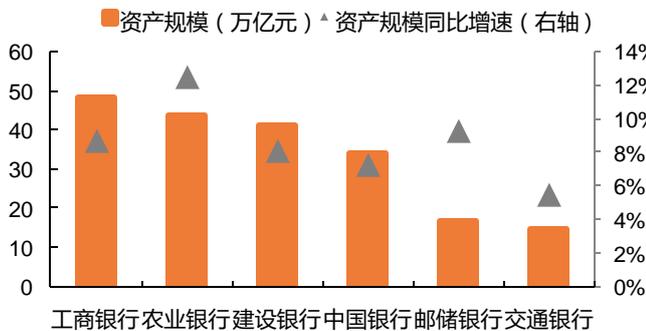
图表1 中国农业银行发展阶段



资料来源: 公司官网, 招股说明书, 平安证券研究所

根据公司公告, 截至 2024 年三季度末, 农行总资产规模达到 43.6 万亿, 位于国有大行第二位, 具体来看, 农行存贷款规模同样保持稳健增长, 24 年三季度末存贷款规模分别为 29.3 万亿元、24.7 万亿元, 同比增速分别达到 3.3%/10.5%, 规模优势逐步显现。在全球金融稳定委员会公布的 2023 年全球系统重要性银行名单中, 农行提升至第二档, 在全球金融体系中的重要性进一步提升。

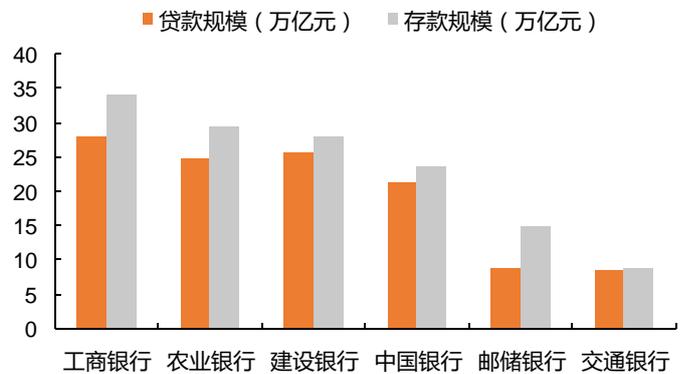
图表2 资产规模位于大行第二位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2024 年三季报

图表3 存款规模位于大行第二位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2024 年三季报

## 1.2 股权结构稳定, 高管从业经验丰富

农行股权结构稳定, 中央汇金和财政部为绝对控制人。从股东构成来看, 根据公司公告, 截至 24 年三季度末, 前十大股东持股比例达到 94.0%, 国家对农行的股权持有达到 82.2%, 其中第一大股东中央汇金持股比例约为 40.1%, 财政部持股比例为 35.3%, 社保基金持股比例为 6.7%。农行的股权结构集中且稳定, 国有资本控股超 90%, 一方面使农行拥有较强抵御风险的能力, 另一方面也有助于我国经济政策的传导和贯彻落地。

图表4 截至24年三季度末国农业银行前十大股东

	股东名称	股东性质	股份类型	持股比例(%)
1	中央汇金投资有限责任公司	国家	A股	40.1
2	中华人民共和国财政部	国家	A股	35.3
3	香港中央结算(代理人)有限公司	境外法人	H股	8.7
4	全国社会保障基金理事会	国家	A股	6.7
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	境外法人	H股	0.9
6	中国烟草总公司	国有法人	A股	0.7
7	中国证券金融股份有限公司	国有法人	A股	0.5
8	上海海烟投资管理有限公司	国有法人	A股	0.4
9	中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	A股	0.4
10	中维资本控股股份有限公司	国有法人	A股	0.2

资料来源：公司公告，平安证券研究所

农业银行高管团队从业经验丰富，管理经验充足。从农行现任高管履历来，农行高管均有丰富的银行从业经验以及管理经验，任职基础扎实。2023年12月，付万军辞去行长一职并由董事长谷澍代为履行行长职责，直至2024年6月，王志恒的行长任职资格获金融监管总局核准，董事长谷澍先生不再代为履行行长职责，王志恒行长的任职让农业银行的高管团队体系进一步完善。

现任董事长谷澍曾在工商银行工作多年，博士毕业后从工行基层做起，拥有丰厚的基层经验，且在财会领域专业造诣较深，兼具基层管理和国际交流经验，49岁升任工行行长，曾为最年轻的国有大行行长。2021年1月任职农业银行董事长，任职期间农行经营稳健，资产规模稳步上行，盈利能力和营业收入均保持稳定，农行的经营能力持续提升。

图表5 农业银行现任高管情况

姓名	职位	出生年份	任职时间	简介
谷澍	董事长	1967	2021.01	曾任中国工商银行财务会计部总经理、董事会秘书兼战略管理与投资者关系部总经理、山东省分行行长。2013年10月任中国工商银行副行长，2016年10月任中国工商银行行长，2016年12月任中国工商银行副董事长、执行董事、行长。
王志恒	行长	1964	2024.06	曾任中国银行人力资源部副总经理，广东省分行副行长，青海省分行行长，总行人力资源部总经理，北京市分行行长。2021年8月任中国银行副行长，2023年2月任中国光大集团股份公司执行董事，2023年3月任中国光大集团股份公司执行董事兼中国光大银行执行董事、行长。
张旭光	副行长	1964	2019.12	曾在中国航空技术进出口总公司工作，曾任国家开发银行天津市分行副行长、总行办公厅副主任、广西壮族自治区分行行长、国开金融有限责任公司总裁、国家开发银行投资总监。2013年13月任国家开发银行副行长。
徐瀚	副行长	1965	2020.10	曾任交通银行香港分行IT部副总经理，交通银行电脑部副总经理、太平洋信用卡中心副CEO(中方CEO)、太平洋信用卡中心CEO、个人金融业务部总经理、个人金融业务部总经理兼网络渠道部总经理、个人金融业务部总经理兼互联网中心总裁，交通银行业务总监兼个人金融业务部总经理。
林立	副行长	1968	2021.03	曾任中国光大集团总公司办公厅副主任、主任、董事、董事会秘书，中国光大银行副行长、常务副行长。2014年1月任中国农业发展银行副行长，2018年2月任中国农业发展银行执行董事、副行长。
刘洪	副行长	1968	2023.08	曾任中国农业银行人力资源部副总经理，办公室副主任、中国城乡金融报社(二级部)社长兼总编，监事会办公室主任，监事，青海省分行行长，机关党委常务副书记、机关纪委书记，人力资源部/三农及普惠金融人力资源管理中心总经理，三农业务总监。
武刚	首席风险官	1965	2023.06	曾任中国农业银行公司业务部总经理助理、副总经理，大客户部/营业部总经理兼北京分行副行长，河南省分行行长，审计局局长，监事。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据信息截至24年中报

## 二、 稳固农业客群差异化优势，县域盈利贡献稳步抬升

相较于其他大行，农行基于与生俱来的战略定位走出了一条专注于三农服务的差异化发展路线。过去几年，农行进一步深化服务三农和乡村振兴的战略定位，将资源向县域倾斜，另一方面，从组织架构上围绕战略进一步独立三农板块的职能，通过专业分工提升效率，取得不错效果。截至 24 年半年末，农行覆盖个人客户 8.7 亿户，居于大行首位。从盈利能力看，农行县域板块年化营业利润占总资产比重为 1.38%，高于全行整体 0.63 个百分点，存贷利差为 2.07%，高于全行 23BP。质量同样优于全行，24 年半年末县域不良率为 1.12%，低于全行 20BP，成为推动全行盈利增长的重要引擎。

### 2.1 客群定位差异化，资源重点倾斜县域地区

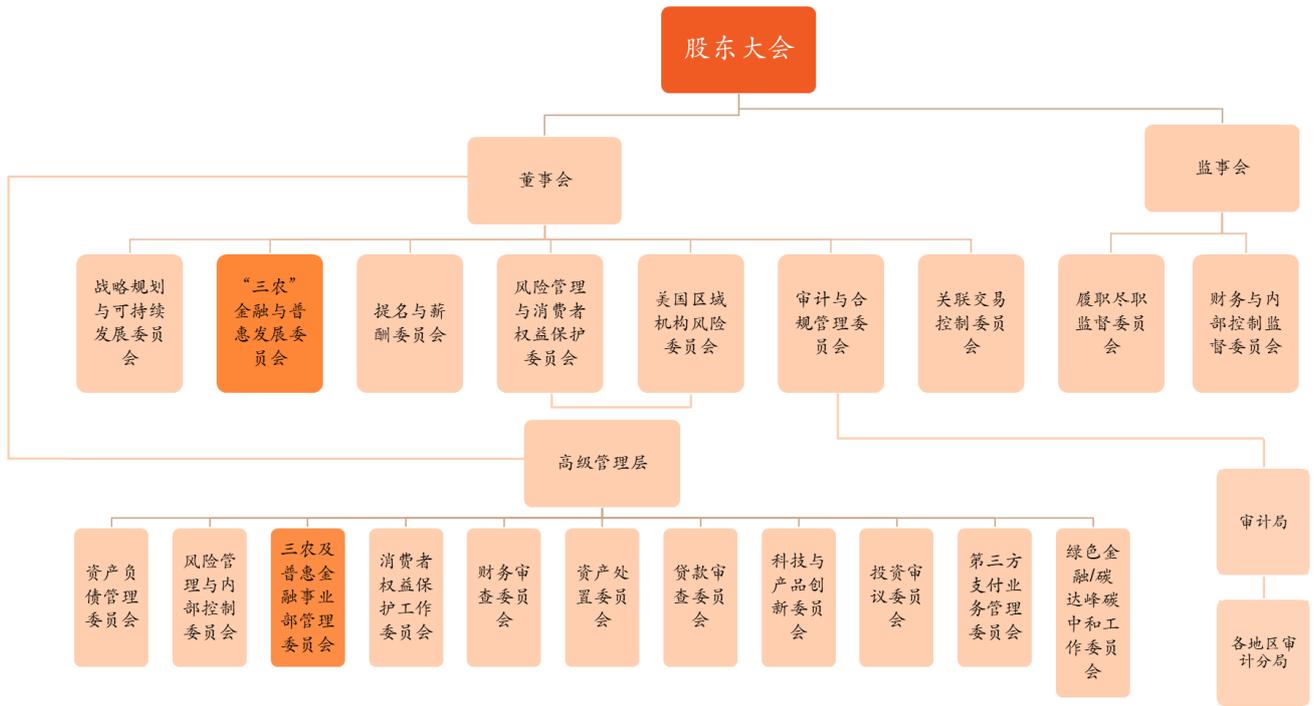
#### ■ 明确三农服务差异化定位，战略引领组织保障

农行自成立就与三农相伴而行，因三农而生，又依托三农发展。在股改阶段，第三次全国金融工作会议明确了农业银行“面向三农、商业运作”的市场定位，农行的企业使命中，将面向“三农”作为使命的首要要求，农行对三农的重视也得以凸显。2010 年上市以来，农行始终将三农作为工作重心，并将位于县域地区的县级支行和分行营业部的三农金融业务称为县域金融业务，并将县域金融作为单独业务板块，以支持三农发展。农业银行坚持把服务乡村振兴作为新时代三农金融工作的总抓手，围绕国家乡村振兴战略部署，持续推动机制创新、服务升级、模式转型。

从目前来看，农行坚持“两大定位”、“三大战略”，即“服务乡村振兴的领军银行”和“服务实体经济的主力银行”两大定位，全面实施“三农”普惠、绿色金融、数字经营三大战略，从农行发展战略来看，始终将服务农村放在首位，也是在可比同业中唯一将促进三农发展作为战略首位的银行，坚持向县域三农倾斜金融资源，推动县域金融供给显著改善。此外，农行同样把金融扶贫作为重中之重，坚持精准扶贫方略，聚焦乡村重点行业、重点领域、重点主体，出台差异化信贷政策，开展特色产品创新，支持乡村产业发展。

从农行的组织架构来看，农行单设了“三农”金融与普惠金融发展委员会，作为董事会专门委员会之一，主要负责根据本行总体发展战略规划，审议公司“三农”业务发展战略规划，并根据国家“三农”方针政策以及“三农”经济金融市场变化趋势，对可能影响“三农”业务发展的重大因素进行评估。此外，农行在总行部门中设有乡村振兴金融部/三农政策与业务创新部/三农及普惠金融事业部管理委员会办公室、农户金融部、三农对公业务部等专营部门，并且人力资源部命名为“三农与普惠金融人力资源管理中心”，可见农行在组织架构上对三农问题的重视，强化服务乡村振兴的体制机制保障。

图表6 农行企业架构

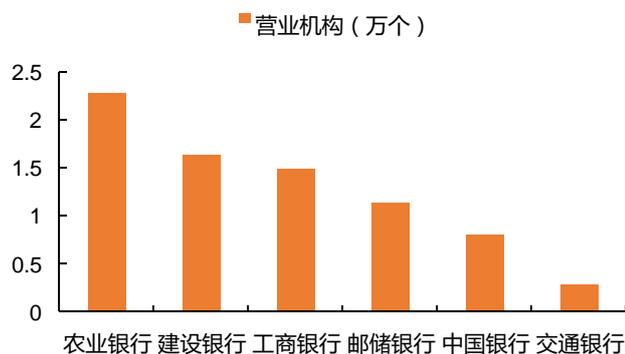


资料来源：公司官网，平安证券研究所

■ 网点充分下沉，客户基础夯实

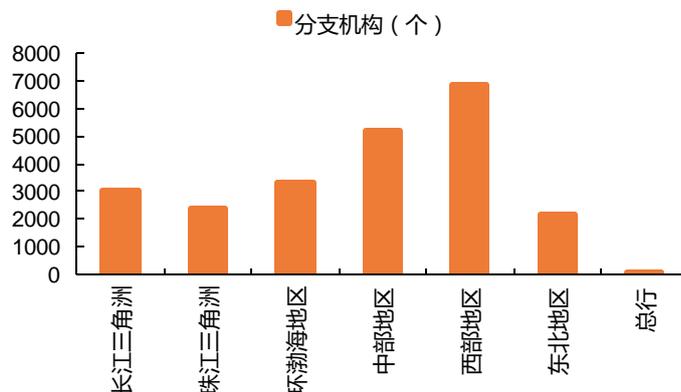
农行作为传统国有大行之一，拥有远超同业的网点数量，为农行的稳健经营提供坚实的基础。农行通过下沉网点，拓展县域金融业务，通过对乡村客户的覆盖进一步提升客户规模。截至 2024 年半年末，农业银行营业网点数量约为 2.29 万个，居于可比同业首位。值得注意的是，农行营业网点覆盖了大面积的城乡地区，根据公司公告，2023 年末县域网点占比升至 56.4%，24 年上半年新迁建的网点 70% 布局在县域、城乡结合部和重点乡镇。农行加强对于县域农村金融的重点投放，维持了农行营业网点和客户规模同业第一的水平。从区域分布来看，农行着力发展县域金融，网点更多布局到农村市场更为广阔的中部地区和西部地区，截至 2024 年半年末，两地区机构数量合计占比为 52.5%。

图表7 网点数量位居大行首位



资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：数据截至 24 年半年末

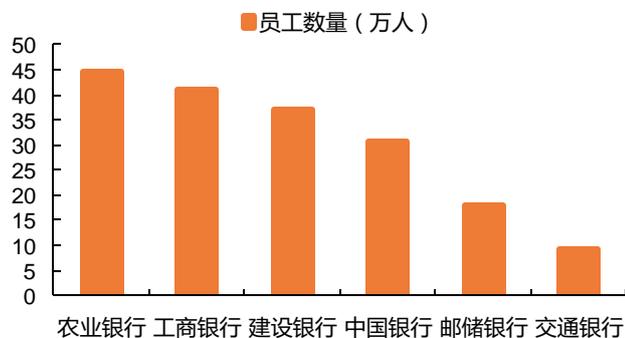
图表8 重点聚焦县域乡村



资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：数据截至 24 年半年末

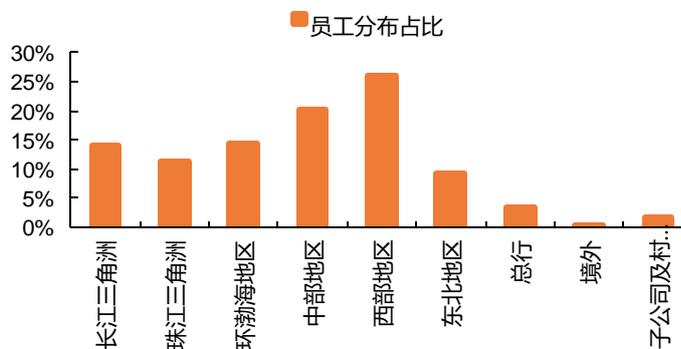
从员工数量来看，农行同样居于大行首位。根据公司公告，截至 24 年半年末，农行员工数量为 44.6 万人，位于可比同业首位。农行拥有丰富的人力资源，数量众多的网点，得以更好服务广大县域地区客户。从区域分布来看，中西部地区员工占比较高，两地区员工合计占比为 46.3%，近半数员工集中在中西部地区，人力资源向县域乡村地区倾斜也进一步夯实了农行县域金融战略的人力基础。

图表9 员工数量位居大行首位



资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：数据截至 24 年半年末

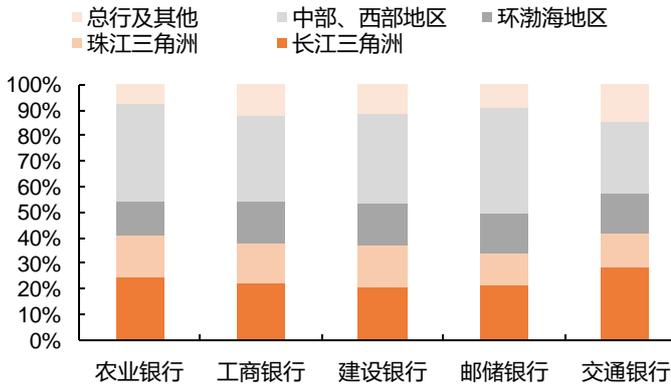
图表10 员工重点聚焦西部县域乡村



资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：数据截至 24 年半年末

从存贷结构来看，除传统的长江三角洲、珠江三角洲以及环渤海三大经济带外，农行在中、西部地区存贷占比同样占比较高，根据公司公告，24 年半年末两个地区贷款、存款规模占比合计分别为 38.2%、38.1%，相较于 23 年末，占比分别提高了 0.4 和 0.8 个百分点，相反长三角、珠三角、环渤海三大区域贷款、存款规模占比分别下行 8.8、1.0 个百分点，农行加大对县域金融的资源倾斜和县域投放，充分实现对乡村资源的挖掘。

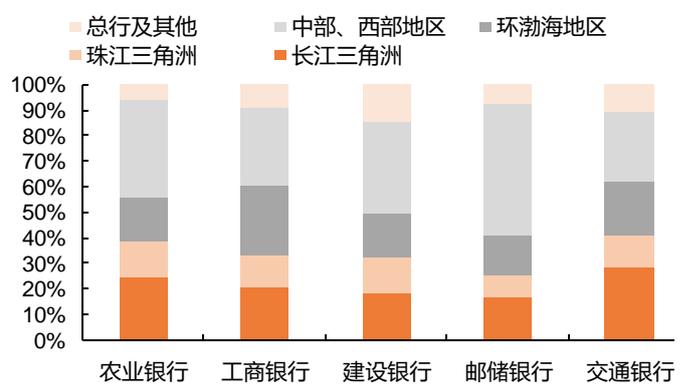
图表11 各区域贷款占比情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至24年半年末

图表12 各区域存款占比情况

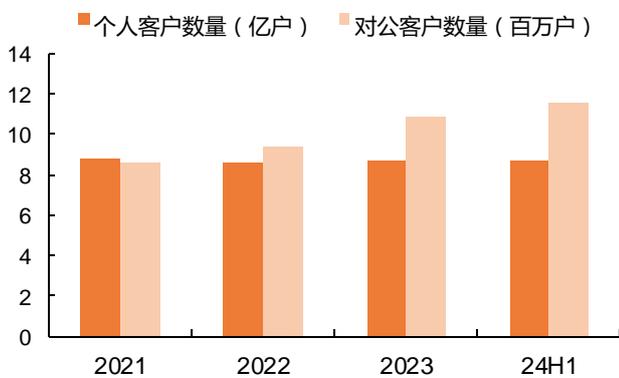


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至24年半年末

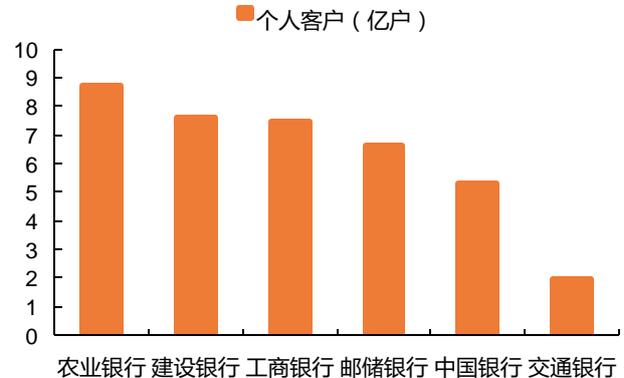
在充足的网点和人员下沉支撑下，农行客户规模位于同业领先。在农行长期以来的经营过程中，坚持“农行姓农”的理念，深耕农村县域金融，并积累了大量的客户资源。根据公司公告，截至24年半年末，公司的个人客户数量为8.71亿户，对公客户数量为1157万户，个人客户和对公客户较23年末分别增长0.5%、6.4%，客户规模保持稳步增长，其中个人客户的规模更是位居同业第一。

图表13 客群规模稳步增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 个人客户规模位于可比同业第一



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至24年半年末

### ■ 构建三农特色产品矩阵，服务客群多元化金融需求

从产品维度，农行在专业化和定制化产品的布局上也通过长期积累形成了特色，目前农行针对“三农”领域推出了14种特色金融产品，以满足不同农业经营主体的金融服务需求。农行持续优化“年度+区域+行业”的涉农信贷政策体系，专门制定涉农行业信贷政策，并建立“总行统筹、分行为主、基地先行”的三农产品创新机制。同时，农行也与多个部委单位合作，创新推广“央企兴村贷”“联企兴村贷”“金融助残”等服务模式，实现政企银担联动，共同服务乡村振兴。通过这种方式，农业银行不断创新和丰富其三农专属信贷产品，主要包括有6种个人产品和6种对公产品以及2种其他贷款产品，其中“惠农e贷”是增长速度较快，绝对规模较大的“拳头产品”。

图表15 农行三农产品体系

三农个人产品	三农对公产品	三农其他产品	农行数字乡村平台
惠农e贷	园区贷	农业生产托管贷	"三资"管理
金穗惠农卡	工业贷	金穗农担贷	智慧畜牧
惠农信用卡	农村城镇化贷款		乡镇治理
农户小额贷款	季节性收购贷款		客户贷款推荐
农村个人生产经营贷款	养老机构贷款		
富民贷	县域商品流通市场建设贷款		

资料来源：公司官网，平安证券研究所

“惠农e贷”创设于2016年，是一款为广大农民量身打造的便捷高效线上贷款产品，综合运用移动互联、大数据、人工智能等金融科技手段，让广大农民使用手机就能线上申贷、自动授信、随借随还。“惠农e贷”创设于云计算、人工智能、物联网、大数据等数字技术与普惠金融的创新结合的大背景下，科技要素向“三农”领域和金融行业加速渗透。于此同时，现代农业创新推广正在引领农户家庭生产向规模化、机械化、数字化经营转变，逐渐衍生了广大农户用于加大农业投入、扩大生产规模的迫切资金需要，农行利用数字技术一方面使农民的征信条件更加透明，从而更好为农户创设符合其需求的金融产品；另一方面，科技和金融的结合也让农户的线上贷款申请更加便捷，金融产品的可获得性得以提高。

在这样的背景下，农行积极发力，推动“惠农e贷”创设和推广工作。

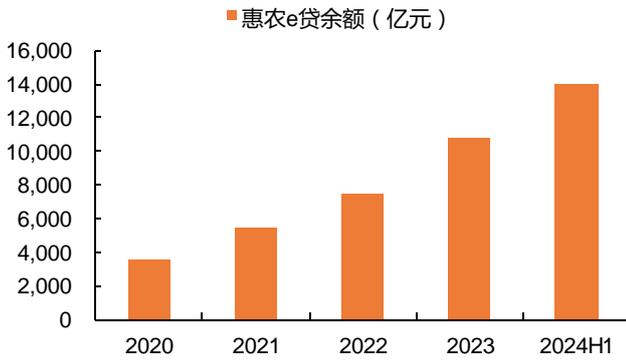
1) 全面支持农村各业态，主动向农户提供服务。农行在发放贷款过程中，无论农户大小以及行业，实行整村推进、批量受理、批量办贷。让农户无论从事种植养殖、生产加工、商贸流通、乡村旅游、绿色康养等各种业态，都能通过惠农e贷予以支持。

2) 通过数字赋能，绘制农户画像。在符合个人信息保护相关要求的前提下，通过员工自主收集农户经营收入信息，初步形成农户基础数据库，并通过区分行业、区域、年龄、经营规模、资产规模等维度，形成客户标签。农行农户业务部总经理段肖磊表示，目前农行已生成约500个客户级标签，从而辅助实现贷款精准投放。

3) 研发全新惠农平台，提升贷款审批、风控等流程的自动化水平，实现基层客户经理手持一部手机，即可走村入户受理农户贷款申请，实现贷款受理、调查、审批、签约、放款一站式电子化服务。

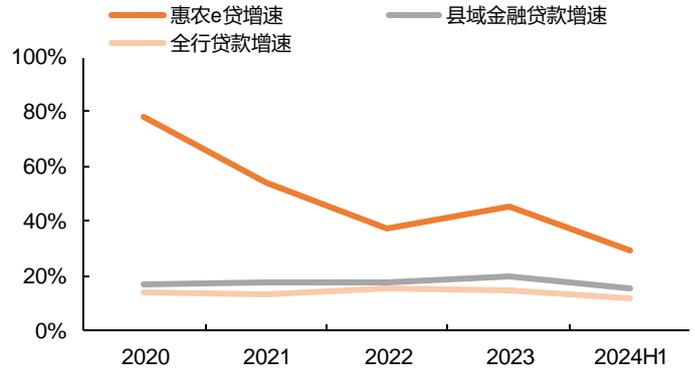
在8年的发展过程中，惠农e贷余额规模增长迅速，根据公司公告，截至2024年半年末，惠农e贷余额超过1.4万亿元，在个人贷款中占比16.2%，成为除个人住房贷款外最主要个人贷款。2023年，惠农e贷替代农户贷款成为个人贷款主要分类之一，在此前的分类中，个人贷款的划分仅有个人住房贷款、个人消费贷款、个人经营贷款、个人卡透支以及农户贷款，随着惠农e贷规模逐渐增长，惠农e贷也成为了个人贷款的主要构成之一。从增速来看，惠农e贷产品增速远超县域金融贷款以及全行贷款增速规模，贷款余额从2017年末的151.8亿元增长至2024年半年末的1.4万亿元，贡献了农行贷款增长。

图表16 惠农e贷余额持续快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 惠农e贷增速高于县域金融及全行贷款



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.2 县域金融盈利能力逐步抬升，增速快于全行平均

从过去几年的盈利能力情况来看，随着农行在三农领域的持续深耕，板块盈利能力的提升明显。我们以农行县域口径观察，农行县域板块盈利表现明显高于全行整体，根据公司公告，截至 24 年半年末，县域板块年化营业利润占总资产比重为 1.38%，高于全行整体 0.63 个百分点，县域金融盈利能力的抬升推动农行整体盈利高韧性。

从县域金融和全行整体的营收情况拆分来看，县域金融的收入和成本端均高于全行整体水平，不良率低于全行整体水平。具体来看，农行县域金融盈利能力经历了明显的走升过程。2016 年县域金融盈利水平尚不及全行整体，经过一段时间的发展后，2019 年末，县域金融的盈利能力开始高于全行整体水平，在市场利率压降，存贷利差压缩的大背景下，银行盈利能力也受到一定影响，但县域金融仍保持一定韧性，盈利的回落速度慢于银行整体水平，绝对值仍高于全行。可见农行在经营过程中通过对县域有效需求的不断挖掘，对业务经营和成本的管控能力逐步提高，逐渐形成竞争优势，在未来的经营中，县域金融有望持续保持相对全行的经营优势，为全行的经营增长提供动力。

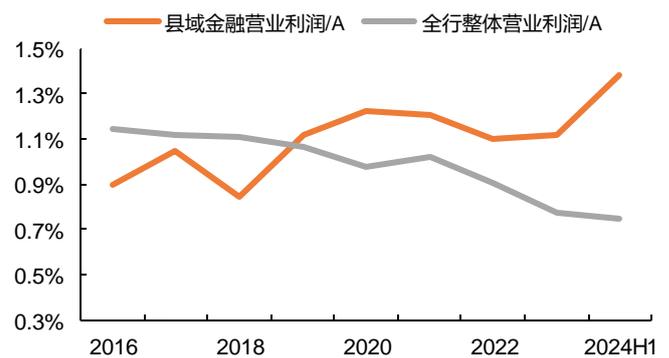
图表18 县域金融和全行整体营收拆分

杜邦分解	县域金融	全行整体
利息净收入/A	2.27%	1.39%
手续费及佣金收入/A	0.27%	0.22%
业务及管理费/A	0.68%	0.48%
信用减值损失/A	0.51%	0.48%
营业利润/A	1.38%	0.75%
存贷利差	2.07%	1.84%
手续费收入占比	10.42%	12.74%
成本收入比	26.28%	27.44%
不良率	1.12%	1.32%
拨备覆盖率	381%	304%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至 2024 年半年末，A 为总资产

图表19 县域金融盈利能力有明显提升



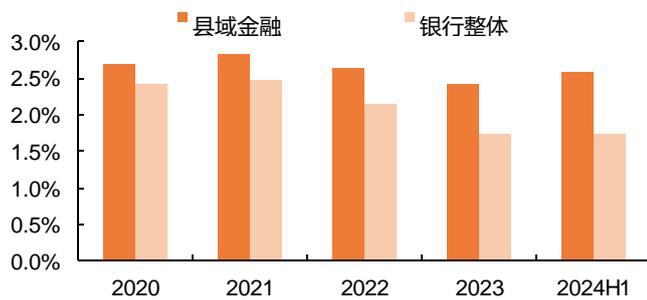
资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 县域金融存贷利差优于全行平均

在上表的营收拆分中可以明显看到，县域金融的利差表现明显高于全行整体情况。根据公司公告，截至 2024 年半年末，县域金融净利息收入为 1602 亿元，占总资产比重为 2.27%，高于全行整体 0.88 个百分点，凸显县域金融在存贷业务方面较强的比较优势。

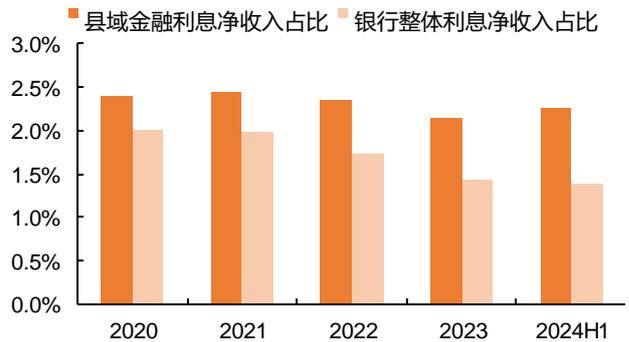
从存贷利率水平来看，县域金融利差水平同样高于全行平均。在行业息差下行的大背景下，农行县域金融存贷利差为 2.07%，高于整体存贷利差（24H1，1.84%）0.23 个百分点，拆分来看，县域金融存款利率低于全行 0.11 个百分点，贷款利率高于全行 0.12 个百分点，存贷两端共同发力，拉高利差水平。

图表20 县域营业收入占总资产比重显著高于城市金融



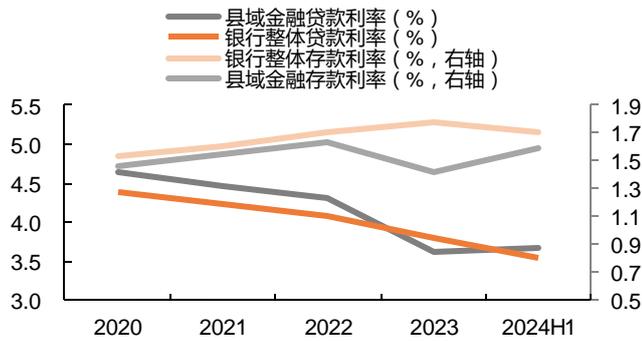
资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：24H1 占比为年化数据

图表21 县域利息净收入占总资产比重明显高于全行



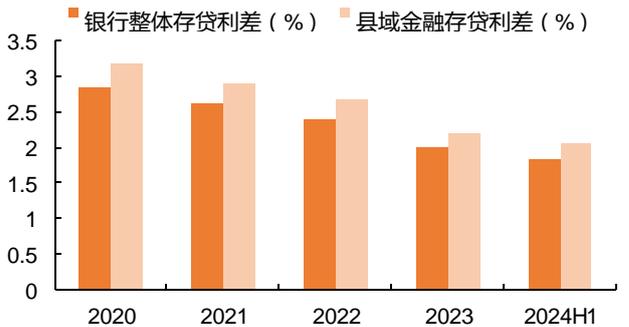
资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：24H1 占比为年化数据

图表22 县域贷款利率更高，存款利率更低



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表23 县域存贷利差更高

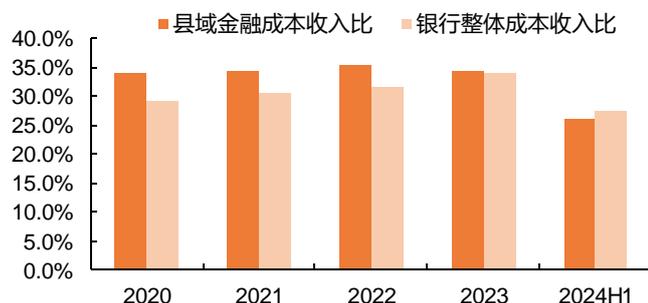


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 县域金融运营成本较高，但成本管理能力逐步提升

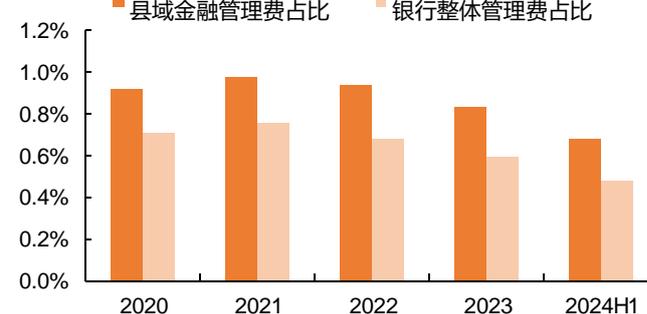
县域金融由于地域较广，员工人数较多，在为广大农村地区居民提供服务的同时，也给农行带来了一定的成本压力。根据公司公告，截至 2024 年半年末，县域业务及管理费为 480 亿元，年化管理费占总资产比重为 0.68%，高于全行 0.2 个百分点。但从成本收入的相对情况来看，县域金融的成本收入比逐渐下降，并在 24 年半年末低于银行整体水平。县域地区起步较晚，发展相对较慢，因此要形成规模优势需要一段时间，从最新的成本收入比数据来看，县域金融的规模效应逐步体现，提升了经营效率，在控制成本的同时也同时实现收入的增长。

图表24 县域管理成本能力逐步提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 县域业务及管理费用占总资产比重高于全行



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：24H1 占比为年化数据

■ 资产质量整体优异为盈利提供支撑

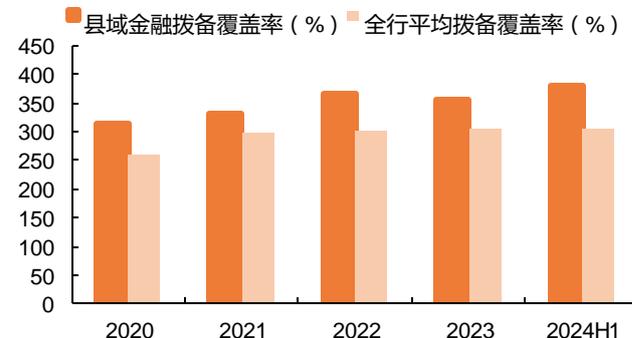
从资产质量来看，县域金融资产质量同样优于全行平均水平，资产质量更高“安全垫”更厚。根据公司公告，24 年半年末，县域金融业务不良率为 1.12%，低于全行平均不良率 20BP，拨备覆盖率 381%，高于全行平均 77 个百分点。农行在服务乡村，推动乡村振兴和普惠金融的同时努力挖掘乡村优质资产，创新服务模式和金融产品，增强乡村地区客户金融服务的可得性，县域金融也成为农行优质资产主要构成部分。

图表26 县域金融不良率低于全行平均



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 县域拨备覆盖率较全行更高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 三、以量补价抵御行业波动，盈利提升仍有空间

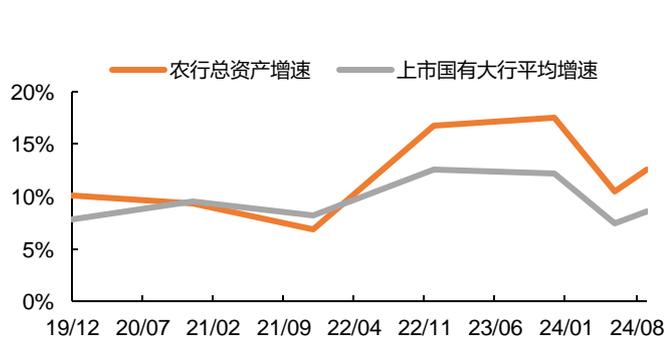
农行受益于县域金融的战略和扎实的客户基础，深耕主责主业，在过去几年较好的平抑了资产端规模波动，在“资产荒”背景下仍然维持了较高的规模增速。根据公司公告，2019-2023年间，农行贷款复合增速为14.1%，高于可比同业平均1.9个百分点，体现出农行在资产荒背景下积极主动获取资产，扩张资产规模的能力。农行资产稳健扩张主要源自县域金融丰富的信贷需求，19-23年间农行县域金融贷款复合增速为17.8%，高于全行贷款3.7个百分点，给予全行贷款较大的驱动力。静态来看，截至2024年半年末，我们测算的农行算术平均年化ROE为11.5%，位于上市国有大行中第二位。拆分来看，利息收入以及净息差水平基本持平可比同业，资产质量整体稳健，但非息收入占比较低，我们认为未来农行非息业务仍有较大发展空间。

#### 3.1 县域需求支撑信贷扩张，县域高盈利拉动全行盈利上行

##### ■ 县域信贷迅速扩张拉动全行贷款增速

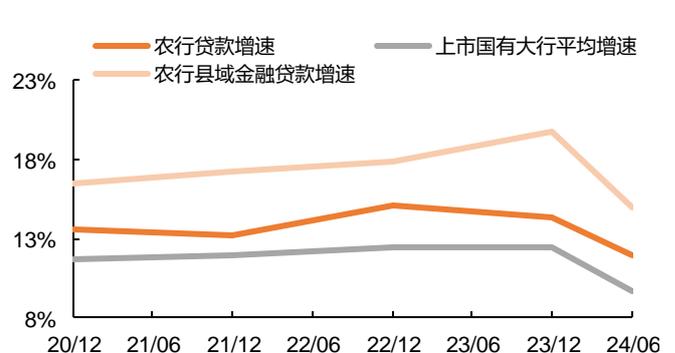
从贷款增速来看，农行贷款增速同样高于上市国有大行平均水平，2019-2023年间，农行贷款复合增速为14.1%，高于可比同业1.9个百分点，体现出农行在资产荒背景下积极主动获取资产，拓展信贷渠道，扩张资产规模的能力。从公司内部业务板块来看，农行的高增速主要来自县域金融的推动，农行县域金融聚焦主责主业，发展存贷业务，加大乡村信贷投放，有效服务乡村实体经济发展。县域金融贷款增速水平明显高于全行，根据公司公告，24年半年末，农行县域金融贷款规模为9.6万亿元，同比增速为15.0%，高于全行贷款3.1个百分点，县域金融占全行整体贷款39.5%，给予全行贷款较大的驱动力。县域金融存贷占比持续提升，成为全行主要存贷业务构成部分，在“资产荒”背景下，农行利用网点下沉的优势，充分挖掘乡村需求，为农行提供了充足的资金来源渠道和资产配置方向，深刻践行“服务乡村振兴领军银行”的目标定位。

图表28 农行资产增速高于可比同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 县域推动农行贷款较快增速

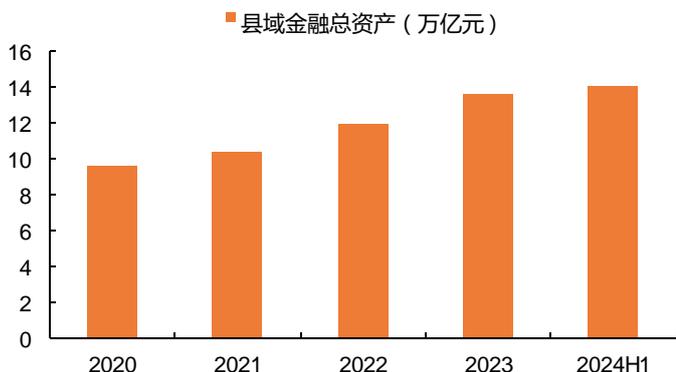


资料来源：公司公告，平安证券研究所

农行资产规模增速高于可比同业，主要得益于其县域金融的战略部署，县域金融也逐步成为农行的重要板块。根据公司公告，县域金融总资产水平从2010年上市时的3.84万亿元，提升至2024年半年末的14.1万亿元，占全行比重一直维持超3成的水平。但从存贷占比来看，县域金融存贷款占比逐渐提升至近四成，县域金融贷款的高增速给予农行在“资产荒”背景下的经营韧性。

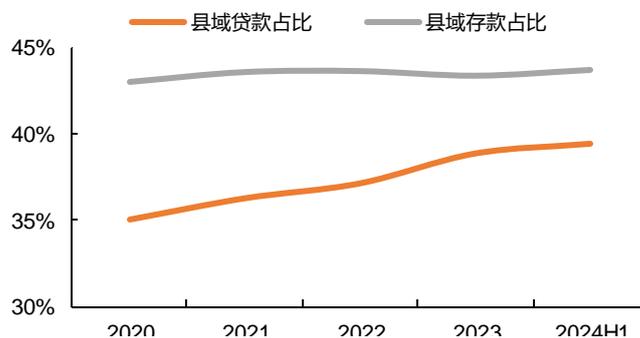
从信贷结构来看，农行零售贷款占比较高，位于可比同业第二，仅次于邮储银行。零售贷款中除按揭住房贷款外，信用卡及经营贷等其他贷款占比高、增长快，根据公司公告，截至24年半年末，农业银行信用卡和经营贷款同比增长10.5%和28.4%，位于可比同业首位，分别高于可比同业平均6.7个百分点和11.2个百分点。农行信用卡和经营贷款的增长也离不开县域金融需求的拉动，通过对农户经营的资金支持和贷款投放，一方面促进了农户生产经营的稳定性和持续性，另一方面也为农行个贷的增长做出一定贡献。

图表30 县域金融总资产规模超 14 万亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 县域金融存贷款占比上行



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表32 24 年半年末上市国有大行信贷结构

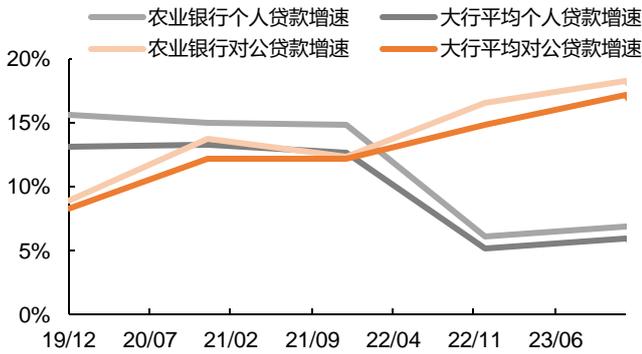
	个人贷款					个人贷款占比	对公贷款					对公贷款占比
	个人住房贷款	个人消费贷款	信用卡	经营贷	其他		批发和零售业	制造业	基础设施	其他		
邮储银行	50.4%	12.1%	4.8%	0.0%	32.7%	54.1%	8.0%	16.0%	47.0%	29.0%	40.8%	
农业银行	58.5%	5.2%	8.9%	11.1%	16.4%	35.6%	8.1%	18.8%	56.1%	17.0%	60.5%	
建设银行	72.0%	5.5%	11.3%	10.0%	1.1%	34.9%	9.9%	15.5%	49.5%	25.2%	60.7%	
中国银行	70.3%	0.0%	8.8%	0.0%	20.9%	32.1%	0.0%	20.9%	56.7%	22.4%	65.1%	
工商银行	69.8%	4.4%	8.1%	17.8%	0.0%	31.7%	4.8%	15.3%	58.4%	21.4%	62.9%	
交通银行	57.2%	0.0%	19.4%	14.7%	8.7%	30.9%	5.6%	18.6%	50.7%	25.1%	65.9%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：基建类贷款包括交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、水利、环境和公共设施管理业以及租赁和商务服务业。

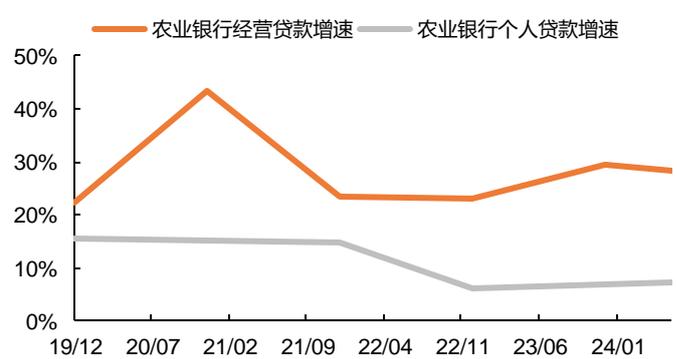
**县域支撑贷款优势地位。**根据公司公告，2019-2023 年农行零售和对公贷款复合增速分别为 10.5%和 15.1%，分别高于可比同业平均 1.4 和 1.0 个百分点，其中零售贷款相较于可比同业优势更大。在零售贷款中，得益于县域金融的拉动，个人经营贷款增速优势相对明显。农行持续加大普惠贷款投放，充分挖掘县域金融需求，创新金融产品，以充分满足不同农业经营主体的金融服务需求。19 年以来经营贷同比增速基本维持在 20%以上水平，2019-2023 年复合增速为 29.6%，显著高于农行个人贷款增速。

图表33 农行零售、对公贷款增速均高于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 个人贷款中经营贷增速较高

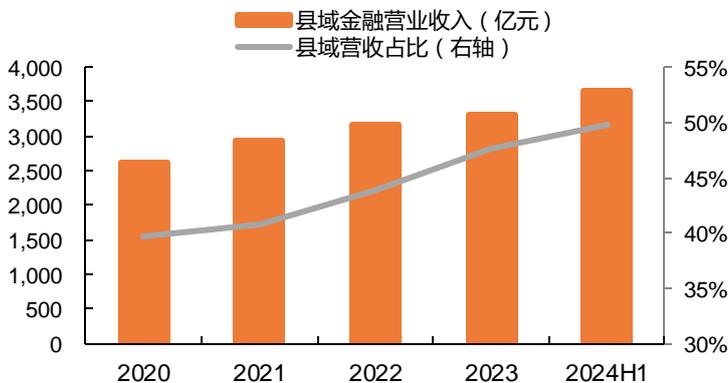


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 县域高盈利拉动全行盈利上行

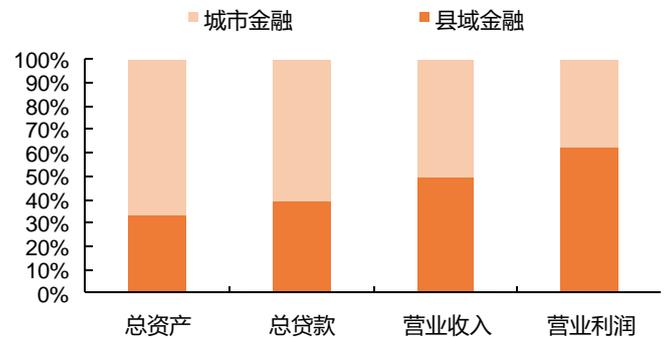
根据公司公告，截至 2024 年半年末，县域金融营收和盈利分别占比 49.8%和 61.9%，同比增速分别为 1.9%、10.3%，高于全行整体增速 1.6pct/9.4pct，明显高于可比同业平均水平。县域金融板块盈利强，占比高，有力的推动了全行盈利的上行，未来随着县域金融贷款需求的进一步释放，营收增速有望持续维持高位，占比或将持续提升，成为农行业绩增长的有力推动。

图表35 县域金融营收占比提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 县域金融营收占比约 5 成

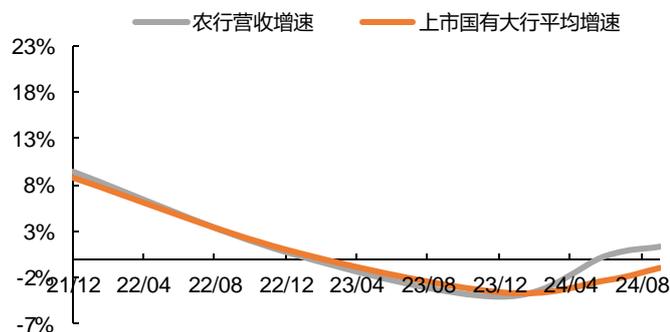


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至 24 年半年末

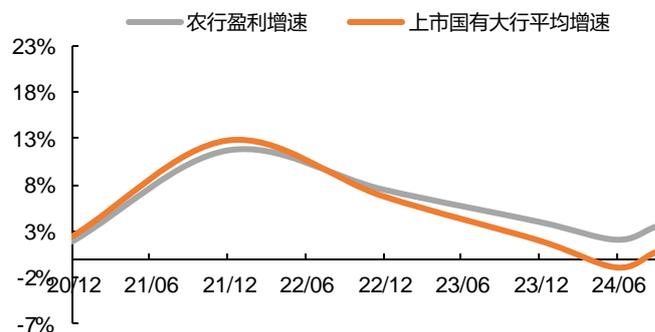
受到县域金融的拉动，农行全行保持盈利较快增长，24 年前三季度归母净利润同比增长 3.4%，位于可比同业首位。从营收来看，根据公司公告，24 年前三季度农业银行实现营业收入 5402 亿元，同比增长 1.3%，实现正增，位于上市国有大行第二，仅次于邮储银行，整体增幅位于可比同业领先地位。根据公司公告，拆分来看，24 年上半年农业银行利息、非息收入同比分别上行 1.0%、2.7%，均维持正增长。在全行业息差下行的大背景下，农行仍然维持利息收入的增长，主要源自县域的信贷投放拉高了全行的息差水平，也同时提高了整体营收和盈利的增速。

图表37 上市国有大行营收增速情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 上市国有大行盈利增速情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.2 利息收入支撑 ROE 水平，非息仍有提升空间

拆分来看，资产快速扩张支撑高 ROE 表现。根据公司公告，截至 2024 年半年末，我们测算的农行算术平均年化 ROE 为 11.5%，位于上市国有大行中第二位，资产快速扩张形成高杠杆支撑农行 ROE 表现，静态来看，农行利息收入以及净息差水平基本持平可比同业，存贷规模的扩张提升农行的营收能力尤其是净利息收入，但非息收入占比较低，仍存提升空间。

图表39 上市国有大行 ROE 拆分

上市银行杜邦分解	工行	建行	农行	中行	邮储	交行	上市银行平均
利息净收入/A	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.8%	1.2%	1.5%
利息收入/A	3.2%	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%	3.3%	3.5%
利息支出/A	1.8%	1.7%	1.8%	1.9%	1.4%	2.1%	2.0%
手续费及佣金收入/A	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
其他非息收入/A	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%
业务及管理费/A	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	1.3%	0.6%	0.6%
信用减值损失/A	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	0.5%	0.6%
所得税/A	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
ROA	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%
权益乘数	13.5	13.5	16.9	14.8	20.3	15.5	15.1
平均ROE	10.2%	11.3%	11.5%	10.8%	12.6%	10.1%	12.3%
息差	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.9%	1.3%	1.6%
非息收入占比	25.3%	23.3%	20.7%	28.5%	19.2%	36.4%	30.1%
手续费收入占比	16.0%	16.2%	12.7%	13.5%	8.6%	15.9%	8.8%
其他非息收入占比	9.3%	7.0%	8.0%	15.0%	10.6%	20.5%	21.3%
成本收入比	23.7%	23.3%	27.4%	25.5%	59.9%	29.9%	27.8%
不良率	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	0.8%	1.3%	1.2%
核心一级资本充足率	13.8%	14.0%	11.1%	12.0%	9.3%	10.3%	10.4%

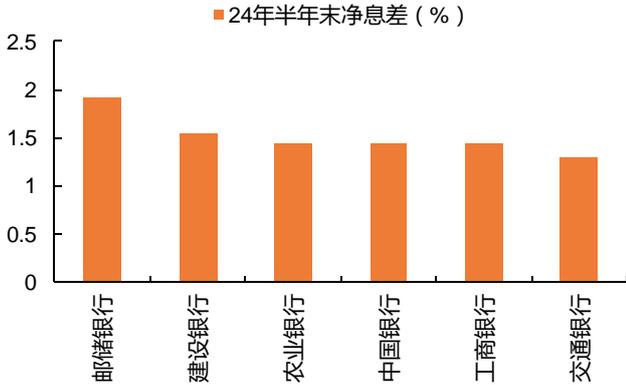
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至 24 年半年末，A 为总资产

农行息差基本持平可比同业。根据公司公告，截至 24 年半年末，农业银行的净息差水平为 1.45%，位于可比同业第三，与上市国有大行平均水平基本持平。拆分来看，农行负债端存在优势，24 年半年末农行存款平均成本率为 1.70%，仅高于邮

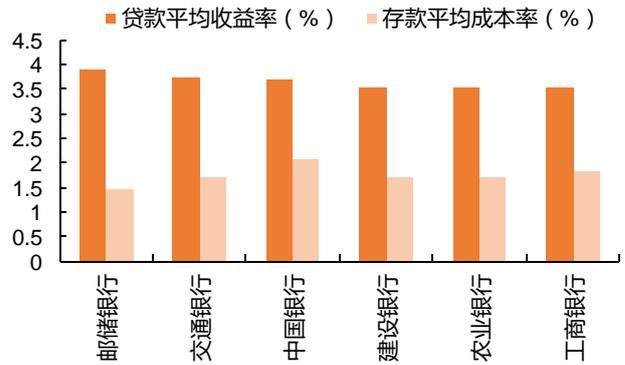
储银行，位于可比同业第二，在利率下行背景下为银行压低成本，低成本负债优势也成为农行净息差重要的支撑因素。从资产端来看，24 年半年末农行贷款平均收益率为 3.54%，仅高于工商银行，同样位于可比同业第二。农行坚持稳健的贷款投放，持续推进对于三农普惠贷款的投放，在一定程度上牺牲了整体贷款的收益率水平，并一定程度上拖累全行净息差表现。

图表40 24年半年末净息差位于可比同业第三



资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：数据截至 24 年中

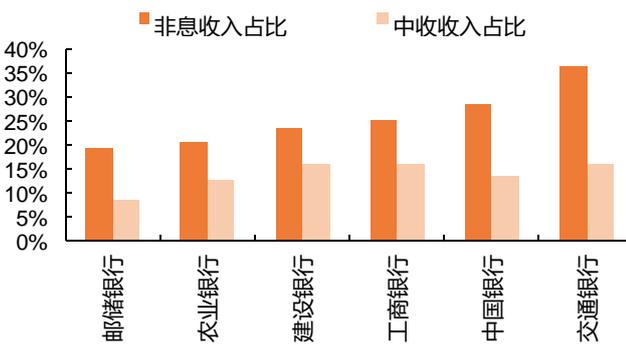
图表41 24年半年末农行存款平均成本较低



资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：数据截至 24 年中

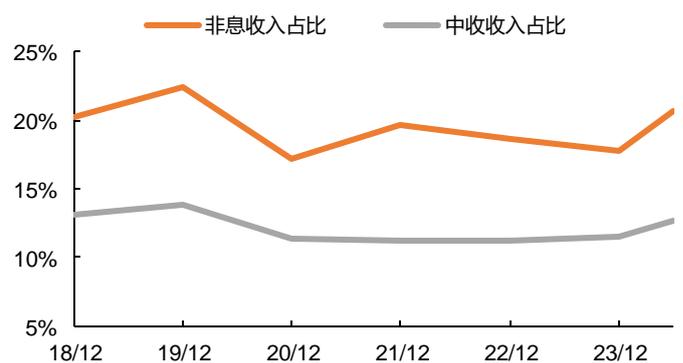
农行非息收入整体占营业收入比重较低。农行聚焦主责主业，侧重县域金融的发展，县域金融的非息收入整体占比较小，也带来了全行更为专注存贷业务的发展，对非息业务重视较差。根据公司公告，24 年半年末，农业银行非息收入占营业收入比重为 20.7%，在上市国有大行中仅高于邮储银行，其中手续费收入占营业收入比重为 12.7%，低于可比同业平均水平。从非息收入占比波动来看，非息收入占比保持稳定，为营收稳定贡献项。向后看，随着国内利率水平逐渐下降，银行业整体利差水平承压，农行在非息业务的增长上仍有较大空间。

图表42 手续费及佣金净收入占比较低



资料来源：公司公告，平安证券研究所  
注：数据截至 24 年半年末

图表43 手续费及佣金净收入占比保持稳定

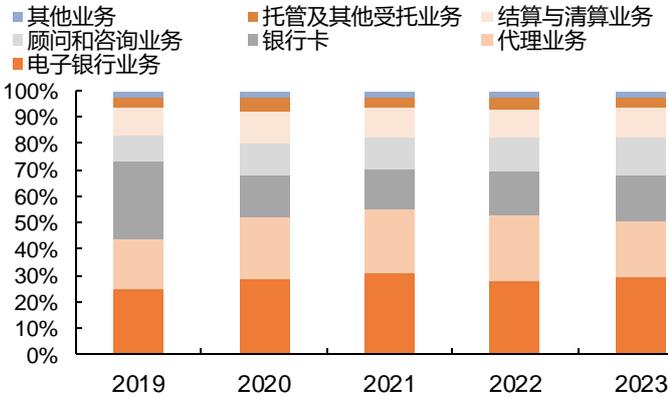


资料来源：公司公告，平安证券研究所

拆分来看，电子银行和代理业务是中收收入的主要构成部分。从农行的中收收入构成来看，电子银行和代理业务占比较高，且比重仍在逐步提升。农行在中收方面不断进行业务创新，推动电子银行和代理等新业务的发展，同时银行卡等传统业务

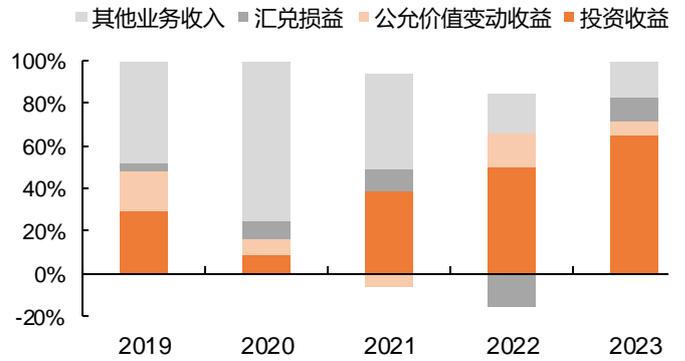
占比逐渐缩小，但相较于其他大行，我们认为农行在财富管理、投行、托管等板块仍有较大提升空间。其他非息收入中，受到市场变动的影响，投资收益占比逐渐提高，但其他业务收入占比回落，主要受子公司保费收入的影响。

图表44 手续费及佣金净收入构成



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

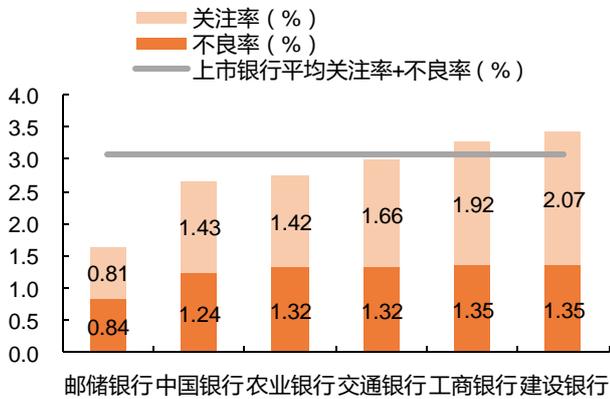
图表45 其他非息收入构成



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

**农行资产质量基本持平可比同业**，根据公司公告，截至 24 年半年末，农行的不良+关注率为 2.74%，在上市国有大行中排名第三位，低于上市银行平均水平 0.34 个百分点，农行不良+关注率水平仍优于上市银行整体平均水平，基本持平可比同业水平。农行资产质量也与农行稳健的资产选择相一致。从不良率、关注率的变动来看，农行不良率与关注率不断下行，不良生成率存在小幅波动但绝对水平维持低位，资产质量整体稳定。

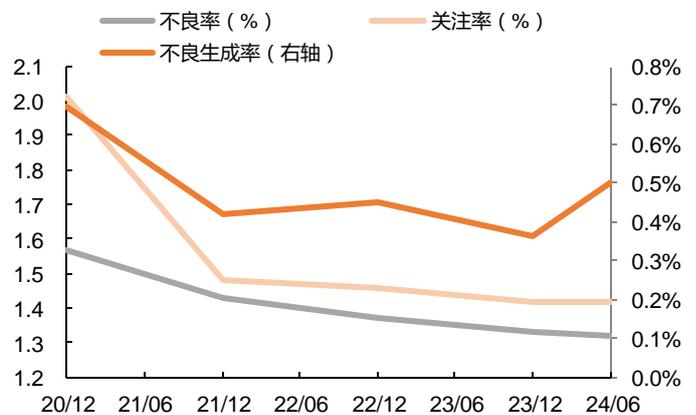
图表46 农行关注+不良率持平可比同业



资料来源: 公司公告，平安证券研究所

注: 数据截至 24 年半年末

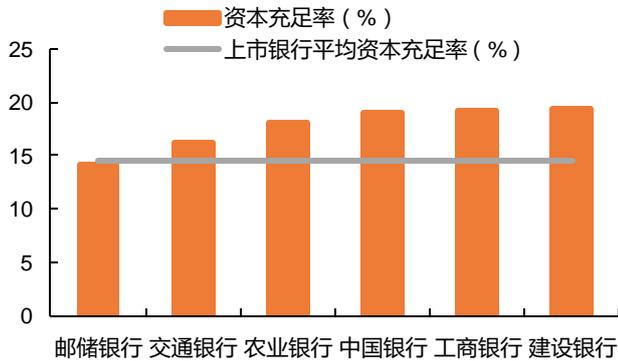
图表47 农行资产质量稳健



资料来源: 公司公告，平安证券研究所

从资本和拨备情况来看，农行资本充足，拨备覆盖情况较好，优于可比同业水平。根据公司公告，截至 24 年三季度末，农行的资本充足率为 18.1%，高于上市银行平均资本充足率水平 3.55 个百分点，资本水平保持充裕。农行拨备覆盖率同样位于可比同业领先水平，拨贷比位于上市国有大行首位，夯实的拨备为农行的经营提供了可靠的“安全垫”。

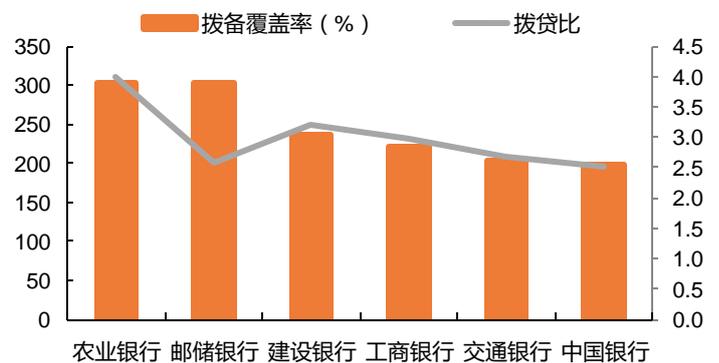
图表48 资本水平保持充裕



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至 24 年三季度末

图表49 农行拨备覆盖率领先可比同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至 24 年三季度末

## 四、投资建议：县域支撑盈利，关注股息价值

农业银行作为国内国有大行之一，规模、客户数量、网点数量等位于同业前列。农行坚持面向三农，专注服务乡村地区，将县域金融作为公司重点战略和发展方向。近年来，在银行业整体面临内外部挑战增多的背景下，农行维持了较快的扩张速度，积极进行信贷投放，支撑业绩增长。县域金融在全行中占比逐渐提升，成为农行的重要战略增长极，县域金融盈利能力强劲，存贷利差高于全行，且资产质量优异，资本充足率及拨备覆盖情况良好，拉动了全行的规模增速和盈利能力。当前在无风险利率持续下行的背景下，农行作为能够稳定分红的高股息品种，其类固收价值同样值得关注，截至 2024 年 11 月 12 日，公司股息率为 5.55%，相对无风险利率的股息溢价率位于历史高位，股息吸引力突出。我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 0.80/0.82/0.87 元，盈利对应同比增速 3.4%/3.6%/5.1%，2024 年 11 月 12 日公司 A 股股价对应公司 24-26 年 PB 分别为 0.64x/0.59x/0.55x，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 4.1 盈利预测：县域蓝海持续挖掘推动盈利保持稳定

1) **贷款投放整体保持稳健。**农行在乡村地区集中布局，坚持县域金融的发展战略，不断挖掘县域地区需求，县域信贷支撑全行资产规模的稳步扩张。此外，农行大规模的客户数量以及网点数量也为全行的信贷投放奠定坚实基础。我们判断农行未来信贷增长整体将保持平稳。我们预计公司 24-26 年的信贷增速保持在 12%左右。

2) **资产端定价持续承压，成本端优势持续。**农行 24 年前三季度净息差为 1.45%，持平上半年，息差下行压力有所缓解。但随着存量贷款利率的下调和 LPR 利率的调整，Q4 以及未来息差仍会持续承压。考虑到农行突出的成本优势以及优异的负债端结构，存款挂牌利率下调带来的成本缓释有望一定程度上对冲资产端下行的压力，息差下行压力或将有所缓释。综合考虑，我们预计农业银行 24-26 年净息差在 1.2%-1.4%区间波动。

3) **负债端存款增长稳中有降。**受资产端投放放缓以及存款定价下行的影响，行业整体存款增速有所放缓，但考虑到农行在负债端的揽储优势，随着乡村地区需求的进一步发掘，县域金融将持续为全行带来较高的存款增速，我们判断农行存款增速稳中有升，预计公司 24-26 年存款规模同比增速在 4%-6%左右。

4) **资产质量延续改善趋势。**2024 年 3 季度末农业银行不良率为 1.32%，与上半年持平。随着一揽子政策的出台，我国基本面经济有望改善，我们认为在农业银行稳健低风险偏好的经营理念下，预计资产质量有望稳中有升，预计 24-26 年不良率在 1.28%-1.30%区间波动。

5) 盈利水平保持稳健。农业银行盈利水平近年来持续保持同业较优水平，2024 前三季度加权平均 ROE 为 10.8%，基本持平可比同业平均，在公司稳健的经营理念以及县域金融盈利的逐步释放，公司盈利水平有望保持稳定。

6) 分红率保持稳定，高股息吸引力提升。稳定的盈利水平、相对较小的资本压力以及国有大行的属性是农业银行保持分红率的稳定的重要基础。此外，农行目前股息率相对无风险利率的溢价水平处在历史高位，股息率吸引力持续提升。

图表50 农业银行盈利预测关键假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	15.2%	14.4%	12.0%	12.0%	12.0%
生息资产增长率	17.0%	17.7%	9.8%	10.9%	11.0%
总资产增长率	16.7%	17.5%	9.8%	10.9%	11.0%
存款增长率	14.7%	15.0%	4.0%	6.0%	6.0%
付息负债增长率	17.7%	18.6%	10.4%	11.2%	11.6%
净利息收入增长率	2.1%	-3.1%	1.4%	1.2%	4.2%
手续费及佣金净收入增长率	1.2%	-1.5%	-7.0%	0.0%	5.0%
营业净收入增长率	0.2%	-0.2%	1.4%	1.2%	3.7%
拨备前利润增长率	-2.2%	-1.8%	1.5%	1.2%	3.7%
税前利润增长率	3.5%	0.4%	3.4%	3.6%	5.1%
归母净利润增长率	7.4%	3.9%	3.4%	3.6%	5.1%
非息收入占比	11.8%	11.7%	10.7%	10.6%	10.7%
成本收入比	33.3%	34.2%	34.2%	34.2%	34.2%
信贷成本	0.79%	0.64%	0.55%	0.47%	0.42%
所得税率	15.5%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	1.90%	1.60%	1.43%	1.31%	1.23%
拨备前 ROAA	1.43%	1.20%	1.08%	0.99%	0.92%
拨备前 ROAE	17.8%	16.0%	15.3%	14.6%	14.2%
ROAA	0.82%	0.73%	0.67%	0.62%	0.59%
ROAE	12.1%	11.6%	11.2%	10.8%	10.6%
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率	11.15%	10.72%	11.16%	10.85%	10.52%
资本充足率	17.20%	17.14%	17.34%	16.42%	15.54%
% RWA/总资产	58.5%	56.0%	53.0%	53.0%	53.0%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

基于以上判断，预计公司 2024-2026 年营业净收入同比增速分别为 1.4%/1.2%/3.7%，归母净利润增速分别为 3.4%/3.6%/5.1%，对应 EPS 分别为 0.80/0.82/0.87 元。

## 4.2 估值水平：估值低位分红稳定，高股息特性凸显

截至 2024 年 11 月 12 日，农行股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.64x/0.59x/0.55x，考虑到公司夯实的客户基础、突出的成本优势、稳健的资产质量，以及县域金融优势的持续凸显，县域占比持续提高，用户粘性有望持续提高，公司市占率有望继续抬升，我们看好公司未来盈利质量的提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

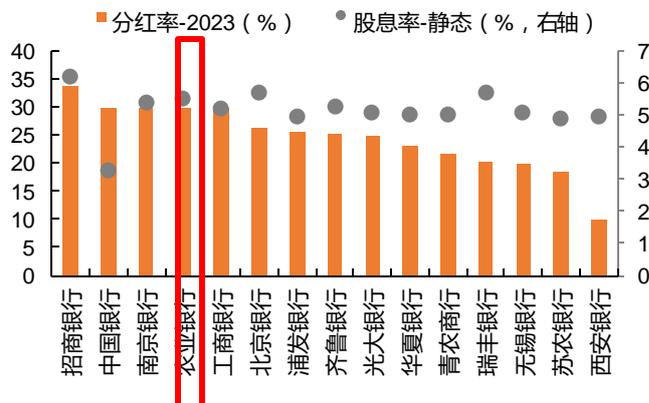
从分红水平上来看，大行整体皆保持在 30%左右水平，考虑到农业银行资本压力相对较小，分红水平有望在未来持续稳定。从股息率水平来看，大行股息率水平同样处于较高水平，截至 2024 年 11 月 12 日收盘，农业银行股息率为 5.55%，持续位于可比同业前列，高股息特性凸显。

图表51 农业银行估值水平持续下行



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表52 国有大行、股份行分红率及股息率



资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 截至 2024 年 11 月 12 日

## 五、 风险提示

- 1) 经济下行导致资产质量压力超预期变化。** 银行受到宏观经济波动影响比较大, 宏观经济走势对企业的经营状况, 尤其是偿债能力带来显著影响, 从而对银行的资产质量带来波动。如若未来经济修复的不确定性对工业生产效率造成影响, 银行业的资产质量也将存在恶化风险, 从而影响银行的盈利能力。
- 2) 利率下行导致净息差缩窄超预期。** 目前降息的持续落地以及减费让利大背景下, 银行资产端利率显著下行, 未来若政策力度加大, 或将对息差造成持续负面冲击。
- 3) 金融政策监管风险。** 银行业务对监管政策敏感度高, 相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	22,645,685	25,363,168	28,406,748	31,815,558
证券投资	11,213,713	13,007,907	14,308,698	15,739,568
应收金融机构的款项	3,405,816	2,724,653	2,997,118	3,296,830
生息资产总额	39,273,342	43,136,566	47,858,684	53,120,448
<b>资产合计</b>	<b>39,872,989</b>	<b>43,774,987</b>	<b>48,557,421</b>	<b>53,885,383</b>
客户存款	28,898,468	30,054,407	31,857,671	33,769,131
计息负债总额	36,457,766	40,247,117	44,771,745	49,950,399
<b>负债合计</b>	<b>36,976,122</b>	<b>40,764,439</b>	<b>45,304,428</b>	<b>50,459,748</b>
股本	349,983	349,983	349,983	349,983
<b>归母股东权益</b>	<b>2,889,248</b>	<b>3,002,630</b>	<b>3,244,437</b>	<b>3,416,625</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>2896867</b>	<b>3010548</b>	<b>3252993</b>	<b>3425635</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>39,872,989</b>	<b>43,774,987</b>	<b>48,557,421</b>	<b>53,885,383</b>

资产质量

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
NPLratio	1.33%	1.30%	1.29%	1.28%
NPLs	300,760	329,721	366,447	407,239
拨备覆盖率	304%	303%	293%	281%
拨贷比	4.04%	3.94%	3.78%	3.60%
一般准备/风险加权资	4.09%	4.30%	4.18%	4.01%
不良贷款生成率	0.34%	0.32%	0.32%	0.32%
不良贷款核销率	-0.20%	-0.20%	-0.18%	-0.18%

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	571,750	579,739	586,417	611,017
净手续费及佣金收入	80,093	74,486	74,486	78,211
营业净收入	687,282	697,225	705,904	732,228
营业税金及附加	-7,260	-7,365	-7,457	-7,735
拨备前利润	443,352	449,786	455,402	472,436
计提拨备	-135,707	-132,024	-126,359	-126,467
税前利润	307,419	317,762	329,043	345,969
<b>净利润</b>	<b>269,820</b>	<b>278,898</b>	<b>288,799</b>	<b>303,655</b>
<b>归母净利润</b>	<b>269,356</b>	<b>278,418</b>	<b>288,302</b>	<b>303,133</b>

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营管理</b>				
贷款增长率	14.4%	12.0%	12.0%	12.0%
生息资产增长率	17.7%	9.8%	10.9%	11.0%
总资产增长率	17.5%	9.8%	10.9%	11.0%
存款增长率	15.0%	4.0%	6.0%	6.0%
付息负债增长率	18.6%	10.4%	11.2%	11.6%
净利息收入增长率	-3.1%	1.4%	1.2%	4.2%
手续费及佣金净收入增长率	-1.5%	-7.0%	0.0%	5.0%
营业收入增长率	-0.2%	1.4%	1.2%	3.7%
拨备前利润增长率	-1.8%	1.5%	1.2%	3.7%
税前利润增长率	0.4%	3.4%	3.6%	5.1%
净利润增长率	3.9%	3.4%	3.6%	5.1%
非息收入占比	11.7%	10.7%	10.6%	10.7%
成本收入比	34.2%	34.2%	34.2%	34.2%
信贷成本	0.64%	0.55%	0.47%	0.42%
所得税率	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
<b>盈利能力</b>				
NIM	1.60%	1.43%	1.31%	1.23%
拨备前 ROAA	1.20%	1.08%	0.99%	0.92%
拨备前 ROAE	16.0%	15.3%	14.6%	14.2%
ROAA	0.73%	0.67%	0.62%	0.59%
ROAE	11.6%	11.2%	10.8%	10.6%
<b>流动性</b>				
分红率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
贷存比	78.36%	84.39%	89.17%	94.21%
贷款/总资产	56.79%	57.94%	58.50%	59.04%
债券投资/总资产	28.12%	29.72%	29.47%	29.21%
银行同业/总资产	8.54%	6.22%	6.17%	6.12%
<b>资本状况</b>				
核心一级资本充足率	10.72%	11.16%	10.85%	10.52%
资本充足率 (权重法)	17.14%	17.34%	16.42%	15.54%
加权风险资产	22,338,078	23,200,743	25,735,433	28,559,253
RWA/总资产	56.0%	53.0%	53.0%	53.0%

资料来源：wind，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号  
楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层