

农业银行 (601288)

 证券研究报告
 2023年04月03日

经营态势稳健，县域业务亮眼

经营态势稳健，盈利保持韧性

农业银行发布 2022 年年报，全年营收、归母净利润分别同比增长 0.69%、7.45%，增速分别较 22Q1-Q3 下滑 2.93pct、提升 1.67pct。营收分项来看，公司“三农”县域战略质效显著，县域金融业务在营收中占比较 21 年末提升 3pct 达 43.8%。业绩归因来看，业绩增长的主要驱动力来自规模扩张和资产质量夯实带来的拨备计提压力同比减轻，但 22 年 LPR 利率多次下调带来的净息差同比收窄、以及四季度债市波动导致的非息净收入同比减少，对业绩增长造成一定拖累，与行业整体趋势一致。22Q4 末年化加权平均 ROE 同比下降 29bp 至 11.28%。

信贷增量创历史新高，息差收窄压力有望趋缓

2022 年公司保持信贷高速增长，年内信贷增速逐季提升。年末贷款总额同比增速较 22Q3 末提升 84bp 达 15.1%。分结构来看，22 年公司加大对实体经济支持力度，对公贷款同比增长 21.78%，占比提升 3.39pct 至 61.74%。其中制造业贷款规模同比增长 20.18%，增量达 21 年的 2.04 倍。零售贷款方面，受宏观环境影响，零售贷款整体增速有所放缓，公司 22 年零售贷款同比增长 5.73%，但公司持续加强对于普惠客群信贷融资的支持，个人经营贷款和农户贷款分别同比增长 23%和 29.3%。

公司 22 年净息差与行业一致处于下行通道，22Q4 年公司净息差环比收窄 6bp 至 1.90%，环比降幅与 22Q3 持平。息差两端拆分来看，一是降融资成本、稳经济大盘，LPR 连续下调的背景下，贷款收益率较上年末下降 14bp；二是受存款定期化趋势影响，存款付息率同比上升 9bp。展望 2023 年，公司进一步加强净息差前瞻管理，预计在重定价等因素影响下，2023 年净息差仍面临一定下行压力，但边际降幅有望逐渐趋缓。

资产质量稳中向好，风险抵御能力增强

2022 年公司做细重点领域精准风控，加大不良贷款处置力度，资产质量稳中向好，22 年末不良率、关注率分别较 22Q3 末下降 4bp、持平达 1.37%、1.46%，不良率接近公司股改以来的最低水平，特别是县域资产质量目前为股改以来最优。拨备方面，公司 22 年末拨备覆盖率 302.6%，同比提升 2.87pct，风险抵御能力持续增强。

三大战略向纵深推进，质效显著

公司坚持“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，加快推进“三农”县域、绿色金融、数字经营三大战略，质效显著。截至 22 年末，公司绿色信贷、县域贷款增速分别为 36.4%、17.9%，高于公司整体贷款增速，个人掌银月活客户数 (MAU) 达 1.72 亿户，存量增量保持同业第一。目前对应公司 PB 0.49 倍，预计公司 2023-2025 年归母净利润同比增长 7.95%、8.64%、8.74%。我们看好公司的可持续发展能力，给予 2023 年目标 PB 0.55 倍，对应目标价 3.81 元，维持“买入”评级。

风险提示：信用风险波动，信贷需求疲弱，县域业务开展不及预期

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	3.11 元
目标价格	3.81 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)	299,284.54
A 股总市值(百万元)	992,849.50
流通 A 股市值(百万元)	930,774.91
每股净资产(元)	6.37
资产负债率(%)	92.12
一年内最高/最低(元)	3.13/2.70

作者

郭其伟 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110521030001
 guoqiwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

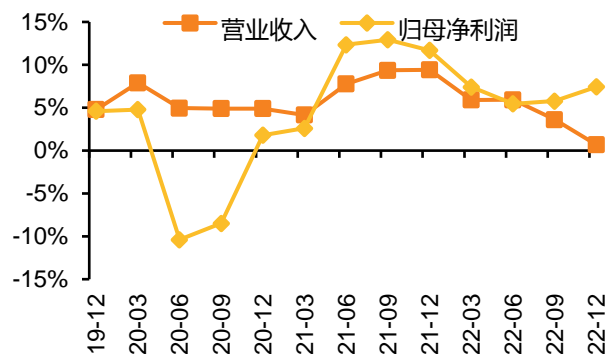
相关报告

- 《农业银行-半年报点评:贷款投放放量提质，资产质量稳定》 2022-09-02
- 《农业银行-半年报点评:基本面持续向好，集团综合化协同效应逐步显现》 2021-09-07
- 《农业银行-季报点评:息差环比改善，资产质量平稳》 2020-11-06

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	7199	7249	7679	8286	8957
增长率(%)	9.42	0.69	5.94	7.90	8.09
归属母公司股东净利润(亿元)	2412	2591	2797	3039	3305
增长率(%)	11.70	7.45	7.95	8.64	8.74
每股收益(元)	0.65	0.69	0.80	0.87	0.94
市盈率(P/E)	4.78	4.51	3.89	3.58	3.29
市净率(P/B)	0.53	0.49	0.45	0.41	0.38

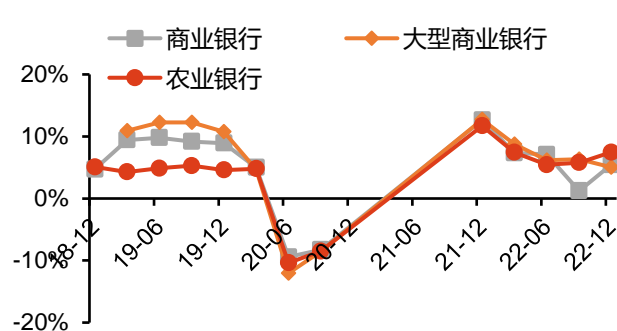
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：农业银行营收、归母净利润同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：农业银行累计业绩同比增速 vs. 行业平均



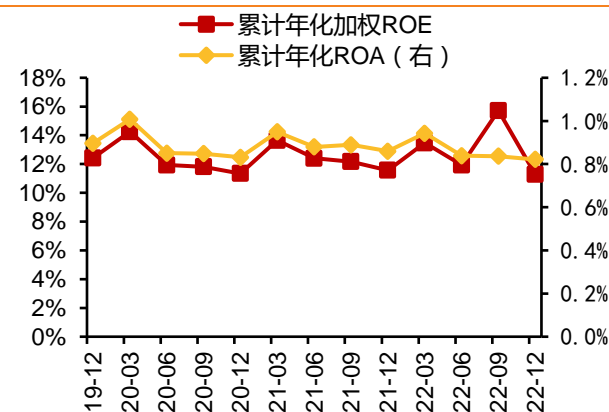
资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：农业银行业绩归因表

业绩归因分析	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022
利息净收入	6.04%	7.75%	5.95%	4.27%	2.07%
生息资产规模	7.90%	7.83%	9.76%	11.63%	12.74%
净息差	-1.87%	-0.09%	-3.81%	-7.37%	-10.67%
非利息收入	3.38%	-1.84%	-0.03%	-0.65%	-1.38%
手续费及佣金净收入	0.21%	-0.62%	-0.46%	-0.18%	-0.11%
其他非息收入	3.17%	-1.22%	0.43%	-0.46%	-1.28%
营业收入	9.42%	5.91%	5.93%	3.62%	0.69%
成本费用	-2.24%	-0.05%	-0.88%	-1.99%	-2.58%
营业外净收入	0.25%	-0.04%	-0.19%	-0.18%	-0.35%
拨备计提	4.21%	0.34%	-3.08%	0.05%	5.73%
所得税	0.17%	0.56%	3.20%	3.80%	3.43%
少数股东损益	-0.10%	0.70%	0.47%	0.48%	0.52%
归母净利润	11.70%	7.42%	5.45%	5.78%	7.45%

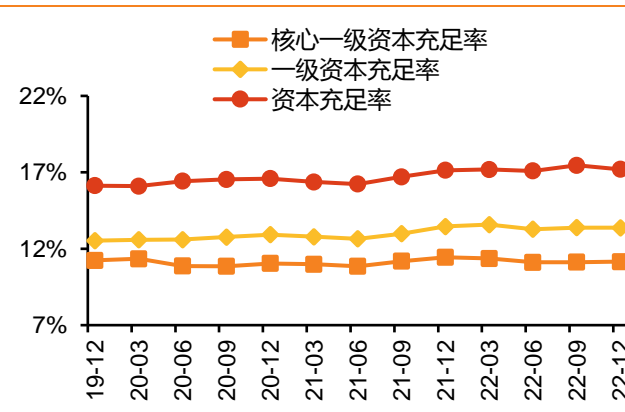
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：ROE 与 ROA



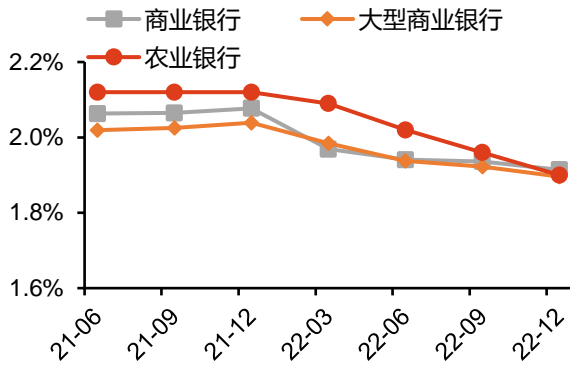
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：各级资本充足率



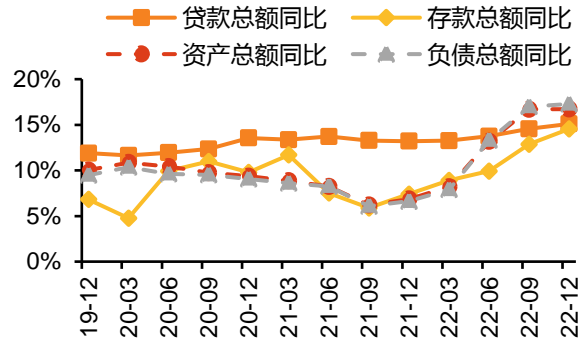
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：净息差 vs 行业平均



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：规模扩张同比增速



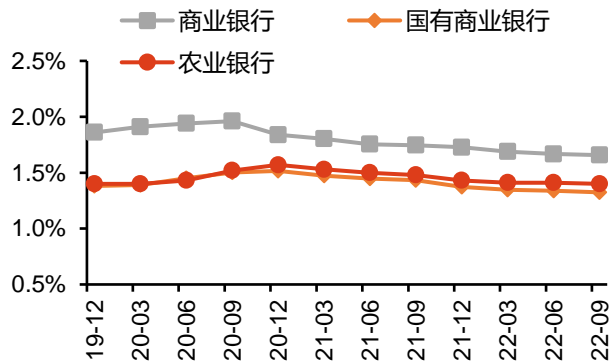
资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：农业银行资产负债结构变化

项目	规模(百万元)			存量结构(%)			同比增速(%)		
	2021	2022H1	2022	2021	2022H1	2022	2021	2022H1	2022
贷款净额	16,454,503	18,036,172	18,982,886	57.72%	56.89%	56.89%	13.1%	13.7%	15.4%
证券投资	8,230,043	8,965,955	9,530,163	28.87%	28.28%	28.56%	5.2%	12.5%	15.8%
存放央行	2,321,406	2,669,527	2,549,130	8.14%	8.42%	7.64%	-4.75%	12.93%	9.81%
同业资产	1,503,081	2,030,874	2,303,402	5.27%	6.41%	6.90%	-16.37%	17.13%	53.25%
生息资产	28,509,033	31,702,528	33,365,581	100.00%	100.00%	100.00%	7.1%	13.5%	17.0%
吸收存款	21,907,127	24,119,854	25,121,040	83.90%	82.15%	81.75%	7.5%	10.0%	14.7%
同业负债	2,696,717	3,465,339	3,737,828	10.33%	11.80%	12.16%	2.5%	39.1%	38.6%
应付债券	1,507,657	1,775,531	1,869,398	5.77%	6.05%	6.08%	7.1%	13.5%	17.7%
计息负债	26,111,501	29,360,724	30,728,266	100.00%	100.00%	100.00%	6.6%	13.3%	17.3%

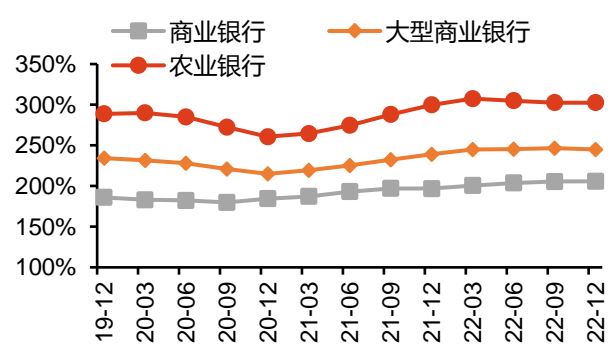
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：不良率 vs 行业平均



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：拨备覆盖率 vs 行业平均



资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：农业银行资产质量指标

资产质量指标	2020	2021H1	2021A	2022H1	2022A
不良贷款余额 (百万元)	237,113	247,344	245,782	264,455	271,062
不良率	1.57%	1.50%	1.43%	1.41%	1.37%
关注率	2.01%	1.57%	1.48%	1.46%	1.46%
不良率+关注率	3.58%	3.07%	2.91%	2.87%	2.83%
拨备覆盖率	260.64%	274.53%	299.73%	304.91%	302.60%
拨贷比	4.08%	4.12%	4.30%	4.30%	4.16%
逾期 90 天以上贷款/贷款总额	0.77%	0.66%	0.65%	0.60%	0.56%
逾期 90 天以上贷款/不良贷款	49.43%	44.19%	44.98%	42.83%	40.88%

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表						收入增长					
净利息收入	5780	5900	6306	6871	7497	净利润增速	11.7%	7.4%	7.95%	8.64%	8.74%
手续费及佣金	803	813	837	879	923	拨备前利润增速	7.4%	-2.2%	8.5%	9.6%	9.8%
其他收入	6	5	5	5	5	税前利润增速	11.6%	3.5%	8.9%	8.7%	8.7%
营业收入	7199	7249	7679	8286	8957	营业收入增速	9.4%	0.7%	5.94%	7.90%	8.09%
营业税及附加	66	65	69	72	76	净利息收入增速	6.0%	2.1%	6.9%	9.0%	9.1%
业务管理费	2580	2717	2764	2899	3044	手续费及佣金增速	7.8%	1.2%	3.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	4619	4515	4900	5371	5896	营业费用增速	13.7%	5.3%	1.7%	4.9%	5.0%
计提拨备	1660	1453	1566	1746	1954	规模增长					
税前利润	2959	3062	3333	3625	3942	生息资产增速	7.1%	17.0%	10.0%	8.0%	9.0%
所得税	539	475	533	580	631	贷款增速	13.1%	15.4%	12.1%	8.0%	9.0%
净利润	2412	2591	2797	3039	3305	同业资产增速	-16.4%	53.2%	-14.2%	8.0%	9.0%
资产负债表						证券投资增速	5.2%	15.8%	15.5%	8.0%	9.0%
贷款总额	171358	197227	221762	239580	261178	其他资产增速	-5.9%	0.3%	5.0%	5.0%	5.0%
同业资产	15031	23034	19753	21333	23253	计息负债增速	7.1%	17.7%	10.3%	8.1%	9.2%
证券投资	82300	95302	110106	118915	129617	存款增速	7.5%	14.7%	12.0%	8.1%	9.2%
生息资产	285090	333656	367021	396383	432058	同业负债增速	2.5%	38.6%	8.8%	8.1%	0.1%
非生息资产	5601	5620	5900	6196	6505	股东权益增速	9.5%	10.5%	7.4%	7.5%	7.6%
总资产	290692	339275	372922	402579	438563	存款结构					
客户存款	219071	251210	281339	304175	332106	活期	52.4%	48.4%	48.38%	48.38%	48.38%
其他计息负债	42044	56072	57624	62301	68022	定期	47.6%	51.6%	51.58%	51.58%	51.58%
非计息负债	5363	5248	5248	5248	5248	其他	0.0%	0.0%	0.04%	0.04%	0.04%
总负债	266478	312531	344211	371724	405376	贷款结构					
股东权益	24214	26745	28711	30854	33187	企业贷款(不含贴现)	58.4%	61.7%	61.74%	61.74%	61.74%
每股指标						个人贷款	41.6%	38.3%	38.26%	38.26%	38.26%
每股净利润(元)	0.65	0.69	0.80	0.87	0.94	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.32	1.29	1.40	1.53	1.68	不良贷款率	1.43%	1.37%	1.35%	1.33%	1.30%
每股净资产(元)	5.87	6.37	6.93	7.54	8.21	正常	97.09%	97.17%			
每股总资产(元)	83.06	96.94	106.55	115.03	125.31	关注	1.48%	1.46%			
P/E	4.78	4.51	3.89	3.58	3.29	次级	0.28%	0.62%			
P/PPOP	2.36	2.41	2.22	2.03	1.85	可疑	1.00%	0.66%			
P/B	0.53	0.49	0.45	0.41	0.38	损失	0.15%	0.09%			
P/A	0.04	0.03	0.03	0.03	0.02	拨备覆盖率	299.73%	302.60%	309.32%	316.50%	324.92%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.12%	1.90%	1.79%	1.79%	1.80%	资本充足率	17.13%	17.20%	16.96%	16.90%	16.74%
净利差(Spread)	1.96%	1.76%	1.66%	1.67%	1.68%	核心资本充足率	11.44%	11.15%	11.11%	11.20%	11.20%
贷款利率	4.23%	4.09%	3.96%	3.94%	3.96%	资产负债率	91.67%	92.12%	92.30%	92.34%	92.43%
存款利率	1.61%	1.70%	1.68%	1.69%	1.70%	其他数据					
生息资产收益率	3.70%	3.63%	3.53%	3.54%	3.55%	总股本(亿)	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83
计息负债成本率	1.74%	1.86%	1.87%	1.88%	1.87%						
盈利能力											
ROAA	0.86%	0.82%	0.79%	0.78%	0.79%						
ROAE	12.24%	12.10%	12.02%	12.00%	11.98%						
拨备前利润率	1.64%	1.43%	1.38%	1.39%	1.40%						

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com