

投资评级 优于大市 维持

# 农业银行 22 年业绩点评: Q4 单季度利润增速 10%+, 县域经济突飞猛进

## 股票数据

 04月04日收盘价(元) 3.15  
 52周股价波动(元) 2.70-3.15

## 股本结构

 总股本(百万股) 349983  
 流通A股(百万股) 299285  
 B股/H股(百万股) 0/30739

## 相关研究

 《农业银行 2022 年 Q3 季报点评: 资产质量持续向好, 贷款结构进一步优化》  
 2022.11.03

 《农业银行 22 年中报点评: 经营情况稳健, 逾期率下降至 1%》  
 2022.08.31

 《农业银行 2022 年一季度业绩点评: 抓住“三农”领域机遇, 拨备覆盖率超 300%》  
 2022.05.01

## 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	6.1	8.3	7.5
相对涨幅 (%)	6.7	9.2	2.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 孙婷

Tel: (010) 50949926

Email: st9998@haitong.com

证书: S0850515040002

分析师: 林加力

Tel: (021) 23154395

Email: lj12245@haitong.com

证书: S0850518120003

联系人: 董栋梁

Tel: (021) 23219356

Email: ddl13206@haitong.com

联系人: 徐凝碧

Tel: (021) 23154134

Email: xnb14607@haitong.com

**投资要点: 农业银行 Q4 利润得到释放, 同时资产质量大幅改善, 我们继续维持“优于大市”评级。**

- **Q4 利润增速 10%+**。农业银行 2022 年营业收入增长 0.7%, 归母净利润增速为 7.5%, 其中 Q4 单季度利润增速为 13.1%, 息差为 1.90%。
- **县域金融突飞猛进**。2022 年 Q4 农业银行县域金融的不良率为 1.27%, 较 Q2 下降了 8bp, 拨备覆盖率为 364.99%, 较 Q2 上升了 24.16 个百分点。除此之外县域经济的占比也在逐步提高, 2022 年 Q4 县域经济的营收占比为 43.8%, 和 Q2 相比提升了 2.6 个百分点。
- **资产质量大幅改善**。22Q4 农业银行不良率环比下降了 3bp 至 1.37%, 拨备覆盖率为 302.60%和 Q3 的 302.65%相比变化不大, 关注类贷款占比为 1.46%和 Q2 持平。农业银行在疫情冲击下依然保持稳健的资产质量。
- **投资建议**。我们预测 2023-2025 年 EPS 为 0.73、0.77、0.82 元, 归母净利润增速为 5.10%、5.33%、5.63%。我们根据 DDM 模型 (见表 2) 得到合理价值为 3.98 元; 根据可比估值法给予公司 2023E PB 估值为 0.55 倍 (可比公司为 0.51 倍), 对应合理价值为 3.78 元。因此给予合理价值区间为 3.78-3.98 元 (对应 2023 年 PE 为 5.18-5.45 倍, 同行业公司对应 PE 为 4.42 倍), 维持“优于大市”评级。
- **风险提示: 企业偿债能力下降, 资产质量大幅恶化; 金融监管政策出现重大变化。**

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	719915	724868	766531	826054	922150
YOY (%)	9.42%	0.69%	5.75%	7.77%	11.63%
净利润 (百万元)	241183	259140	272352	286874	303017
YOY (%)	11.70%	7.45%	5.10%	5.33%	5.63%
平均净资产收益率 (%)	11.54%	11.30%	11.01%	10.79%	10.61%
平均总资产收益率 (%)	0.81%	0.77%	0.72%	0.70%	0.69%
全面摊薄 EPS (元)	0.65	0.69	0.73	0.77	0.82
BVPS (元)	5.87	6.37	6.87	7.41	7.98

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E	2021
601398	工商银行	17072	8.15	8.91	9.71	0.59	0.54	0.49	4.39	12.15
601939	建设银行	15751	9.95	10.88	11.88	0.63	0.58	0.53	4.50	12.55
601988	中国银行	9685	6.47	7.05	7.67	0.51	0.47	0.43	3.98	11.28
601328	交通银行	3802	10.64	11.51	12.44	0.48	0.44	0.41	3.90	10.76
601658	邮储银行	5210	6.42	7.66	8.49	0.88	0.74	0.66	5.30	11.86
	均值		8.32	9.20	10.04	0.62	0.55	0.51	4.42	11.72

注：收盘价为 04 月 04 日价格，可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 2 DDM 模型下的敏感性测算

每股价值 (元)	永续净利润增速(行)				
	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
风险折现率(列)					
9.80%	3.69	3.73	3.78	3.83	3.88
9.60%	3.78	3.82	3.88	3.93	3.99
9.40%	3.87	3.92	3.98	4.04	4.10
9.20%	3.97	4.03	4.09	4.15	4.21
9.00%	4.08	4.14	4.20	4.27	4.34

资料来源：海通证券研究所测算

注：我们假设公司未来三年的 EPS 为 0.73、0.77、0.82 元，第四年至第十年的净利润增速为 5%、分红比例为 30%；永续阶段净利润增速为 2%、分红比例为 30%，风险折现率为 9.40%。

## 财务报表分析和预测

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
估值指标 (倍):					利润表 (百万元):				
PE	3.73	3.48	3.23	3.00	营业收入				
PB	0.40	0.37	0.34	0.31	利息收入	1108547	1211530	1316878	1463650
P/B (扣除商誉)	0.46	0.43	0.39	0.36	利息支出	-518581	-583419	-633584	-688861
每股指标 (元):					净利息收入	589966	628111	683294	774788
EPS	0.69	0.73	0.77	0.82	手续费净收入	81282	84800	89140	93741
BVPS	6.37	6.87	7.41	7.98	营业收入	724868	766531	826054	922150
BVPS (扣除商誉)	6.36	6.87	7.40	7.97	业务及管理费	-229273	-229959	-243686	-272034
每股拨备前利润	1.29	1.40	1.53	1.72	拨备前利润	451542	491349	536520	603405
驱动性因素:					拨备	-145326	-158831	-186243	-233386
生息资产增长	17.04%	7.79%	8.31%	8.40%	税前利润	306216	332517	350277	370019
贷款增长	15.10%	11.00%	11.00%	11.00%	税后利润	258688	271900	286422	302565
存款增长	14.67%	8.00%	8.00%	8.00%	归属母公司净利	259140	272352	286874	303017
贷款收益率	4.14%	4.02%	4.02%	4.15%					
生息资产收益率	3.53%	3.49%	3.52%	3.61%	资产负债表 (百万元):				
存款付息率	1.63%	1.69%	1.69%	1.69%	贷款总额	19722721	21892220	24300365	26973405
计息负债付息率	1.79%	1.82%	1.83%	1.83%	贷款减值准备	-782859	-916720	-1044220	-1211091
净息差	1.88%	1.81%	1.82%	1.91%	贷款净额	18982886	20975500	23256144	25762314
风险成本	0.76%	0.76%	0.81%	0.91%	债券投资	9530163	9833285	9943260	10035474
净手续费增速	1.19%	4.33%	5.12%	5.16%	存放央行	2549130	2506879	2707429	2924023
成本收入比	31.63%	30.00%	29.50%	29.50%	同业资产	2303402	2648912	3046249	3503187
所得税税率	15.52%	18.23%	18.23%	18.23%	其他资产	561952	865507	937427	1016167
					生息资产	33365581	35964576	38953083	42224998
盈利及杜邦分析:					资产总额	33927533	36830083	39890510	43241165
ROAA	0.77%	0.72%	0.70%	0.69%					
ROAE	11.30%	11.01%	10.79%	10.61%	存款	25121040	27130723	29301181	31645276
净利息收入	1.87%	1.78%	1.78%	1.86%	同业负债	3737828	3924719	4120955	4327003
非净利息收入	0.43%	0.39%	0.37%	0.35%	发行债券	1869398	2243278	2691933	3230320
营业收入	2.30%	2.17%	2.15%	2.22%	计息负债	30728266	33298720	36114070	39202598
营业支出	0.75%	0.67%	0.66%	0.68%	负债总额	31253082	33978286	36851091	40002651
拨备前利润	1.43%	1.39%	1.40%	1.45%					
拨备	0.46%	0.45%	0.49%	0.56%	股本	349983	349983	349983	349983
税前利润	0.97%	0.94%	0.91%	0.89%	资本公积	173426	173426	173426	173426
税收	0.15%	0.17%	0.17%	0.16%	盈余公积	246764	273954	302596	332853
					一般风险准备	388600	388600	388600	388600
业绩年增长率:					未分配利润	1032524	1182680	1341659	1510498
净利息收入	2.07%	6.47%	8.79%	13.39%	股东权益	2674451	2851797	3039418	3238514
营业收入	0.69%	5.75%	7.77%	11.63%	负债和股东权益总额	33927533	36830083	39890510	43241165
拨备前利润	-2.24%	8.82%	9.19%	12.47%					
归属母公司利润	7.45%	5.10%	5.33%	5.63%					
					资本状况:				
资产质量:					资本充足率	17.20%	16.31%	15.90%	15.83%
不良率	1.37%	1.40%	1.37%	1.37%	核心资本充足率	13.37%	12.87%	12.72%	12.90%
拨备覆盖率	302.60%	300.13%	313.98%	326.92%	杠杆率	12.69	12.91	13.12	13.35
拨贷比	4.16%	4.19%	4.30%	4.49%	RORWA	1.30%	1.23%	1.20%	1.17%
不良净生成率	0.58%	0.46%	0.38%	0.41%	风险加权系数	58.54%	60.00%	60.00%	60.00%

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业  
林加力 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。