农业银行（601288）：2020 年年报点评

净息差因何领跑国有大行？

买入（上调）

2021 年 03 月 31 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航
taozhh@dwzq.com.cn

事件：农业银行 2020 年营业收入 6579.61 亿元，同比增长 4.9%；归属于母公司股东净利润 2159.25 亿元，同比增长 1.8%，对应 EPS 为 0.59 元/股。期末总资产 27.21 万亿元，较期初增长 9.4%；归属于本集团普通股股东净资产 1.88 万亿，较期初增长 7.8%，对应 BVPS 为 5.39 元/股。由于前期银保监会已披露国有大行的全年经营指标，因此农业银行盈利增速转正符合我们预期。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级：**农业银行 2020 年加大普惠信贷投放力度，同时负债成本表现亮眼，全年净息差仅下降 3BP，显著优于可比国有大行。股东回报方面，与其他国有大行一致，维持分红比例 30%高水准。不过，信贷加速增长令农业银行的核心一级资本充足率降低 20BP 至 11.04%。展望 2021 年，随着经济持续复苏，贷款利率触底回升，国有大行基本面回暖。我们预计农业银行 2021、2022 年盈利增速分别为 6.1%、5.6%，目前 A 股/H 股估值对应 0.59x/0.47x2021PB、5.3x/4.2x2021PE，静态股息率 5.38%/6.73%。考虑农业银行的负债端表现优异，拨备覆盖率领衔国有大行，且当前估值又接近历史底部，上调评级至“买入”，看好未来估值修复。

■ **资产&负债：总资产增长 9.4%，小微、农户等普惠贷款是主要拉动力。**

① 资产端：2020 年农业银行继续在普惠信贷领域加大投放力度，贷款总额全年增长 13.6%，相比于其他国有大行，公司与个人两大类贷款的增速相对均衡，分别增长 14.6%、15.0%，票据贴现额度则被相应压降。个人贷款中，经营性贷款和农户贷款全年同比大幅增长 43.6%和 35.2%，全年统计的普惠型小微企业贷款增长 62.3%，反映“支持实体、呵护小微”的核心导向。此外，个人住房贷款增长 12.0%，增速高于可比大型银行，主要源于房地产贷款额度尚未超标。同业资产今年继续高增 22.5%，投资资产降速。

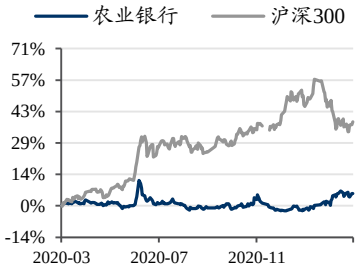
② 负债端：总负债增长 9.0%，其中存款总额增长 8.0%，应付债券的增速则达到 23.8%，负债结构有一定变化。农业银行在存款端继续推进个人存款精准营销，全年个人存款增长 9.4%，占比上升至 59.3%。尽管活期存款平均余额的占比较年初下降 1.53pct 至 56.7%，但作为深耕县域、网点广泛的国有大行，我们认为农业银行当前存款优势依然明显，活期存款占比依然领先同业。去年以来，监管层对商业银行“高息揽储”全面从严监管，非常有利于具备渠道优势的拉动增量客户、提升存款市场份额。

■ **净息差：新口径下全年同比下行 3BP，降幅明显优于同业，得益于贷款利率有韧性+存款成本明显下行。**

与工商银行、建设银行类似，农业银行年报调整财务口径，将信用卡分期收入重分类至利息净收入，并追溯调整 2019 年。新口径下，2020 年净息差 2.20%，同口径下同比下滑仅 3BP，得益于更具备韧性的净息差，公司全年利息净收入在同口径下同比增长 8.8%，增速明显优于同业。

农业银行净息差因何优于同业？得益于资产端和负债端的综合表现。公司全年资产端收益率同口径下行 14BP，相比之下，工商银行、建设银行和中国银行分别下行 24BP、15BP 和 30BP，只有建设银行下行幅度接近农业银行。但同时，农业银行全年负债成本率也下行 9BP，而工商银行、建设银行和中国银行分别下行 9BP、3BP 和 27BP，建设银行在负债端不及农业银行。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.38
一年最低/最高价	3.11/3.67
市净率(倍)	0.63
流通 A 股市值(百万元)	993906.89

基础数据

每股净资产(元)	5.39
资产负债率(%)	91.87
总股本(百万股)	349983.03
流通 A 股(百万股)	294055.29

相关研究

1、《农业银行（601288）：2020 年三季报点评：拨备雄厚，低估值配置性价比高》2020-11-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

具体来看：

① 资产端的公司贷款不受财务口径调整影响，全年收益率 4.27%，较 2019 年下行 21BP，稍低于 1 年期 LPR 全年 30BP 的降幅；不过，全年贷款收益率较上半年的 4.37%继续下行 10BP，我们预计与同业一样，受到存量贷款重定价的持续影响。

② 资产端的个人贷款受财务口径调整影响，主要是信用卡分期业务从手续费及佣金收入计入利息收入，同时影响生息资产，拉高净息差，对应减少手续费收入，造成中间业务收入的占比降低。同口径下，农业银行个人贷款收益率同比上行 6BP 至 4.82%，追溯调整后的 2019 年个人贷款收益率为 4.76%，较调整前提高 27BP。

③ 存款成本率显著下行是农业银行 2020 年负债端的核心亮点。全年存款成本率同比下行 6BP 至 1.53%，在可比大型银行中取得优势，主要源自 2020 年对各类高息存款的有效管控。其中：公司定期和个人活期的存款成本率分别下行 18BP 和 8BP，个人定期存款成本率下半年也企稳，我们预计与监管严格管控结构性存款有关。所以，尽管活期存款占比略有下滑，但得益于对高定价存款的有效压降，负债成本率仍然走低 9BP 至 1.71%。

展望后市，我们判断国有大行的净息差有望企稳，我们预计下半年逐步扩张。尽管一季度净息差仍将受到重定价影响而小幅回落，但在经济持续复苏、信贷供不应求的环境下，我们预计新发放贷款利率开始回升，同时大型银行的负债成本也得益于监管环境而保持平稳。总体上，我们建议对商业银行净息差的趋势保持理性乐观。

■ **非利息收入：全年同口径下滑 10.7%，但财富管理类业务推动手续费增长。**

① 手续费及佣金净收入增长 2.2%，其中财富管理类业务受益于权益市场火热、理财转型深化等因素，公司代理业务手续费、托管及其他受托业务佣金收入分别同比增长 6.3%和 13.7%。同时，继续推进存量理财转型，2020 年末理财产品规模 2.03 万亿，基本与去年持平，其中保本理财规模被压缩至仅 723.13 亿元。此外，本年私人银行 AUM 增长 2920 亿元至 1.70 万亿，同比增速达到 17.2%。

② 银行卡手续费收入、承诺手续费收入同比小幅下滑，我们预计受到疫情影响；顾问和咨询费收入同比增长 10.5%，源自本年银团和债券承销业务规模有所增加。

③ 手续费以外的非利息收入本年下滑 28.3%，主要是受到各类市场行情以及汇率波动的影响，投资损益、公允价值变动损益、汇兑损益同比有所下降。但是，公司子公司保费收入增加带动全年其他业务收入实现 12.0%的良好增长。

■ **支出端：成本收入比创近年来新低，信用减值损失四季度回落驱动盈利增速转正。**

与可比国有大行类似，农业银行全年成本收入比 29.23%，同比明显下降 1.26pct。此外，农业银行第四季度单季计提 256.3 亿元信用减值，同比下滑 25.6%，带动四季度单季同比盈利增速达到 61.0%，全年累计盈利增速转正至 1.8%。2020 年四个季度计提的信用减值分别为 448.5、542.7、399.5、256.3 亿元，下半年减值计提收窄是行业普遍趋势。

■ **资产质量：信用风险仍在显化，但不良认定严格+拨备雄厚，对资产质量理性乐观。**

① 2020 年末农业银行不良率 1.57%，环比三季度继续上行 5BP，且年末拨备覆盖率较三季度也下滑 11.8pct 至 260.64%，但仍明显高于可比国有大行。与同业相比，农业银行下半年对公业务信贷风险有所暴露，公司贷款不良率在下半年环比上行 25BP 至 2.37%，测算不良净生成率也在下半年有所上行。不过，农业银行对于不良贷款的认定严格，2019 年起已将逾期贷款全面纳入不良口径，同时全年关注贷款率和逾期贷款率分别下降 23BP 和 8BP 至 2.01%和 1.29%，反映不良新生成压力已经缓解。

② 展望 2021 年，我们仍然建议对大型银行的资产质量理性乐观。目前经济增长基础仍比较薄弱，作为将大量信贷资源投向实体和小微的国有大行，资产质量仍需关注。但同时，资产质量指标比以往更扎实，不良新生成压力缓解，无需过度担忧。

■ **风险提示：**1）资产质量超预期恶化；2）银行利差持续收窄；3）信贷融资需求低迷。

表 1：2016~2020 年资产与负债主要品种的同比增速

资产&负债	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
总资产	**10.0%**	**7.6%**	**7.4%**	**10.0%**	**9.4%**
贷款总额	**9.1%**	**10.3%**	**11.1%**	**11.9%**	**13.6%**
短期公司贷款	-5.0%	6.5%	-5.7%	1.1%	12.2%
中长期公司贷款	3.3%	19.9%	13.0%	12.9%	15.7%
个人住房贷款	32.7%	22.5%	16.8%	13.7%	12.0%
个人消费贷款	-33.6%	15.5%	14.9%	6.3%	6.3%
个人经营贷款	-0.9%	-10.3%	5.3%	22.6%	43.6%
个人卡透支	9.1%	31.0%	19.9%	24.6%	14.4%
农户贷款	14.4%	7.4%	21.3%	28.8%	35.2%
同业资产	**-8.8%**	**-23.0%**	**-12.2%**	**42.1%**	**22.5%**
投资资产	**18.2%**	**15.4%**	**11.9%**	**7.8%**	**5.4%**
总负债	**10.1%**	**7.5%**	**6.7%**	**9.5%**	**9.0%**
存款总额	**11.1%**	**7.7%**	**5.9%**	**8.6%**	**8.0%**
公司客户	9.3%	4.9%	5.9%	11.4%	9.4%
个人客户	16.1%	13.9%	2.8%	9.7%	5.9%
同业负债	**2.3%**	**-5.4%**	**2.1%**	**17.1%**	**0.6%**
债券	**1.4%**	**22.4%**	**64.3%**	**42.0%**	**23.8%**
活期存款/存款总额	***56.0%***	***58.3%***	***58.2%***	***57.2%***	***55.2%***

数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

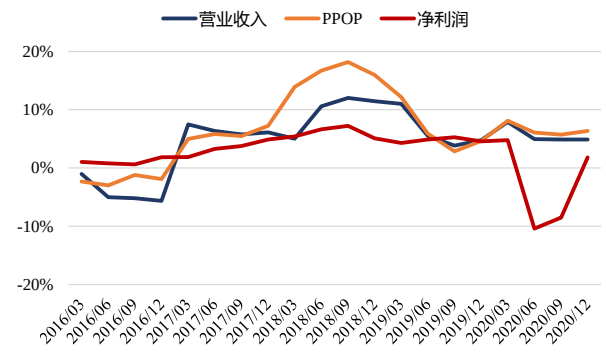
表 2：2019~2020 年新、旧口径净息差对比

	2020/06（旧口径）	2019/12（旧口径）	2019/12（新口径）	2020/12（新口径）	2020 年同比变动（新口径）
净息差	**2.14%**	**2.17%**	**2.23%**	**2.20%**	**-0.03%**
生息资产收益率	**3.72%**	**3.88%**	**3.89%**	**3.75%**	**-0.14%**
客户贷款与垫款	4.34%	4.49%	4.51%	4.38%	-0.13%
公司贷款	4.37%	4.48%		4.27%	-0.21%
个人贷款	4.58%	4.49%	4.76%	4.82%	+0.06%
投资	3.56%	3.65%		3.51%	-0.14%
存放央行	1.53%	1.53%		1.53%	-
存拆放同业	1.97%	2.77%		1.90%	-0.87%
计息负债成本率	**1.74%**	**1.80%**		**1.71%**	**-0.09%**
存款	1.52%	1.59%		1.53%	-0.06%
同业存拆放	2.33%	2.59%		2.21%	-0.38%
其他计息负债	3.17%	3.43%		2.99%	-0.44%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

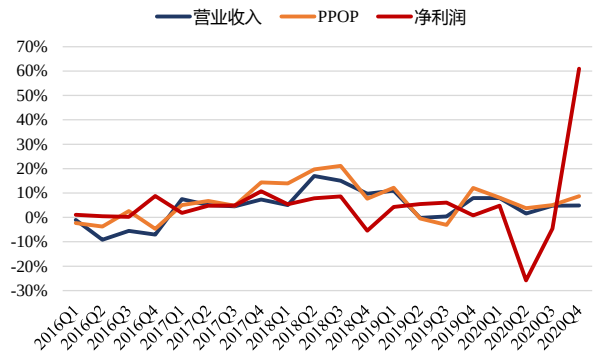
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2016/03~2020/12 农业银行累计同比盈利增速



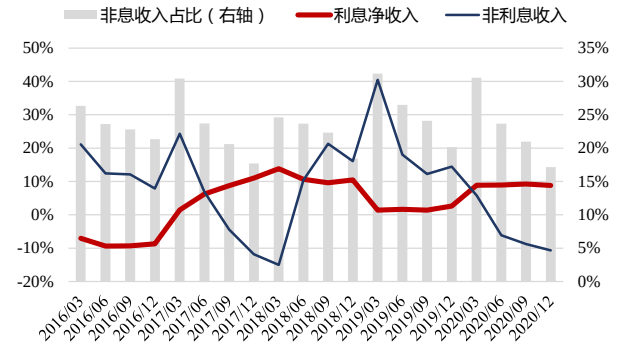
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2：2016Q1~2020Q4 农业银行单季度同比盈利增速



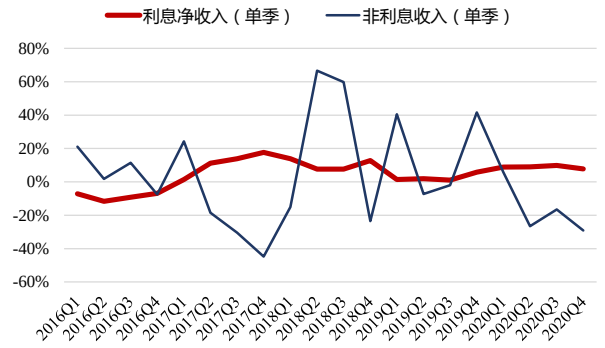
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2020/12 农业银行利息净收入、非利息净收入累计同比增速及结构



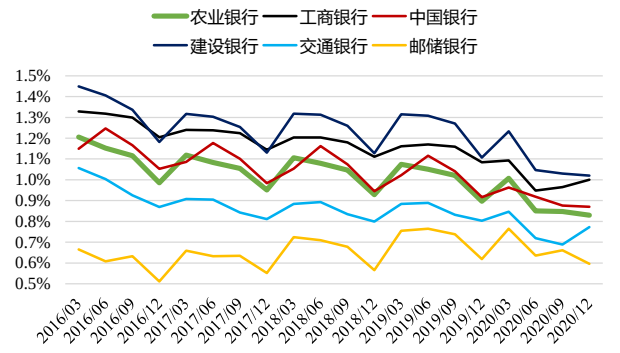
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2020Q4 农业银行利息净收入、非利息净收入单季度同比增速



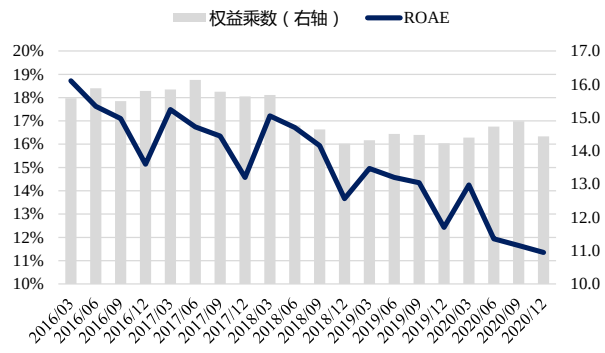
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2020/12 农业银行及可比银行 ROAA



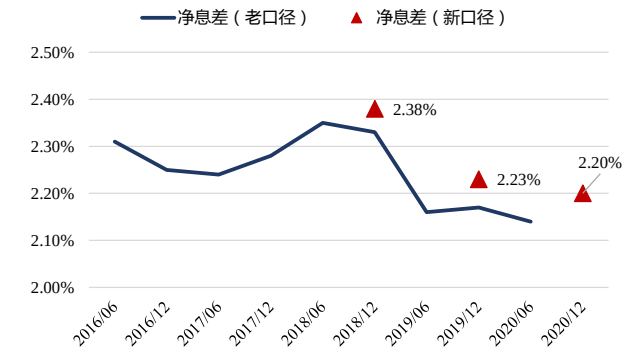
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：2016/03~2020/12 农业银行 ROAE 及权益乘数



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

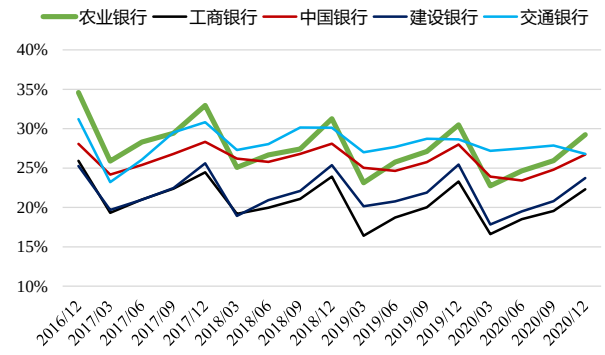
图 7：2016/06~2020/12 农业银行累计净息差



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

备注：2020 年净息差财务口径调整，同时对 2018 至 2019 年原数据追溯调整

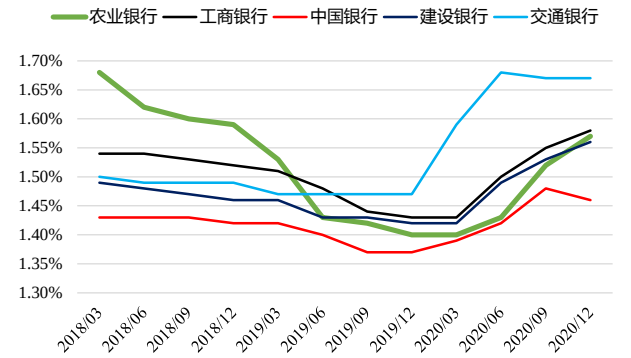
图 8：2016/12~2020/12 农业银行及可比银行成本收入比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

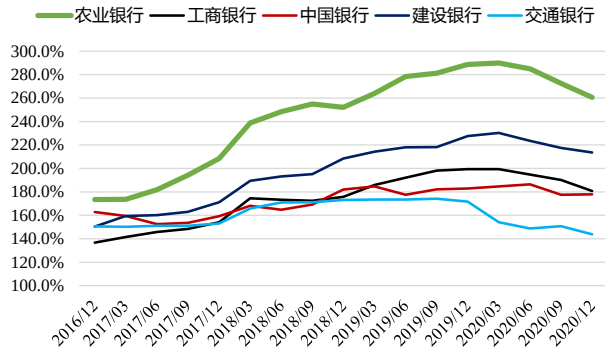
备注：为保持数据可比性，农业银行和交通银行的成本收入比统一采用业务管理费/营业收入计算

图 9：2018/03~2020/12 国有大型银行不良贷款率



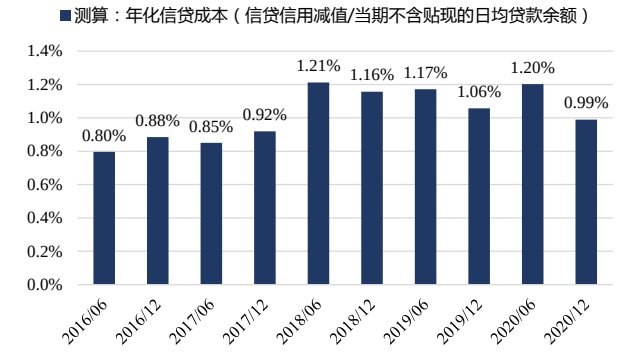
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 10：2016/12~2020/12 国有大型银行拨备覆盖率



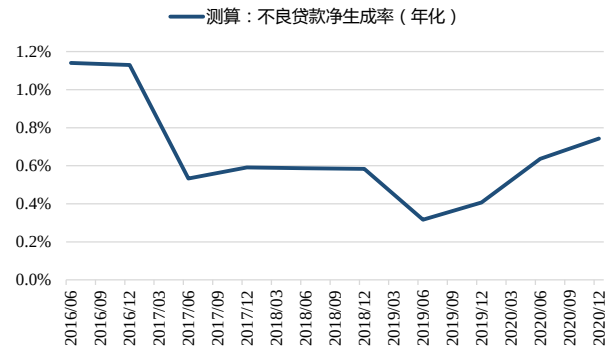
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 11：2016/06~2020/12 农业银行年化信贷成本



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 12：2016/06~2020/12 农业银行不良贷款净生成率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

年化不良贷款净生成率=（不良贷款净增量+核销规模）/期初贷款总额

请务必阅读正文之后的免责声明部分

农业银行财务报表指标及盈利预测（单位：百万元）

合并资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产合计	**24,877,491**	**27,205,047**	**29,517,476**	**31,878,874**	**34,588,578**
现金及存放中央银行款项	2,699,895	2,437,275	2,656,573	2,869,099	3,112,972
客户贷款及垫款	12,819,764	14,552,433	15,850,885	17,150,834	18,643,244
金融投资	7,422,930	7,822,659	8,501,033	9,212,995	10,099,865
FVTPL 金融投资	801,361	583,069	590,350	637,577	691,772
以摊余成本计量的金融投资	4,946,741	5,684,220	6,198,670	6,726,442	7,367,367
FVTOCI/其他债权投资	1,674,828	1,555,370	1,712,014	1,848,975	2,040,726
存放同业及其他金融机构款项	235,742	434,185	442,762	446,304	449,652
拆出资金	523,183	546,948	531,315	573,820	622,594
买入返售金融资产	708,551	816,206	826,489	860,730	899,303
贵金属	30,063	87,357	88,552	95,637	103,766
其他资产合计	437,363	507,984	619,867	669,456	657,183
负债合计	**22,923,630**	**24,994,301**	**27,162,383**	**29,353,186**	**31,881,544**
向中央银行借款	608,536	737,161	801,105	865,718	940,288
同业及其他金融机构存放款项	1,503,909	1,394,516	1,466,769	1,555,719	1,721,603
拆入资金	325,363	390,660	353,111	410,945	478,223
交易性金融负债	30,234	27,817	27,162	29,353	31,882
衍生金融负债	29,548	65,282	67,906	73,383	79,704
卖出回购款项	53,197	109,195	108,650	123,283	137,091
应交税费	67,827	64,575	67,906	73,383	79,704
客户存款	18,542,861	20,372,901	22,410,191	24,427,108	26,625,548
已发行债务证券	1,108,212	1,371,845	1,439,606	1,555,719	1,689,722
其他负债合计	653,943	460,349	419,977	238,574	97,780
股东权益	**1,959,762**	**2,210,746**	**2,355,093**	**2,525,688**	**2,707,035**
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983
其他权益工具	199,886	319,875	319,875	319,875	319,875
资本公积	173,556	173,556	173,556	173,556	173,556
其他综合收益	31,903	25,615	1,000	1,000	1,000
盈余公积	174,910	196,071	217,831	240,801	265,150
一般准备	277,016	311,449	330,918	351,470	373,257
未分配利润	741,101	828,240	947,799	1,073,849	1,207,972
归属于母公司股东的权益	1,948,355	2,204,789	2,340,963	2,510,534	2,690,792
少数股东权益	11,407	5,957	14,131	15,154	16,242

资产负债指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产平均余额	22,459,982	24,830,792	26,936,468	29,091,385	31,628,834
计息负债平均余额	20,736,411	22,527,539	24,673,912	26,863,136	29,326,256
归属于母公司普通股股东权益	**1,748,469**	**1,884,914**	**2,021,088**	**2,190,659**	**2,370,917**

合并利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	627,268	657,961	714,032	765,937	831,961
利息净收入	500,870	545,079	597,990	645,829	708,486
手续费及佣金净收入	72,927	67,742	69,774	72,914	75,102
投资收益等其他业务收入	53,471	45,140	46,269	47,194	48,374
营业支出	360,963	391,990	433,582	469,891	518,132
业务及管理费	191,224	192,348	210,640	233,611	253,748
资产减值损失	138,605	164,699	184,292	194,393	218,197
营业利润	266,305	265,971	280,450	296,046	313,829
税前利润	266,576	265,050	279,890	295,454	313,201
净利润	212,924	216,400	229,509	242,272	256,825
归属于母公司股东净利润	**212,098**	**215,925**	**229,050**	**241,788**	**256,311**

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产总计增速	10.0%	9.4%	8.5%	8.0%	8.5%
客户贷款及垫款增速	11.9%	13.5%	8.9%	8.2%	8.7%
负债总计增速	9.5%	9.0%	8.7%	8.1%	8.6%
客户存款增速	6.9%	9.9%	10.0%	9.0%	9.0%
营业收入增速	4.8%	4.9%	8.5%	7.3%	8.6%
利息净收入增速	2.6%	8.8%	9.7%	8.0%	9.7%
手续费及佣金净收入增速	-2.2%	-7.1%	3.0%	4.5%	3.0%
成本收入比	30.5%	29.2%	29.5%	30.5%	30.5%
所得税率	20%	18%	18%	18%	18%
归属于母公司股东净利润增速	**5.1%**	**1.6%**	**6.1%**	**5.6%**	**6.0%**
EPS	0.59	0.59	0.64	0.68	0.72
BVPS	5.00	5.39	5.77	6.26	6.77
ROAE	**12.43%**	**11.35%**	**11.49%**	**11.26%**	**11.04%**
ROAA	**0.90%**	**0.83%**	**0.81%**	**0.79%**	**0.77%**
净利息收益率	**2.23%**	**2.20%**	**2.22%**	**2.22%**	**2.24%**
不良贷款率	**1.40%**	**1.57%**	**1.51%**	**1.50%**	**1.48%**
拨备覆盖率	288.75%	260.64%	270.00%	283.00%	296.00%
分红比例	30.7%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%

估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E（A 股）	5.7	5.7	5.3	5.0	4.7
P/E（H 股）	4.6	4.6	4.2	4.0	3.8
P/B（A 股）	**0.68**	**0.63**	**0.59**	**0.54**	**0.50**
P/B（H 股）	**0.54**	**0.50**	**0.47**	**0.43**	**0.40**
股息率（A 股）	5.38%	5.38%	5.72%	6.04%	6.41%
股息率（H 股）	6.73%	6.73%	7.15%	7.56%	8.02%

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所测算及预测

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn