

# 青农商行 (002958)

公司研究/动态报告

## PPOP 增速亮眼，净息差环比回升

—详细解读青农商行 2020 年半年报

动态研究报告/银行

2020 年 08 月 26 日

### 报告摘要:

#### ● 事件概述

8 月 24 日公司发布 2020 年中报：上半年归母净利润同比增长 4.81% (Q1 同比增长 12.25%)；PPOP 同比增长 23.00% (Q1 同比增长 44.70%)；营收同比增长 17.45% (Q1 同比增长 33.33%)；累计年化加权 ROE 11.88%(Q1 年化加权 ROE 13.71%)，同比下降 1.04pct。

#### ● PPOP 增速亮眼，净息差环比改善

上半年营收和 PPOP 同比均保持双位数较快增长，归母净利润同比增速不仅远高于同期农商行-20.86%和商业银行-9.41%的增速水平，也在当前已披露半年报的上市银行中位列第一，呈现出较好的成长性。上半年归母净利润增速较一季度下降 7.44pct，主要是由于非息收入增速放缓和成本收入比提升所致。前者主要源于一季度公允价值变动浮盈大增导致非息收入增速阶段性提高。主要的正面影响来自于二季度拨备计提回落和生息资产规模加速扩张。上半年年化累计净息差 2.57%，较一季度提升 7bp。测算可得二季度计息负债成本率降幅大于生息资产收益率降幅。由于负债端的存款成本率较为刚性，我们推测主动负债成本率随着同业市场利率下行而下降是主要原因。

#### ● 不良率小幅提升，可转债发行进展顺利

上半年信贷资源投放向风险较低的房地产业倾斜，并适当压缩了高风险行业贷款占比。对公房地产业贷款和个人住房按揭贷款占总贷款的比例分别较上年末提升 2.99pct 和 3bp。批零售贷款占总贷款的比例较上年末下降 1.53pct。二季末公司不良率环比提升 6bp 至 1.49%，远低于同期农商行 4.22%的水平；关注率环比提升 61bp 至 5.62%，但长期来看仍处于下降通道；拨备覆盖率环比小幅下降 4.93pct 至 318.00%，具备较强的风险抵御能力。总体来看，公司资产质量虽然面临一定压力，但无须过分担心。二季末公司核心一级资本充足率 9.68%、一级资本充足率 9.69%、资本充足率 12.16%。今年 7 月获准公开发行不超过 50 亿元可转债，目前已进入配售申购阶段，随着可转债转股，各级资本将得到进一步补充，从而助力公司规模快速扩张。

#### ● 投资建议

公司拨备前利润增速保持两位数较高水平，业绩增速领先同业，虽然资产质量面临一定压力，但核心指标仍处于合理区间。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 4.85%、9.76%和 12.95%，对应 2020 年末 BVPS 为 4.78 元，静态 PB 为 1.15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### ● 风险提示:

资产质量波动，利率中枢下降，经济复苏不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,729	10,153	11,779	13,649
增长率 (%)	16.98%	16.31%	16.02%	15.88%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,825	2,962	3,251	3,672
增长率 (%)	16.78%	4.85%	9.76%	12.95%
每股收益 (元)	0.51	0.53	0.59	0.66
PE (现价)	10.84	10.34	9.42	8.34
PB	1.25	1.15	1.06	0.97

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

首次评级

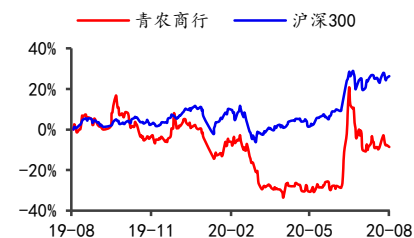
当前价格：5.51 元

#### 交易数据

2020-8-25

近 12 个月最高/最低 (元)	7.44/4.1
总股本 (百万股)	5,556
流通股本 (百万股)	556
流通股比例 (%)	10.00
总市值 (亿元)	306
流通市值 (亿元)	27

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：郭其伟

执业证号：S0100519090001

电话：0755-22662075

邮箱：guoqiwei@mszq.com

#### 研究助理：廖紫苑

执业证号：S0100119120002

电话：0755-22662081

邮箱：liaoziyuan@mszq.com

#### 相关研究

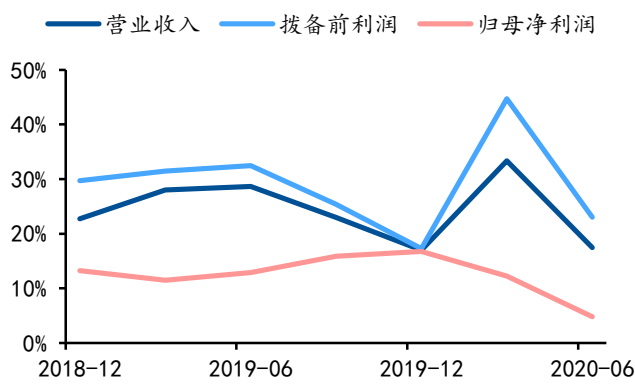
## 目录

一、PPOP 增速亮眼，净息差环比回升 .....	3
二、投资建议 .....	8
三、风险提示 .....	8
插图目录 .....	10
表格目录 .....	10

## 一、PPOP 增速亮眼，净息差环比回升

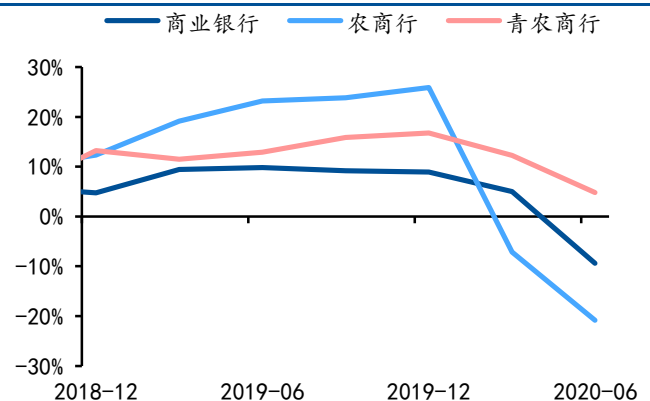
PPOP 呈现双位数较快增长，业绩表现当前最佳。8月24日公司发布2020年半年报，上半年公司归母净利润同比增长4.81%，不仅远高于同期农商行-20.86%和商业银行-9.41%的增速水平，也在当前已披露半年报的上市银行中位列第一，呈现出较好的成长性。公司营业收入同比增速和拨备前利润同比增速分别高达17.45%和23.00%，虽然分别较一季度下降15.87pct和21.70pct，但仍然保持双位数较高水平，增速十分亮眼。

图1：青农商行营收、PPOP及业绩同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：青农商行业绩累计同比增速高于行业整体水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

**归母净利润同比增速变化的归因分析：**从边际变化来看，上半年归母净利润同比增长4.81%，增速较一季度下降7.44pct。①主要的负面影响来自于非息收入增速放缓和成本收入比提升。其中，非息收入同比增速放缓是由于一季度公允价值变动浮盈同比大幅提升导致非息收入同比增速阶段性提高所致。其次，疫情期间人员费用、网点房租及物业费增加导致成本收入比由一季度的20.77%提升至上半年的24.15%也造成了一定影响。②主要的正面因素则来自于二季度拨备计提回落和生息资产规模加速扩张。公司在一季度大幅增加了拨备计提力度，一季度单季年化信贷成本高达2.74%，而二季度资产减值损失环比下降22.30ct，单季年化信贷成本环比下降79bp至1.96%。同时生息资产同比增速也由一季度的13.52%提升至18.10%。

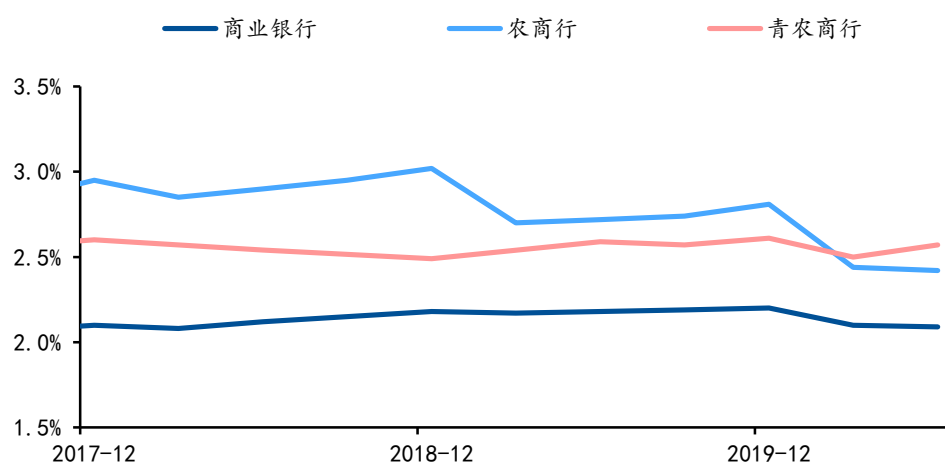
表1：青农商行归母净利润同比增长的归因分析

增速归因	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020H1 较 Q1 变化
生息资产规模	23.88%	19.40%	18.75%	16.96%	13.52%	18.10%	4.57 pct
净息差	-16.92%	-13.87%	-11.28%	-8.38%	-0.27%	-2.58%	-2.31 pct
非息收入	21.05%	23.12%	15.52%	8.40%	20.07%	1.94%	-18.13 pct
成本费用	3.45%	3.84%	2.37%	0.26%	11.37%	5.54%	-5.83 pct
拨备	-27.07%	-34.30%	-22.69%	-14.20%	-39.38%	-26.39%	12.99 pct
营业外净收入	-0.05%	0.34%	0.08%	-0.36%	-0.42%	-0.09%	0.33 pct
税收	6.66%	14.24%	13.10%	13.81%	7.91%	8.52%	0.61 pct
少数股东损益	0.50%	0.11%	0.01%	0.28%	-0.56%	-0.22%	0.33 pct
净利润增长	11.49%	12.88%	15.87%	16.78%	12.25%	4.81%	-7.44 pct

资料来源：WIND，民生证券研究院

**二季度净息差环比提升。**上半年公司年化累计净息差 2.57%，较 2019 年下降 4bp，但环比来看，较一季度提升 7bp。根据测算，二季度净息差环比提升主要是由于计息负债成本率降幅大于生息资产收益率降幅所致。由于负债端的存款成本率较为刚性，我们推测主动负债成本率随着同业市场利率下行而下降是主要原因。此外，二季度年化生息资产收益率环比降幅较一季度收窄 7bp，也从一定程度上对净息差起到了支撑作用。我们推测随着疫情影响逐步减退，企业复工复产、消费回暖推动信贷需求回升，公司资产结构优化或产生积极影响。

图 3：2020H1 青农商行净息差较 Q1 提升 7bp



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 2：青农商行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表

项目	日均余额 (亿元)			累计平均利率		
	2019A	2020H1	变动幅度	2019A	2020H1	变动幅度 bp
<b>生息资产</b>						
发放贷款和垫款	1,630	1,929	299	5.84%	5.75%	-0.09
金融投资	721	750	29	4.38%	3.87%	-0.51
存放中央银行款项	214	188	-26	1.58%	1.59%	0.01
存放同业及其他金融机构款项	83	90	7	2.06%	0.90%	-1.16
买入返售金融资产	12	9	-3	2.34%	1.83%	-0.51
拆出资金	54	65	12	3.91%	3.25%	-0.66
<b>总生息资产</b>	<b>2,713</b>	<b>3,032</b>	<b>319</b>	<b>4.94%</b>	<b>4.82%</b>	<b>-0.12</b>
<b>计息负债</b>						
向中央银行借款	33	31	-2	2.80%	2.67%	-0.13
吸收存款	2,052	2,205	154	1.75%	1.84%	0.09
卖出回购金融资产	144	150	6	2.56%	1.93%	-0.63
同业及其他金融机构存放款项	16	42	26	2.07%	2.26%	0.19
拆入资金	58	69	11	3.09%	2.42%	-0.67
应付债券	579	679	100	3.57%	3.16%	-0.41
<b>总计息负债</b>	<b>2,882</b>	<b>3,177</b>	<b>295</b>	<b>2.19%</b>	<b>2.15%</b>	<b>-0.04</b>
<b>净利差</b>				<b>2.75%</b>	<b>2.67%</b>	<b>-0.08</b>
<b>净息差</b>				<b>2.61%</b>	<b>2.57%</b>	<b>-0.04</b>

资料来源：WIND，民生证券研究院

上半年公司信贷资源投放向房地产业倾斜，并适当压缩了高风险行业贷款占比。具体来看，在对公贷款投向上，上半年不良率相对较低的房地产业贷款和建筑业贷款占总贷款的比例分别较上年末提升 2.99pct 和下降 1.30pct 至 18.09% 和 10.23%。两类贷款占总贷款的比例合计上升 1.69pct。同时，不良率较高的批零售业贷款占总贷款的比例较上年末下降 1.53pct 至 12.01%。此外，受疫情冲击较大、不良率较高的住宿餐饮、交运等行业贷款占比也均有所降低。在个人贷款投向上，二季末风险相对较高的个人经营贷款和个人消费贷款占总贷款的比例分别较 2019 年末下降 18bp 和 15bp；而不良率相对较低的个人住房按揭贷款占总贷款的比例提升 3bp。

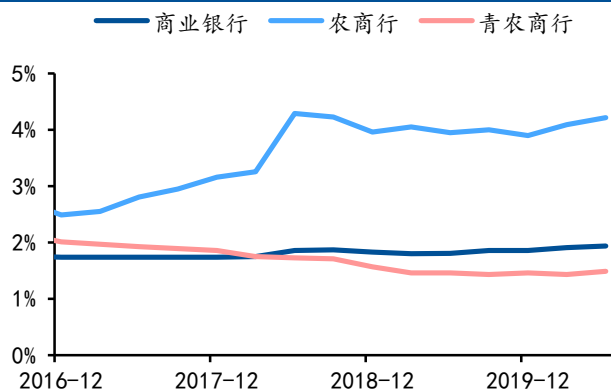
表 3：青农商行贷款分布及不良率情况

项目 (亿元)	贷款余额占比			不良贷款率		
	2019 年末	2020H1 末	变化 pct	2019 年末	2020H1 末	变化 pct
<b>公司贷款和垫款总额</b>	<b>71.81%</b>	<b>71.30%</b>	<b>-0.52</b>	<b>1.57%</b>	<b>1.70%</b>	<b>0.13</b>
房地产业	15.10%	18.09%	2.99	1.64%	1.84%	0.20
批发和零售业	13.54%	12.01%	-1.53	1.67%	2.74%	1.07
建筑业	11.53%	10.23%	-1.30	0.89%	0.77%	-0.12
制造业	9.49%	9.41%	-0.08	3.82%	2.37%	-1.45
租赁和商务服务业	9.48%	9.29%	-0.19	0.21%	0.08%	-0.13
水利、环境和公共设施管理业	4.76%	4.88%	0.13	-	-	-
住宿和餐饮业	1.83%	1.49%	-0.35	1.76%	6.31%	4.55
农、林、牧、渔业	1.94%	1.68%	-0.26	5.44%	4.79%	-0.65
交通运输、仓储和邮政业	1.65%	1.47%	-0.18	1.60%	3.37%	1.77
其他	2.48%	2.75%	0.26	0.29%	0.24%	-0.05
<b>个人贷款和垫款总额</b>	<b>25.55%</b>	<b>25.25%</b>	<b>-0.30</b>	<b>1.31%</b>	<b>1.10%</b>	<b>-0.21</b>
个人经营贷款	12.13%	11.95%	-0.18	2.42%	1.97%	-0.45
个人住房贷款	11.90%	11.93%	0.03	0.23%	0.26%	0.03
个人消费贷款	1.50%	1.35%	-0.15	0.88%	0.78%	-0.10
其他	0.03%	0.02%	-0.00	3.72%	3.59%	-0.13
<b>票据贴现</b>	<b>2.63%</b>	<b>3.45%</b>	<b>0.82</b>	-	-	-
<b>贷款总额</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>-</b>	<b>1.46%</b>	<b>1.49%</b>	<b>0.03</b>

资料来源：WIND，民生证券研究院

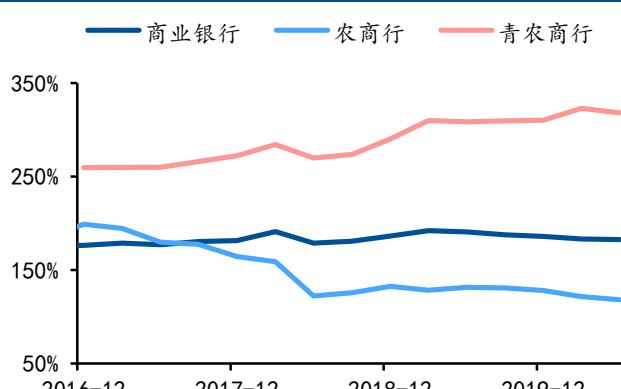
不良率小幅提升，核心指标处于合理区间。受到疫情影响，公司二季度年化不良贷款生成率较一季度提升 12bp 至 1.24%。二季末不良贷款率 1.49%，较一季末提升 6bp，但仍然远低于同期农商行 4.22% 的不良率，处于上市银行中等水平。二季末关注类贷款占总贷款的比例为 5.62%，虽然环比提升 61bp，但同比下降 1bp，长期来看依然处于下降趋势中。逾期 90 天以上贷款占不良贷款的比例较上年末提升 7.85pct 至 81.80%，仍处于 90% 以内的合理水平。二季末拨备覆盖率环比小幅下降 4.93pct 至 318.00%，公司仍属于少数拨备覆盖率超过 300% 的上市银行之一。此外，二季末抵质押率 62.31%，较上年末提升 92bp，风险防御措施有所加强。总体来看，公司资产质量虽然面临一定压力，但主要指标仍处于合理区间，具备较强的风险抵御能力，对于公司资产质量无须过分担心。

图 4: 青农商行不良贷款率环比小幅提升



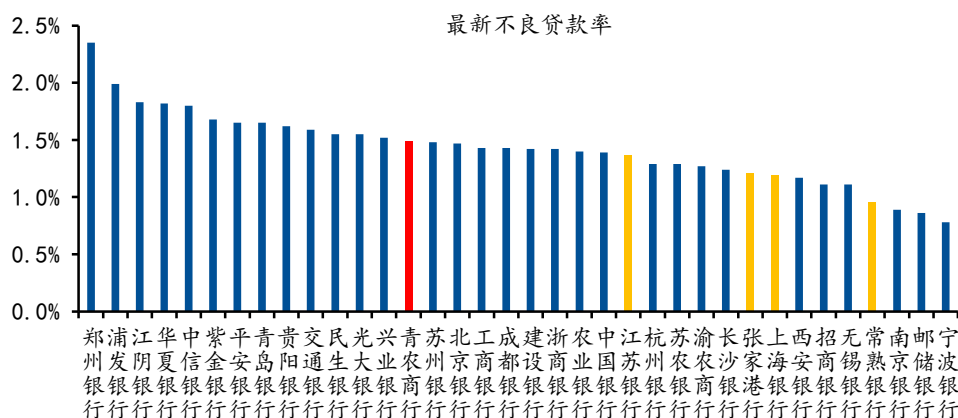
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 5: 青农商行拨备覆盖率远高于同业平均水平



资料来源: WIND, 民生证券研究院

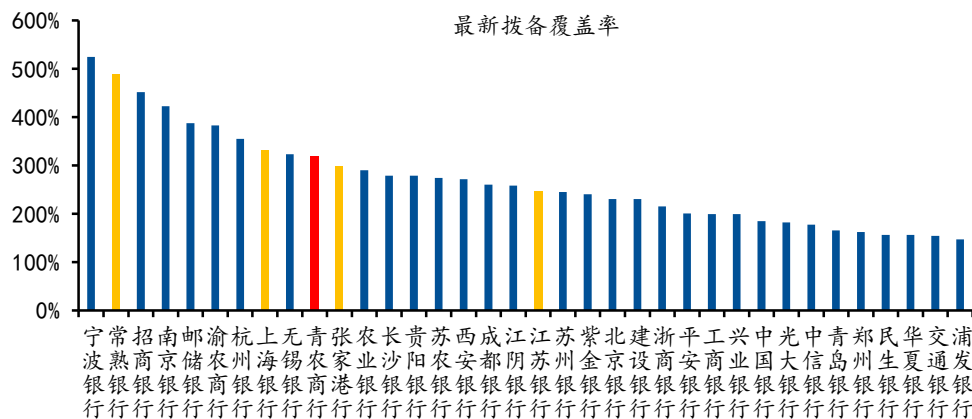
图 6: 青农商行不良贷款率处于上市银行中等水平



资料来源: WIND, 民生证券研究院

注: 红色和黄色为 2020Q2 末, 蓝色为 2020Q1 末

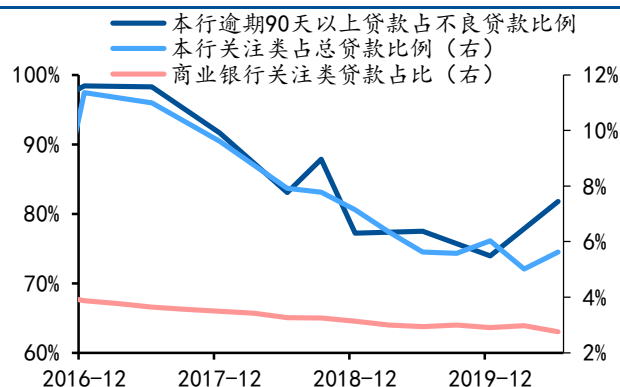
图 7: 青农商行是少数拨备覆盖率超过 300% 的上市银行之一



资料来源: WIND, 民生证券研究院

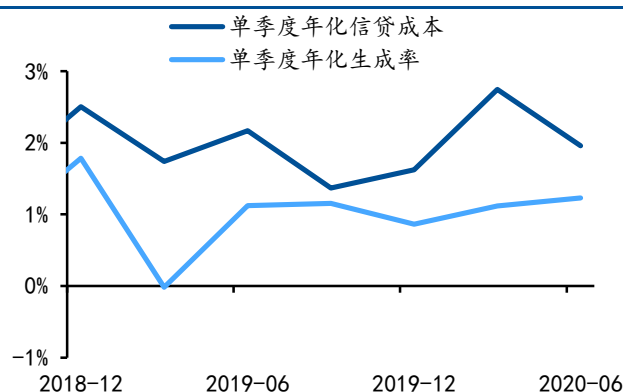
注: 红色和黄色为 2020Q2 末, 蓝色为 2020Q1 末

图 8: 青农商行关注类贷款占比长期下行



资料来源: WIND, 民生证券研究院

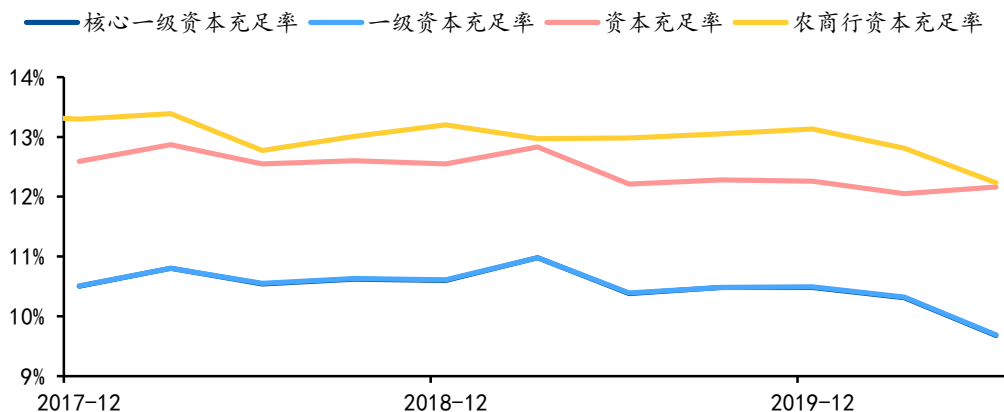
图 9: 青农商行年化信贷成本和不良贷款生成率



资料来源: WIND, 民生证券研究院

可转债发行进展顺利, 资本补充可期。二季末公司核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别较一季末环比下降 63bp、63bp 和提升 11bp 至 9.68%、9.69%和 12.16%。三项指标分别高出监管底线 2.18pct、1.19pct 和 1.66pct, 仍具有支持规模扩张的空间。今年 7 月, 公司获证监会核准公开发行不超过 50 亿元可转债, 目前已进入配售与申购阶段。未来随着可转债逐步转股, 公司的各级资本均将得到进一步补充, 为公司规模快速扩张打下坚实的基础。

图 10: 青农商行各级资本充足率



资料来源: WIND, 民生证券研究院

## 二、投资建议

公司小微金融业务特色鲜明，拨备前的“真实”利润增速保持两位数较高水平，业绩增速领先同业，位居已披露半年报的银行之首。虽然资产质量面临一定压力，但核心指标仍处于合理区间，高于 300%的拨备覆盖率和提升的贷款抵质押率给予公司较强的风险抵御能力。公司外源性资本补充渠道畅通，2019 年上市以来已陆续获准发行二级资本债和可转债。当前可转债正处于配售申购阶段。未来随着可转债发行后逐步转股，资本补足将进一步为公司打开规模增长空间。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 4.85%、9.76%和 12.95%，对应 2020 年末 BVPS 为 4.78 元，静态 PB 为 1.15 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 三、风险提示

- 1、资产质量波动
- 2、利率中枢下降
- 3、经济复苏不及预期



## 公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>资产负债表概要</b>				
总资产	341,667	398,855	458,008	521,491
贷款净额	170,996	203,893	234,477	267,304
债券投资	122,604	143,401	164,911	187,999
总负债	316,406	371,448	428,205	488,957
存款余额	218,806	253,446	292,467	334,236
同业负债	27,472	32,294	37,266	42,588
股东权益	25,262	27,408	29,803	32,534
<b>盈利能力</b>				
ROAA	0.89%	0.80%	0.76%	0.75%
ROAE	12.57%	11.62%	11.72%	12.13%
生息资产收益率	4.31%	4.15%	4.12%	4.11%
计息负债成本率	2.19%	2.04%	2.04%	2.03%
净息差 (NIM)	2.28%	2.24%	2.21%	2.20%
成本收入比	33%	33%	33%	33%
<b>成长能力</b>				
贷款	30.8%	19.2%	15.0%	14.0%
存款	13.6%	15.8%	15.4%	14.3%
净利息收入	8.6%	14.9%	14.4%	13.9%
中间业务收入	33.4%	40.0%	40.0%	40.0%
营业费用	16.5%	16.3%	16.0%	15.9%
净利润	16.8%	4.8%	9.8%	13.0%
<b>营业收入结构</b>				
利息占比	81.2%	80.2%	79.1%	77.8%
手续费收入占比	2.3%	2.7%	3.3%	4.0%
业务费用占比	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%
计提拨备占比	30.9%	34.7%	36.4%	37.2%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>利润表概要</b>				
净利息收入	7,090	8,146	9,315	10,615
手续费净收入	199	278	390	546
营业费用	2,894	3,366	3,905	4,525
拨备前利润	5,808	6,784	7,872	9,122
计提减值准备	2,698	3,523	4,292	5,079
所得税	263	276	303	342
净利润	2,825	2,962	3,251	3,672
<b>资本管理</b>				
核心资本	24,576	26,544	28,921	31,634
资本净额	28,746	31,386	34,482	37,965
风险加权资产	234,559	273,820	314,429	358,011
风险加权资产比重	69%	69%	69%	69%
核心一级资本充足率	10.5%	9.7%	9.2%	8.8%
一级资本充足率	10.5%	9.7%	9.2%	8.8%
资本充足率	12.3%	11.5%	11.0%	10.6%
<b>资产质量</b>				
贷款减值准备	7,713	9,721	12,123	14,882
不良贷款额	2,497	3,038	3,470	3,929
不良贷款率	1.46%	1.49%	1.48%	1.47%
拨备覆盖率	309%	320%	349%	379%
拨贷比	4.51%	4.77%	5.17%	5.57%
信用成本	2.06%	2.06%	2.11%	2.17%
<b>估值分析</b>				
PB	1.25	1.15	1.06	0.97
PE	10.84	10.34	9.42	8.34
EPS	0.51	0.53	0.59	0.66
BVPS	4.39	4.78	5.21	5.69
每股股利	0.15	0.16	0.17	0.19
股息收益率	2.7%	2.9%	3.1%	3.5%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 插图目录

图 1: 青农商行营收、PPOP 及业绩同比增速.....	3
图 2: 青农商行业绩累计同比增速高于行业整体水平.....	3
图 3: 2020H1 青农商行净息差较 Q1 提升 7bp.....	4
图 4: 青农商行不良贷款率环比小幅提升.....	6
图 5: 青农商行拨备覆盖率远高于同业平均水平.....	6
图 6: 青农商行不良贷款率处于上市银行中等水平.....	6
图 7: 青农商行是少数拨备覆盖率超过 300%的上市银行之一.....	6
图 8: 青农商行关注类贷款占比长期下行.....	7
图 9: 青农商行年化信贷成本和不良贷款生成率.....	7
图 10: 青农商行各级资本充足率.....	7

## 表格目录

表 1: 青农商行归母净利润同比增长的归因分析.....	3
表 2: 青农商行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表.....	4
表 3: 青农商贷款分布及不良率情况.....	5

## 分析师与研究助理简介

**郭其伟**，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

**廖紫苑**，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。