

紫金银行(601860)/银行
**紫金银行 20 年 3 季报详细解读：
Q3 零售继续发力，中收同比大幅转正**
评级：增持(维持)

市场价格：3.92

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

电话：

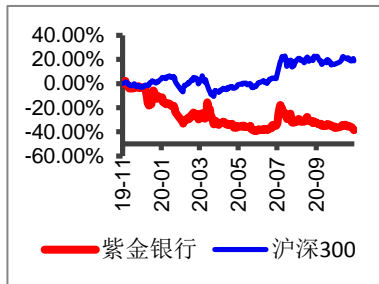
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jjajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,661
流通股本(百万股)	1,740
市价(元)	3.92
市值(百万元)	14,424
流通市值(百万元)	6,854

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 详解紫金银行 2020 中报：资产质量夯实，稳健增长

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4231.0	4674.0	5180.3	5735.0	6467.7
增长率 yoy%	16.8	10.5	10.8	10.7	12.8
净利润	1254.0	1417.0	1456.4	1544.3	1721.1
增长率 yoy%	10.3	13.0	2.8	6.0	11.4
每股收益(元)	0.34	0.39	0.40	0.42	0.47
净资产收益率	11.3	10.9	10.3	10.3	10.7
P/E	11.50	10.18	9.90	9.34	8.38
PEG					
P/B	1.17	1.05	0.99	0.93	0.86

备注：股价选取截至 2020/11/02

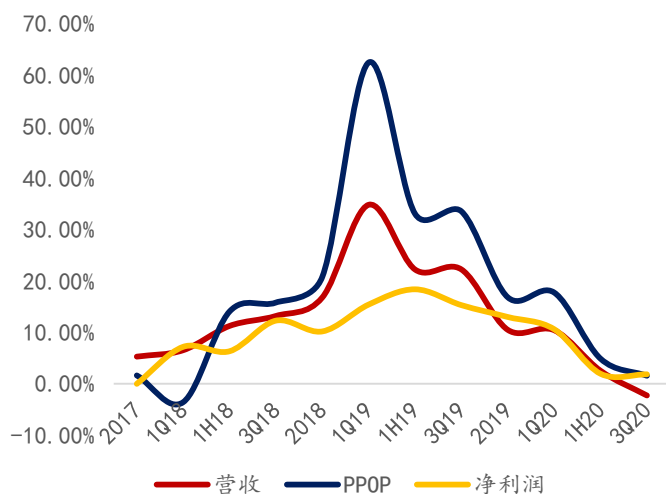
投资要点

- 季报亮点：1、净利润同比增速保持稳定。**营收和 PPOP 同比增速有一定放缓，但下行幅度较 2 季度有明显减弱，其中净手续费收入 3 季度对公司的营收起到很好支撑，同比增速由负大幅转正。在资产质量总体平稳下，3 季度拨备计提力度有小幅放缓，同时税收优惠增厚，带动净利润同比增速下降幅度减小，总体保持稳定。**2、3 季度零售贷款和总存款保持高增。**资产端信贷内部结构转型调整，零售贷款单季新增 17.7 亿，占比单季总新增 86%，环比高增 6.7%。公司 20 年开始转型快贷业务，3 季度在经济复苏下开始放量，对信贷规模起到有效支撑。负债端存款环比连续 5 个季度正增长，规模环比较 2 季度走阔 1.7 个百分点至 4.2%，主要是企业定期存款推动，环比增 13.3%。**3、净手续费收入同比增速大幅改善，**由负转为正增 21.7%。**4、资产质量总体保持较优水平。**不良率平稳、单季年化不良净生成在核销转出增多下环比上行。未来不良压力趋于缓解，关注类贷款双降。安全边际稳定在高位。**5、资本内生，核心一级资本充足率环比上升。**3Q20 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 11.14%、11.14%、17.91%，环比+33、+33、+342bp。公司资本实现内生性补充，同时报告期内公司发行 45 亿可转债，待后续转股后也将对公司的核心一级资本进行有效补充。
- 季报不足：1、净利息收入 3 季度受到息差拖累影响，**环比增长-3.9%，单季年化息差在负债端的拖累下环比下行 13bp 至 1.75%，主要是负债端拖累，资产端收益率亦有小幅下行。往后可看，公司业务转型持续推进，资产端发力高收益的快贷业务，在市场利率逐步传导至信贷利率的情况下资产端结构调整会共同带动收益率有较为明显的改善。负债端公司存款付息成本一直处于行业较优水平，负债结构的优化也将带动计息负债付息率水平趋于改善。
- 投资建议：**公司 2020E、2021E PB 0.99X/0.93X；PE 9.90X/9.34X（农商行 PB 0.86X/0.79X；PE 9.01X/8.80X），公司近年来推进“大零售”业务转型，资产端发力小额快贷业务，负债端持续推进网格化营销稳定存款，带动资产负债两端实现持续的结构优化调整。同时受益于区域经济的强劲，业务模式转型助力业绩稳步提升。同时公司对不良的认定严格，逾期率处农商行偏低水平，资产质量总体稳中向好，建议保持积极关注。
- 风险提示：**经济下滑超预期、公司业务推进不及预期。

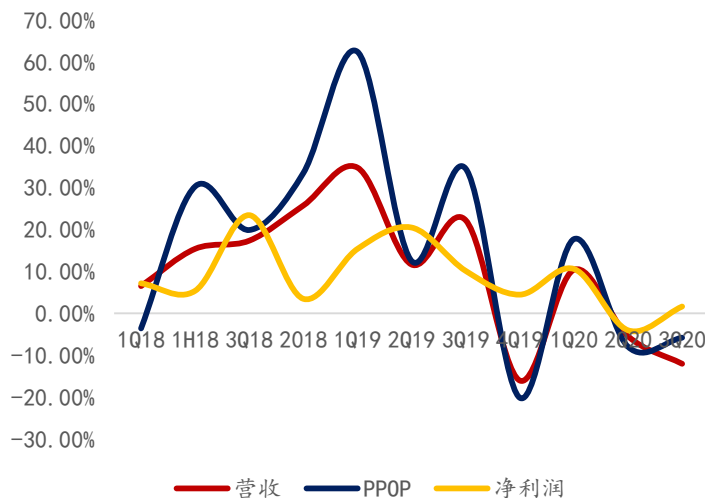
- **季报亮点：1、净利润同比增速保持稳定。** 营收和 PPOP 同比增速有一定放缓，但下行幅度较 2 季度有明显减弱，其中净手续费收入 3 季度对公司的营收起到很好支撑，同比增速由负大幅转正。在资产质量总体平稳下，3 季度拨备计提力度有小幅放缓，同时税收优惠增厚，带动净利润同比增速下降幅度减小，总体保持稳定。**2、3 季度零售贷款和总存款保持高增。** 资产端信贷内部结构转型调整，零售贷款单季新增 17.7 亿，占比单季总新增 86%，环比高增 6.7%。公司 20 年开始转型快贷业务，3 季度在经济复苏下开始放量，对信贷规模起到有效支撑。负债端存款环比连续 5 个季度正增长，规模环比较 2 季度走阔 1.7 百分点至 4.2%，主要是企业定期存款推动，环比增 13.3%。**3、净手续费收入同比增速大幅改善，**由负转为正增 21.7%。**4、资产质量总体保持较优水平。** 不良率平稳、单季年化不良净生成在核销转出增多下环比上行。未来不良压力趋于缓解，关注类贷款双降。安全边际稳定在高位。**5、资本内生，核心一级资本充足率环比上升。** 3Q20 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 11.14%、11.14%、17.91%，环比+33、+33、+342bp。公司资本实现内源性补充，同时报告期内公司发行 45 亿可转债，待后续转股后也将对公司的核心一级资本进行有效补充。
- **季报不足：1、净利息收入 3 季度受到息差拖累影响，环比增长-3.9%，**单季年化息差在负债端的拖累下环比下行 13bp 至 1.75%，主要是负债端拖累，资产端收益率亦有小幅下行。往后看，公司业务转型持续推进，资产端发力高收益的快贷业务，在市场利率逐步传导至信贷利率的情况下资产端结构调整会共同带动收益率有较为明显的改善。负债端公司存款付息成本一直处于行业较优水平，负债结构的优化也将带动计息负债付息率水平趋于改善。

净利润同比增速保持稳定

- **营收和 PPOP 同比增速有一定放缓，但下行幅度较 2 季度有明显减弱，**其中净手续费收入 3 季度对公司的营收起到很好支撑，同比增速由负大幅转正。在资产质量总体平稳下，3 季度拨备计提力度有小幅放缓，同时税收优惠增厚，带动净利润同比增速下降幅度减小，总体保持稳定。3Q19-3Q20 营收、PPOP、归母净利润分别同比增长 22.2%/10.5%/10.4%/2.5%/-2.3%；33.5%/16.8%/17.8%/4.9%/1.6%；15.3%/13.0%/10.6%/2.0%/1.9%。

图表：紫金银行业绩累积同比增速


来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：紫金银行业绩单季同比增速


来源：公司财报，中泰证券研究所

- **1-3Q20 业绩累积同比增长拆分：规模、非息、成本、税收正向贡献业绩，息差、拨备负向贡献业绩。其中对业绩贡献边际改善的有：1、规模同比增幅走阔，对业绩正向贡献持续走强。2、成本和税收节约效应增强，成本正向贡献走阔、税收对业绩贡献转正。边际贡献减弱的有：1、息差环比收窄，对业绩负向贡献扩大。2、非息收入增速收窄，对业绩的正向贡献减弱。3、拨备计提力度减弱、对业绩的正向贡献转负。**

图表：紫金银行业绩增长拆分（累积同比）

	3Q19	2019	1Q20	1H20	3Q20
规模增长	9.3%	8.8%	1.8%	4.5%	7.1%
净息差扩大	7.3%	-2.7%	-13.0%	-9.1%	-13.8%
非息收入	5.6%	4.4%	21.7%	7.2%	4.4%
成本	11.3%	6.3%	7.3%	2.4%	3.8%
拨备	-19.0%	-6.1%	-10.3%	4.3%	-1.1%
税收	0.9%	2.3%	3.5%	-7.2%	1.2%

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：紫金银行业绩增长拆分（单季环比）

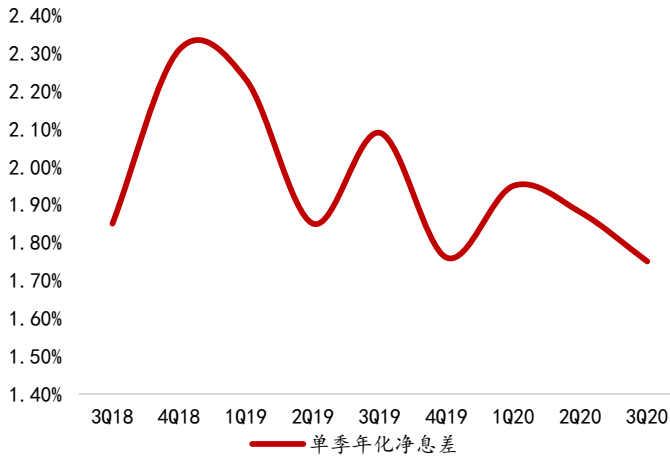
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
规模增长	-2.1%	-0.6%	1.5%	2.6%	3.0%
净息差扩大	12.8%	-15.4%	10.6%	-3.8%	-6.9%
非息收入	-11.9%	8.3%	10.3%	-14.1%	-4.2%
成本	-8.6%	-5.4%	27.6%	-6.5%	0.4%
拨备	14.8%	-26.5%	-16.9%	52.6%	-10.8%
税收	-4.8%	5.0%	-17.3%	-4.8%	24.6%

来源：公司财报，中泰证券研究所

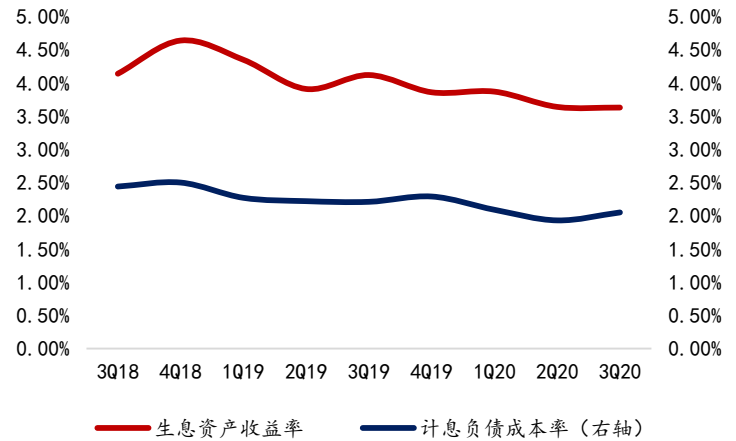
单季净利息收入环比增长-3.9%：主要为息差拖累影响

- **3 季度受到息差拖累影响，公司净利息收入环比增长-3.9%，累计净利息收入同比增-6.7%，资产规模则是实现环比正增 3%。单季年化息差在负债端的拖累下环比下行 13bp 至 1.75%。资产端收益率较 2 季度环比下行 1bp 至 3.63%，负债端付息率环比上行 12bp 至 2.05%。资产端收益率预计仍是受到利率下行及贷款重定价因素的扰动，但是受益于高收益的零售信贷占比提升，资产端收益率下行幅度较 2 季度有明显收窄。而负债付息率预计主要为公司揽储力度加强，存款规模和成本双升所致（3 季度公司存款增长主要由企业定期存款带动）；叠加资金市场利率上行，**

预计主动负债成本也有上升。往后看，公司业务转型持续推进，资产端发力高收益的快贷业务，在市场利率逐步传导至信贷利率的情况下资产端结构调整会共同带动收益率有较为明显的改善。同时公司存款付息成本一直处于行业较优水平，负债结构的优化也将带动计息负债付息率水平趋于改善。

图表：紫金银行单季年化净息差


来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：紫金银行收益付息率（单季年化）


来源：公司财报，中泰证券研究所

资产负债增速及结构：零售信贷保持高增，存款增速走阔

- 资产端信贷内部结构转型调整，零售信贷高增。**
 - 贷款：**单季新增 20.6 亿（剔除票据规模压降，对公和零售贷款合计新增 31.5 亿），环比增 1.8%，环比增速较 2 季度高增的基础上收窄，占比小幅下降至 54.1%；零售贷款单季新增 17.7 亿，占比单季总新增 86%，环比高增 6.7%。公司 20 年开始转型小贷业务，3 季度在经济复苏下开始放量，对信贷规模起到有效支撑。
 - 债券投资：**3 季度规模下降 0.6%，占比下降 1.0% 至 28.1%。债权资产环比压降 3.9%，是拖累投资类资产规模收缩的主因。
 - 存放央行和同业资产：**存放央行较 2 季度增速大幅提升，同业资产 3 季度继续保持高增，环比分别为 10.1% 和 15.5%，合计占比提升至 17.8%。
- 负债端存款增速走阔、同时发债发力，同业负债有所压降。**
 - 存款：**规模增速连续 5 个季度正增长，规模环比较 2 季度走阔 1.7 个百分点至 4.2%，存款占比总负债比例提升 1.0 个百分点至 74.6%。从内部结构看，存款增长主要是企业定期存款推动，环比增 13.3%。
 - 发债规模回升，同业负债有所压降：**发债规模在 2 季度压降的基础上回升，环比增 4.4%，占比上升 0.2 个百分点至 14.8%；同业负债压降明显，环比增-7.8%，占比下降至 10.6%。

图表：紫金银行资产负债增速和结构占比

	环比增速					占比				
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
资产										
贷款	0.98%	1.36%	5.70%	7.42%	1.78%	50.48%	50.75%	52.52%	54.76%	54.13%
--企业贷款	-1.63%	-0.58%	8.04%	5.34%	1.81%	33.73%	33.26%	35.18%	35.97%	35.57%
--个人贷款	2.40%	1.93%	1.16%	2.30%	6.74%	12.47%	12.61%	12.49%	12.40%	12.86%
--票据	21.44%	14.99%	1.50%	35.62%	-8.07%	4.28%	4.88%	4.85%	6.39%	5.70%
债券投资	0.22%	3.85%	1.71%	-2.20%	-0.56%	29.85%	30.75%	30.61%	29.06%	28.07%
存放央行	-23.39%	40.90%	-7.61%	-19.48%	10.14%	6.94%	9.71%	8.78%	6.86%	7.34%
同业资产	-3.64%	-30.32%	-6.06%	18.69%	15.52%	12.72%	8.79%	8.09%	9.32%	10.45%
生息资产合计	-2.00%	0.82%	2.15%	3.02%	2.95%					
负债										
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
存款	0.19%	2.51%	6.40%	2.47%	4.18%	70.03%	71.23%	74.21%	73.64%	74.62%
发债	-17.77%	1.50%	-17.60%	-2.95%	4.43%	19.05%	19.18%	15.48%	14.55%	14.78%
同业负债	11.13%	-11.52%	9.82%	18.33%	-7.75%	10.92%	9.59%	10.31%	11.81%	10.60%
计息负债合计	-2.81%	0.79%	2.12%	3.26%	2.81%					

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资产质量：总体保持较高水平

- 多维度看：1、不良维度——不良率平稳、单季年化不良净生成在核销转出增多下环比上行。**3季度不良贷款余额19.9亿，余额较2季度保持总体稳定。不良率维持在1.68%。同时单季核销转出增多的情况下，单季年化不良净生成环比上行108bp至1.11%。
 2、未来不良压力趋于缓解——关注类贷款双降。关注类贷款余额下降至12.8亿，占比环比下行26bp至1.08%。
 3、拨备维度——安全边际稳定在高位。3季度拨备覆盖率242.02%，环比下降3.09个百分点；拨贷比4.08%，环比下降4bp，拨备总体处于相对较高的绝对值水平。

图表：紫金银行资产质量指标

	3Q19	2019	1Q20	1H20	3Q20	3Q20同比	3Q20环比
不良维度							
不良率	1.65%	1.69%	1.68%	1.68%	1.68%	0.03%	0.00%
不良净生成率（单季年化）	1.17%	0.45%	1.73%	0.03%	1.11%	-0.06%	1.08%
不良净生成率（累计年化）	0.92%	0.79%	1.73%	0.87%	1.00%	0.08%	0.13%
不良核销转出率	37.18%	30.33%	81.02%	25.61%	38.80%	1.62%	13.19%
关注类占比	1.92%	1.75%	1.60%	1.34%	1.08%		
(关注+不良)/贷款总额	3.57%	3.44%	3.28%	3.02%	2.77%		
逾期维度							
逾期率	N.A.	1.57%	N.A.	1.55%	N.A.		
逾期/不良	N.A.	93.31%	N.A.	92.54%	N.A.		
逾期90天以上/贷款总额	N.A.	1.17%	N.A.	1.25%	N.A.		
逾期90天以上/不良贷款余额	N.A.	69.62%	N.A.	74.43%	N.A.		
拨备维度							
信用成本（累积）	N.A.	1.14%	N.A.	1.60%	N.A.		
拨备覆盖率	N.A.	236.85%	240.55%	245.11%	242.02%	-	-3.09%
拨备/贷款总额	N.A.	3.99%	4.04%	4.12%	4.08%	-	-0.04%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

其他：中收同比增速靓丽

- **净非息收入同比增 26.7%，增速较上半年有一定放缓，主要是净其他非息收入增速放缓所致，中收同比增速则是由负转正，实现较为靓丽的高增。**1、**净手续费收入**：同比增速较 1H20 的-14.8%走阔至 21.7%，预计增速仍是由银行卡手续费带动。2、**净其他非息收入同比 28.4%**，增速较半年度有所下滑，其中投资收益由于以摊余成本计量的金融资产终止确认产生的收益增加同比增 91%，增速放缓主要是汇率变动及债券公允价值变动损失增加。
- **成本管控良好、单季年化成本收入比下降。**单季年化成本收入比 28.0%，同比下降 3.2 个百分点。分子端业务及管理费管控良好，同比增-9.2%，较上半年-2.3%降幅扩大。
- **资本内生，核心一级资本充足率环比上升。**3Q20 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 11.14%、11.14%、17.91%，环比 +33、+33、+342bp。核心一级资本和一级资本环比上升主要是公司资本实现内源性补充，同时报告期内公司发行 45 亿可转债，待后续转股后也将对公司的核心一级资本进行有效补充。
- **前十大股东变动：无变动。**
- **投资建议：**公司 2020E、2021E PB 0.99X/0.93X；PE 9.90X/9.34X（农商行 PB 0.86X/0.79X；PE 9.01X/8.80X），公司近年来推进“大零售”业务转型，资产端发力小额快贷业务，负债端持续推进网格化营销稳定

存款，带动资产负债两端实现持续的结构优化调整。同时受益于区域经济的强劲，业务模式转型助力业绩稳步提升。同时公司对不良的认定严格，逾期率处农商行偏低水平，资产质量总体稳中向好，建议保持积极关注。

- **风险提示：**经济下滑超预期、公司业务推进不及预期。

图表：紫金银行盈利预测表

每股指标	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
PE	10.18	9.90	9.34	8.38	净利息收入	3,994	4,391	4,816	5,397
PB	1.05	0.99	0.93	0.86	手续费净收入	263	289	318	350
EPS	0.39	0.40	0.42	0.47	营业收入	4,674	5,180	5,735	6,468
BVPS	3.76	3.96	4.22	4.59	业务及管理费	(1,388)	(1,554)	(1,720)	(1,940)
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.12	拨备前利润	3,243	3,577	3,960	4,466
盈利能力	2019A	2020E	2021E	2022E	拨备	(1,591)	(1,863)	(2,143)	(2,441)
净息差	2.21%	2.09%	2.04%	2.11%	税前利润	1,652	1,713	1,817	2,025
贷款收益率	5.44%	5.34%	5.43%	5.30%	税后利润	1,417	1,456	1,544	1,721
生息资产收益率	4.67%	4.57%	4.17%	4.18%	归属母公司净利润	1,417	1,456	1,544	1,721
存款付息率	1.74%	1.72%	1.85%	1.87%	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
计息负债成本率	2.65%	2.66%	2.30%	2.22%	贷款总额	101,956	117,249	134,837	152,366
ROAA	0.72%	0.69%	0.67%	0.68%	债券投资	61,763	58,675	60,435	62,248
ROAE	10.88%	10.31%	10.30%	10.67%	同业资产	17,665	18,548	19,476	20,449
成本收入比	35.01%	33.42%	29.70%	30.00%	生息资产	200,882	215,594	238,404	261,085
业绩与规模增长	2019A	2020E	2021E	2022E	资产总额	201,319	219,817	243,442	265,790
净利息收入	6.11%	9.93%	9.69%	12.06%	存款	133,512	150,869	168,973	185,870
营业收入	10.47%	10.83%	10.71%	12.78%	同业负债	17,654	18,537	19,464	21,410
拨备前利润	16.78%	10.29%	10.71%	12.79%	发行债券	35,333	31,800	34,980	36,729
归属母公司净利润	13.00%	2.78%	6.04%	11.45%	计息负债	186,499	201,205	223,416	244,009
净手续费收入	2.73%	10.00%	10.00%	10.00%	负债总额	187,570	205,311	227,976	248,988
贷款余额	15.80%	19.80%	17.00%	15.00%	股本	3,661	3,661	3,661	3,661
生息资产	27.76%	13.17%	4.96%	7.32%	归属母公司股东权益	13,749	14,506	15,467	16,802
存款余额	18.09%	12.65%	16.39%	13.00%	所有者权益总额	13,749	14,506	15,467	16,802
计息负债	29.51%	12.43%	5.03%	7.89%	资本状况	2019A	2020E	2021E	2022E
资产质量	2019A	2020E	2021E	2022E	资本充足率	113.35%	99.10%	90.70%	83.23%
不良率	1.69%	1.68%	1.67%	1.65%	核心资本充足率	109.70%	95.92%	87.82%	80.61%
拨备覆盖率	236.85%	262.62%	284.87%	324.61%	杠杆率	14.64	15.15	15.74	15.82
拨贷比	3.99%	4.40%	4.76%	5.37%	RORWA	1.13%	1.09%	1.03%	1.05%
不良净生成率	0.79%	1.00%	1.00%	0.70%	风险加权系数	61.47%	64.74%	64.31%	64.79%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。