

投资评级 优于大市 首次覆盖

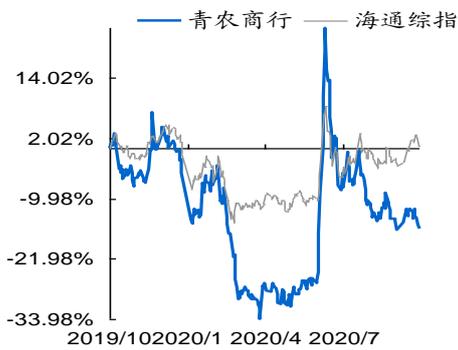
营收净利润保持增长，不良率环比下降

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 11月05日收盘价(元) | 4.82 |
| 52周股价波动(元) | 4.08-7.85 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 5556/2692 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 26778/12976 |

相关研究

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -3.7 | -7.8 | -9.6 |
| 相对涨幅(%) | -7.1 | -5.6 | -13.3 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 孙婷

Tel: (010)50949926

Email: st9998@htsec.com

证书: S0850515040002

分析师: 林加力

Tel: (021)23154395

Email: ljl12245@htsec.com

证书: S0850518120003

分析师: 解巍巍

Email: xww12276@htsec.com

证书: S0850518070001

投资要点: 青农商行营收、净利润保持增长, 不良率环比下降, 资本充足率有望提高, 首次覆盖给予优于大市评级。

- 营收、净利润保持增长。** 1-3Q20 归母净利润 24.73 亿元, 同比增速 4.91%, 较 1H20 上升 0.10pct; 营业收入 70.66 亿元, 同比增速 7.39%, 较 1H20 下降 10.07pct; 拨备前利润同比增速 6.28%, 较 1H20 下降 14.40pct。业绩增速受到净息差环比下降 7bp 至 2.50% 和成本收入比环比上升 2.24pct 至 26.38% 的拖累。
- 全面落实金融纾困政策。** 1-3Q20 净息差 2.5%, 较 1H20 下降 7bp, 由于公司全面落实金融纾困政策, 比如阶段性还本付息、信用贷款支持计划等。截至 9 月末, 公司使用支农支小再贷款 53 亿元。普惠小微贷款余额 292 亿元, 较年初增加 46 亿元、增幅 18.76%, 高于发放贷款和垫款总额增速 0.42 个百分点。
- 不良率环比下降。** 3Q20 不良率 1.46%, 环比下降 3bp, 测算信贷成本环比下降 0.48pct 至 1.63%, 资产质量在疫情冲击下持续保持总体稳定的格局。关注贷款率 5.77%, 较 2Q20 上升 15bp。不良生成率环比上升 0.21pct 至 1.19%。拨备覆盖率 298.23%, 环比下降 19.77pct。
- 资本充足率有望提高。** 青农商行成功发行 20 亿元二级资本债券和 50 亿元可转债, 将提高资本充足率, 以支持规模持续扩张。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 -0.86%、18.86%、14.81%, EPS 分别为 0.50、0.60、0.69 元。根据三阶段 DDM 模型, 得到对应合理价值为 5.16 元。银行处于估值底部, 考虑经济复苏, 展望未来板块将面临估值修复, 因此谨慎给予比目前均值更高的估值水平, 根据 PB-ROE 模型给予公司 2020E PB 估值为 1.05 倍(可比公司为 0.90 倍), 对应合理价值为 4.99 元。综合两种估值方法, 给予公司合理价格区间为 4.99-5.16 元, 对应 2020E PB 估值为 1.05-1.09 倍, 2020E PE 估值为 9.9-10.2 倍, 首次覆盖给予优于大市评级。
- 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

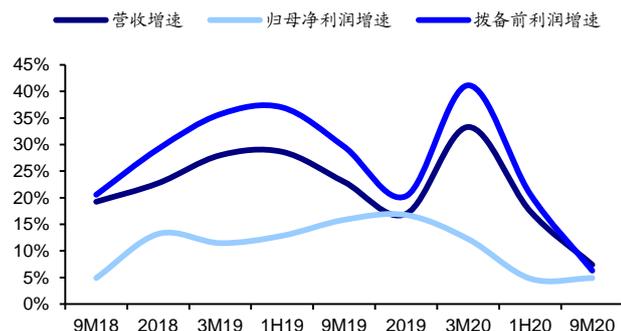
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7462 | 8729 | 9169 | 10746 | 12588 |
| YOY (%) | 22.75% | 16.98% | 5.03% | 17.21% | 17.14% |
| 净利润(百万元) | 2419 | 2825 | 2801 | 3329 | 3822 |
| YOY (%) | 13.23% | 16.78% | -0.86% | 18.86% | 14.81% |
| 平均净资产收益率 | 12.86% | 12.57% | 11.03% | 11.99% | 12.44% |
| 平均总资产收益率 | 0.89% | 0.89% | 0.78% | 0.82% | 0.84% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.44 | 0.51 | 0.50 | 0.60 | 0.69 |
| BVPS(元) | 3.69 | 4.39 | 4.75 | 5.25 | 5.82 |

资料来源: 公司年报(2018-2019)、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

1. 营收、净利润保持增长

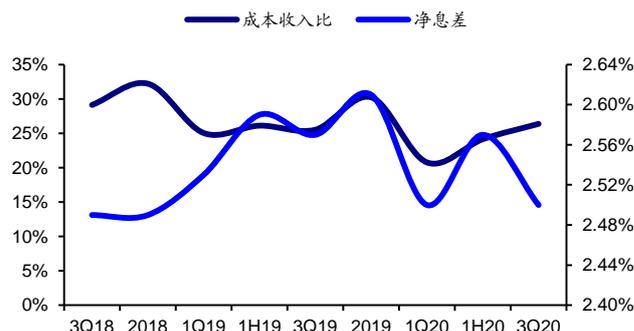
1-3Q20 归母净利润 24.73 亿元，同比增速 4.91%，较 1H20 上升 0.10pct；营业收入 70.66 亿元，同比增速 7.39%，较 1H20 下降 10.07pct；拨备前利润同比增速 6.28%，较 1H20 下降 14.40pct。业绩增速受到净息差环比下降 7bp 至 2.50% 和成本收入比环比上升 2.24pct 至 26.38% 的拖累。

图1 公司报告期营业收入、归母净利润、拨备前利润增速



资料来源：2018-2020 年公司季报、半年报、年报，海通证券研究所

图2 成本收入比、净息差



资料来源：2018-2020 年公司季报、半年报、年报，海通证券研究所

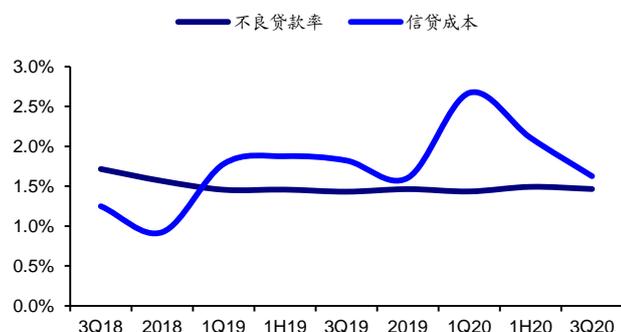
2. 全面落实金融纾困政策

1-3Q20 净息差 2.5%，较 1H20 下降 7bp，由于公司全面落实金融纾困政策，比如阶段性还本付息、信用贷款支持计划等。截至 9 月末，公司使用支农支小再贷款 53 亿元。普惠小微贷款余额 292 亿元，较年初增加 46 亿元、增幅 18.76%，高于发放贷款和垫款总额增速 0.42 个百分点。

3. 不良率环比下降

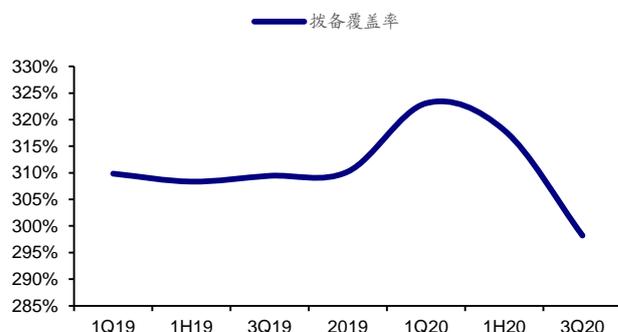
3Q20 不良率 1.46%，环比下降 3bp，测算信贷成本环比下降 0.48pct 至 1.63%，资产质量在疫情冲击下持续保持总体稳定的格局。关注贷款率 5.77%，较 2Q20 上升 15bp。不良生成率环比上升 0.21pct 至 1.19%。拨备覆盖率 298.23%，环比下降 19.77pct。

图3 不良贷款率、信贷成本



资料来源：2018-2020 年公司季报、半年报、年报，海通证券研究所

图4 拨备覆盖率



资料来源：2019-2020 年公司季报、半年报、年报，海通证券研究所

4. 资本充足率有望提高

青农商行成功发行 20 亿元二级资本债券和 50 亿元可转债，将提高资本充足率，以支持规模持续扩张。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 -0.86%、18.86%、14.81%，EPS 分别为 0.50、0.60、0.69 元。其中，盈利预测核心假设如下：

1) 2020-2022 年总资产增速分别为 11.40%、12.69%、12.74%。2020 年 1-9 月，青农商行的总资产同比增速为 19.35%。公司资产规模自 2011 年起，持续保持 10% 以上正增长，资产质量在疫情冲击下持续保持总体稳定的格局。

2) 2020-2022 年净息差（测算值）分别为 2.21%、2.35%、2.47%。我们测算 3Q20 年净息差为 2.17%。随着经济复苏，我们认为未来净息差稳中向好。

3) 2020-2022 年信贷成本分别为 1.62%、1.56%、1.56%。我们测算 2020 年三季度信贷成本为 1.63%。受疫情影响，信贷成本在一季度及二季度上升，三季度回落至正常水平。未来随着经济逐步稳定，我们预期信贷成本将会下行。

表1 2020-2022 年预测核心假设

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产增速 | 16.16% | 11.40% | 12.69% | 12.74% |
| 营业收入增速 | 16.98% | 5.03% | 17.21% | 17.14% |
| 净利息收入增速 | 8.58% | 10.27% | 19.25% | 18.58% |
| 净息差 | 2.27% | 2.21% | 2.35% | 2.47% |
| 信贷成本 | 1.61% | 1.62% | 1.56% | 1.56% |
| 归母净利润增速 | 16.78% | -0.86% | 18.86% | 14.81% |

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们分别通过两种估值方法给予合理价值区间：

1) 三阶段 DDM 模型：我们假设公司未来三年的 EPS 为 0.50、0.60、0.69 元，第四年至第十年的净利润增速为 10%、分红比例为 25%；永续阶段净利润增速为 5.30%、分红比例为 30%，风险折现率为 9.79%，得到对应合理价值为 5.16 元。

表2 DDM 模型下的敏感性测算（元）

| 合理价值（元） | | 永续阶段增速 | | | | |
|---------|--------|--------|------|-------|------|------|
| | | 4.9% | 5.1% | 5.30% | 5.5% | 5.7% |
| 风险折现率 | 10.19% | 4.47 | 4.59 | 4.72 | 4.86 | 5.02 |
| | 9.99% | 4.66 | 4.79 | 4.93 | 5.09 | 5.26 |
| | 9.79% | 4.85 | 5.00 | 5.16 | 5.33 | 5.52 |
| | 9.59% | 5.07 | 5.23 | 5.40 | 5.60 | 5.81 |
| | 9.39% | 5.30 | 5.48 | 5.68 | 5.89 | 6.13 |

资料来源：WIND，海通证券研究所

2) 可比估值法：银行处于估值底部，考虑经济复苏，展望未来板块将面临估值修复，因此谨慎给予比目前均值更高的估值水平。根据 PB-ROE 模型给予公司 2020E PB 估值为 1.05 倍（可比公司为 0.90 倍），对应合理价值为 4.99 元。

公司业务发展格局稳中向好，跟随国家政策，全面落实金融纾困政策，风险抵御能力较高。综合两种估值方法，给予公司合理价格区间为 4.99-5.16 元，对应 2020E PB 估值为 1.05-1.09 倍，2020E PE 估值为 9.9-10.2 倍，首次覆盖给予优于大市评级。

表3 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | BVPS (元) | | | PB (倍) | | | PE (倍) | ROE (%) |
|--------|------|-------------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|---------|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | 2020E | 2019 |
| 002807 | 江阴银行 | 89 | 5.25 | 5.64 | 6.02 | 0.78 | 0.73 | 0.68 | 8.30 | 9.09 |
| 002839 | 张家港行 | 107 | 5.65 | 6.08 | 6.57 | 1.05 | 0.98 | 0.90 | 10.63 | 9.27 |
| 600908 | 无锡银行 | 104 | 5.97 | 6.40 | 6.97 | 0.94 | 0.88 | 0.81 | 7.96 | 11.11 |
| 601128 | 常熟银行 | 189 | 6.18 | 6.66 | 7.28 | 1.12 | 1.03 | 0.95 | 10.19 | 12.00 |
| 603323 | 苏农银行 | 87 | 6.30 | 6.65 | 7.11 | 0.77 | 0.73 | 0.68 | 8.86 | 8.73 |
| 601077 | 渝农商行 | 507 | 7.73 | 8.38 | 9.14 | 0.58 | 0.53 | 0.49 | 5.58 | 12.35 |
| 601860 | 紫金银行 | 147 | 3.76 | 4.06 | 4.45 | 1.07 | 0.99 | 0.90 | 10.20 | 10.88 |
| | 均值 | | 5.87 | 6.29 | 6.79 | 0.97 | 0.90 | 0.83 | 9.37 | 10.39 |

注: 收盘价为 2020 年 11 月 05 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

6. 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。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 (百万元): | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 估值指标 (倍): | | | | | 营业收入 | 8729 | 9169 | 10746 | 12588 |
| PE | 9.18 | 8.97 | 7.38 | 6.47 | 利息收入 | 13415 | 14562 | 16894 | 19628 |
| PB | 1.06 | 0.95 | 0.84 | 0.77 | 利息支出 | -6325 | -6744 | -7570 | -8571 |
| P/B (扣除商誉) | 1.18 | 1.05 | 0.95 | 0.83 | 净利息收入 | 7090 | 7818 | 9324 | 11056 |
| 每股指标 (元): | | | | | 手续费净收入 | 199 | 248 | 320 | 429 |
| EPS | 0.51 | 0.50 | 0.60 | 0.69 | 业务及管理费 | -2640 | -2659 | -3116 | -3651 |
| BVPS | 4.39 | 4.75 | 5.25 | 5.82 | 拨备前利润 | 5970 | 6387 | 7493 | 8783 |
| BVPS (扣除商誉) | 3.96 | 4.32 | 4.81 | 5.38 | 拨备 | -2859 | -3179 | -3684 | -4414 |
| 每股拨备前利润 | 1.07 | 1.15 | 1.35 | 1.58 | 税前利润 | 3110 | 3208 | 3808 | 4368 |
| 驱动性因素: | | | | | 税后利润 | 2847 | 2823 | 3351 | 3844 |
| 生息资产增长 | 16.96% | 11.27% | 12.69% | 12.74% | 归属母公司净利 | 2825 | 2801 | 3329 | 3822 |
| 贷款增长 | 30.47% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 资产负债表 (百万元): | | | | |
| 存款增长 | 13.60% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 贷款总额 | 178709 | 214451 | 257341 | 308809 |
| 贷款收益率 | 5.88% | 5.61% | 5.61% | 5.61% | 贷款减值准备 | -8111 | -9556 | -11191 | -13197 |
| 生息资产收益率 | 4.30% | 4.11% | 4.26% | 4.39% | 贷款净额 | 170996 | 204895 | 246150 | 295612 |
| 存款付息率 | 1.73% | 1.72% | 1.72% | 1.72% | 债券投资 | 122604 | 133951 | 137441 | 138608 |
| 计息负债付息率 | 2.18% | 2.04% | 2.04% | 2.05% | 存放央行 | 26042 | 21688 | 24291 | 27205 |
| 净息差 | 2.24% | 2.22% | 2.24% | 2.27% | 同业资产 | 15594 | 12475 | 12475 | 12475 |
| 风险成本 | 1.61% | 1.62% | 1.56% | 1.56% | 其他资产 | 6432 | 7612 | 8579 | 9671 |
| 净手续费增速 | 33.37% | 24.44% | 29.30% | 34.02% | 生息资产 | 335236 | 373009 | 420357 | 473901 |
| 成本收入比 | 30.25% | 29.00% | 29.00% | 29.00% | 资产总额 | 341667 | 380622 | 428935 | 483573 |
| 所得税税率 | 8.46% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 存款 | 218806 | 245062 | 274470 | 307406 |
| 盈利及杜邦分析: | | | | | 同业负债 | 27472 | 30220 | 34752 | 39965 |
| ROAA | 0.89% | 0.78% | 0.82% | 0.84% | 发行债券 | 66191 | 72810 | 83731 | 96291 |
| ROAE | 12.57% | 11.03% | 11.99% | 12.44% | 计息负债 | 312469 | 348092 | 392954 | 443663 |
| 净利息收入 | 2.23% | 2.16% | 2.30% | 2.42% | 负债总额 | 316406 | 353393 | 398938 | 450419 |
| 非净利息收入 | 0.52% | 0.37% | 0.35% | 0.34% | 股本 | 5556 | 5556 | 5556 | 5556 |
| 营业收入 | 2.75% | 2.54% | 2.65% | 2.76% | 资本公积 | 3818 | 3818 | 3818 | 3818 |
| 营业支出 | 0.86% | 0.76% | 0.80% | 0.83% | 盈余公积 | 2400 | 2681 | 2963 | 3298 |
| 拨备前利润 | 1.88% | 1.77% | 1.85% | 1.93% | 一般风险准备 | 4541 | 4545 | 4545 | 4545 |
| 拨备 | 0.90% | 0.88% | 0.91% | 0.97% | 未分配利润 | 6979 | 7160 | 8845 | 11279 |
| 税前利润 | 0.98% | 0.89% | 0.94% | 0.96% | 股东权益 | 25262 | 27229 | 29998 | 33154 |
| 税收 | 0.08% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 资本状况: | | | | |
| 业绩年增长率: | | | | | 资本充足率 | 12.55% | 10.36% | 10.16% | 9.99% |
| 净利息收入 | 8.58% | 10.27% | 19.25% | 18.58% | 核心资本充足率 | 10.61% | 8.88% | 8.85% | 8.82% |
| 营业收入 | 16.98% | 5.03% | 17.21% | 17.14% | 杠杆率 | 13.53 | 13.98 | 14.30 | 14.59 |
| 拨备前利润 | 20.33% | 6.98% | 17.32% | 17.22% | RORWA | 1.45% | 1.10% | 1.16% | 1.18% |
| 归属母公司利润 | 16.78% | -0.86% | 18.86% | 14.81% | 风险加权系数 | 57.07% | 67.00% | 67.00% | 67.00% |
| 资产质量: | | | | | | | | | |
| 不良率 | 1.46% | 1.44% | 1.43% | 1.43% | | | | | |
| 拨备覆盖率 | 310.23% | 309.65% | 303.75% | 298.94% | | | | | |
| 拨贷比 | 4.54% | 4.46% | 4.35% | 4.27% | | | | | |
| 不良净生成率 | 0.81% | 1.00% | 1.00% | 1.00% | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 05 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融业
林加力 银行行业
解巍巍 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, 江苏银行, 中信银行, 第一创业, 中国太保, 杭州银行, 国金证券, 邮储银行, 建设银行, 中国人寿, 东方财富, 宁波银行, 东吴证券, 国泰君安, 光大证券, 重庆银行, 汇丰控股, 上海银行, 招商证券, 常熟银行, 兴业证券, 中国银河, 华安证券, 华泰证券, 中国平安, 中国人保, 中国财险, 众安在线, 中金公司, 平安银行

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|-----------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 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。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: 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。