

评级：增持(维持)

市场价格：5.05

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

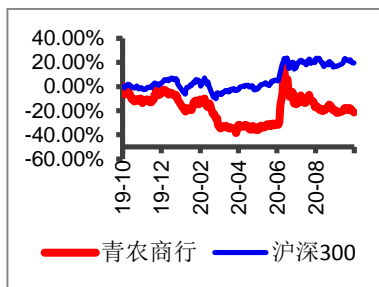
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	5,556
流通股本(百万股)	2,692
市价(元)	5.05
市值(百万元)	28,056
流通市值(百万元)	13,596

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,462	8,729	10,304	11,901	14,042
增长率 yoy%	22.75%	16.99%	18.04%	15.50%	17.99%
净利润	2,419	2,825	2,981	3,377	3,855
增长率 yoy%	13.22%	16.78%	5.54%	13.28%	14.15%
每股收益(元)	0.48	0.51	0.54	0.61	0.69
净资产收益率	12.86%	12.58%	11.84%	12.35%	12.70%
P/E	10.44	9.93	9.41	8.31	7.28
PEG					
P/B	1.23	1.15	1.08	0.98	0.88

备注：股价选取截至2020/10/27

投资要点

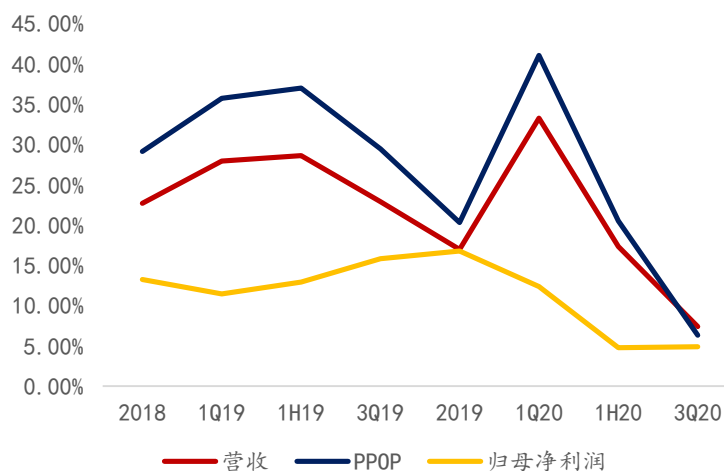
- **季报亮点：1、3季度净利息收入环比增长1.1%，累计净利息收入同比增长14.36%，公司以量补价。3季度生息资产环比+4.16%。2、3季度存贷款保持高增。单季新增贷款92.6亿，环比增4.6%，环比增速较2季度持续走阔，占比小幅上升至53.8%。存款规模增速连续4个季度走阔，规模环比增8.0%，存款占比总负债比例提升1.7个百分点至70.8%。3、净手续费收入继续保持高增，增速较1H20的43.4%走阔至50.3%，预计代销业务手续费保持较快的增长。**
- **季报不足：1、单季年化息差在环比下行10bp至2.09%。资产端收益率较2季度环比下行7bp至3.98%，负债端付息率环比上行2bp至2.07%。2、净其他非息收入增速下滑较多。净其他非息收入同比-26.5%（1H20同比+21%），主要受资金市场利率上行，公允价值净损失扩大且投资收益增幅收窄所致。**
- **投资建议：公司2020E、2021E PB 1.08X/0.98X；PE 9.41X/8.31X（农商行 PB 0.92X/0.84X；PE 9.37X/8.59X），公司积极转型小微业务，零售业务板块存贷和营收贡献度持续提升，基本面总体稳健，建议关注。**
- **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、3季度净利息收入环比增长1.1%，累计净利息收入同比增14.36%，公司以量补价。3季度生息资产环比+4.16%。2、3季度存贷款保持高增。单季新增贷款92.6亿，环比增4.6%，环比增速较2季度持续走阔，占比小幅上升至53.8%。存款规模增速连续4个季度走阔，规模环比增8.0%，存款占比总负债比例提升1.7个百分点至70.8%。3、净手续费收入继续保持高增，增速较1H20的43.4%走阔至50.3%，预计代销业务手续费保持较快的增长。
- **季报不足：**1、单季年化息差在环比下行10bp至2.09%。资产端收益率较2季度环比下行7bp至3.98%，负债端付息率环比上行2bp至2.07%。2、净其他非息收入增速下滑较多。净其他非息收入同比-26.5%（1H20同比+21%），主要受资金市场利率上行，公允价值净损失扩大且投资收益增幅收窄所致。

净利润同比增速拐头向上

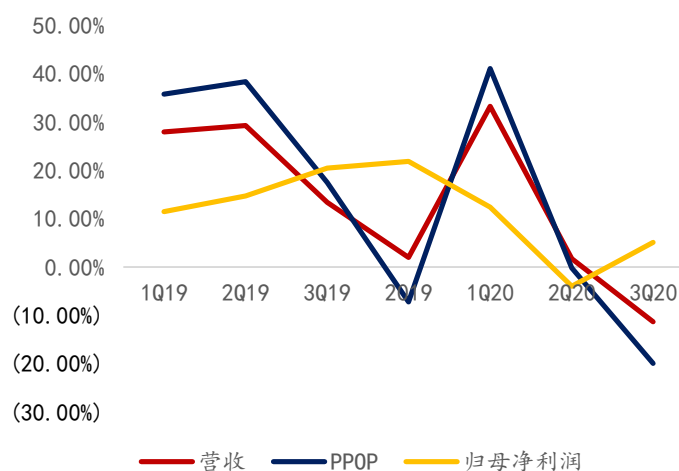
- **1-3Q20 青农商行营收和 PPOP 同比增速有一定的放缓：**净利息收入同比增长总体平稳，主要为净其他非息收入增速下行拖累。累积3季度净利润同比增速拐头向上：拨备计提力度较2季度有一定减小。3Q19-3Q20 营收、PPOP、归母净利润分别同比增长22.9%/17.0%/33.3%/17.3%/7.4%；29.4%/20.3%/41.1%/20.5%/6.3%；15.8%/16.8%/12.4%/4.8%/4.9%。

图表：青农商行业绩累积同比增速



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：青农商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、税收正向贡献业绩，息差、非息、成本、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、拨备计提力度大幅减弱，对业绩的负向贡献收窄。边际贡献减弱的有：1、息差同比降幅有所扩大，对业绩负向贡献增强。2、非息收入增速收窄，对业绩贡献转负。3、

成本对业绩的正向贡献转负。4、税收节约效应减弱，对业绩的正向贡献收窄。

图表：青农商行业绩增长拆分（累积同比）

	3Q19	2019	1Q20	1H20	3Q20
规模增长	18.1%	17.2%	15.4%	17.8%	18.4%
净息差扩大	-10.7%	-8.6%	-2.2%	-2.3%	-4.1%
非息收入	15.5%	8.4%	20.1%	1.9%	-6.9%
成本	6.6%	3.4%	7.8%	3.2%	-1.1%
拨备	-26.9%	-17.7%	-36.3%	-24.2%	-5.1%
税收	13.1%	13.8%	7.9%	8.5%	3.7%

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：青农商行业绩增长拆分（单季环比）

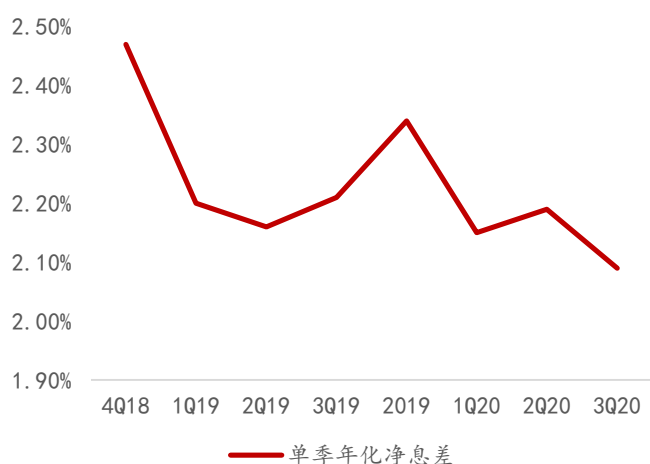
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
规模增长	3.2%	3.6%	3.4%	5.1%	5.7%
净息差扩大	2.6%	5.9%	-8.2%	1.5%	-4.6%
非息收入	-0.7%	-15.2%	36.4%	-28.6%	-9.4%
成本	3.6%	-26.8%	62.3%	-7.9%	-4.4%
拨备	47.4%	-26.6%	29.5%	-10.6%	112.4%
税收	-13.6%	9.7%	-44.2%	14.6%	-43.8%

来源：公司财报，中泰证券研究所

单季净利息收入环比增长 1.1%：规模主贡献

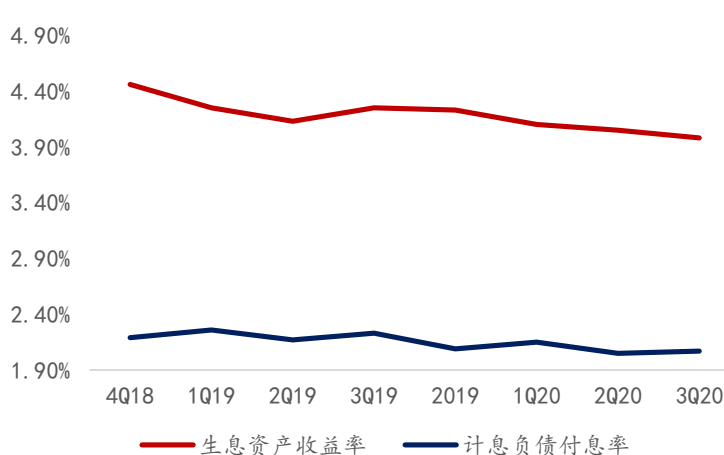
- 3 季度净利息收入环比增长 1.1%，累计净利息收入同比增 14.36%，规模增长是主要贡献。**3 季度生息资产环比+4.16%，单季年化息差在环比下行 10bp 至 2.09%。资产端收益率较 2 季度环比下行 7bp 至 3.98%，负债端付息率环比上行 2bp 至 2.07%。资产端收益率预计受到利率重定价因素的影响，同时也有减费让利和普惠小微贷款增长影响（普惠小微贷款余额 292 亿元，较年初增加 46 亿元、增幅 18.76%）。而负债付息率预计公司加大揽储力度，存款成本或有所上行；叠加资金市场利率上行，预计主动负债成本也有上升。

图表：青农商行单季年化净息差



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：青农商行收益付息率（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：存贷保持高增

- 资产端贷款增速在 2 季度高增的基础上再度走阔，同时债券投资在前期高基数下规模压降，存放央行在低基数高增，同业资产继续保持高速增长。**1、**贷款：**单季新增 92.6 亿，环比增 4.6%，环比增速较 2 季度继

续走高，占比小幅上升至 53.8%。**2、债券投资：**在 2 季度高基数的基础上 3 季度规模下降 1.9%，占比下降 2.1%至 33.4%。从细分项看主要是交易性金融资产出售较多。**3、存放央行和同业资产：**在 2 季度环比高增的情况下 3 季度继续保持高增，环比分别为 14.9%和 29.5%，合计占比提升至 12.8%。

- **负债端存款和同业负债同时发力，发债规模压降明显。****1、存款：**规模增速连续 4 个季度走阔，规模环比增 8.0%，存款占比总负债比例提升 1.7 个百分点至 70.8%。**2、资金成本相对较高的发债规模压降明显，同业负债则保持高增：**发债在 2 季度高增长的基础上明显压降，环比增 -5.8%，占比下降 2.4 个百分点至 19.6%；同业负债保持高增，环比增 13.2%，占比提升至 9.7%。

图表：青农商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	3.06%	3.64%	8.89%	3.92%	4.58%	52.50%	52.24%	55.38%	53.61%	53.83%
--企业贷款							37.51%		38.22%	
--个人贷款							13.35%		13.54%	
--票据							1.37%		1.85%	
债券投资	4.35%	2.87%	-0.15%	9.29%	-1.91%	36.29%	35.84%	34.84%	35.47%	33.41%
存放央行	-0.94%	6.50%	-14.45%	0.39%	14.92%	7.20%	7.37%	6.14%	5.74%	6.33%
同业资产	-0.32%	18.31%	-17.76%	52.11%	29.46%	4.01%	4.56%	3.65%	5.17%	6.43%
生息资产合计	3.08%	4.15%	2.72%	7.33%	4.16%					
负债										
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
存款	0.23%	2.30%	4.20%	5.28%	8.01%	70.27%	69.72%	70.22%	69.09%	70.76%
发债	7.43%	10.37%	2.26%	10.94%	-5.81%	19.99%	21.40%	21.15%	21.93%	19.59%
同业负债	29.80%	-6.01%	0.60%	11.33%	13.23%	9.74%	8.88%	8.64%	8.98%	9.65%
计息负债合计	3.93%	3.10%	3.47%	7.00%	5.45%					

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资产质量：总体保持稳定

- **多维度看：1、不良维度——不良额保持稳定，不良率环比小幅下行；**单季年化不良净生成均环比下降，累积年化不良净生成环比上升，预计主要为单 2 季度不良净生成相对较高所致。3 季度不良贷款余额 31.0 亿，余额较 2 季度保持稳定。不良率预计主要由于分母贷款扩张、环比下行 2bp 至 1.47%。单季年化不良净生成环比下行 3bp 至 1.26%；累积年化不良净生成环比上升 9bp 至 1.24%。**2、未来不良压力有所上升——**关注类贷款余额上升至 122.0 亿，占比环比上行 15bp 至 5.77%。**3、拨备维度——拨备覆盖率在高位环比有所下降。**3 季度拨备覆盖率 298.23%，环比下降 19.8 个百分点；拨贷比 4.37%，环比下降 37bp，拨备总体处于相对较高的绝对值水平。

图表：青农商行资产质量指标

	3Q19	2019	1Q20	1H20	3Q20	3Q20同比	3Q20环比
不良维度							
不良率	1.43%	1.46%	1.43%	1.49%	1.47%	0.04%	-0.02%
不良净生成率（单季年化）	1.30%	0.87%	1.16%	1.29%	1.26%	-0.04%	-0.03%
不良净生成率（累计年化）	1.10%	1.00%	1.16%	1.15%	1.24%	0.14%	0.09%
不良核销转出率	49.94%	41.88%	52.31%	47.72%	60.11%	10.17%	12.39%
关注类占比	5.58%	6.03%	5.01%	5.62%	5.77%	0.19%	0.15%
(关注+不良)/贷款总额	7.02%	7.49%	6.45%	7.11%	7.23%	0.21%	0.12%
逾期维度							
逾期率	N.A.	3.03%	N.A.	1.78%	N.A.		
逾期/不良	N.A.	207.11%	N.A.	119.22%	N.A.		
逾期90天以上/贷款总额	N.A.	1.08%	N.A.	1.22%	N.A.		
逾期90天以上/不良贷款余额	N.A.	73.96%	N.A.	81.80%	N.A.		
拨备维度							
信用成本（累积）	N.A.	1.64%	N.A.	2.12%	N.A.		
拨备覆盖率	309.28%	310.33%	323.07%	318.03%	298.23%	-11.05%	-19.80%
拨备/贷款总额	4.43%	4.54%	4.64%	4.74%	4.37%	-0.06%	-0.37%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

其他

- **净非息收入同比增-17.2%，主要是净其他非息收入拖累影响，净手续费收入保持高增。1、净手续费收入继续保持高增，增速较1H20的43.4%走阔至50.3%，预计代销业务手续费保持较快的增长。2、净其他非息收入同比-26.5%，较半年度增速有所下滑，主要受资金市场利率上行，公允价值净损失扩大且投资收益增幅收窄所致。**
- **单季年化成本收入比上升。单季年化成本收入比31.9%，同比上升7.5个百分点。成本收入比上升较多预计主要是分母端营收增速下行所致，分子端业务及管理费同比增11%，上半年同比+8.6%，较上半年略升。**
- **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9.82%、9.83%、11.73%，环比+14、+14、-43bp。**
- **前十大股东变动：增持：青岛即发集团增持0.07%至4.93%。**
- **投资建议：公司2020E、2021E PB 1.08X/0.98X；PE 9.41X/8.31X（农商行 PB 0.92X/0.84X；PE 9.37X/8.59X），公司积极转型小微业务，零售业务板块存贷和营收贡献度持续提升，基本面总体稳健，建议关注。**
- **风险提示：经济下滑超预期、公司业务推进不及预期。**

图表：青农商行盈利预测表

每股指标	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
PE	9.93	9.41	8.31	7.28	净利息收入	7,091	8,434	9,766	11,603
PB	1.15	1.08	0.98	0.88	手续费净收入	199	215	232	251
EPS	0.51	0.54	0.61	0.69	营业收入	8,729	10,304	11,901	14,042
BVPS	4.39	4.67	5.17	5.75	业务及管理费	(2,640)	(3,143)	(3,630)	(4,283)
每股股利	0.15	0.11	0.12	0.14	拨备前利润	5,971	7,016	8,099	9,553
盈利能力	2019A	2020E	2021E	2022E	拨备	(2,861)	(3,676)	(4,317)	(5,237)
净息差	2.24%	2.30%	2.31%	2.37%	税前利润	3,110	3,340	3,782	4,316
贷款收益率	6.03%	5.95%	5.85%	5.85%	税后利润	2,847	3,006	3,404	3,884
生息资产收益率	4.23%	4.30%	4.32%	4.39%	归属母公司净利润	2,825	2,981	3,377	3,855
存款付息率	1.74%	1.75%	1.75%	1.75%	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
计息负债成本率	2.19%	2.19%	2.21%	2.21%	贷款总额	178,709	214,451	257,341	308,809
ROAA	0.89%	0.81%	0.80%	0.79%	债券投资	122,603	134,863	148,350	163,185
ROAE	12.58%	11.84%	12.35%	12.70%	同业资产	15,595	16,219	16,868	17,542
成本收入比	30.24%	30.50%	30.50%	30.50%	生息资产	342,111	392,490	453,559	525,186
业绩与规模增长	2019A	2020E	2021E	2022E	资产总额	341,667	391,617	451,663	521,128
净利息收入	8.59%	18.94%	15.79%	18.81%	存款	218,806	245,063	281,822	324,095
营业收入	16.99%	18.04%	15.50%	17.99%	同业负债	27,473	32,968	37,913	43,600
拨备前利润	20.35%	17.50%	15.44%	17.95%	发行债券	66,191	79,429	93,726	110,597
归属母公司净利润	16.78%	5.54%	13.28%	14.15%	计息负债	312,470	357,460	413,461	478,292
净手续费收入	33.42%	8.00%	8.00%	8.00%	负债总额	316,406	364,755	421,899	488,053
贷款余额	30.47%	20.00%	20.00%	20.00%	股本	5,556	5,556	5,556	5,556
生息资产	17.11%	14.73%	15.56%	15.79%	归属母公司股东权益	24,415	25,932	28,740	31,949
存款余额	13.60%	12.00%	15.00%	15.00%	所有者权益总额	25,261	26,863	29,764	33,075
计息负债	17.31%	14.40%	15.67%	15.68%	资本状况	2019A	2020E	2021E	2022E
资产质量	2019A	2020E	2021E	2022E	资本充足率	12.26%	11.25%	10.72%	10.24%
不良率	1.46%	1.49%	1.50%	1.48%	核心资本充足率	10.48%	9.71%	9.37%	9.07%
拨备覆盖率	310.31%	320.38%	327.94%	350.01%	杠杆率	13.53	14.58	15.18	15.76
拨贷比	4.54%	4.77%	4.91%	5.19%	RORWA	1.32%	1.19%	1.17%	1.16%
不良净生成率	1.00%	1.20%	1.20%	1.00%	风险加权系数	68.86%	69.09%	68.89%	68.66%

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。