

紫金银行(601860)/银行

详解紫金银行 2020 中报：资产质量夯实，稳健增长
评级：增持(维持)

市场价格：4.32

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：

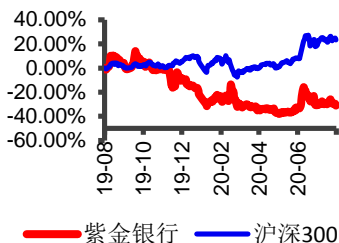
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

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)	1,736
市价(元)	4.32
市值(百万元)	15,815
流通市值(百万元)	7,501

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)	4231.0	4674.0	5121.5	5791.5	6663.9
增长率 yoy%	16.8	10.5	9.6	13.1	15.1
净利润	1254.0	1417.0	1440.5	1603.7	1805.2
增长率 yoy%	10.3	13.0	1.7	11.3	12.6
每股收益(元)	0.34	0.39	0.39	0.44	0.49
净资产收益率	11.3	10.9	10.2	10.7	11.1
P/E	12.61	11.16	10.98	9.86	8.76
PEG					
P/B	1.29	1.15	1.09	1.02	0.93

备注：股价选取截至 2020/08/26

投资要点

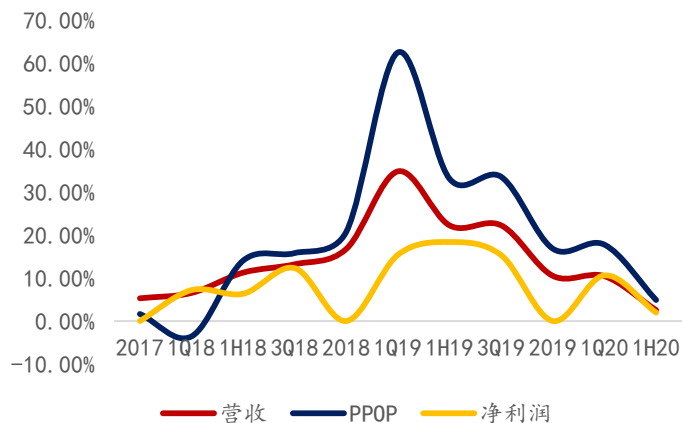
- 中报亮点：1、资产质量夯实。**2 季度不良率保持平稳、不良净生成环比下降，同时未来不良压力有明显下行。尽管逾期 90 天以上占比贷款小幅上行，但总体仍在较低水平。此外拨备继续夯实，安全边际提升，拨备覆盖率为 245%，环比提升 4.5 个百分点。**2、负债端大幅贡献息差：**计息负债付息率环比下降 16bp，部分高成本负债替换。
- 中报不足：1、息差环比收窄，拖累净利息收入 2 季度环比-1.2%。**息差收窄主要是资产端利率环比大幅下行。**2、净非息收入增速较 1 季度放缓、一定程度拖累营收。**净其他非息收入上半年实现 4.1 亿，其中投资收益实现 4.3 亿，1 季度实现 3.1 亿。
- 投资建议：**公司 2020E、2021E PB 1.09X/1.02X；PE 10.98X/9.86X（农商行 PB 0.94X/0.86X；PE 9.55X/8.56X），紫金银行深耕南京本土，坚持“服务三农、服务中小、服务城乡”的市场定位，通过渠道下沉深入南京城镇化进程。公司 17 年来业务逐步回归本源，成本端费用管控能力良好，深处南京区域经济活力强劲，资产质量稳中向好，建议保持关注。
- 风险提示事件：**经济下滑超预期、公司业务推进不及预期。

- **中报亮点：1、资产质量夯实。**2 季度不良率保持平稳、不良净生成环比下降，同时未来不良压力有明显下行。尽管逾期 90 天以上占比贷款小幅上行，但总体仍在较低水平。此外拨备继续夯实，安全边际提升，拨备覆盖率为 245%，环比提升 4.5 个百分点。**2、负债端大幅贡献息差：**计息负债付息率环比下降 16bp，部分高成本负债替换。
- **中报不足：1、息差环比收窄，拖累净利息收入 2 季度环比-1.2%。**息差收窄主要是资产端利率环比大幅下行。**2、净非息收入增速较 1 季度放缓、一定程度拖累营收。**净其他非息收入上半年实现 4.1 亿，其中投资收益实现 4.3 亿，1 季度实现 3.1 亿。

营收在高基数下同比增速放缓，净利润同比增速 2%

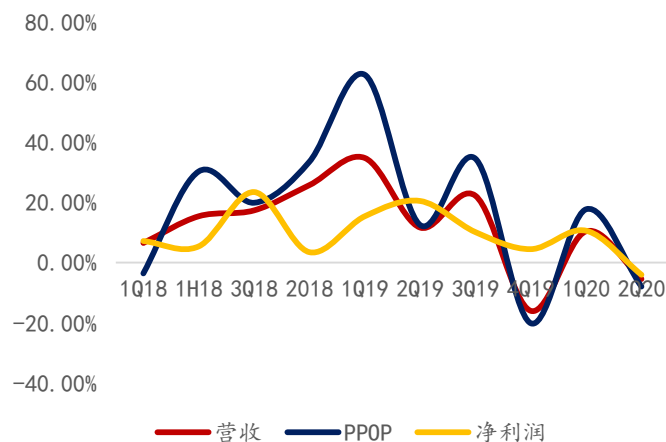
- 上半年营收同比增速在高基数下有所放缓，在营业费用和营业税负增速收窄的背景下，PPOP 同比增速降幅大于营收。同时 2 季度公司继续保持较大的拨备计提力度，净利润同比增速跟随 PPOP 有所下行，同比增 2%。2019-1H20 累积营收、PPOP、归母净利润分别同比增长 10.5%/10.4%/2.5%；16.8%/17.8%/4.9%；13%/10.6%/2%。

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

- **1H20 业绩累积同比增长拆分：规模、非息、成本、拨备正向贡献，息差和税收负向贡献。**其中对业绩贡献边际改善的有：1、规模增速走阔，对业绩的正向贡献增强。2、息差负向贡献 2 季度边际收窄。3、拨备计提力度减小，对业绩转为正向贡献。**边际贡献减弱的有：**1、非息收入对业绩的正向贡献大幅减弱。2、成本、税收节约效应减弱，成本正向贡献收窄，税收转为负向贡献。

图表：紫金银行业绩增长拆分（累积同比）

	1H19	3Q19	2019	1Q20	1H20
规模增长	10.8%	9.3%	8.8%	1.8%	4.5%
净息差扩大	3.6%	7.3%	-2.7%	-13.0%	-9.1%
非息收入	7.8%	5.6%	4.4%	21.7%	7.2%
成本	10.8%	11.3%	6.3%	7.3%	2.4%
拨备	-14.8%	-19.0%	-6.1%	-10.3%	4.3%
税收	-0.2%	0.9%	2.3%	3.5%	-7.2%

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）

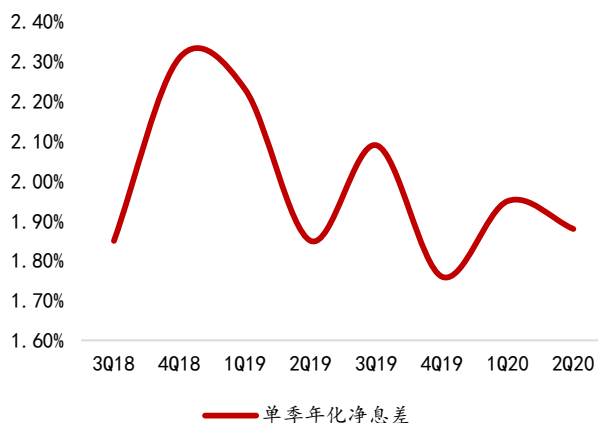
	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
规模增长	3.0%	-2.1%	-0.6%	1.5%	2.6%
净息差扩大	-17.9%	12.8%	-15.4%	10.6%	-3.8%
非息收入	13.8%	-11.9%	8.3%	10.3%	-14.1%
成本	1.2%	-8.6%	-5.4%	27.6%	-6.5%
拨备	27.2%	14.8%	-26.5%	-16.9%	52.6%
税收	18.9%	-4.8%	5.0%	-17.3%	-4.8%

来源：公司财报，中泰证券研究所

净利息收入环比-1.2%：息差拖累

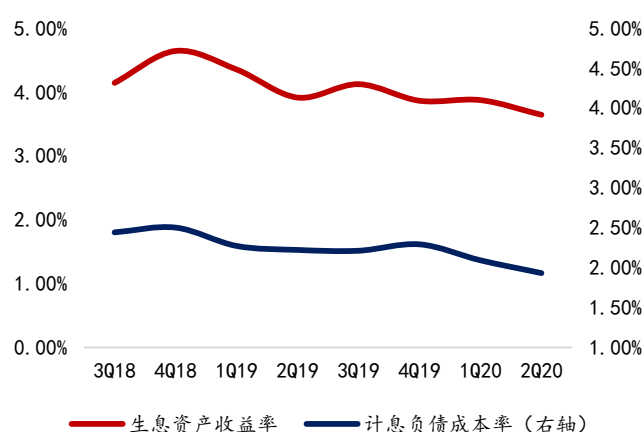
- 2Q20 公司净利息收入环比-1.2%，主要是息差收窄拖累，生息资产规模 2 季度环比增 3%。单季年化息差 2Q20 环比下行 7bp，主要是资产端收益下行，负债端付息成本 2 季度对息差是正向贡献的。2Q20 资产端收益率环比下行 23bp 至 3.64%，预计 2 季度信贷利率持续走低、同时低收益的同业资产发力一定程度拖累综合资产收益率。负债端付息率亦环比下行 16bp 至 1.93%，缓解了部分资产端收益率下行的冲击，预计主要是市场利率维持低位下，公司发力同业负债，推动综合成本付息率环比下行。**

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：贷款占比提升，同业负债发力

- 资产端 2 季度主要由贷款和同业资产支撑，债券投资环比压降，带动生息资产环比增 3%。1、贷款：2 季度贷款环比增 7.4%，单季新增信贷 80 亿（1 季度单季新增 58 亿），主要由对公信贷和票据支撑。从结构占比看，贷款占比生息资产环比上行 2.2 个百分点至 54.8%，其中零售贷款占比总体稳定在 12.4%。2、债券投资：2 季度规模环比-2.2%，主要是其他债权类资、债权资产环比有压降，分别环比-3.1%、-20.9%。3、同业资产：2 季度单季新增 31 亿，环比增 18.7%，主要是买入返**

售资产增长带动，环比增 48.9%，存拆放同业资产则是环比压降的。同业资产占比小幅上行至 9.3%。

- **负债端存款在 1 季度高增下环比增速放缓，同业负债有一定发力。2 季度计息负债环比增 3.3%。1、存款：**2Q20 存款环比增 2.5%，占计息负债比例 2 季度总体稳定，小幅下行至 73.6%。**2、主动负债：**发债规模继续环比压降，同业负债有一定支撑，分别环比增-3%、18.3%。

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

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

存贷细拆：上半年对公信贷支撑，存款活期化总体稳定

- **信贷投向分析：**上半年信贷投放以对公为主，一般对公贷款占比新增 **67%**。**1、对公贷款结构有一定优化。**投放行业集中在批零业、水利环境业、建筑业、租赁商贸业为主，分别占比新增 21%、12%、11%、9%。**2、零售信贷投放受疫情影响投放进度较去年同期有所放缓，**占比上半年新增 6.4%，预计下半年零售信贷节奏会有所加快（紫金银行历史零售信贷投放就集中在下半年）。

图表：紫金银行比年初新增贷款占比

	1H19	2019	1H20
农、林、牧、渔业	1.1%	1.7%	1.2%
制造业	-1.7%	-0.7%	2.1%
建筑业	20.3%	11.1%	11.4%
房地产业	11.8%	0.8%	1.9%
交通运输、仓储和邮政业	-1.4%	-1.6%	2.3%
电力、燃气及水的生产和供应企业	1.8%	2.9%	1.8%
金融业	1.9%	1.8%	1.0%
批发和零售业	3.8%	9.4%	21.2%
租赁和商务服务业	14.7%	7.9%	9.3%
旅游服务业（eg：住宿餐饮等）	-0.3%	-0.5%	1.5%
信息传输、计算机服务和软件	1.7%	1.7%	-0.3%
科研、技术服务和地质勘查业	2.5%	2.6%	0.1%
水利、环境和公共设施管理业	6.5%	9.4%	12.2%
居民服务和其他服务业	-0.6%	-0.2%	-0.6%
卫生、社会保障和社会服务业	2.8%	2.2%	1.9%
对公贷款	60.9%	41.1%	66.9%
个人贷款	19.9%	23.9%	6.4%
贴现票据	19.2%	34.9%	26.7%

资料来源：公司报告，中泰证券研究所

- 存款情况分析：存款活期化总体稳定。1、从期限维度上看，1H20 活期存款、定期存款分别同比 10%、15.8%，活期存款占比总体稳定在 39.7%。2、从客户维度上看，企业存款同比增速 2 季度走阔，1H20 同比增 11.5%，占比提升至 54.1%。**

图表：紫金银行存款结构

	同比				占比			
	1H19	2019	1Q20	1H20	1H19	2019	1Q20	1H20
活期存款	31.4%	8.8%	1.6%	10.0%	40.42%	42.85%	40.38%	39.69%
定期存款	23.27%	20.79%	16.29%	15.76%	57.10%	55.60%	58.57%	59.02%
居民存款	44.7%	20.7%	17.7%	15.7%	43.22%	44.49%	45.86%	44.64%
企业存款	15.0%	11.2%	3.8%	11.5%	54.29%	53.96%	53.09%	54.07%
保证金及其他	-79.2%	-23.7%	-52.6%	-42.2%	2.49%	1.55%	1.05%	1.29%
总存款	12.3%	14.4%	8.3%	12.0%				

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

净非息收入增速较 1 季度高位放缓

- 1H20 净非息收入同比增 46%（1Q20 同比+267%），主要是净其他非息收入支撑。1、净手续费收入同比增速收窄，同比-14.8%（1 季度同比负增 45.5%），从手续费结构看，银行卡手续费收入实现较高增长，**

同比增加 3700 万，代销业务收入则同比有下降 5200 万。2、净其他非息收入上半年实现 4.1 亿，其中投资收益实现 4.3 亿（主要集中在 1 季度，投资收益 3.1 亿），同比增 147%，主要是债权和其他债权投资处置收益所得。

资产质量夯实

- 多维度看：1、不良维度——不良率平稳、不良净生成环比下降。**2 季度不良率环比持平在 1.68%，单季年化不良净生成环比有较大幅度下行至 0.03%。从未来不良压力看，关注类贷款占比继续有较大幅度下行，环比下行 26bp 至 1.34%，未来不良压力有明显下行。**2、逾期维度——逾期率较年初下行。**1H20 逾期率、逾期 90 天以上占比贷款分别为 1.55%、1.25%，公司总的逾期率较年初下降 2bp。同时不良认定上半年仍保持相对严格水平，逾期 90 天以上占比不良 74.4%。**3、拨备维度——拨备继续夯实，安全边际提升。**2 季度拨贷比 4.12%，环比上升 8bp。拨备覆盖率为 245%，环比提升 4.5 个百分点。

图表：紫金银行资产质量指标

	3Q19	2019	1Q20	1H20	1H20 同比	1H20 环比
不良维度						
不良率	1.65%	1.68%	1.68%	1.68%	0.02%	0.00%
不良净生成率（单季年化）	1.17%	0.45%	1.73%	0.03%	-1.47%	-1.70%
不良净生成率（累计年化）	0.92%	0.79%	1.73%	0.87%	0.16%	-0.86%
不良核销转出率	37.18%	30.33%	81.02%	25.61%	8.38%	-55.41%
关注类占比	1.92%	1.75%	1.60%	1.34%	-0.52%	-0.26%
(关注+不良)/贷款总额	3.57%	3.44%	3.28%	3.02%	-0.50%	-0.26%
逾期维度						
逾期率	N.A.	1.57%	N.A.	1.55%	0.55%	
逾期/不良	N.A.	93.31%	N.A.	92.54%	32.48%	
逾期 90 天以上/贷款总额	N.A.	1.17%	N.A.	1.25%	0.45%	
逾期 90 天以上/不良贷款余额	N.A.	69.62%	N.A.	74.43%	26.09%	
拨备维度						
信用成本（累积）	N.A.	1.14%	N.A.	1.60%	0.66%	
拨备覆盖率	224.74%	236.95%	240.50%	245.05%	19.8%	4.55%
拨备/贷款总额	3.72%	3.99%	4.04%	4.12%	0.38%	0.08%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

其他

- 单季年化成本收入比小幅上升。**2Q20 单季年化成本收入比 28.4%，同比小幅上升 3.2 个百分点，主要是分母端营收增速放缓，分子端业务及

管理费上半年受疫情影响支出减少，同比-2.3%，负增速较1季度有收窄。

- **核心一级资本充足率环比下降。**2Q20 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 10.81%、10.81%、14.49%，环比提升-62、-62、-66bp。公司发行 45 亿可转债，待转股后核心一级资本有望得到有效补充和夯实。
- **前十大股东无变动。**
- **投资建议：**公司 2020E、2021E PB 1.09X/1.02X；PE 10.98X/9.86X（农商行 PB 0.94X/0.86X；PE 9.55X/8.56X），紫金银行深耕南京本土，坚持“服务三农、服务中小、服务城乡”的市场定位，通过渠道下沉深入南京城镇化进程。公司 17 年来业务逐步回归本源，成本端费用管控能力良好，深处南京区域经济活力强劲，资产质量稳中向好，建议保持关注。
- **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	11.16	10.98	9.86	8.76	净利息收入	3,994	4,332	4,873	5,593
PB	1.15	1.09	1.02	0.93	手续费净收入	263	289	318	350
EPS	0.39	0.39	0.44	0.49	营业收入	4,674	5,121	5,791	6,664
BVPS	3.76	3.96	4.24	4.62	业务及管理费	(1,388)	(1,536)	(1,737)	(1,999)
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.12	拨备前利润	3,243	3,536	3,999	4,601
盈利能力	2019A	2020E	2021E	2022E	拨备	(1,591)	(1,841)	(2,112)	(2,478)
净息差	2.21%	2.09%	2.04%	2.08%	税前利润	1,652	1,695	1,887	2,124
贷款收益率	5.44%	5.34%	5.43%	5.25%	税后利润	1,417	1,440	1,604	1,805
生息资产收益率	4.67%	4.57%	4.17%	4.15%	归属母公司净利润	1,417	1,440	1,604	1,805
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	137,182	157,759
ROAA	0.72%	0.68%	0.69%	0.71%	债券投资	61,763	58,675	60,435	62,248
ROAE	10.88%	10.20%	10.69%	11.13%	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	240,749	266,478
业绩与规模增长	2019A	2020E	2021E	2022E	资产总额	201,319	219,802	243,489	265,907
净利息收入	6.11%	8.46%	12.49%	14.79%	存款	133,512	150,869	168,973	185,870
营业收入	10.47%	9.57%	13.08%	15.06%	同业负债	17,654	18,537	19,464	21,410
拨备前利润	16.78%	9.03%	13.08%	15.08%	发行债券	35,333	31,800	34,980	36,729
归属母公司净利润	13.00%	1.66%	11.33%	12.56%	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	14,490	15,514	16,918
存款余额	18.09%	12.65%	16.39%	13.00%	所有者权益总额	13,749	14,490	15,514	16,918
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	14.78%	13.37%	12.81%	12.46%
不良率	1.68%	1.68%	1.64%	1.61%	核心资本充足率	11.07%	10.15%	9.88%	9.80%
拨备覆盖率	236.95%	261.51%	282.52%	321.86%	杠杆率	14.64	15.17	15.69	15.72
拨贷比	3.99%	4.38%	4.64%	5.18%	RORWA	1.13%	1.08%	1.07%	1.10%
不良净生成率	0.79%	1.00%	1.00%	0.70%	风险加权系数	61.47%	64.75%	64.29%	64.76%

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。