

郑州银行 (002936)

证券研究报告
2019年05月20日

不良贷款加速暴露，未来业绩或改善

商贸物流银行是最核心的战略定位

郑州地处中国地理中心，是全国重要的铁路、航空、高速公路、电力、邮政电信主枢纽城市。18年郑州市进出口总额为4105亿元，位居中部6省第一，这为郑州银行建设商贸物流特色银行奠定了坚实基础。

18年规模增速回落，1Q19企稳回升

18年末总资产规模为4661亿元，排名上市城商行下游；yoy + 6.96%，增速较17年末下滑12.07个百分点，主因一或是18年促使流动性匹配率提前达标（18年为107.8%，监管要求2020年前达到100%）主动压缩高折算率资产（非标和同业资产）的规模所致；二是核心一级资本紧缺制约。1Q19规模增速回升12.36%，未来资产规模增速主要看资本补充情况。

净息差上升势头较好

其18年IAS39口径净息差为2.19%，较17年上升11bp，1Q19上升至2.25%。其生息资产收益率较高，原因之一是其高收益的非标类资产投资占比较高，16-17年郑州银行应收账款占总资产比重分别为32.29%、26.72%，在上市城商行里仅低于长沙银行。二是小微企业贷款占比高，小微贷款占总贷款比例近年在53%左右，18年普惠口径（单户授信1000万以下）小微贷款比重为14.3%，小微企业客户数5.64万户。三是河南省处于中部地区，因金融供给不充分，贷款利率一般比沿海和大都市圈地区要高。

不良率升幅较大源于监管趋严

18年末不良贷款率为2.47%，较17年大幅上升0.97个百分点。不良指标的恶化主要源于监管要求逾期90天的贷款全部计入不良。郑州银行在17年末不良贷款偏离度高达171%，但18年末已降至95.36%，满足监管要求。此外，其18年加回核销不良贷款净生成率为2.95%，较17年上升1.31个百分点。在一次性暴露完成后，我们预计其不良率未来或能维持平稳。

投资建议：不良贷款加速暴露，未来业绩或改善

郑州银行18年净利润的滑坡主要是提前应对部分监管指标要求所致：一是流动性匹配率需要在2020年前达到100%，其需要压缩高折算率资产导致18年资产规模增速失速下滑；二是监管要求逾期90天的贷款全部计入不良贷款，导致其不良贷款率升幅较大且需要大幅计提拨备来应对。从1Q19季报看来，其资产规模已开始回升，而资产质量也呈现平稳趋势，我们认为其未来业绩或改善。

我们运用DDM对郑州银行进行估值，预测模型分为三个阶段：显性增长期，半显性增长期，永续增长率。假设无风险利率为十年期国债收益率3.27%，市场风险溢价为7.12%（10年期沪深指数平均收益率），beta用郑州银行相对深圳成指一年期的月回报率做回归得出为1.0378。我们测算出郑州银行每股内在价值为5.43元，给予“持有”评级。

风险提示：资产质量大幅恶化；存款增长不及预期。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	102	112	130	145	160
增长率(%)	3.0	9.4	16.4	11.3	10.7
归属母公司股东净利润(亿元)	43	31	32	34	35
增长率(%)	7.0	(28.5)	5.1	4.9	4.5
每股收益(元)	0.80	0.52	0.54	0.57	0.60
市盈率(P/E)	6.40	9.97	9.48	9.04	8.65
市净率(P/B)	0.85	0.83	0.76	0.70	0.65

资料来源：iFinD，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	持有（首次评级）
当前价格	5.15元
目标价格	5.43元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,403.93
流通A股股本(百万股)	600.00
A股总市值(百万元)	22,680.25
流通A股市值(百万元)	3,090.00
每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	92.00
一年内最高/最低(元)	8.09/4.73

作者

廖志明	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
朱于敢	分析师
SAC执业证书编号：S1110518090006	
zhuyugan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 经营区域经济发展向好，打造商贸物流特色银行.....	4
1.1. 郑州地理位置优越，经济水平较高	4
1.2. 以打造商贸物流银行为核心战略	4
2. 净利润增长仍有压力，规模增速企稳.....	5
2.1. 拨备多提拖累净利润增长	5
2.2. 资产规模增速企稳回升	7
3. 净息差回升，中收平稳.....	9
3.1. 净息差上升势头较好	9
3.2. 中收增速放缓，成本收入比升幅较多	11
4. 不良贷款加速暴露，贷款结构改善空间较大.....	12
4.1. 加大不良贷款暴露力度致使不良率升幅较大	12
4.2. 贷款结构改善空间较大.....	14
5. 投资建议：监管要求提前达标，未来业绩或改善.....	15
6. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：郑州市 GDP 平稳较快增长且增速高于河南省（亿元，%）	4
图 2：郑州市社会消费品零售总额增长平稳（亿元）	4
图 3：郑州对外贸易增长稳定（亿美元）	4
图 4：2018 年郑州进出口总额领跑中部六省省会城市（亿元）	4
图 5：郑州银行前十大普通股股东结构（截至 1Q19）	5
图 6：郑州银行大部分贷款业务集中于郑州市（截至 1Q18）	5
图 7：郑州银行营收增速放缓（亿元）	6
图 8：郑州银行归母净利润降幅有所收窄（亿元）	6
图 9：郑州银行盈利增长纯靠规模（IAS 39 口径）	6
图 10：郑州银行 1Q19 ROE 处城商行较低水平	6
图 11：郑州银行总资产规模增速回升（亿元）	7
图 12：郑州银行 1Q19 总资产规模处于上市城商行下游（亿元，%）	7
图 13：贷款增速明显上行	7
图 14：郑州银行加大贷款投放力度	7
图 15：郑州银行应收账款类资产占生息资产比重自 16 年开始下降	8
图 16：郑州储蓄存款持续增长（亿元）	8
图 17：郑州银行 1Q19 存款增速大幅提高（亿元）	8
图 18：郑州银行发行债券增速下降	8
图 19：郑州银行三项资本充足率回升	9
图 20：1Q19 城商行资本充足率	9
图 21：郑州银行净息差处于中位水平（%，IAS 39 口径）	9
图 22：郑州银行计息负债成本率较高（%）	9

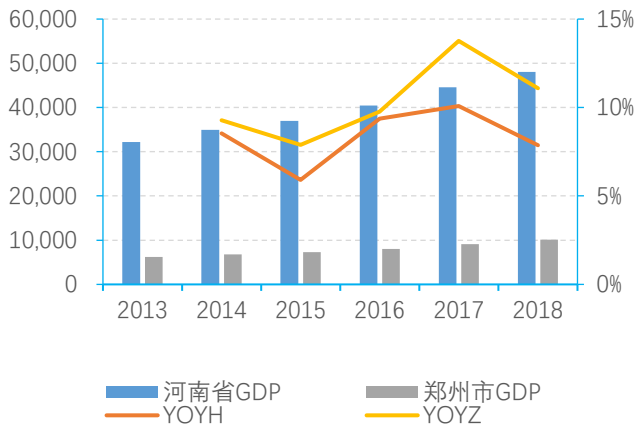
图 23: 郑州银行存款占总负债比例处中游水平 (%)	10
图 24: 郑州银行活期存款处中间水平 (%)	10
图 25: 郑州银行生息资产收益率高 (%)	10
图 26: 郑州银行应收款项类投资占总资产比例高	10
图 27: 郑州银行小微贷款占比高 (亿元)	11
图 28: 郑州银行中收增速下滑 (百万)	11
图 29: 手续费及佣金收入前三大子类占比变化 (%)	11
图 30: 郑州银行银行卡数量增速较快 (万张)	12
图 31: 郑州银行 18 理财产品募集资金微降 (亿元)	12
图 32: 郑州银行成本收入比较低 (%)	12
图 33: 郑州银行不良贷款率攀升 (%)	13
图 34: 郑州银行拨备覆盖率较低 (%)	13
图 35: 郑州银行不良贷款净生成率 18 年升幅较大 (%)	13
图 36: 郑州银行 2018 年加快不良贷款暴露 (%)	13
图 37: 郑州银行关注贷款率近年来有所下降 (%)	14
图 38: 郑州银行 2018 年逾期贷款率下降 (%)	14
图 39: 郑州银行流动资金贷款不良率上升较快	14
图 40: 郑州银行个人购车贷款不良率高企	14
图 41: 郑州银行压缩对公不良高发行业贷款	15
图 42: 郑州银行个人按揭贷款占总贷款比例提升	15
图 43: 郑州市房地产市场自 18M4 以来回暖	15
表 1: 股利支付率及增长率预测	16

1. 经营区域经济发展向好，打造商贸物流特色银行

1.1. 郑州地理位置优越，经济水平较高

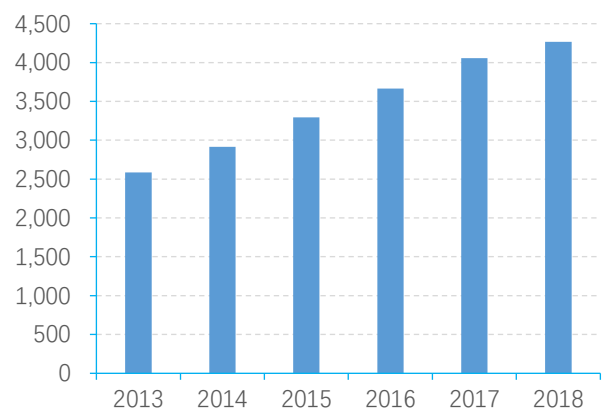
河南及郑州市经济发展趋势向好。河南省 GDP 连续多年排名全国第五，在中部六省中居于首位。2018 年河南省 GDP 增速为 7.86%，高于全国平均水平；郑州市 18 年增速为 11.1%，并且 GDP 总量成功突破万亿元。2015-2018 年，郑州市的 GDP 在河南省占比分别为 19.77%、19.91%、20.29%和 21.1%，人均 GDP 约为全省同期水平的 2 倍，省会城市经济集中度呈现上升趋势。

图 1：郑州市 GDP 平稳较快增长且增速高于河南省（亿元，%）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

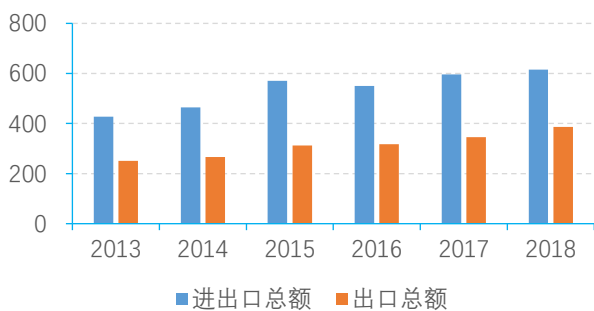
图 2：郑州市社会消费品零售总额增长平稳（亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

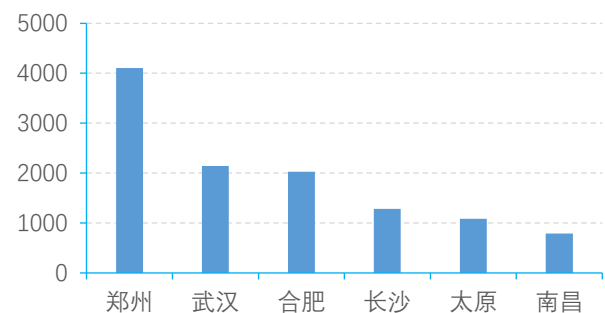
郑州进出口总额位居中部 6 省第一。郑州地处中国地理中心，中原经济区的中心，是全国重要的铁路、航空、高速公路、电力、邮政电信枢纽城市。郑州市航空港实验区上升为国家战略，实验区建设取得重大阶段性成果，“三年打基础”目标基本实现。18 年郑州市进出口总额为 4105 亿元，位居中部 6 省第一，这些得天独厚的条件造就了郑州成为重要的区域商贸物流中心，也为郑州银行建设商贸物流特色银行奠定了坚实基础。

图 3：郑州对外贸易增长稳定（亿美元）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

图 4：2018 年郑州进出口总额领跑中部六省省会城市（亿元）

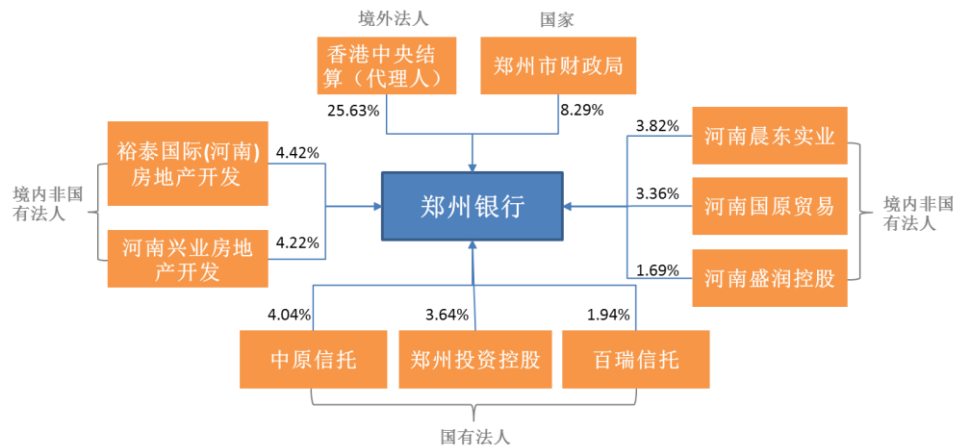


资料来源：各地政府门户网站，天风证券研究所

1.2. 以打造商贸物流银行为核心战略

郑州市财政局为其第一大股东。郑州市财政局持股 8.29%，为实际控制人。郑州银行 84.61% 贷款集中于郑州市（截至 1Q18），集中度较高。郑州银行聚焦商贸金融、小微金融、市民金融三大特色业务建设。

图 5：郑州银行前十大普通股股东结构（截至 1Q19）

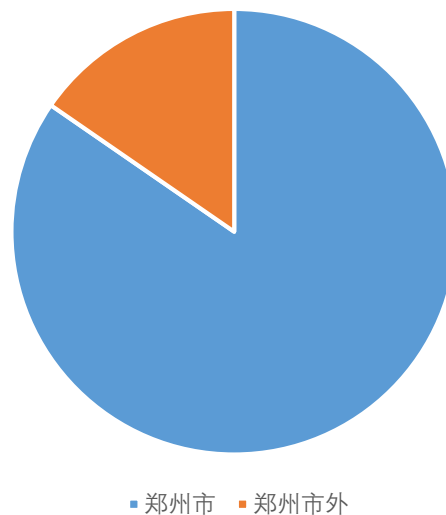


资料来源：公司财报，天风证券研究所

商贸物流银行是最核心的战略定位。其战略目标为：立足河南、走向全国，成为全国标杆的商贸物流银行。郑州银行在商贸金融方面具有得天独厚的区位优势，近年来着力打造商贸物流银行，形成了“两条线两条链”、“三个平台”、“五朵云”的规划，确立了贸融、物流两条核心客户链条、线上线下两种获客模式。

两条线，是指线上、线下两种获客模式；两条链，是指贸易融资类产品链和特色物流类产品链；“三个平台”，是指“交易型平台”“金融型平台”“服务型平台”；五朵云，是指“云物流”“云交易”“云融资”“云商”和“云服务”。云物流提供物流行业的结算、融资、撮合服务；云交易提供支付结算、电子渠道、财资管理服务；云融资提供线上供应链融资服务；云商提供产业链信用流转服务；云服务提供财务和业务管理类增值服务。通过“五朵云”可解决资金流、信息流、商流、物流四流合一问题，并为未来业务发展奠定坚实基础。

图 6：郑州银行大部分贷款业务集中于郑州市（截至 1Q18）



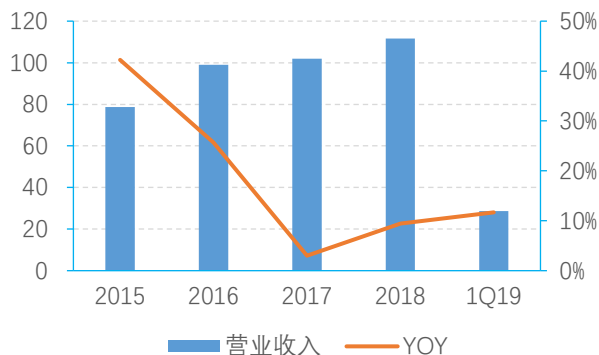
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 净利润增长仍有压力，规模增速企稳

2.1. 拨备多提拖累净利润增长

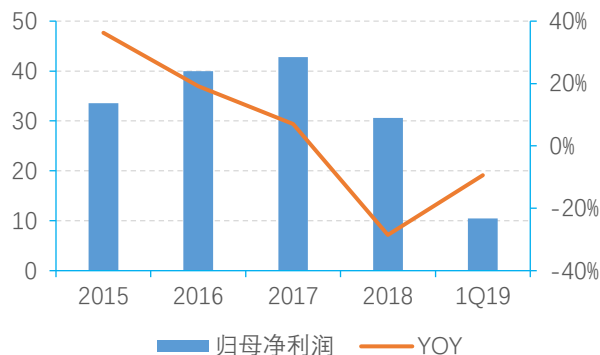
营收有所回升，净利润受拨备多提下滑较多。18 年营收 111.6 亿元，yoy + 9.44%，较 17 年上升 6.44 个百分点，1Q19 爬升至 11.71%。18 年净利润 30.6 亿元，yoy - 28.53%，主要受大幅计提拨备所致，1Q19 净利润 yoy - 9.35%，仍有压力。

图 7：郑州银行营收增速放缓（亿元）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

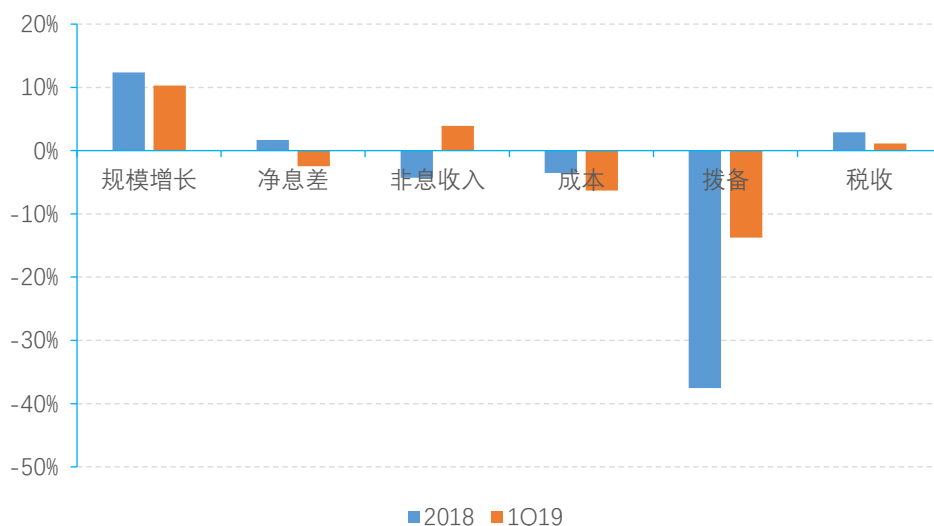
图 8：郑州银行归母净利润降幅有所收窄（亿元）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

盈利增长主要靠规模驱动。通过对 18-1Q19 业绩增长因子拆解，我们发现规模扩张是其利润增长的主因，拨备是最大拖累，主要系 18 年资产质量恶化所致。

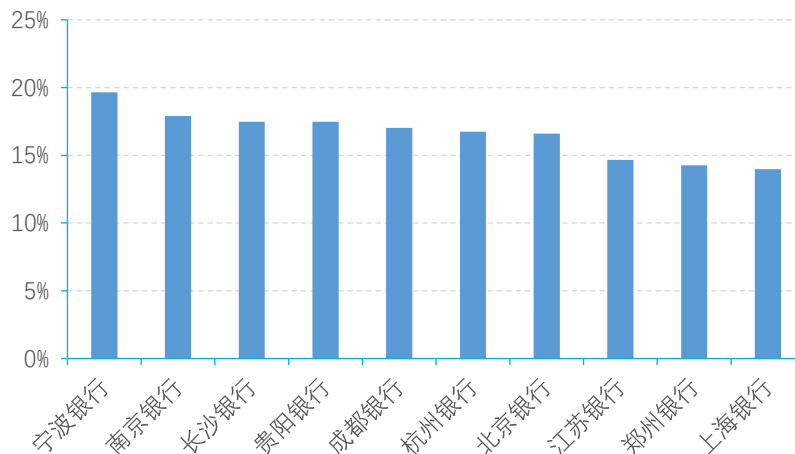
图 9：郑州银行盈利增长纯靠规模（IAS 39 口径）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

郑州银行 ROE 较低。其 1Q19 ROE 为 14.26%，在上市城商行中仅高于上海银行，主要是其杠杆率较低。1Q19 杠杆率为 12.5，低于其他上市城商行。

图 10：郑州银行 1Q19 ROE 处城商行较低水平

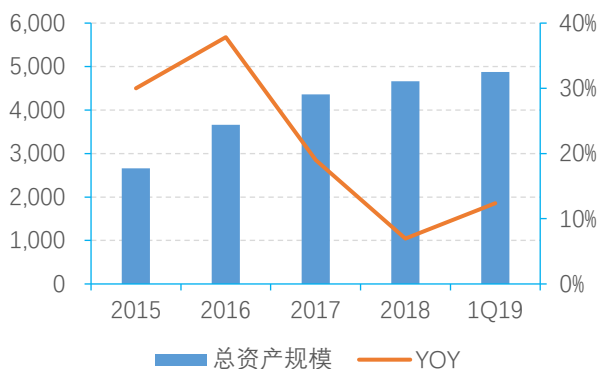


资料来源：iFinD，天风证券研究所

2.2. 资产规模增速企稳回升

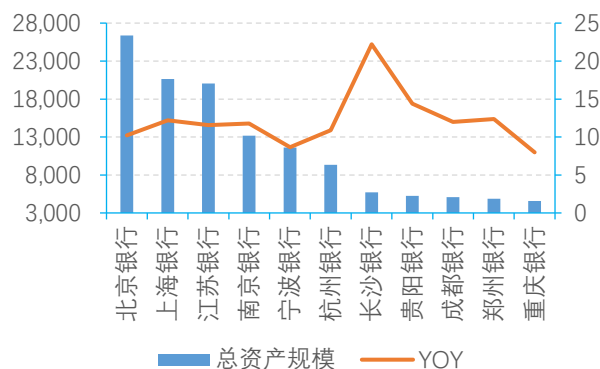
18 年末规模增速回落，1Q19 企稳回升。郑州银行 18 年末总资产规模为 4661 亿元，排名上市城商行下游；yoy + 6.96%，增速较 17 年末下滑 12.07 个百分点，主因一或是 18 年促使流动性匹配率提前达标（18 年为 107.8%，监管要求 2020 年前达到 100%）主动压缩高折算率资产（比如非标、长限资产等）的规模所致；二是核心一级资本紧缺制约。1Q19 规模增速回升 12.36%，未来规模的增长主要看资本补充情况。

图 11：郑州银行总资产规模增速回升（亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

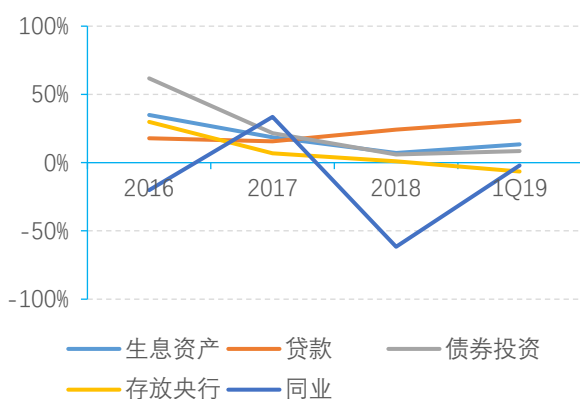
图 12：郑州银行 1Q19 总资产规模处于上市城商行下游（亿元，%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

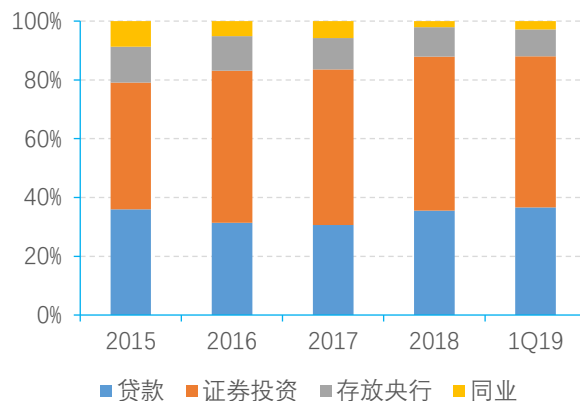
生息资产结构向贷款倾斜。18 年末贷款占生息资产比例为 35.47%，较 17 年末上升 4.89 个百分点，1Q19 上升至 36.56%；17-1Q19 贷款增速依次为 15.63%，24.22%，30.66%，呈逐渐扩大之势。应流动性匹配率之要求，压缩的主要为非标资产和同业资产。

图 13：贷款增速明显上行



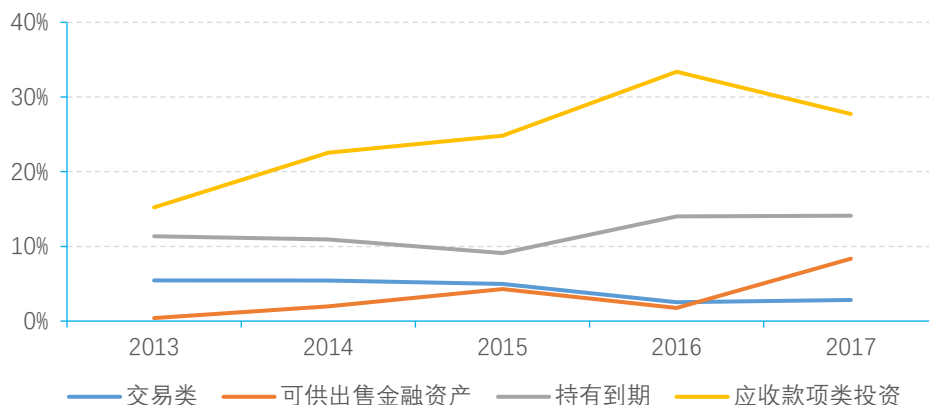
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 14：郑州银行加大贷款投放力度



资料来源：iFinD，天风证券研究所

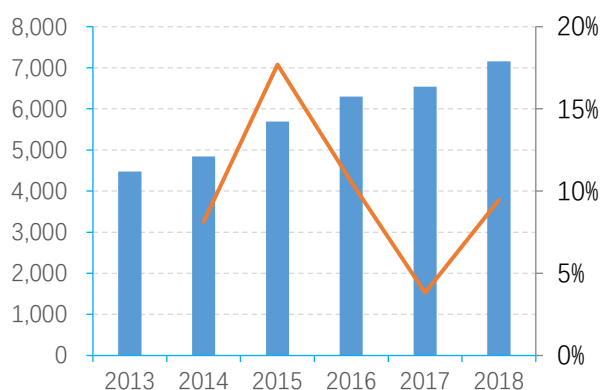
图 15：郑州银行应收账款类资产占生息资产比重自 16 年开始下降



资料来源：iFinD，天风证券研究所

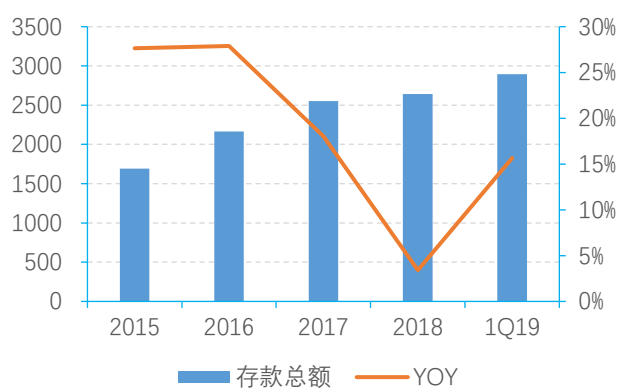
1Q19 存款增速回升较多。18 年末存款增速为 3.42%，不仅是存款，18 年各项计息负债增速均有下滑，或是因资产端监管指标调整主动压缩，从而被动导致负债端收缩。1Q19 存款增速回升至 15.64%，未来预计能维持现有水准。

图 16：郑州储蓄存款持续增长（亿元）



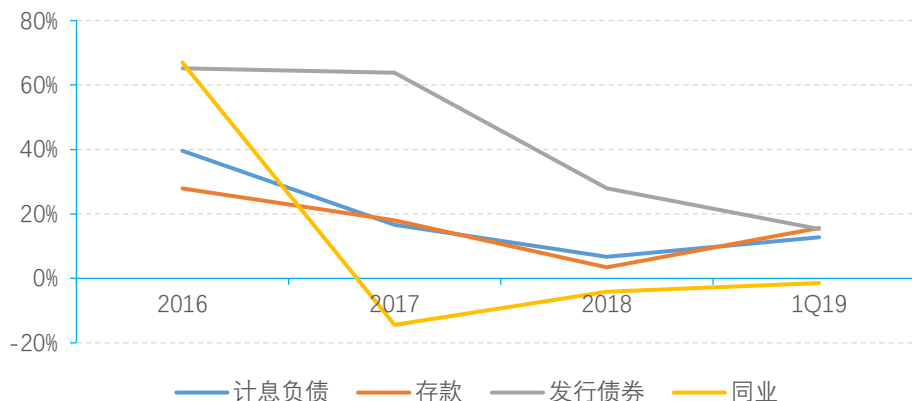
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 17：郑州银行 1Q19 存款增速大幅提高（亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 18：郑州银行发行债券增速下降

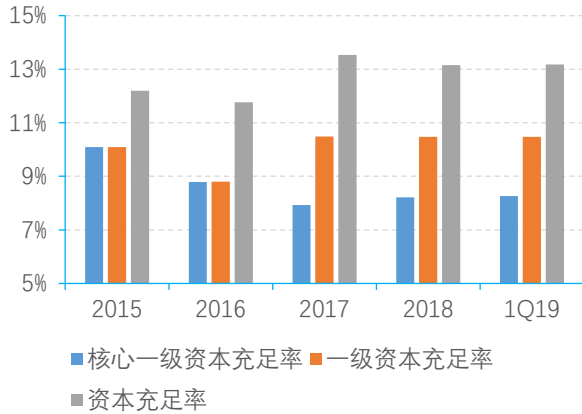


资料来源：IFIND，天风证券研究所

核心一级资本率影响资产投放。郑州银行 17 年末核心一级充足率为 7.93%，仅高出监管红线 43bp。18 年回 A 股上市后，核心一级充足率升至 8.22%，1Q19 为 8.26%，超出监管要求

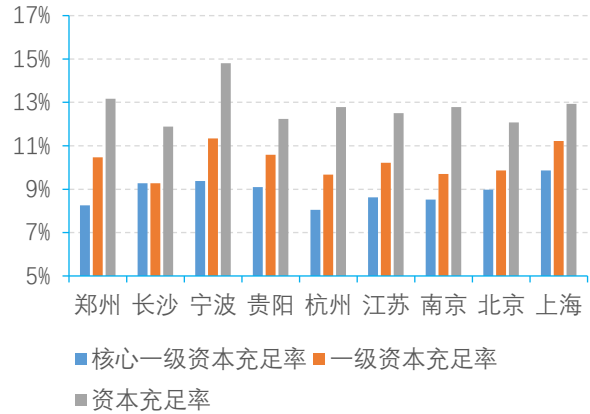
76bp，在上市城商行中仅高于杭州银行，仍然是其风险资产投放的主要制约因素。金融资产风险分类新规 4 月 30 日已面向社会征求意见，根据其以往年度非信贷拨备计提力度(17 年应收账款拨备额/应收账款规模比例=0.55%)，我们认为其非信贷资产拨备计提并不充分，预计实施新规将加速对其资本消耗。

图 19：郑州银行三项资本充足率回升



资料来源：IFIND，天风证券研究所

图 20：1Q19 城商行资本充足率



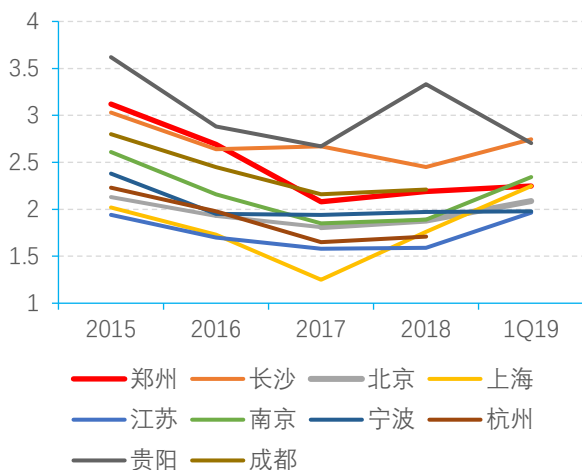
资料来源：IFIND，天风证券研究所

3. 净息差回升，中收平稳

3.1. 净息差上升势头较好

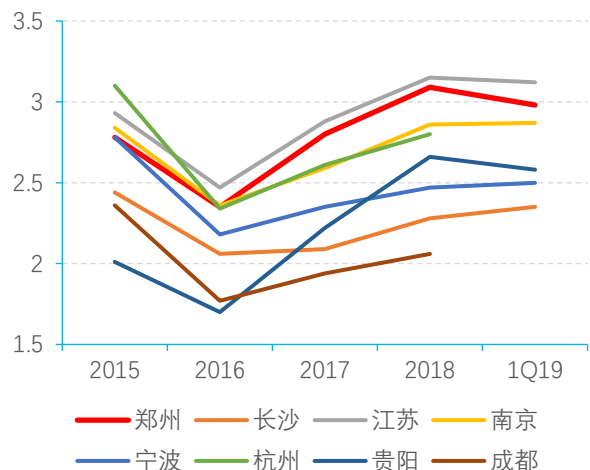
净息差在城商行里处于中上水平。其 18 年 IAS 39 口径净息差为 2.19%，较 17 年上升 11 bp，1Q19 上升至 2.25% (测算值)，处于上市城商行中上水平。拆解来看，其息差优势在资产端而非负债端。其 1Q19 计息负债成本率为 2.98%，受存款占比提升影响较 18 年末下降 11 bp，近年来在选取上市城商行里仅低于江苏银行。

图 21：郑州银行净息差处于中位水平 (%，IAS 39 口径)



资料来源：IFIND，天风证券研究所

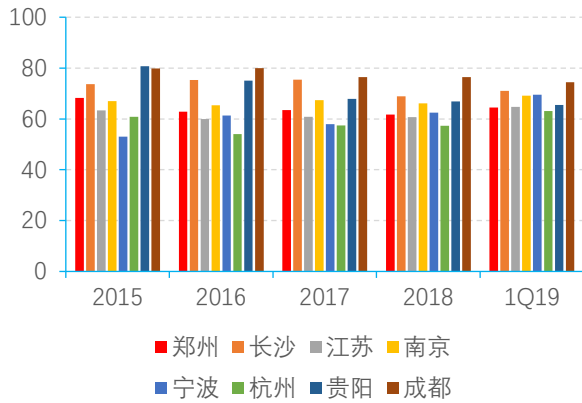
图 22：郑州银行计息负债成本率较高 (%)



资料来源：IFIND，天风证券研究所

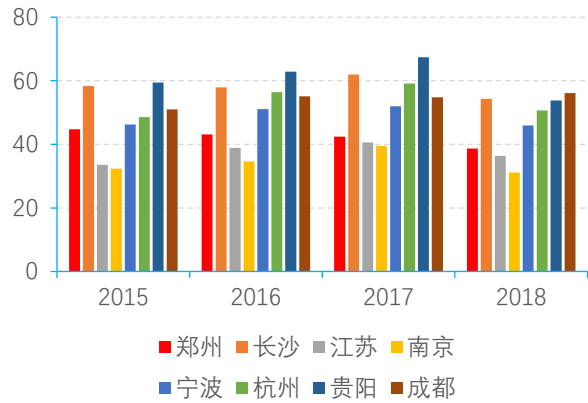
计息负债成本高主要是 (活期) 存款占比低导致。其 18-1Q19 存款占计息负债成本率比重分别为 61.67%、64.52%，17-18 年活期存款占总存款比重分别为 42.41%、38.68%，均处于上市城商行里较低水平。

图 23：郑州银行存款占总负债比例处中游水平（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

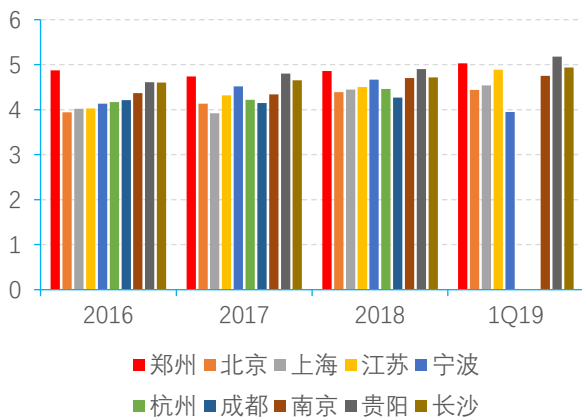
图 24：郑州银行活期存款处中间水平（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

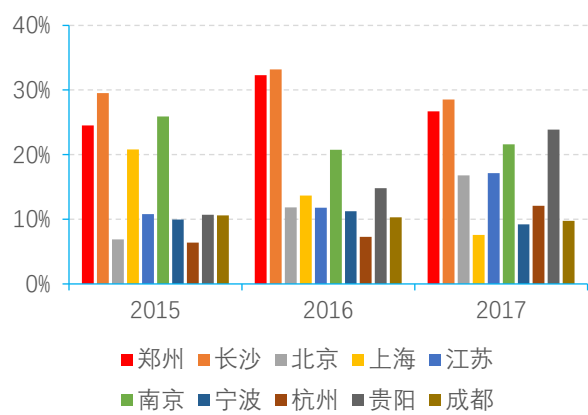
生息资产收益率有优势。其 1Q19 生息资产收益率为 5.03%，较 18 年末上升 17 bp，在上市城商行里处于领先地位。原因之一是其高收益的非标类资产投资占比较高，16-17 年郑州银行应收账款占总资产比重分别为 32.29%、26.72%，在上市城商行里仅低于长沙银行。

图 25：郑州银行生息资产收益率高（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

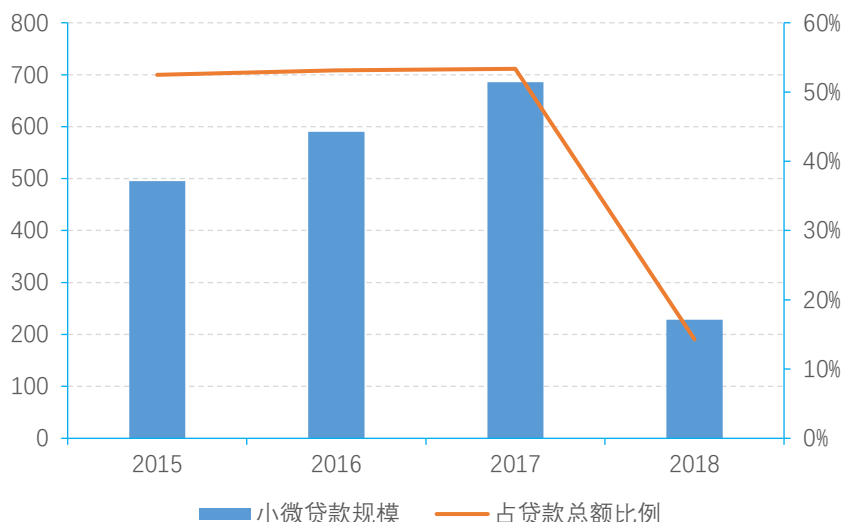
图 26：郑州银行应收款项类投资占总资产比例高



资料来源：iFinD，天风证券研究所

小微企业贷款占比高是其生息资产收益率高的另一个原因。小微金融业务是郑州银行的特色业务之一，其致力于成为小微融资专家，形成小微金融服务品牌“简单派”，提出“贷款从未如此简单”的小微金融品牌理念。小微贷款占总贷款比例近年在 53%左右，18 年普惠口径（单户授信 1000 万以下）小微贷款比重为 14.3%，小微企业客户数 5.64 万户。小微企业定价高于普通对公贷款，抬高了其生息资产收益率。第三个原因是河南省处于中部地区，因金融供给不充分，贷款利率一般比沿海和大都市圈地区要高。

图 27：郑州银行小微贷款占比高（亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

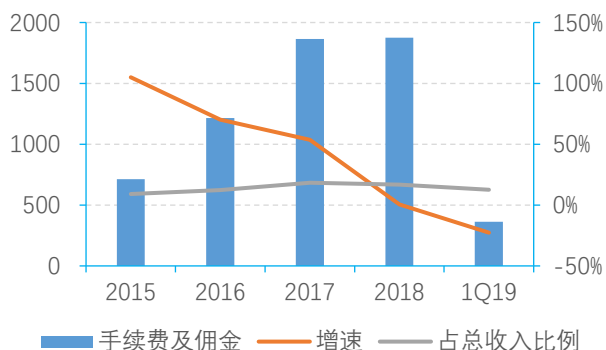
注：2018 年数据为单户授信总额人民币 1,000 万元（含本数）以下小微企业贷款余额（普惠口径）

净息差（IAS 39）未来或平稳下降。因存款竞争越来越激烈，计息负债成本率未来易上难下；而贷款利率自 18Q4 以来开始逐渐下行，我们预计其净息差未来或平稳下行。

3.2. 中收增速放缓，成本收入比升幅较多

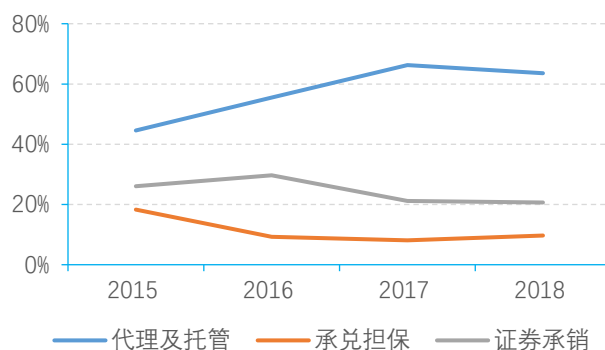
中收受资管新规影响较大，且尚未消除。18 年中收 yoy + 0.49%，主要是受资管新规影响，压降同业理财规模，从而导致理财类业务手续费收入下降。理财类业务手续费 18 年占比为 63.53%，较 17 年下降 2.74 个百分点。1Q19 中收 yoy - 22.69%，主要是代理及结算类业务规模增加导致中收支出同比大增 162.44%。

图 28：郑州银行中收增速下滑（百万）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

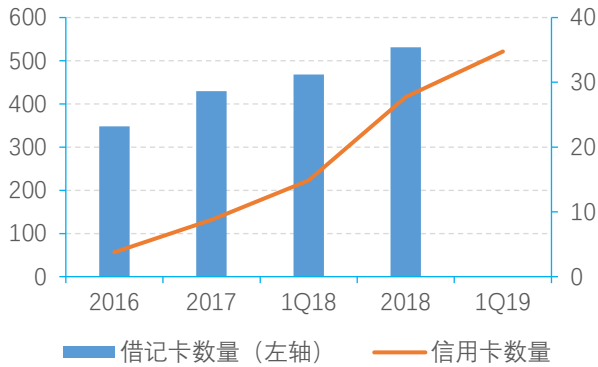
图 29：手续费及佣金收入前三大子类占比变化（%）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

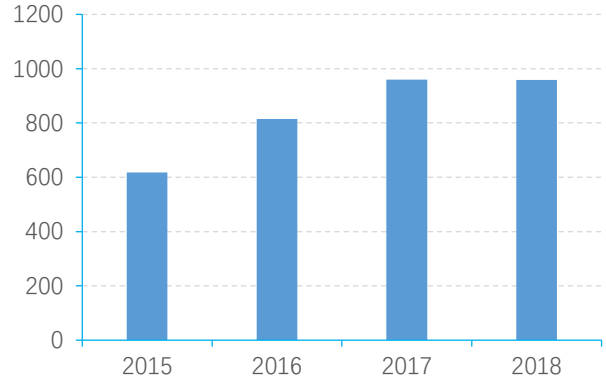
银行卡收入增速较快。18 年郑州银行丰富信用卡产品、加大信用卡营销力度，从而导致银行卡手续费收入 yoy + 25.78%。其 18 年末借记卡数量 531.17 万张，1Q19 信用卡数量 34.76 万张，基数较低。

图 30: 郑州银行银行卡数量增速较快 (万张)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

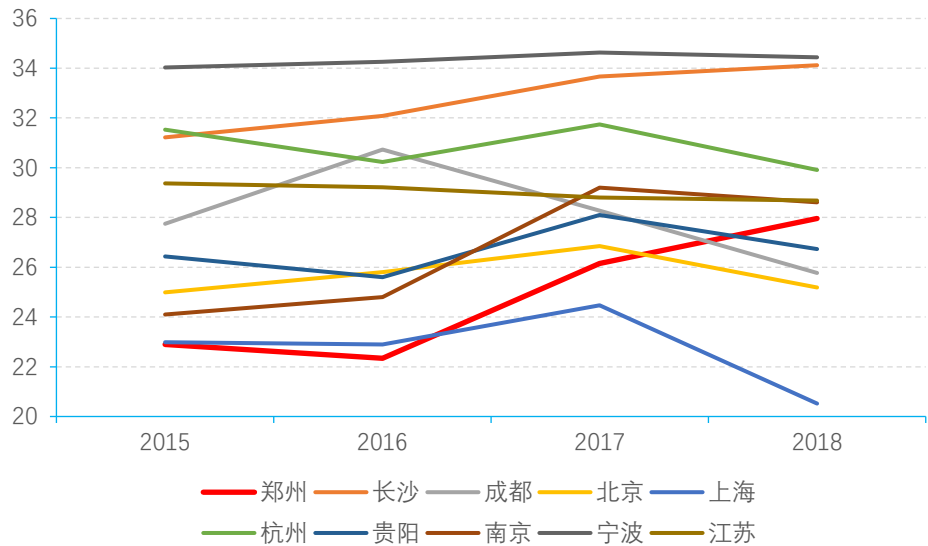
图 31: 郑州银行 18 理财产品募集资金微降 (亿元)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

成本收入比近年受营收放缓上升较快。其 18 年末成本收入比为 27.96%，较 17 年末上升 1.81 个百分点，处于上市城商行中位。近年来其成本收入上升较快，主要受营收增速大幅放缓所致。

图 32: 郑州银行成本收入比较低 (%)



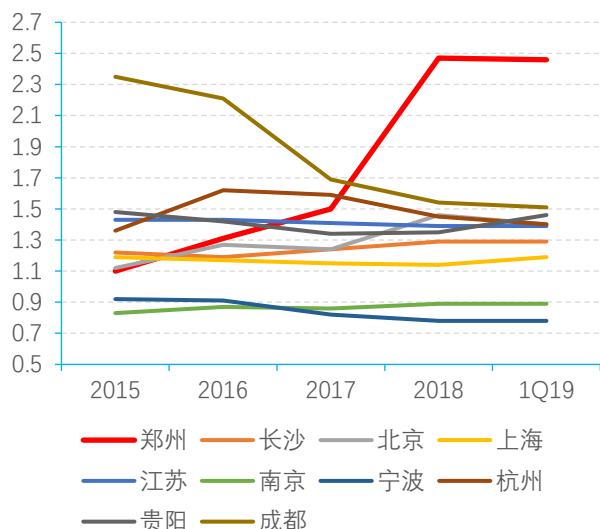
资料来源: iFinD, 天风证券研究所

4. 不良贷款加速暴露，贷款结构改善空间较大

4.1. 加大不良贷款暴露力度致使不良率升幅较大

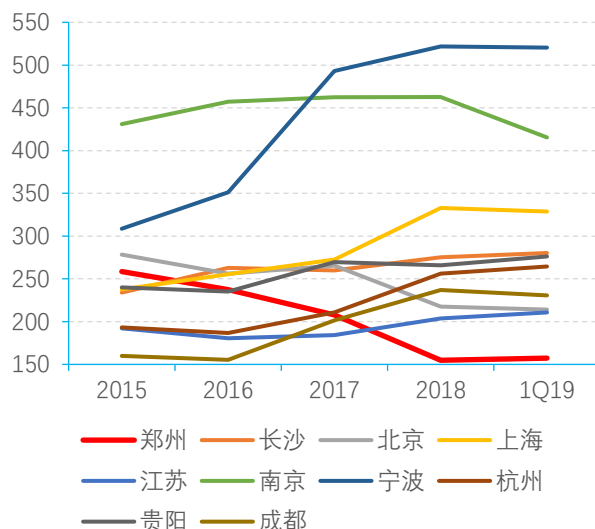
不良率跳涨，拨备覆盖率下行。18 年末不良贷款率为 2.47%，较 17 年末大幅上升 0.97 个百分点，1Q19 微降 1bp，处于上市城商行里高位。其拨备覆盖率为 154.84%，较 17 年末下降 52.91 个百分点，1Q19 微升至 157.31%。

图 33：郑州银行不良贷款率攀升（%）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

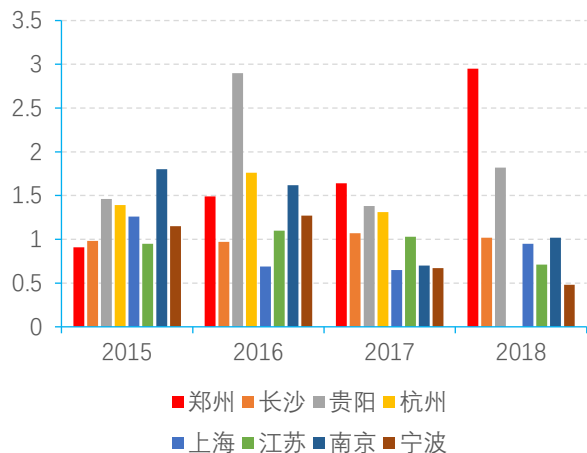
图 34：郑州银行拨备覆盖率较低（%）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

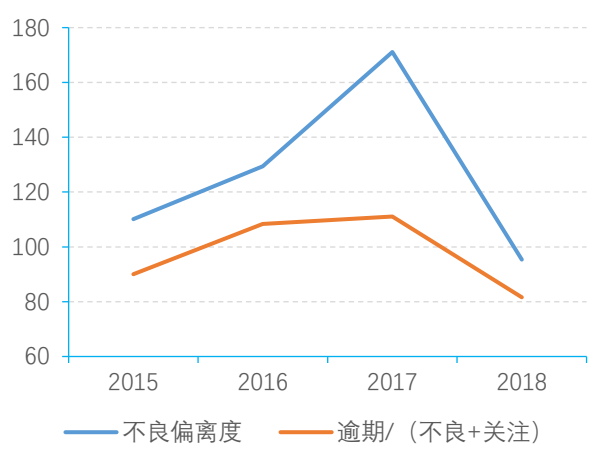
18 年不良指标的恶化主要源于加大不良贷款暴露力度。18 年监管要求逾期 90 天的贷款全部计入不良，郑州银行在 17 年末不良贷款偏离度高达 171%，但 18 年末已降至 95.36%，满足监管要求。此外，其 18 年末加回核销不良贷款净生成率为 2.95%，较 17 年末上升 1.31 个百分点。在一次性暴露完成后，我们预计其不良率未来或能维持平稳。

图 35：郑州银行不良贷款净生成率 18 年升幅较大（%）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

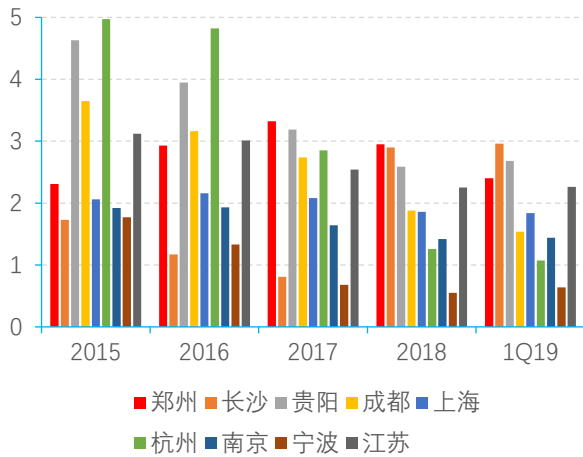
图 36：郑州银行 2018 年加快不良贷款暴露（%）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

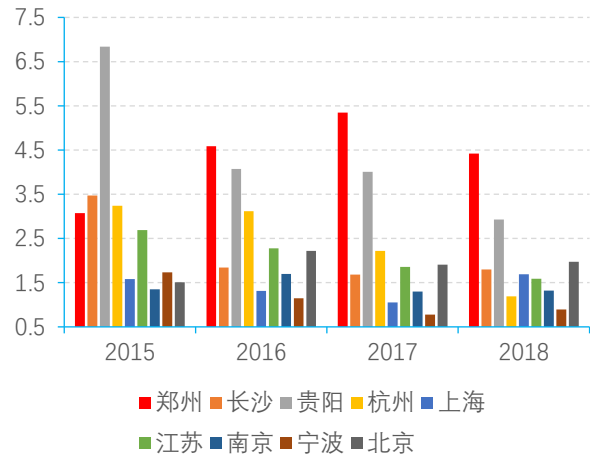
关注类和逾期贷款率均有所下降。18 年末关注贷款率为 2.95%，较 17 年末下降 37 bp，1Q19 再降 55 bp 至 2.4%。逾期贷款率为 4.42%，较 17 年下降 93 bp。18 年末逾期和关注类指标均有所改善，但仍处于城商行高位，压力较大。

图 37：郑州银行关注贷款率近年来有所下降（%）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

图 38：郑州银行 2018 年逾期贷款率下降（%）

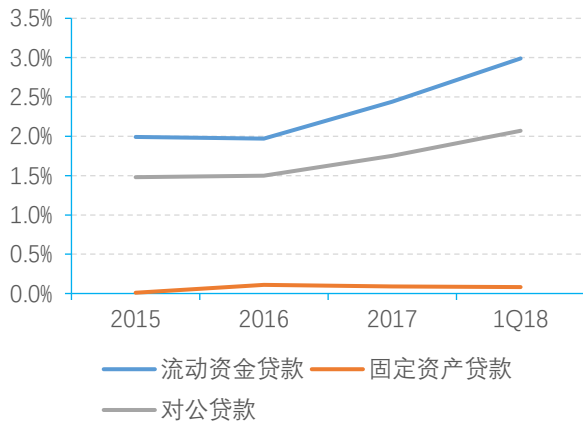


资料来源：iFIND，天风证券研究所

4.2. 贷款结构改善空间较大

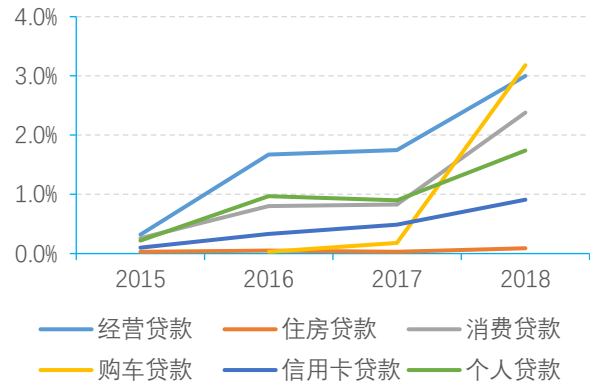
流动资金贷款和个人经营贷款不良率上升较多。1Q18 流动资金贷款不良率为 2.99%，较 17 年末上升 55 bp；18 年末个人经营贷款不良率为 3%，较 17 年末上升 1.25 个百分点；除住房贷款外，其他类型个人贷款不良率均有所上升，同样是受监管要求影响。

图 39：郑州银行流动资金贷款不良率上升较快



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

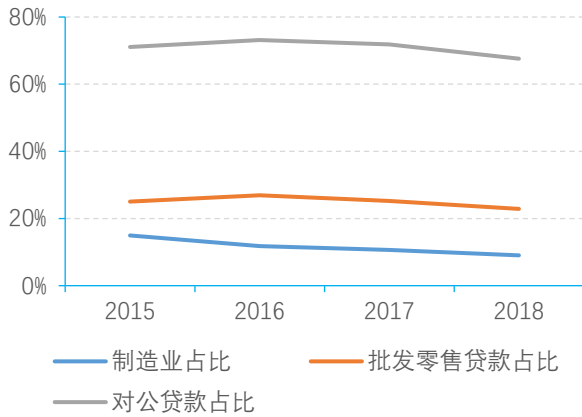
图 40：郑州银行个人购车贷款不良率高企



资料来源：iFIND，天风证券研究所

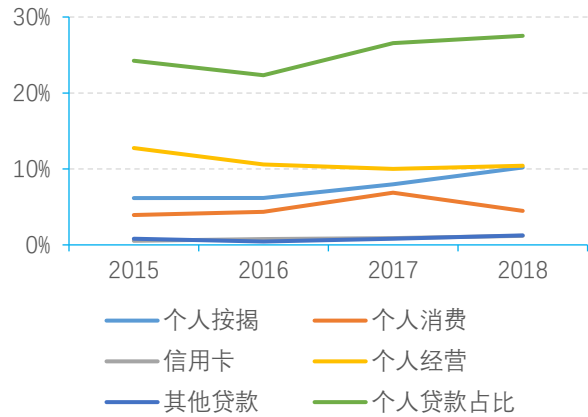
零售转型有所推进，但进展较慢。其 18 年末对公贷款占总贷款比例为 67.59%，较 17 年末下降 4.22 个百分点；其中制造业占比 9.03%，较 17 年末下降 1.62 个百分点；批发零售占比为 22.85%，较 17 年末下降 2.4 个百分点。18 年末个人贷款占总贷款比例为 27.52%，主要投向个人按揭（18 年末占总贷款比重为 10.19%，较 17 年末上升 2.22 个百分点），消费贷和经营贷都在压降。可以看出，其零售转型的进展取决于个人按揭贷款业务的推进。

图 41: 郑州银行压缩对公不良高发行业贷款



资料来源: IFIND, 天风证券研究所

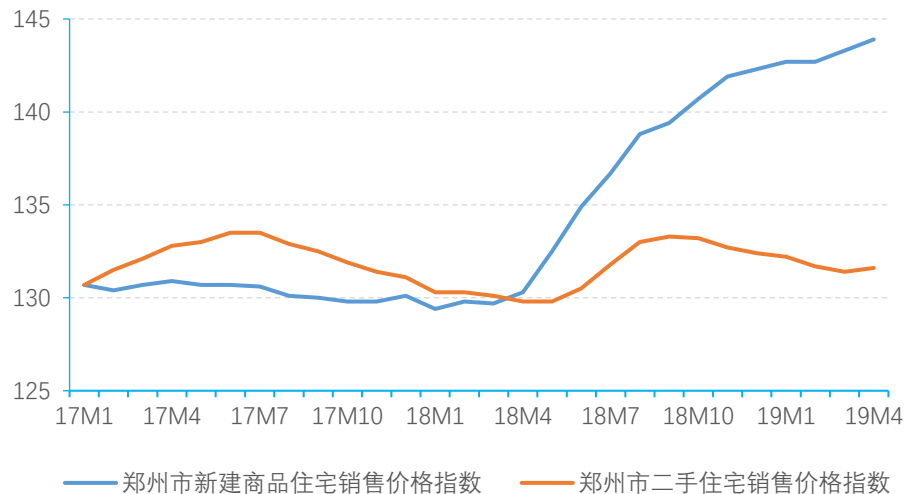
图 42: 郑州银行个人按揭贷款占总贷款比例提升



资料来源: IFIND, 天风证券研究所

郑州房地产市场发展短期内利于其按揭贷款业务推进。郑州市新建商品住宅销售价格指数自 18M4 以来企稳后持续上升, 这将为郑州银行按揭贷款业务新增大量需求, 有利于其短期零售转型的推进, 或利于其资产质量的改善。但“房住不炒”是中央的长期政策, 若向按揭贷款倾斜策略不变, 我们预计其零售转型未来推进会较为缓慢。

图 43: 郑州市房地产市场自 18M4 以来回暖



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

5. 投资建议: 监管要求提前达标, 未来业绩或改善

郑州银行 18 年净利润的滑坡主要是提前应对监管指标要求所致: 一是流动性匹配率需要在 2020 年前达到 100%, 其需要压缩高折算率资产导致 18 年资产规模增速失速下滑; 二是监管要求逾期 90 天的贷款全部计入不良贷款, 导致其不良贷款率升幅较大且需要大幅计提拨备来应对。从 1Q19 季报看来, 其资产规模已开始回升, 而资产质量已呈现平稳趋势, 我们认为其未来业绩或改善。

我们运用股利贴现法对郑州银行进行估值, 预测模型分为三个阶段: 显性增长期, 半显性增长期, 永续增长率。假设无风险利率为十年期国债收益率 3.27%, 市场风险溢价为 7.12% (10 年期沪深指数平均收益率), beta 用郑州银行相对深圳成指一年期的月回报率做回归得出为 1.0378。外加下述列表假设增长率, 测算出郑州银行每股内在价值为 5.43 元, 给予“持有”评级。

表 1：股利支付率及增长率预测

	显性预测期	半显性增长期	永续增长率
	2018-2021	2022-2029	2030-
股利支付率	28%	30%	31%
增长率	10%	5.3%	3%

资料来源：天风证券研究所

6. 风险提示

资产质量大幅恶化；存款增长不及预期。

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长				
净利息收入	81	66	79	84	91	净利润增速	-28.5%	5.1%	4.9%	4.5%
手续费及佣金	19	19	20	21	24	拨备前利润增速	6.3%	17.7%	11.8%	9.8%
其他收入	2	26	31	40	45	税前利润增速	-31.3%	17.3%	6.0%	1.5%
营业收入	102	112	130	145	160	营业收入增速	9.4%	16.4%	11.3%	10.7%
营业税及附加	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	净利息收入增速	-18.1%	18.7%	7.0%	7.6%
业务管理费	(26)	(31)	(36)	(39)	(44)	手续费及佣金增速	0.5%	5.0%	5.0%	15.0%
拨备前利润	75	79	93	105	115	营业费用增速	18.3%	14.0%	10.0%	13.0%
计提拨备	(20)	(42)	(49)	(57)	(67)	规模增长				
税前利润	55	38	45	47	48	生息资产增速	7.1%	7.4%	7.8%	8.6%
所得税	(12)	(7)	(12)	(13)	(12)	贷款增速	24.2%	15.0%	13.0%	13.0%
净利润	43	31	32	34	35	同业资产增速	-61.6%	20.0%	20.0%	20.0%
资产负债表						证券投资增速	6.0%	5.0%	8.0%	8.0%
贷款总额	1285	1596	1835	2074	2343	其他资产增速	12.9%	49.3%	4.7%	-5.1%
同业资产	244	94	113	135	162	计息负债增速	6.7%	9.3%	7.5%	7.7%
证券投资	2227	2360	2478	2677	2891	存款增速	3.4%	7.0%	5.0%	5.0%
生息资产	4200	4498	4830	5208	5655	同业负债增速	-8.2%	10.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	198	224	334	350	332	股东权益增速	13.2%	8.5%	8.3%	8.0%
总资产	4358	4661	5094	5481	5905	存款结构				
客户存款	2554	2641	2826	2968	3116	活期	43.5%	43.46%	43.46%	43.46%
其他计息负债	1401	1579	1787	1992	2225	定期	48.6%	48.62%	48.62%	48.62%
非计息负债	68	63	69	76	84	其他	7.9%	7.92%	7.92%	7.92%
总负债	4024	4283	4683	5036	5424	贷款结构				
股东权益	334	379	411	445	481	企业贷款(不含贴现)	70.4%	70.37%	70.37%	70.37%
每股指标						个人贷款	26.8%	26.78%	26.78%	26.78%
每股净利润(元)	0.80	0.52	0.54	0.57	0.60	资产质量				
每股拨备前利润(元)	1.41	1.34	1.58	1.77	1.94	不良贷款率	2.47%	2.41%	2.44%	2.07%
每股净资产(元)	6.05	6.19	6.74	7.32	7.92	正常	94.60%	96.53%	96.58%	96.63%
每股总资产(元)	81.89	78.71	86.02	92.55	99.71	关注	3.52%	3.47%	3.42%	3.37%
P/E	6.40	9.97	9.48	9.04	8.65	次级	1.47%			
P/PPOP	3.67	3.84	3.26	2.92	2.66	可疑	0.40%			
P/B	0.85	0.83	0.76	0.70	0.65	损失	0.00%			
P/A	0.06	0.07	0.06	0.06	0.05	拨备覆盖率	153.96%	158.10%	152.48%	169.61%
利率指标						资本状况				
净息差(NIM)	2.08%	1.70%	1.69%	1.68%	1.67%	资本充足率	13.15%	11.55%	10.49%	9.78%
净利差(Spread)	1.94%	1.77%	1.82%	1.83%	1.84%	核心资本充足率	8.22%	7.44%	6.95%	6.64%
贷款利率	5.55%	5.78%	5.68%	5.63%	5.58%	资产负债率	91.88%	91.93%	91.88%	91.86%
存款利率	2.02%	2.36%	2.42%	2.46%	2.50%	其他数据				
生息资产收益率	4.74%	4.86%	4.96%	5.01%	5.06%	总股本(亿)	59.22	59.22	59.22	59.22
计息负债成本率	2.80%	3.09%	3.14%	3.18%	3.22%					
盈利能力										
ROAA	1.08%	0.69%	0.67%	0.65%	0.63%					
ROAE	16.00%	8.88%	8.40%	8.11%	7.81%					
拨备前利润率	1.86%	1.76%	1.92%	1.98%	2.02%					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com