

青农商行 (002958)

证券研究报告
2020年08月11日

科技助力小微业务，二次创业推动转型

科技助力小微金融业务，二次创业新起航

引入德国微贷技术，借助金融科技发力小微业务。青农商行是青岛地区农村金融、普惠金融的主力军，引入德国微贷技术并本土化改造，借助大数据等金融科技，提升小微企业、民营企业和涉农主体的融资可获得性，加大对农村地区的网点机构布局以及金融资源投入，首创互联网小微云支付系统。截止19年末，青农商行小微贷款余额891亿元，占全部企业贷款比重69%；其中普惠型小微贷款余额245.58亿元，同比增长33%。小微贷款户均余额约为176万元。上市之后，青农商行迅速开启以平台开放银行创新工程、特色金融建设工程、内控合规强化工程、资产质量优化工程、信贷结构调整工程等“十大工程”为主体的二次创业新征程。

业务回归本源，净息差及ROE较高

曾依靠同业和非标投资扩表。青农商行作为一家城市农商行，扩表方式与城商行类似。127号文后，由于将部分表内非标资产从同业资产腾挪至“证券投资”的“应收账款”科目下，导致证券投资规模的快速提升。15-16年证券投资YoY+87%/117%，带动生息资产规模快速增长。在证券投资构成中，应收账款类投资增速最快，16年同比增速达551.33%。16年后伴随强监管开启，青农商行应收账款类投资规模占比压缩，业务回归存贷本源，贷款占比持续提升。

净息差高于农商行平均水平。15年-19年净息差分别为3.69%、2.99%、2.6%、2.49%、2.61%，呈下降趋势，1Q20为2.5%，在A股上市农商行里较高，仅低于常熟及张家港行；生息资产收益率较高，主要是青农商行贷款利率高；因存款成本较低，负债成本率也较低。19年青农商行加权平均ROE为12.4%，较18年下降0.48个百分点，在上市农商行中处于较高水平。

不良贷款率持续降低，拨备较厚实

不良贷款率持续下降。青农商行不良率15年后开始下降，由15年末2.38%降至19年的1.46%，在疫情影响下，1Q20不良率较19年仍降低3BP至1.43%。不良降低主要是不良个贷减少——个人经营贷款不良率大幅降低，17年达5.24%，19年降至2.42%，带动总体不良率走低。各项不良前瞻性指标改善，不良生成压力减轻。此外，青农商行贷款结构不断优化，未来不良仍有下降空间。拨备较厚实。19年末拨备覆盖率为310.23%，1Q20上升至322.93%，在农商行里保持较高水平。拨贷比在同业中也较高，19年为4.54%，1Q20上升至4.63%。

投资建议：小微金融发力，拨备较为厚实

青农商行ROE较高，小微金融业务出色，负债成本低，未来息差下降幅度有限；资产质量近年持续改善，且15年后强于省内银行整体趋势，拨备覆盖率与拨贷比在上市农商行处于较高水平。综上所述，我们给予其1.3X 20PB目标估值，对应6.43元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：负债成本大幅上升；资产质量大幅恶化；小微金融业务发展不及预期。

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	75	87	104	118	132
增长率(%)	4.3	22.7	19.4	13.4	11.7
归属母公司股东净利润(亿元)	24	28	31	34	37
增长率(%)	10.9	13.2	10.2	9.1	9.1
每股收益(元)	0.48	0.51	0.56	0.61	0.67
市盈率(P/E)	11.58	11.01	9.99	9.16	8.39
市净率(P/B)	1.36	1.27	1.13	1.01	0.90

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	增持(首次评级)
当前价格	5.63元
目标价格	6.43元

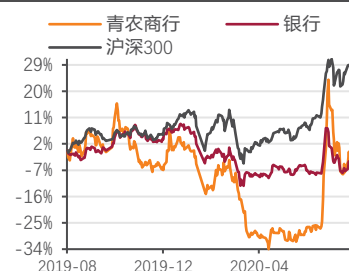
基本数据

A股总股本(百万股)	5,555.56
流通A股股本(百万股)	2,692.19
A股总市值(百万元)	31,277.78
流通A股市值(百万元)	15,157.03
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	92.51
一年内最高/最低(元)	7.85/4.08

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 经营区域经济潜力大，小微业务出色.....	4
1.1. 青岛地区经济发展前景广阔	4
1.2. 二次创业新起航，当地网点覆盖广	5
1.3. 以小微金融与国际业务为特色.....	7
2. ROE 较高，业务回归本源.....	8
2.1. 营收增速提升，ROE 较高.....	8
2.2. 业务回归存贷本源.....	10
3. 净息差较高，成本收入比优异	11
3.1. 息差有优势.....	11
3.2. 中收占比低，成本收入比优异.....	13
4. 资产质量有所改善，风险抵御能力加强	14
4.1. 不良率持续下降，风险加速出清	14
4.2. 拨备计提力度加强.....	18
4.3. 贷款结构优化，未来不良仍有下降空间	18
5. 投资建议：小微金融发力，拨备较为厚实	19
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：青岛市地理位置优越（截至 7M20）	4
图 2：19 年山东省 GDP 全国第三（亿元）	4
图 3：2019 年青岛市 GDP 排名省内第一（亿元）	4
图 4：青岛市 GDP 稳中向好（亿元）	5
图 5：青岛市对外贸易稳步增长（亿元）	5
图 6：青岛市人均可支配收入稳定增长（元）	5
图 7：青岛市 19 年全社会固定资产投资额增长可观（亿元）	5
图 8：青岛市全社会消费品零售总额增长平稳（亿元）	5
图 9：青岛市 19 年房地产开发投资增幅较大（亿元）	5
图 10：青农商行前十大股东结构（截至 1Q20）	6
图 11：青农商行目前贷款主要投放在青岛市（%）	6
图 12：青农商行小微贷款余额占对公贷款比例较高（亿元）	7
图 13：青农商行小微贷款户均余额较高（万元）	7
图 14：青岛农商国际业务增长迅速（亿元）	7
图 15：青农商行 1Q20 总资产领先其他农商行（亿元）	8
图 16：青农商行总资产规模增长较快（亿元）	8
图 17：青农商行 1Q20 年营收增速提升、净利润增速降低（亿元）	8
图 18：青农商行 19 年 ROE 在农商行里最高（%）	9
图 19：青农商行贷款占比回升	10
图 20：青农商行 16 年应收账款类投资迅速增长（%）	10

图 21: 青岛市贷款余额稳步增长 (亿元)	10
图 22: 青农商行贷款规模稳步增长 (亿元)	10
图 23: 青岛市存款余额稳步增长 (亿元)	10
图 24: 青岛市存款余额稳步增长 (亿元)	10
图 25: 青农商行资本充足率较低 (截至 1Q20)	11
图 26: 青农商净息差较高 (%)	11
图 27: 青农商行生息资产收益率较高 (%)	12
图 28: 青农商行资产结构较均衡 (截至 19 年末)	12
图 29: 青农商行对公贷款收益率高 (%)	12
图 30: 青农商行对公贷款占比较高	12
图 31: 青农商行计息负债成本率较低 (%)	13
图 32: 青农商行发行债券比例高 (截至 19 年末)	13
图 33: 青农商行的存款成本率低	13
图 34: 青农商行活期存款占总存款比例提高	13
图 35: 青农商行非息收入占比较低	14
图 36: 手续费收入构成 (截至 19 年, 百万元)	14
图 37: 青农商行成本收入比低 (%)	14
图 38: 青农商行不良贷款率持续降低 (%)	14
图 39: 青农商行关注类贷款率较高 (%)	16
图 40: 青农商行 19 年逾期率有所上升	16
图 41: 青农商行不良中抵押贷款占比提升	16
图 42: 青农商行保证贷款不良率降低, 抵押贷款不良有所上升	16
图 43: 青农商行不良贷款偏离度较高	16
图 44: 青农商行不良生成率有所下降 (%)	16
图 45: 青农商行贷款重组率较低	17
图 46: 青农商行关注类贷款迁徙率较低	17
图 47: 青农商行不良核销转出率较低	17
图 48: 青农商行拨备覆盖率提升 (%)	18
图 49: 青农商行拨贷比提升	18
图 50: 山东省内银行不良加速暴露	18
图 51: 青农商行对公行业贷款中房地产业占比不断提升, 制造业压缩 (%)	18
图 52: 青农商行个贷中个人按揭贷款占比提升 (%)	19
图 53: 青农商行估值较高 (PB 截至 20 年 8 月 3 日)	20
图 54: 2019/8/5-2020/8/3, 农商行平均 PB (LF)	20
表 1: 青农商行盈利增长因子驱动分解 (%)	8
表 2: 青农商行及对比行 19 年末杜邦分解	9
表 3: 青农商行公司及个人贷款不良占比及不良率	15
表 4: 青农商行对公行业不良贷款占比及不良率	15

1. 经营区域经济潜力大，小微业务出色

1.1. 青岛地区经济发展前景广阔

青岛市地理位置优越。青岛地处山东半岛东南部沿海，濒临黄海，隔海与朝鲜半岛相望；东北与烟台毗邻，西与潍坊相连，西南与日照接壤，地理位置优越。青岛因“一港一路”而兴，拥有国际性海港和区域性枢纽航空港，是实施海上丝绸之路、履行国家一带一路战略重要的枢纽型城市。青岛是国家沿海重要城市，也是“一带一路”战略新亚欧大陆桥经济走廊的重要节点和海上合作战略支撑点。地区未来发展潜力巨大，在海洋经济、交通基础设施建设、军民融合、乡村振兴、国际航运贸易等领域市场空间广阔。

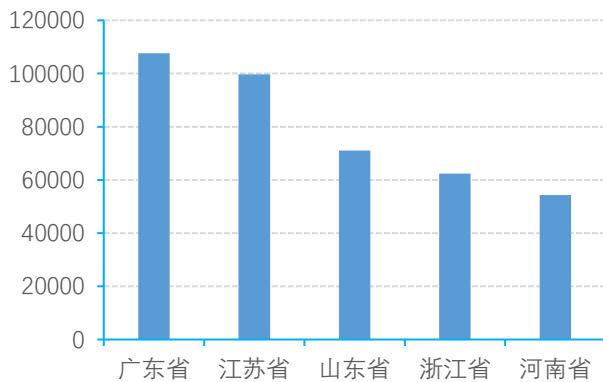
图 1：青岛市地理位置优越（截至 7M20）



资料来源：百度地图，天风证券研究所

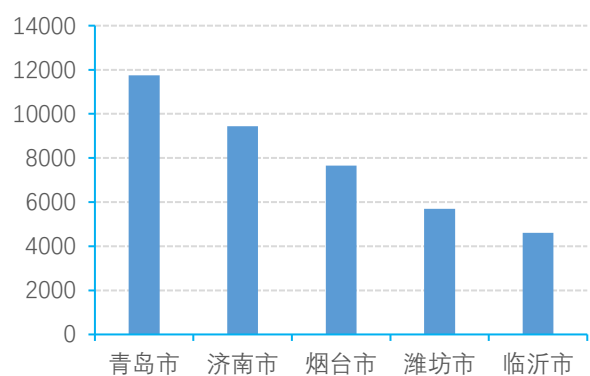
经营区域经济发展优势明显。青岛市所在的山东省，经济发达，19 年 GDP7.1 万亿元，位列全国第三。青岛市 19 年 GDP 为 11741 亿元，位列山东地级市第一，GDP 同比增长 6.5%。

图 2：19 年山东省 GDP 全国第三（亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

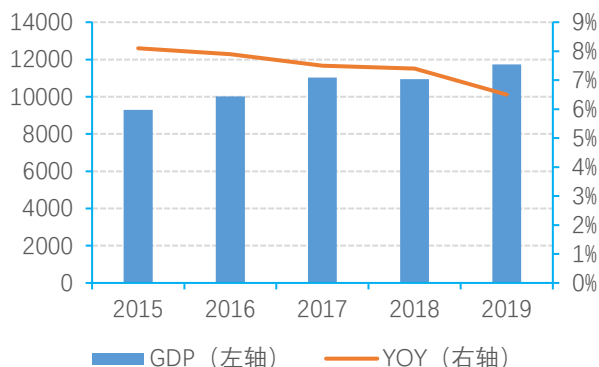
图 3：2019 年青岛市 GDP 排名省内第一（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

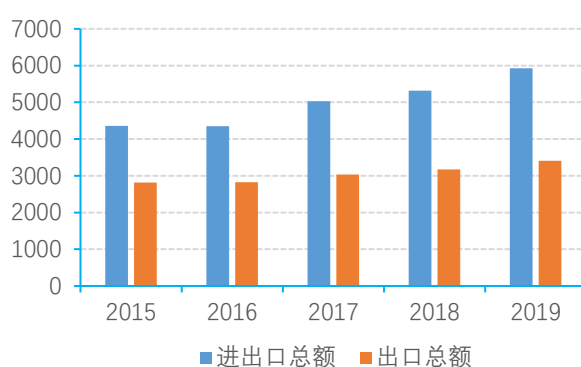
青岛市 2019 年各项经济指标稳中向好。其进出口总额、规模以上工业总产值、固定资产投资总额、全社会消费品零售总额等经济指标大多稳中向好。青岛作为国际性港口城市，以外向型经济为主导：进出口总额稳步上升，19 年进出口总额达 5925.6 亿人民币，同比增长 11.36%，增速较快。

图 4：青岛市 GDP 稳中向好（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

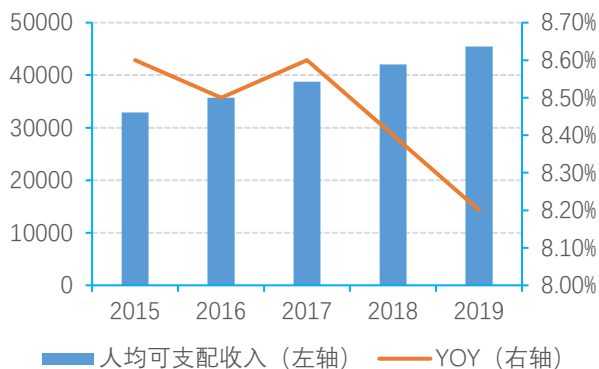
图 5：青岛市对外贸易稳步增长（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

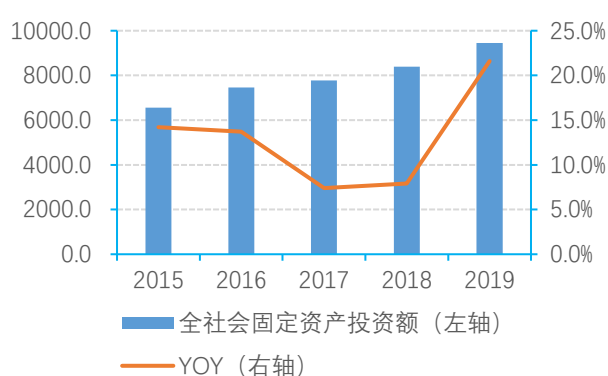
青岛市 19 年人均可支配收入稳定增长。19 年人均可支配收入达到 45452 元，同比增长 8.2%。19 年全年完成全社会固定资产投资额 9457 亿元，同比增长 21.6%。青岛市主产业为家电、汽车、化工、海洋工程等。

图 6：青岛市人均可支配收入稳定增长（元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

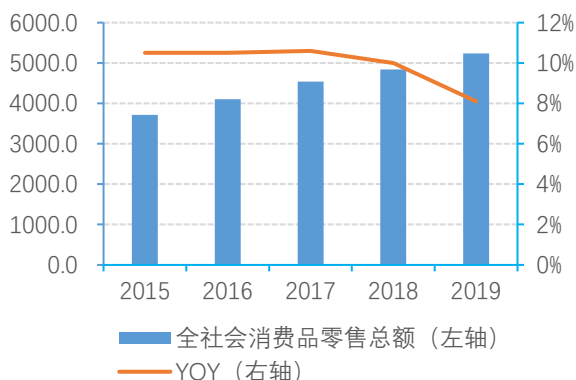
图 7：青岛市 19 年全社会固定资产投资额增长可观（亿元）



资料来源：青岛市统计局，天风证券研究所

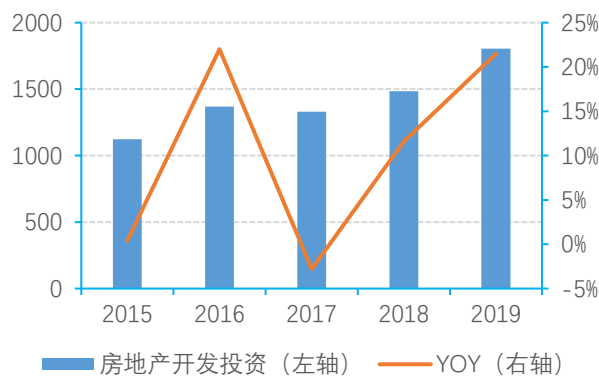
青岛市 19 年消费市场稳定增长。19 年完成社会消费品零售总额 5234 亿元，同比增长 8.1%。青岛市房地产开发投资 19 年增速为 21.5%。

图 8：青岛市全社会消费品零售总额增长平稳（亿元）



资料来源：青岛市统计局，天风证券研究所

图 9：青岛市 19 年房地产开发投资增幅较大（亿元）



资料来源：青岛市统计局，天风证券研究所

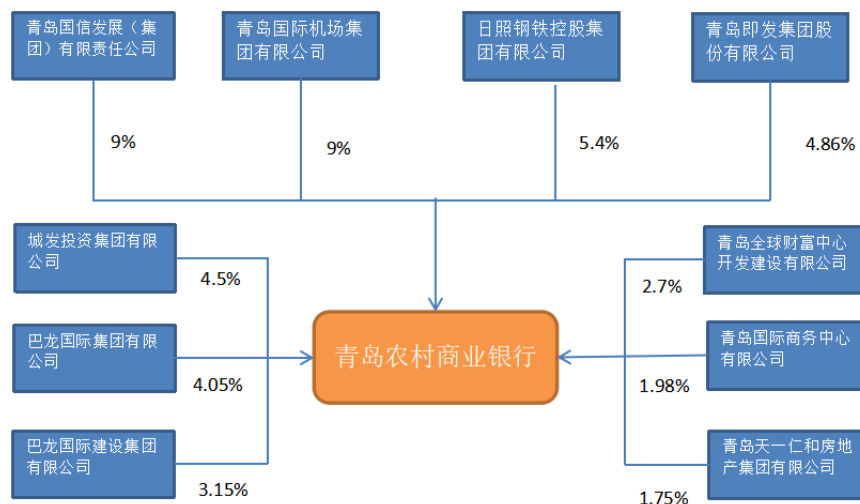
1.2. 二次创业新起航，当地网点覆盖广

国内最年轻 A 股上市银行。青农商行成立于 2012 年，是青岛省内第一家整合全市农村信用社基础上组建的农村商业银行。总部位于全国财富管理金融综合改革试验区核心区域，

于 2019 年 3 月上市成为 A 股最年轻的上市银行。上市之后，青农商行迅速开启以党建引领示范工程、标杆普惠银行塑造工程、行业交易银行打造工程、平台开放银创新工程、特色金融建设工程、内控合规强化工程、资产质量优化工程、信贷结构调整工程、优质服务提升工程、人文农商深化工程等“十大工程”为主体的二次创业新征程。

青农商行股权结构较均衡。截至 1Q20，青农商行前十大股东合计持股比例为 46.39%。青农商行单一最大股东青岛国信发展（集团）有限责任公司持股比例为 9.0%，不存在按股权比例、公司章程或协议能够控制董事会半数以上投票权或股东大会半数以上表决权的股东。持股分散避免内部控制人现象，有利于青农商行保持独立公司治理结构。

图 10：青农商行前十大股东结构（截至 1Q20）

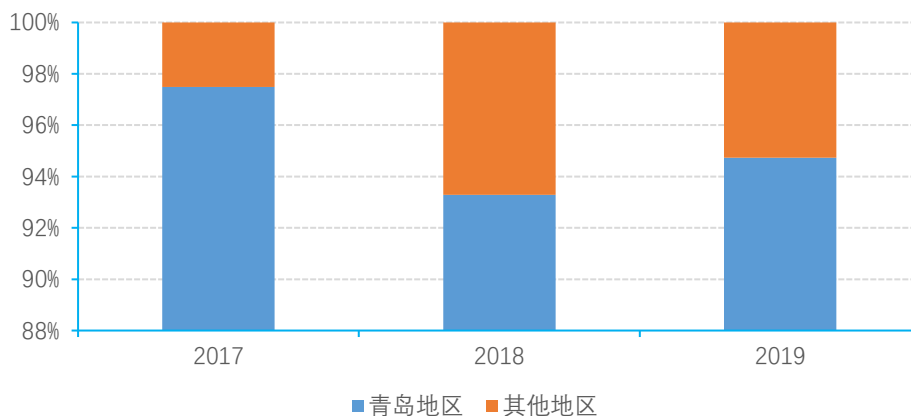


资料来源：WIND，天风证券研究所

青农商行按照“根植青岛，拓展山东，辐射华东六省”战略进行市场布局，深耕青岛市场的同时积极推进跨区域经营：截止 19 年末，已在烟台市设立异地分行一处、济南市设立异地支行一处。此外，青农商行控股了深圳、江西等 8 家蓝海村镇银行，市场空间广阔。

贷款主要投放在青岛市。青农商行长期根植于青岛市场，服务于当地中小企业和城乡居民，有天然本土竞争优势和广泛的客户基础。截至 19 年末，青农商行共网点总数 356 个，其中青岛地区设有网点 354 个，是当地网点最多服务范围最广的银行；外地设有营业网点两个。截至 19 年末，青农商行贷款超过 94%投放在青岛地区，其他地区占比仅 5.27%。

图 11：青农商行目前贷款主要投放在青岛市（%）

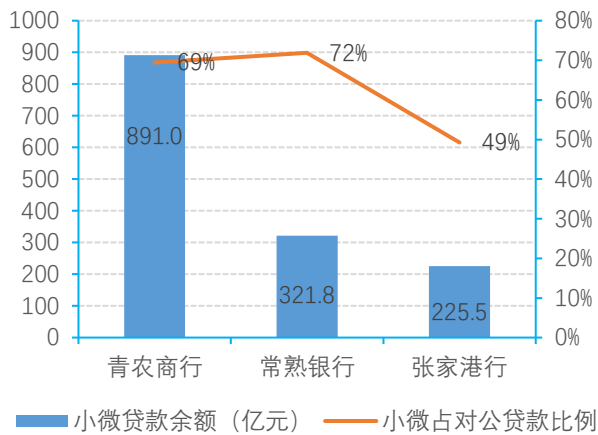


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 以小微金融与国际业务为特色

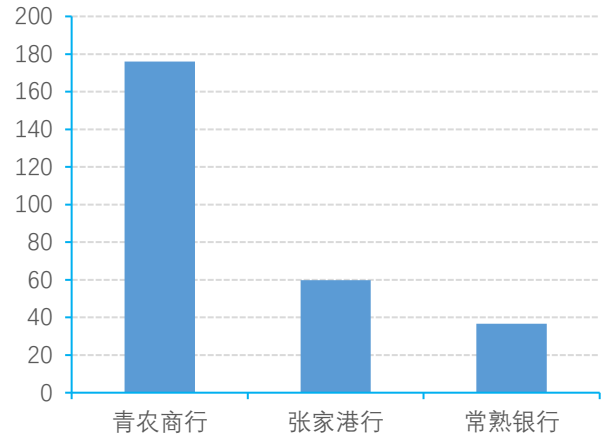
引入德国微贷技术，小微企业快速发展。青农商行 2012 年引入德国 IPC 技术，并进行本土化改造，以客户自身经营产生的收入、支出等现金流信息代替抵押物，作为判断客户承贷能力的主要依据，并将客户的成长性、发展前景等作为参考的重要因素，推动为小微客户提供量身定制的金融服务，引入 IPC 技术后青农商行小微业绩突飞猛进。截止 19 年末，青农商行小微贷款余额 891 亿元，占全部企业贷款比重 69%。小微贷款户均余额约为 176 万元，高于常熟银行与张家港行。

图 12：青农商行小微贷款余额占对公贷款比例较高（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 13：青农商行小微贷款户均余额较高（万元）



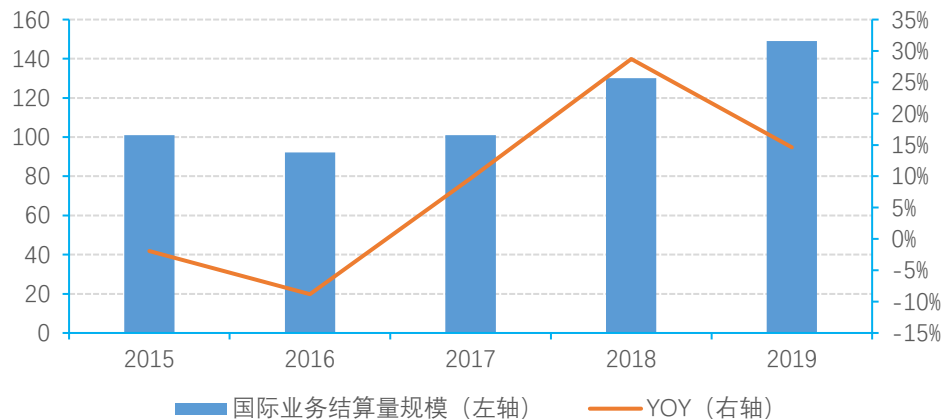
资料来源：公司财报，天风证券研究所

注：青农为 1H20 值，张家港行为 19 年值，常熟银行为 18 年年报公布值

借助大数据等金融科技，提升小微企业、民营企业和涉农主体的融资可获得性。青农商行为巩固竞争优势，推广“市民贷”、“税 e 贷”等线上信用贷款，不断加大对农村地区的网点机构布局以及金融资源投入，首创互联网小微云支付系统。19 年其普惠型小微贷款余额 245.58 亿元，较年初增加 61.17 亿，同比增长 33%，是青岛地区农村金融、普惠金融的主力军。

国际业务实现高质量发展。国际业务作为青农商行的特色和亮点业务，虽然起步较晚但发展迅速：在山东自贸区专营服务机构挂牌当天，成功办理自贸区首笔跨境人民币便利化服务，办理了全国农商行首笔央行货币互换项下新加坡元贷款业务。在丰富产品体系方面，配合上线了“跨境 e 家”、“微信速汇通”线上服务平台以及资金管理系统，以提升国际业务便利化程度。19 年实现国际结算量 149 亿美元，较 18 年增长 14.6%；代客结售汇 55 亿美元，增长 12.9%，国际业务整体发展势头良好。

图 14：青岛农商国际业务增长迅速（亿元）



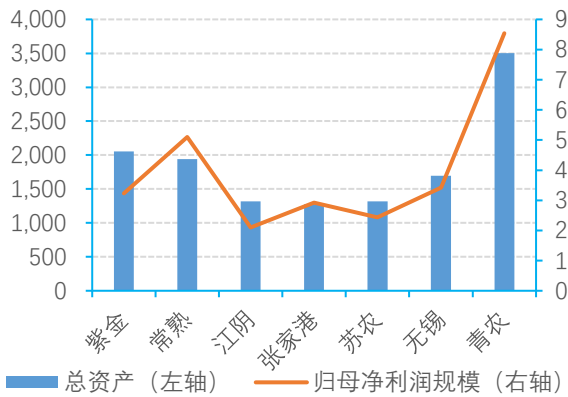
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. ROE 较高，业务回归本源

2.1. 营收增速提升，ROE 较高

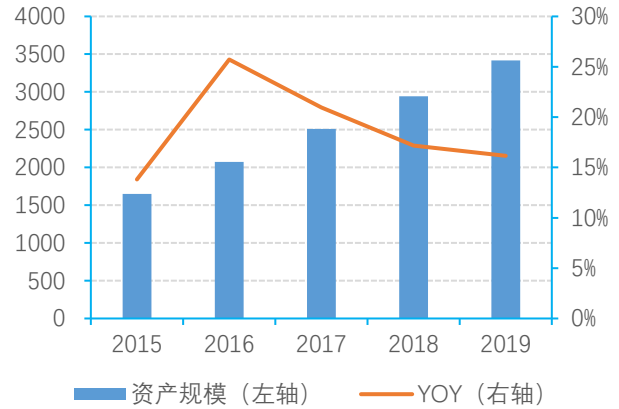
总资产规模较高，增速较快。截至 1Q20，青农商行总资产规模为 3502.6 亿，归母净利润为 8.5 亿元，在市级上市农商行中领先。15-19 年资产规模保持两位数增长，但 16 年之后逐年放缓。

图 15：青农商行 1Q20 总资产领先其他农商行（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

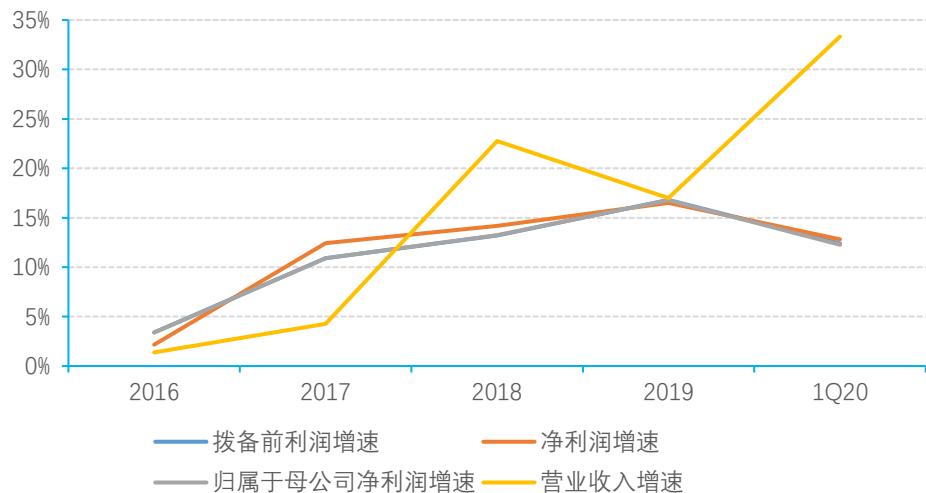
图 16：青农商行总资产规模增长较快（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

营收增速提升。青农商行 1Q20 年营收增速 33.3%，较 19 年上升 16.35 个百分点；净利润 19 年增速为 16.5%，创近两年新高，1Q20 盈利略有下滑，但仍保持较快增长。通过盈利因子拆解分析，这得益于青岛农商行生息资产规模扩张、成本控制、中收增长及税收优惠。

图 17：青农商行 1Q20 年营收增速提升、净利润增速降低（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 1：青农商行盈利增长因子驱动分解(%)

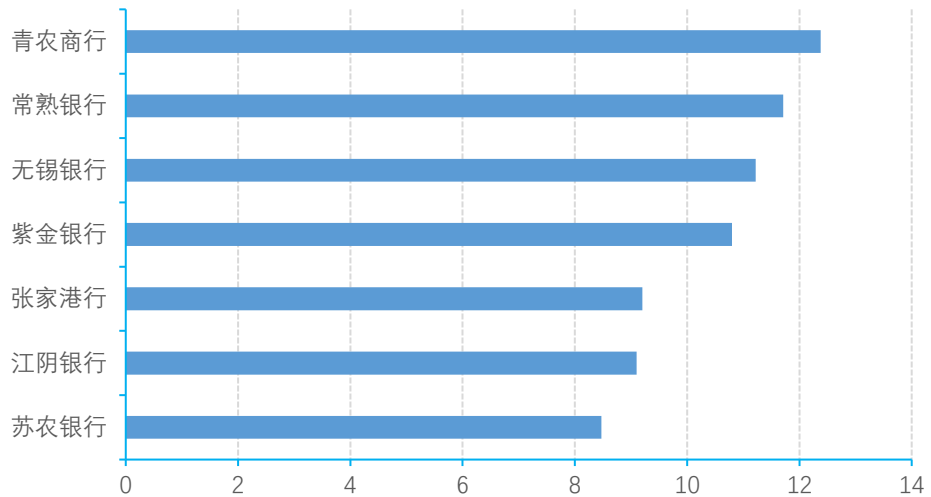
	2015	2016	2017	2018	2019
净利润	7.64%	2.16%	12.42%	14.20%	16.52%
规模	13.26%	20.22%	23.17%	18.82%	17.20%
净息差	(11.51%)	(20.91%)	(16.81%)	(6.01%)	(8.62%)

中收	0.99%	2.08%	(2.10%)	9.94%	8.40%
成本	17.05%	2.47%	(1.86%)	6.44%	3.35%
拨备	(13.57%)	(1.78%)	7.80%	(19.67%)	(17.64%)
税收	1.42%	0.08%	2.21%	4.68%	13.82%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

ROE 在上市农商行中处于较高水平。19 年青农商行加权平均 ROE 为 12.4%，较 18 年下降 0.48 个百分点，在上市农商行中处于较高水平。通过杜邦分解，主要是杠杆和非息收入较高，管理费较低所致。

图 18：青农商行 19 年 ROE 在农商行里最高（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 2：青农商行及对比行 19 年末杜邦分解

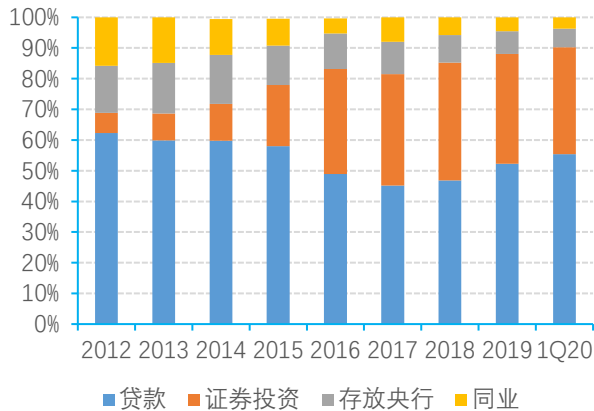
	苏农银行	无锡银行	常熟银行	张家港行	紫金银行	青农商行
利息收入	4.17%	4.17%	5.32%	4.76%	4.15%	4.22%
利息支出	1.75%	2.31%	2.09%	2.07%	2.12%	1.99%
利息净收入	2.42%	1.86%	3.24%	2.69%	2.02%	2.23%
手续费及佣金净收入	0.11%	0.07%	0.18%	0.01%	0.13%	0.06%
净其他非息收入	0.38%	0.30%	0.25%	0.56%	0.21%	0.45%
净非利息收入	0.49%	0.38%	0.43%	0.57%	0.35%	0.52%
营业收入	2.90%	2.24%	3.67%	3.26%	2.37%	2.75%
营业税金及附加	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%
管理费用	1.00%	0.66%	1.40%	1.01%	0.70%	0.83%
营业成本	1.03%	0.68%	1.43%	1.04%	0.73%	0.86%
营业外净收入	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
拨备前利润	1.87%	1.55%	2.24%	2.22%	1.64%	1.89%
资产减值损失	1.05%	0.63%	0.95%	1.40%	0.81%	0.90%
税前利润	0.83%	0.92%	1.29%	0.82%	0.84%	0.98%
所得税	0.07%	0.13%	0.21%	0.02%	0.12%	0.08%
净利润	0.75%	0.79%	1.08%	0.79%	0.72%	0.90%
权益乘数	10.83	13.80	10.33	11.96	14.64	13.53
加权平均 ROE	8.44%	11.22%	11.52%	9.22%	10.8%	12.38%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2. 业务回归存贷本源

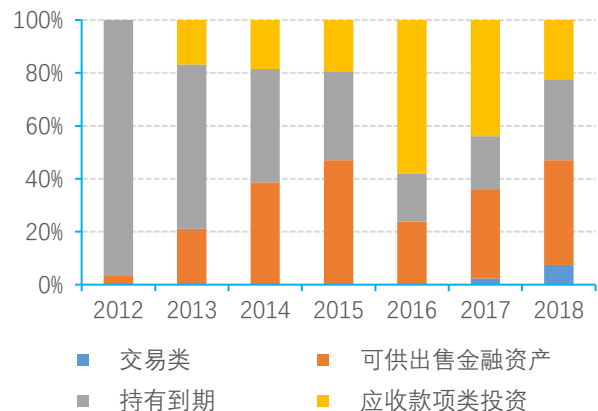
曾依靠同业和非标投资扩表。青农商行作为一家城市农商行，扩表方式与城商行类似。127号文后，由于将部分表内非标资产从同业资产腾挪至“证券投资”的“应收账款”科目下，导致证券投资规模的快速提升。15-16年证券投资 YoY+87%/117%，带动生息资产规模快速增长。在证券投资构成中，应收账款类投资增速最快，16年同比增速达551.33%。16年后伴随强监管开启，青农商行应收账款类投资规模占比压缩，业务回归存贷本源，贷款占比持续提升（1Q20贷款占生息资产比例较17年上升10.23pct至55.38%）。

图 19：青农商行贷款占比回升



资料来源：WIND，天风证券研究所

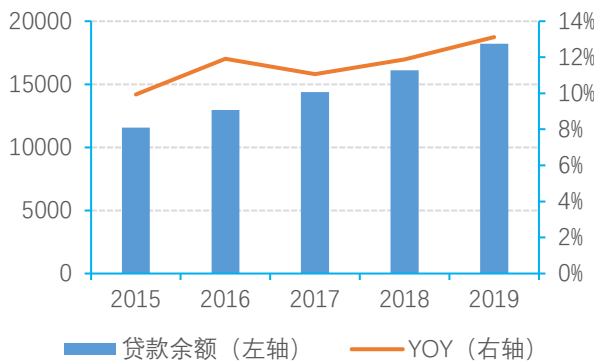
图 20：青农商行 16 年应收账款类投资迅速增长 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

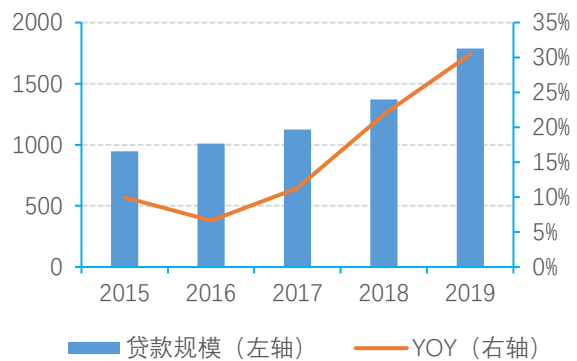
贷款增速较快。青农商行 19 年末贷款增速为 30.5%，较 18 年末提升 8.66 个百分点，自 15 年以来始终保持较快增长。青岛市 19 年末贷款余额为 1.82 万亿元，YoY +13.12%。

图 21：青岛市贷款余额稳步增长 (亿元)



资料来源：青岛市统计局，天风证券研究所

图 22：青农商行贷款规模稳步增长 (亿元)

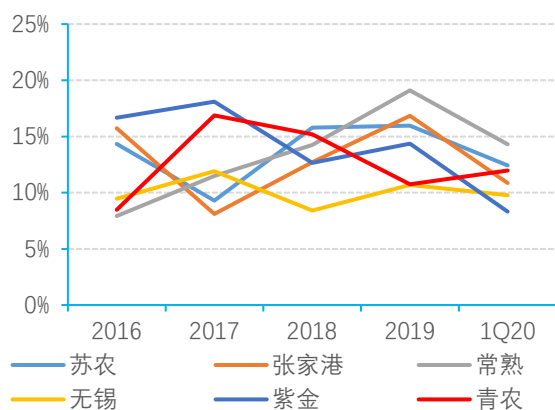


资料来源：WIND，天风证券研究所

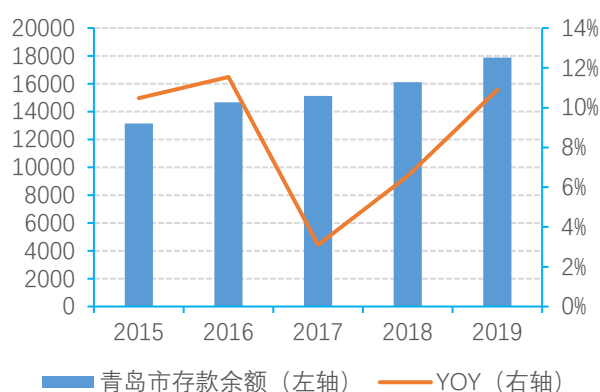
存款增速有所回升。青农商行 1Q20 存款增速为 11.97%，较 19 年末上升 1.23 个百分点，在 A 股上市农商行里位列中下游，在青岛市主要金融机构中对公存款存量排名第二，增量排名第四(截至 3Q18)。青岛市 19 年末存款余额为 1.79 万亿元，同比增长 10.89%。

图 23：青农商行存款增速回升 (亿元)

图 24：青岛市存款余额稳步增长 (亿元)



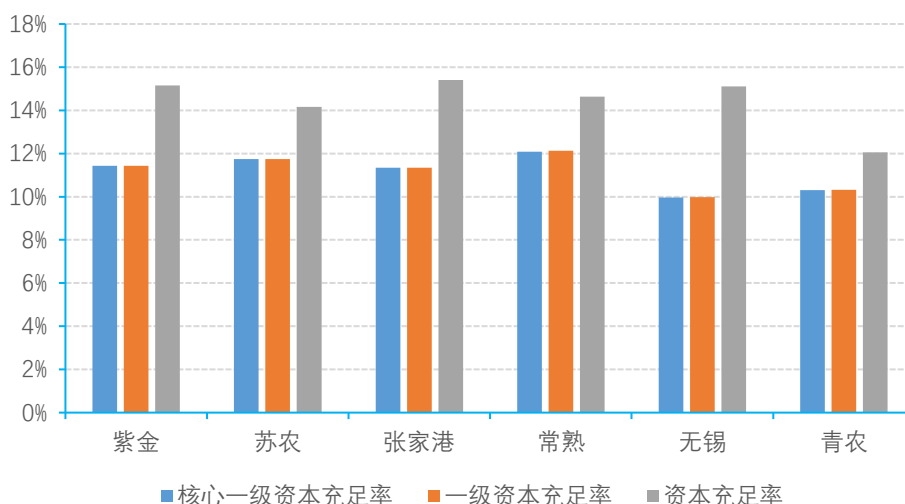
资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: 青岛市统计局, 天风证券研究所

资本充足率较低。相比其他 A 股上市农商行, 青农商行资本充足率水平较低, 核心一级资本充足率、一级资本充足率仅高于无锡银行。截至 1Q20, 核心一级/一级/资本充足率依次为 10.31%/10.32%/12.05%, 近年来有下降趋势。

图 25: 青农商行资本充足率较低 (截至 1Q20)



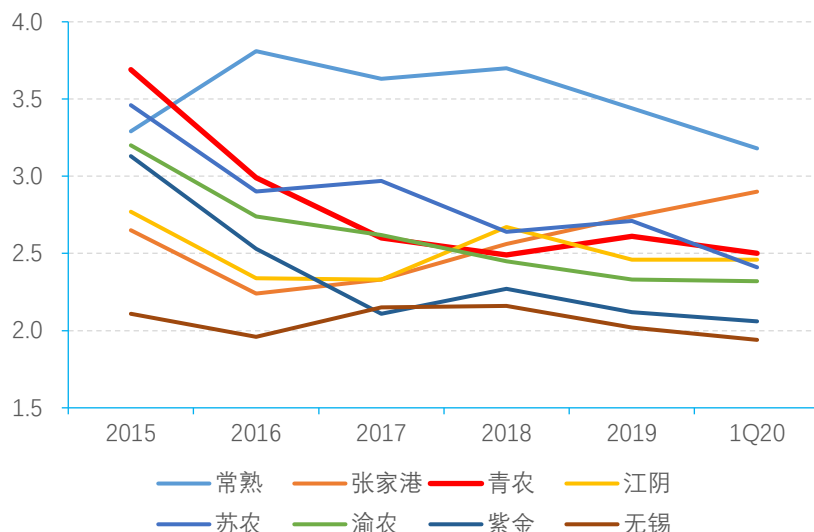
资料来源: WIND, 天风证券研究所

3. 净息差较高, 成本收入比优异

3.1. 息差有优势

青农商行净息差高于农商行平均水平。15 年-19 年净息差分别为 3.69%\2.99%\2.6%、\2.49%\2.61%, 1Q20 为 2.5%。在 A 股上市农商行里相对较高, 仅低于常熟及张家港行。分解来看, 在资产端, 青农商行生息资产收益率在 A 股上市农商行里处于较高水平, 因贷款利率高; 在负债端, 青农商行计息负债成本率较低, 主要是存款成本低。

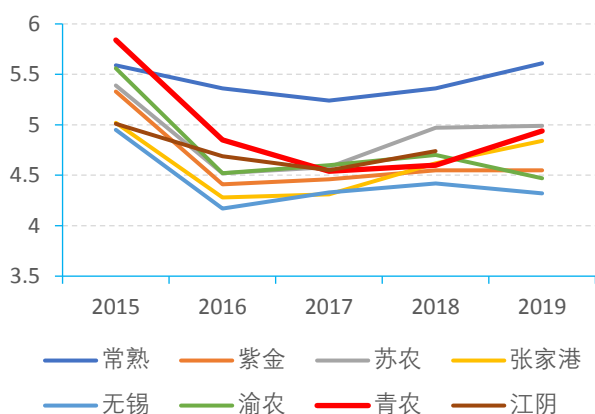
图 26: 青农商净息差较高 (%)



资料来源: IFinD, 天风证券研究所

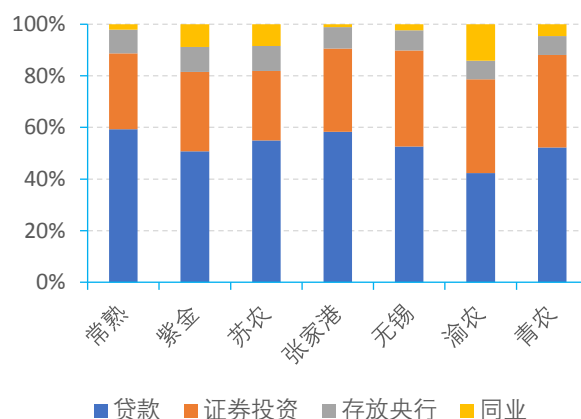
生息资产收益率较高, 贷款+证券投资占比较高。青农商行 15 年-19 年生息资产收益率分别为 5.84%、4.85%、4.54%、4.6%、4.94%, 位于上市农商行较高水平。生息资产结构中贷款及证券投资占比较高, 19 年末贷款占比为 52.24%, 证券投资占比为 35.84%。

图 27: 青农商行生息资产收益率较高 (%)



资料来源: IFinD, 天风证券研究所

图 28: 青农商行资产结构较均衡 (截至 19 年末)



资料来源: IFinD, 天风证券研究所

对公贷款收益率均较高。对公贷款占青农商行贷款比例较高, 16-19 年为 70.85%、68.55%、67.98%、71.81%, 利率居于上市农商行较高水平, 主要是小微企业贷款占比高所致; 个人贷款占比维持在 24%-25%之间。

图 29: 青农商行对公贷款收益率高 (%)

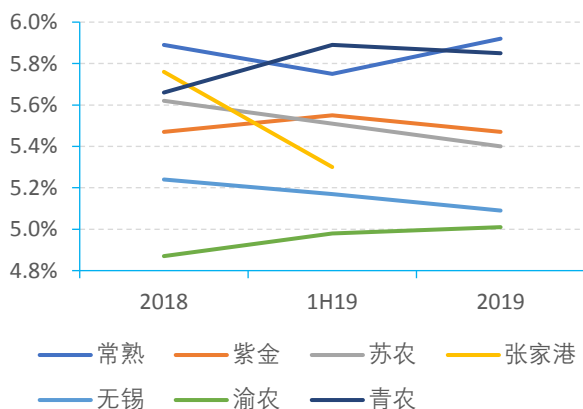
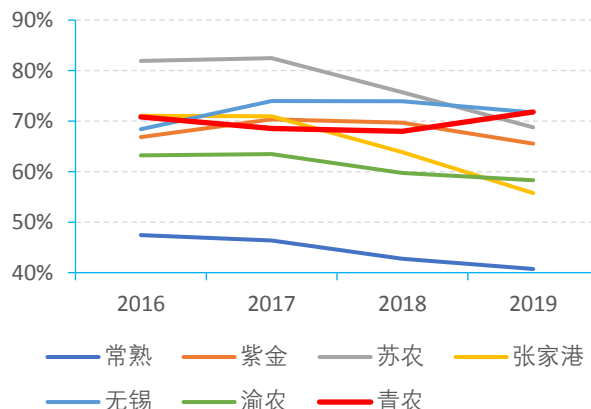


图 30: 青农商行对公贷款占比较高

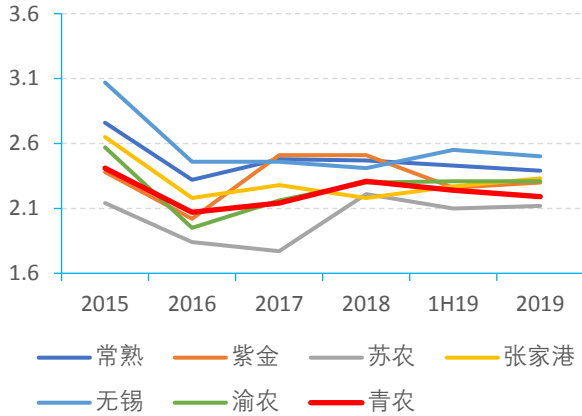


资料来源：IFinD，天风证券研究所

资料来源：IFinD，天风证券研究所

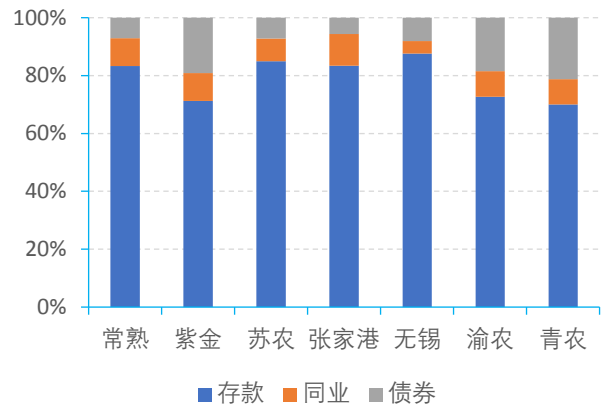
计息负债成本率低，19年有所下降。青农商行15年-19年计息负债成本率分别为2.41%、2.07%、2.14%、2.31%、2.19%；其计息负债成本率在A股上市农商行中一直较低，19年高于苏农银行。与其他农商行相比，青农商行计息负债结构中发行债券占比最高，19年末存款占计息负债比例仅为70.02%；同业负债占比8.79%，债券融资占比为21.18%，受益于19年市场利率大降。

图 31：青农商行计息负债成本率较低（%）



资料来源：IFinD，天风证券研究所

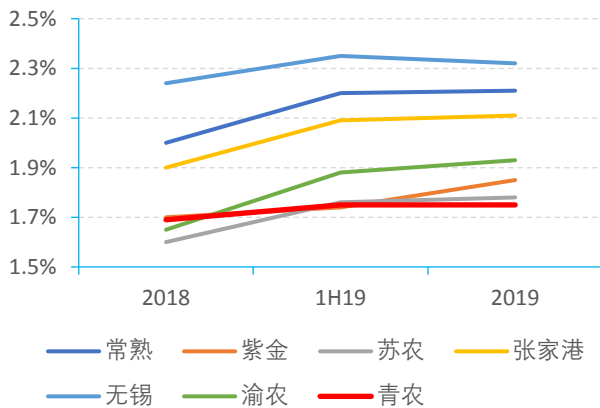
图 32：青农商行发行债券比例高（截至 19 年末）



资料来源：IFinD，天风证券研究所

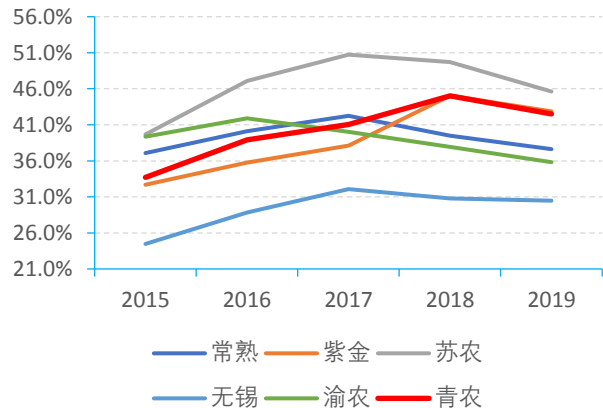
存款成本较低。青农商行存款成本在农商行中处于较低水平，19年仅为1.75%，在对比行里最低，源于活期存款占比较高。截至19年末青农商行活期存款比例为42.5%，较2015年提升8.81个百分点，处于农商行中较高水平。

图 33：青农商行的存款成本率低



资料来源：IFinD，天风证券研究所

图 34：青农商行活期存款占总存款比例提高



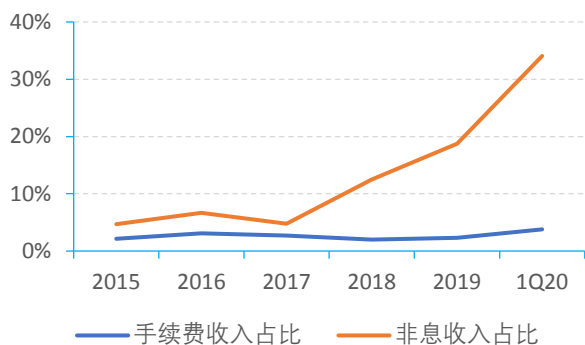
资料来源：IFinD，天风证券研究所

我们预计未来青农商行净息差下降幅度有限。因青农商行小微贷款利率较高，存款成本低，净息差未来下行幅度或有限。

3.2. 中收占比低，成本收入比优异

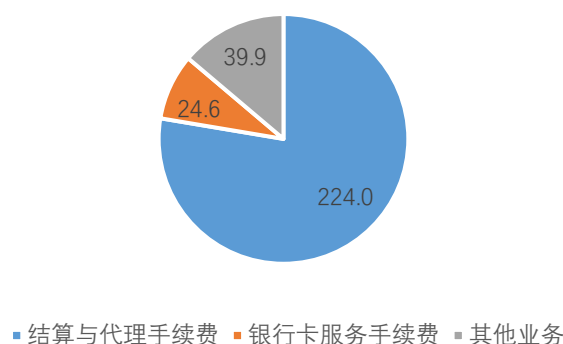
中收占营收比例低，非息收入由投资收益支撑。非息收入占总收入比例17年仅4.78%，19年上升至18.77%，1Q20为34.06%，主要来自投资收益的增长。截至19年末，投资收益由18年末的6.32亿大幅增长至19年的21.08亿，主要是由于采用新金融工具准则后，分类为交易性金融资产的资产规模增加，相应投资收益增加；手续费及佣金收入占比仅为2.28%。手续费收入构成也较为单一，由结算与代理手续费、银行卡服务手续费及其他业务构成，分别占比为77.6%、8.5%及13.8%。

图 35：青农商行非息收入占比较低



资料来源：IFinD，天风证券研究所

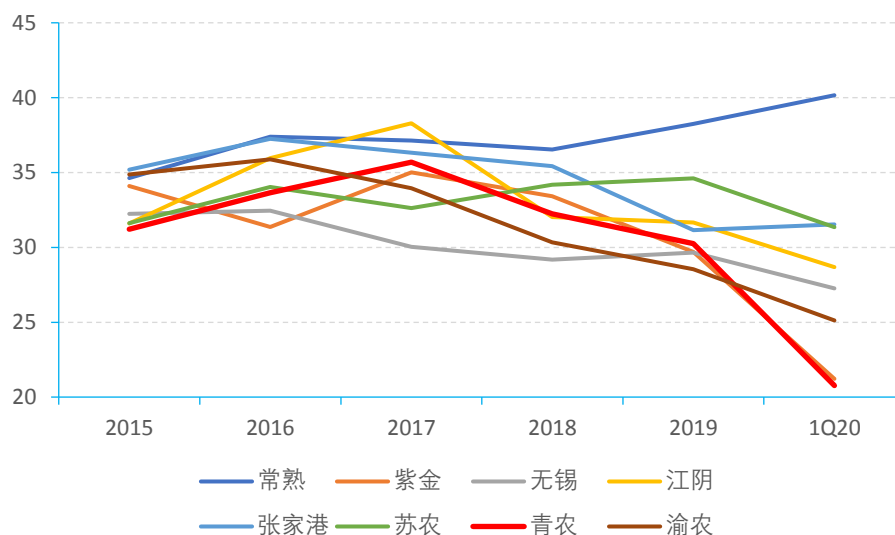
图 36：手续费收入构成（截至 19 年，百万元）



资料来源：IFinD，天风证券研究所

成本收入比在同行中较有优势。成本收入比自 2017 年以来持续下降，19 年为 30.25%，较 17 年下降 5.44 个百分点，1Q20 继续降至 20.77%，为 A 股上市农商行中最低，反映出公司良好的成本管控能力。

图 37：青农商行成本收入比低（%）



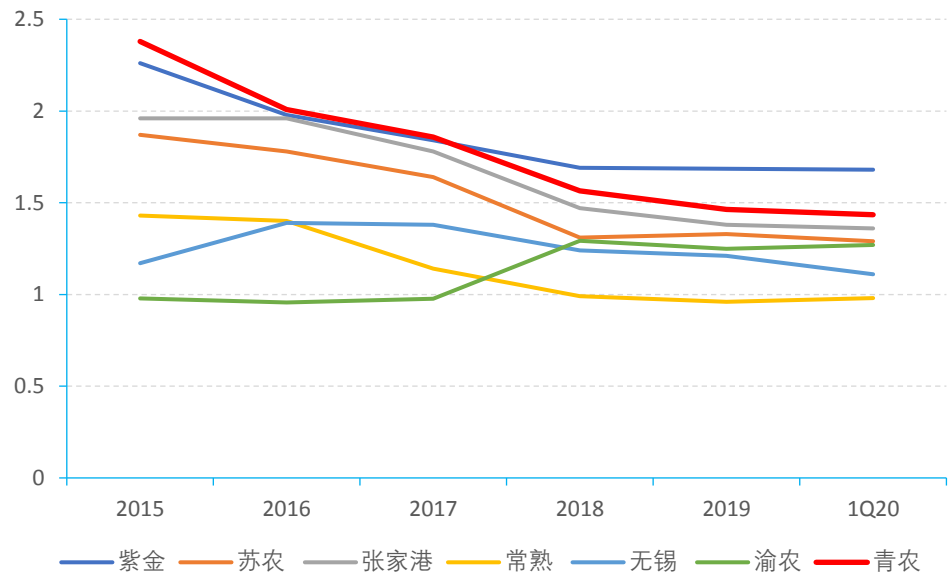
资料来源：IFinD，天风证券研究所

4. 资产质量有所改善，风险抵御能力加强

4.1. 不良率持续下降，风险加速出清

不良贷款率持续下行。青农商行贷款客户里中小微企业占比高，在经济下行趋势下，面临的经营风险较大，其不良率在上市农商行中一直较高。15 年后不良率持续下行，由 15 年末的 2.38% 降至 19 年末的 1.46%。在疫情影响下，1Q20 降低至 1.43%，较为可贵。

图 38：青农商行不良贷款率持续降低（%）



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

不良个贷占比持续下降。青农商行不良个贷占不良贷款比例由 17 年末 48.79% 降至 19 年末 22.89%，不良率由 2.98% 降至 1.31%；公司贷款不良率由 17 年末 1.40% 升至 19 年末 1.57%。总体不良率降低主要是不良个贷降低所致，个人经营贷款不良率大幅降低——17 年达 5.24%，19 年降至 2.42%，占比也由 17 年的 45.75% 降至 19 年的 20.02%。

表 3: 青农商行公司及个人贷款不良占比及不良率

	19 年		18 年		17 年	
	不良占比	不良率	不良占比	不良率	不良占比	不良率
公司贷款	77.11%	1.57%	60.86%	1.40%	51.21%	1.39%
个人贷款	22.89%	1.31%	39.14%	2.22%	48.79%	2.98%
其中: 个人经营贷款	20.02%	2.42%	35.86%	3.83%	45.75%	5.24%
合计		1.46%		1.57%		1.86%

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

房地产业不良率抬升致对公不良贷款率走高。对公不良高发的制造业贷款占比近几年不断压缩，由 17 年的 16.72% 降至 19 年的 13.22%，19 年制造业不良率也降至 3.82%，制造业不良贷款在对公不良中占比降至 32.11%，仍为对公不良占比最高的行业。房地产业是青农商行近几年对公贷款占比最高的行业，19 年房地产业不良率同比上升 1.28 个百分点至 1.64%，不良余额为 4.41 亿元，在对公不良中占比由 18 年的 5.37% 升至 21.89%，拉动对公不良提升 17BP 至 1.57%，主要是由于个别房企因经营管理问题，导致本息逾期超过 90 天形成不良贷款。

表 4: 青农商行对公行业不良贷款占比及不良率

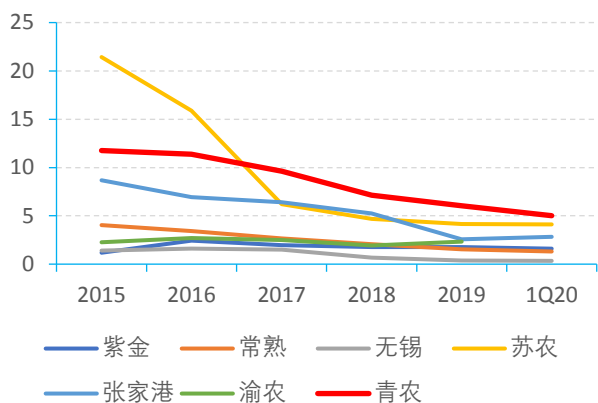
对公行业	19 年		18 年		17 年	
	不良占比	不良率	不良占比	不良率	不良占比	不良率
制造业	32.11%	3.82%	44.42%	4.12%	39.45%	3.28%
房地产业	21.89%	1.64%	5.37%	0.36%	1.53%	0.10%
批发和零售业	19.99%	1.67%	25.35%	2.04%	30.87%	2.36%
建筑业	9.10%	0.89%	9.92%	0.87%	12.91%	1.13%
农、林、牧、渔业	9.34%	5.44%	5.30%	3.30%	2.34%	1.34%
住宿和餐饮业	2.87%	1.76%	3.81%	1.90%	1.25%	0.57%
租赁和商务服务业	1.73%	0.21%	1.36%	0.16%	4.61%	0.60%
交通运输、仓储和邮政业	2.33%	1.60%	0.60%	0.33%	1.50%	1.41%
其他	0.64%	0.29%	3.87%	1.39%	5.54%	2.65%

对公不良合计 100% 1.57% 100% 1.40% 100% 1.39%

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

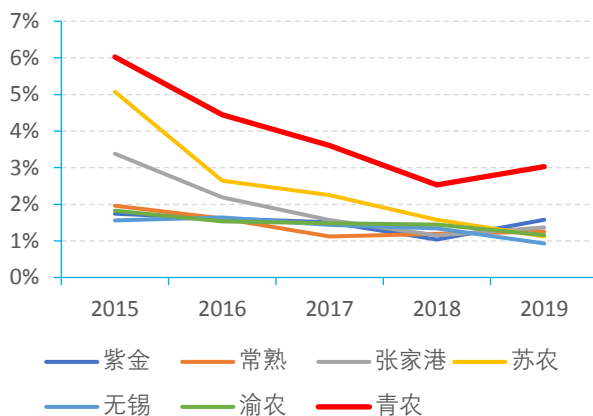
关注及逾期贷款率同业中最高。青农商行逾期贷款率 15-19 年在上市农商行中均为最高, 19 年末为 3.03%, 较 18 年末上升 50bp; 关注类贷款率 17 年开始在上市农商行中也为最高, 但近几年呈下降趋势, 1Q20 年为 5.01%, 较 15 年末下降 6.74 个百分点。

图 39: 青农商行关注类贷款率较高 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

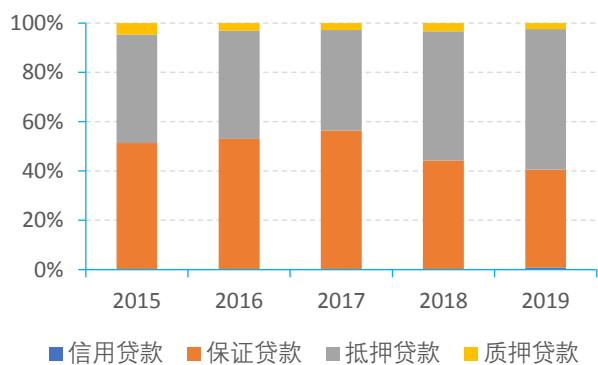
图 40: 青农商行 19 年逾期率有所上升



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

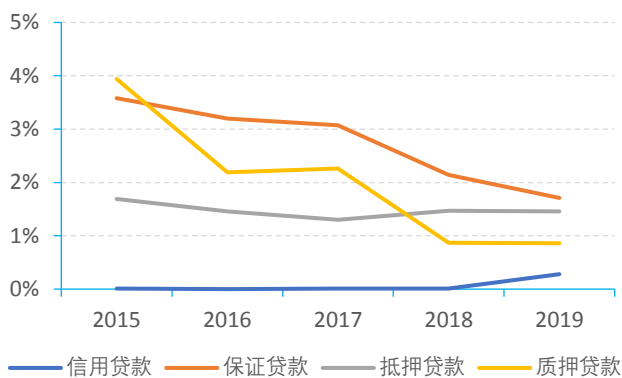
抵押贷款不良率提升。青农商行 15-17 年不良贷款中保证贷款占比均超过 50%, 其不良率也在 3% 以上, 18 年起不良率开始下降。抵押贷款不良率持续上升, 不良贷款中抵押贷款占比也超过保证贷款, 19 年占比为 56.97%, 不良率与青农商行整体不良率相同。

图 41: 青农商行不良中抵押贷款占比提升



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

图 42: 青农商行保证贷款不良率降低, 抵押贷款不良有所上升

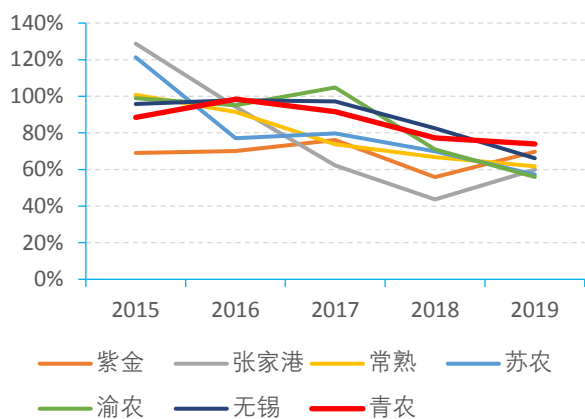


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

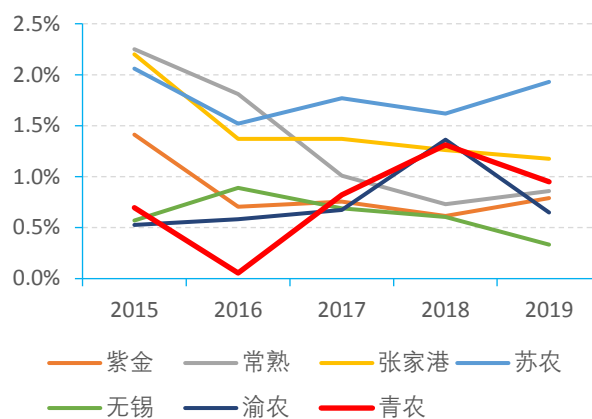
不良贷款生成 (加回核销) 率有所下降。青农商行不良贷款偏移度在农商行中处于较高水平, 19 年末为 73.95%, 较 18 年末下降 3.27 个百分点。19 年不良贷款生成率 (加回核销) 为 0.95%, 较 18 年下降 36BP, 不良生成压力降低。

图 43: 青农商行不良贷款偏高度较高

图 44: 青农商行不良生成率有所下降 (%)



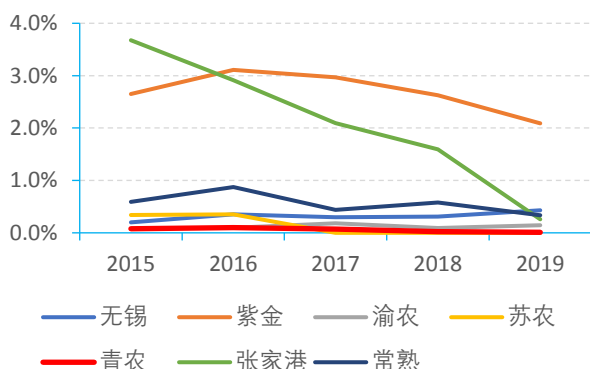
资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

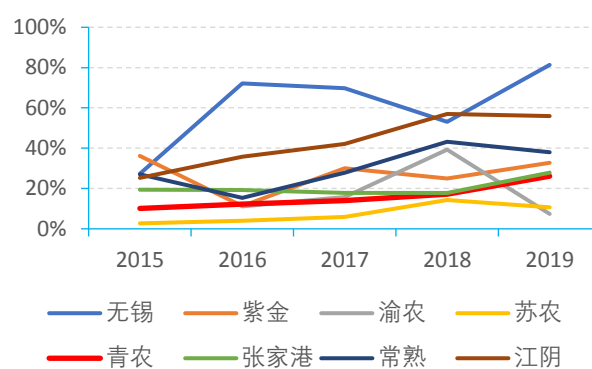
重组贷款率及关注类贷款迁徙率低。青农商行重组贷款率在农商行中一直较低, 15-19 年均不超过 0.1%, 19 年重组贷款 0.26 亿元, 重组贷款率仅为 0.01%。青农商行关注类贷款迁徙率在农商行中也较低, 19 年上升较快, 同比上升 8.96 个百分点至 26.13%, 在农商行中仍较低。

图 45: 青农商行贷款重组率较低



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

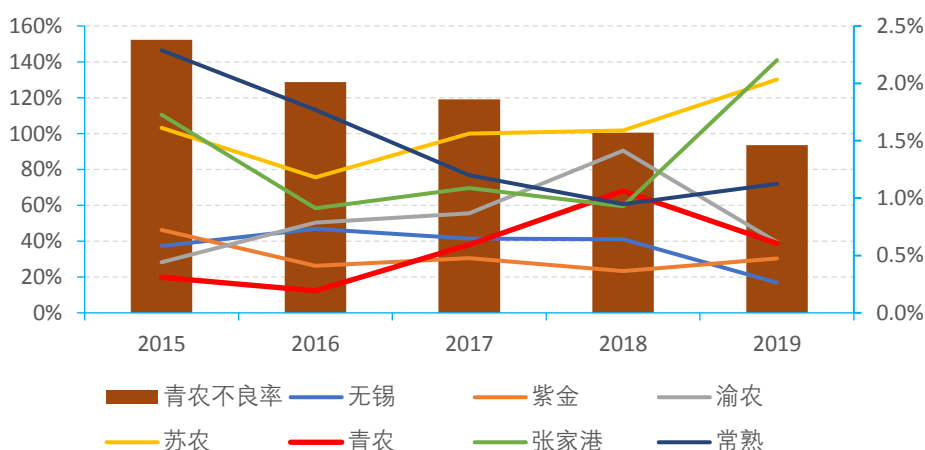
图 46: 青农商行关注类贷款迁徙率较低



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

不良贷款核销加强。青农商行不良核销转出率 15-17 年在农商行中一直较低, 18 年加强不良贷款核销, 核销不良贷款 13.11 亿元, 18 年不良率同比下降 29BP, 下降幅度较大, 19 年核销力度仍较大, 不良核销转出率在农商行中处于中部。

图 47: 青农商行不良核销转率较低

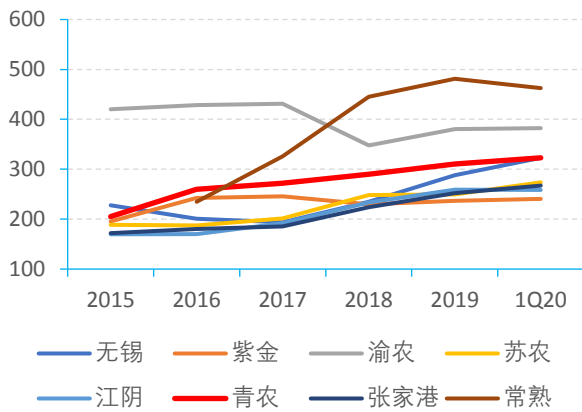


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

4.2. 拨备计提力度加强

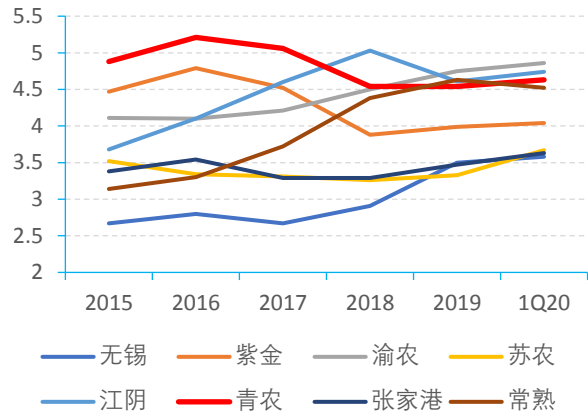
拨备较高。随着资产质量持续改善，近年来青农商行加大拨备计提力度。19年末拨备覆盖率达到310.23%，较18年末上升20.18个百分点，1Q20上升至322.93%，在农商行里保持较高水平。19年拨贷比为4.54%，1Q20上升至4.63%，在上市农商行中较高。

图 48：青农商行拨备覆盖率提升（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

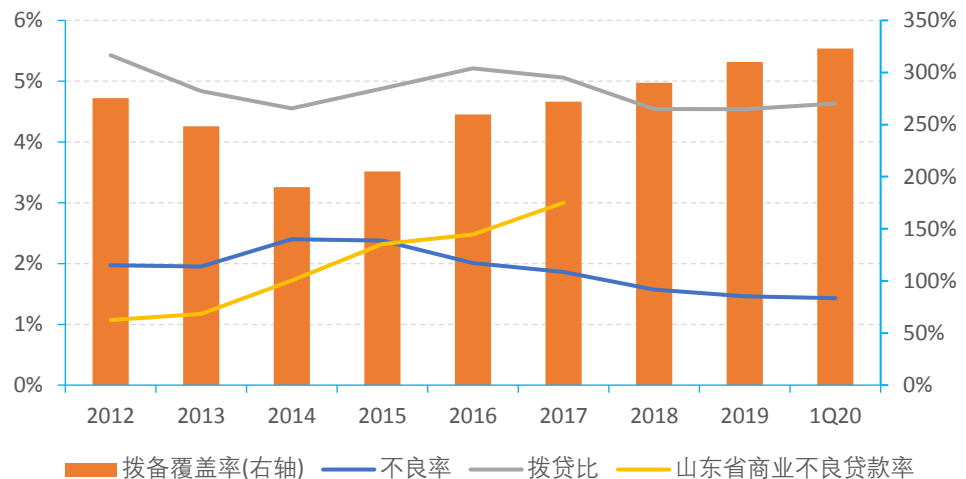
图 49：青农商行拨贷比提升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

山东省内银行不良率较高。山东省内商业银行不良率11年处于低谷，之后持续上升，17年达3%，不良资产持续暴露，青农商行不良率12-14年与山东省内商业银行不良率趋势一致，15年后出现转折，开始持续下降。

图 50：山东省内银行不良加速暴露

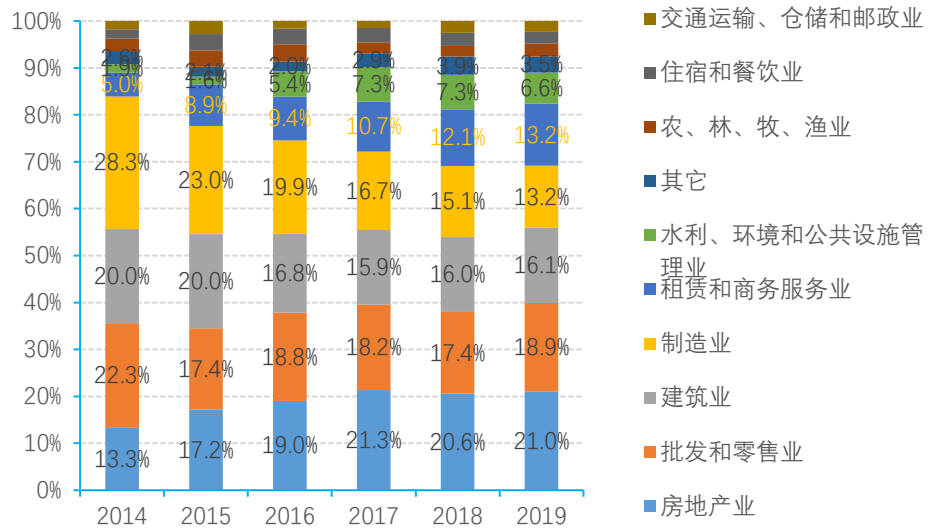


资料来源：iFinD，天风证券研究所

4.3. 贷款结构优化，未来不良仍有下降空间

贷款结构优化，未来对公不良或维持平稳。青农商行贷款结构不断优化，房地产业、批发和零售业、建筑业是19年贷款前三的行业，不良高发的制造业贷款占比由14年的28.3%降至19年的13.2%，未来对公不良或维持平稳。

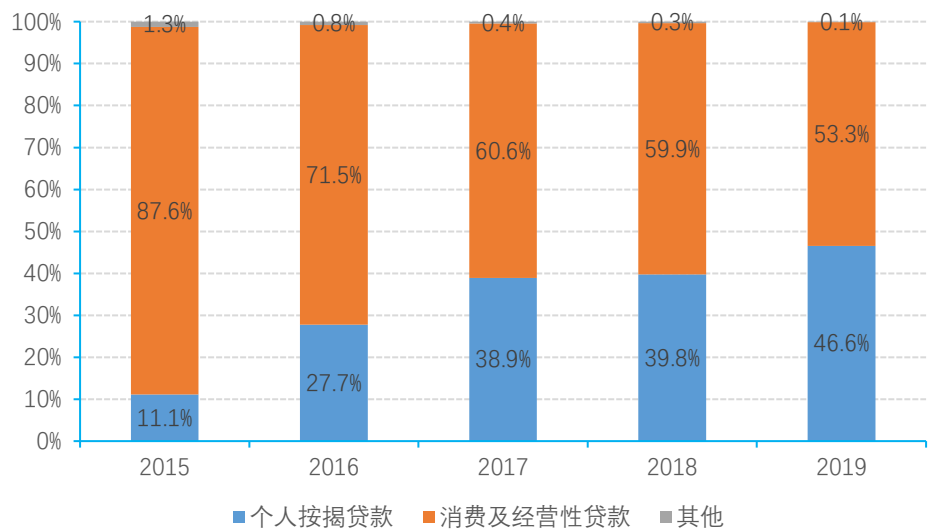
图 51：青农商行对公行业贷款中房地产业占比不断提升，制造业压缩（%）



资料来源：iFinD，招股说明书，天风证券研究所

零售贷款中住房按揭贷款占比提升。青农商行个人按揭贷款增长较快，由 15 年的 2.7 亿提升至 19 年的 21.2 亿，在个贷中占比也提升至 46.6%，而消费及经营性贷款占比不断压缩，零售贷款投向风险较低的住房按揭贷款，有助于降低其整体不良。

图 52：青农商行个贷中个人按揭贷款占比提升（%）



资料来源：iFinD，招股说明书，天风证券研究所

5. 投资建议：小微金融发力，拨备较为厚实

我们对青农商行未来的基本假设包括：

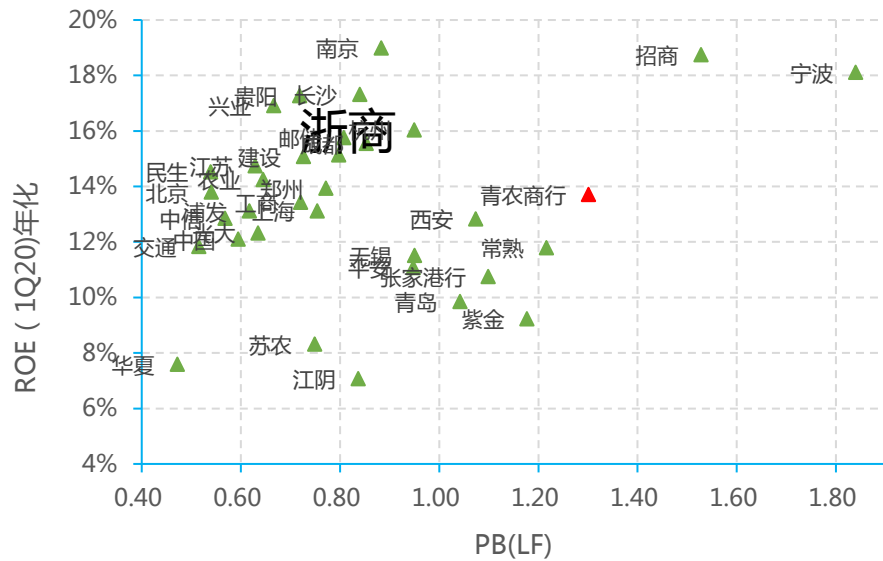
1、**息差未来下降幅度较小。**资产端：贷款占比提升，且擅长小微业务，有利于生息资产收益率提升；负债端：青农商行的存款成本率在农商行中一直处于低位。整体来看，在行业息差收窄趋势之下，青农商行净息差未来下降幅度或小于行业平均值。

2、**小微金融业务发力。**青农商行是青岛地区农村金融、普惠金融的主力军，小微业务引入德国微贷技术，借助大数据等金融科技，提升小微企业、民营企业和涉农主体的融资可获得性，未来小微金融业务是青农商行的增长引擎。

3、**资产质量改善，拨备较厚实。**青农商行不良率在上市农商行中一直较高，15 年后不良

率持续下行，由 15 年的 2.38% 降至 19 年的 1.46%；拨备覆盖率 1Q20 上升至 322.93%，拨贷比 1Q20 上升至 4.63%，在农商行里保持较高水平。同时对公贷款结构调整，加速零售转型，资产质量未来或趋稳。我们预测其 20-22 年末不良贷款率依次为 1.37%、1.32%、1.3%。

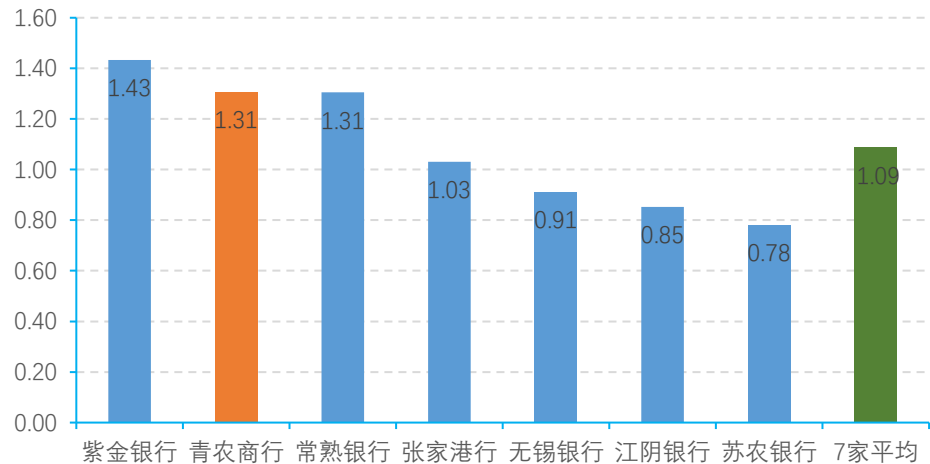
图 53：青农商行估值较高（PB 截至 20 年 8 月 3 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

我们运用相对估值法对青农商行进行估值。青农商行 PB(LF) 截止 20 年 8 月 3 日为 1.27X，在上市农商行中处于高位。上市农商行 20 年 8 月 3 日的平均 PB(LF) 为 1.09X，基于上述三大假设，我们给予其 1.3X 20PB 目标估值，对应 6.43 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图 54：2019/8/5-2020/8/3，农商行平均 PB(LF)



资料来源：IFIND，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、**负债成本大幅上升**：青农商行负债成本较低，若大幅上升，息差将大幅下降，导致营收减少。
- 2、**资产质量大幅恶化**：青农商行不良率在农商行中较高，若再度恶化，将严重影响自身发展。

- 3、小微业务不及预期：随着宏观经济持续下行，青农商行小微业务占比高更易滋生不良，阻碍小微业务发展。

财务预测摘要

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						收入增长					
净利息收入	65	71	78	84	94	净利润增速	10.9%	13.2%	10.2%	9.1%	9.1%
手续费及佣金	1	2	3	3	3	拨备前利润增速	3.5%	29.7%	24.3%	14.7%	12.4%
其他收入	8	14	24	31	35	税前利润增速	10.2%	9.5%	21.5%	9.0%	9.1%
营业收入	75	87	104	118	132	营业收入增速	4.3%	22.7%	19.4%	13.4%	11.7%
营业税及附加	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	净利息收入增速	6.4%	12.8%	10.0%	7.8%	11.6%
业务管理费	(24)	(26)	(29)	(32)	(35)	手续费及佣金增速	-9.2%	-8.6%	30.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	50	60	75	86	96	营业费用增速	10.6%	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
计提拨备	(19)	(29)	(36)	(44)	(51)	规模增长					
税前利润	30	31	38	41	45	生息资产增速	21.1%	17.3%	14.8%	12.4%	9.9%
所得税	(6)	(3)	(6)	(7)	(8)	贷款增速	11.3%	21.8%	22.0%	16.5%	11.0%
净利润	24	28	31	34	37	同业资产增速	97.2%	-14.8%	-5.0%	1.0%	-1.0%
资产负债表						证券投资增速	28.0%	23.9%	11.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	1370	1787	2180	2540	2819	其他资产增速	6.9%	6.2%	4.3%	-16.7%	26.8%
同业资产	170	156	148	150	148	计息负债增速	21.7%	18.2%	15.1%	11.9%	9.9%
证券投资	1120	1226	1361	1497	1647	存款增速	15.2%	10.7%	12.0%	10.0%	10.0%
生息资产	2931	3435	3943	4433	4873	同业负债增速	10.7%	29.8%	30.0%	20.0%	10.0%
非生息资产	72	63	65	54	69	股东权益增速	13.8%	19.1%	12.3%	12.0%	11.7%
总资产	2941	3417	3914	4374	4808	存款结构					
客户存款	1926	2188	2451	2696	2965	活期	45.0%	42.5%	42.51%	42.51%	42.51%
其他计息负债	737	937	1144	1329	1459	定期	54.9%	56.0%	56.02%	56.02%	56.02%
非计息负债	64	39	35	32	29	其他	0.0%	1.5%	1.46%	1.46%	1.46%
总负债	2728	3164	3630	4056	4453	贷款结构					
股东权益	213	253	284	318	355	企业贷款(不含贴现)	68.0%	71.8%	71.81%	71.81%	71.81%
每股指标						个人贷款	27.6%	25.6%	25.55%	25.55%	25.55%
每股净利润(元)	0.48	0.51	0.56	0.61	0.67	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.00	1.08	1.34	1.54	1.73	不良贷款率	1.57%	1.46%	1.37%	1.32%	1.30%
每股净资产(元)	4.10	4.39	4.95	5.55	6.21	正常	91.29%	92.51%	92.65%	92.75%	92.82%
每股总资产(元)	58.83	61.50	70.46	78.74	86.55	关注	7.15%	6.03%	5.98%	5.93%	5.88%
P/E	11.6	11.01	9.99	9.16	8.39	次级	0.47%	0.45%			
P/PPOP	5.6	5.19	4.17	3.64	3.24	可疑	0.91%	0.93%			
P/B	1.4	1.27	1.13	1.01	0.90	损失	0.19%	0.09%			
P/A	0.1	0.09	0.08	0.07	0.06	拨备覆盖率	290.05%	310.13%	317.22%	337.11%	363.47%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.49%	2.61%	2.50%	2.45%	2.42%	资本充足率	12.55%	12.26%	11.29%	10.39%	9.54%
净利差(Spread)	2.29%	2.75%	2.85%	2.95%	3.05%	核心资本充足率	10.60%	10.48%	9.81%	9.16%	8.52%
贷款利率	5.78%	5.84%	5.99%	6.14%	6.29%	资产负债率	92.74%	92.61%	92.75%	92.73%	92.62%
存款利率	1.69%	1.75%	1.80%	1.85%	1.90%	其他数据					
生息资产收益率	4.60%	4.94%	5.09%	5.24%	5.39%	总股本(亿)	50.00	55.56	55.56	55.56	55.56
计息负债成本率	2.31%	2.19%	2.24%	2.29%	2.34%						
盈利能力											
ROAA	0.90%	0.90%	0.86%	0.83%	0.81%						
ROAE	12.86%	12.57%	12.00%	11.64%	11.34%						
拨备前利润率	1.83%	1.89%	2.03%	2.06%	2.09%						

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