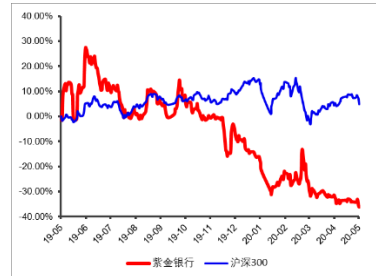


紫金银行(601860)/银行
紫金银行深度报告：
扎根南京带来低付息存款优势，转债获批有望夯实资本
评级：增持(首次)
市场价格：
分析师：戴志锋
执业证书编号：S0740517030004
电话：
Email: daizf@r.qlzq.com.cn
分析师：邓美君
执业证书编号：S0740519050002
电话：
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn
研究助理：贾靖
Email: jjajing@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	3,661
流通股本(百万股)	1,735
市价(元)	3.98
市值(百万元)	14,570
流通市值(百万元)	6,906

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	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3622.0	4231.0	4674.0	5180.3	5735.0
增长率 yoy%	5.3	16.8	10.5	10.8	10.7
净利润	1137.0	1254.0	1417.0	1577.5	1758.6
增长率 yoy%	10.2	10.3	13.0	11.3	11.5
每股收益(元)	0.35	0.34	0.39	0.43	0.48
净资产收益率	11.8	11.3	10.9	11.1	11.6
P/E	11.68	11.77	10.41	9.35	8.39
PEG					
P/B	1.33	1.20	1.07	1.01	0.94

备注：估值为 2020.05.22 股价对应估值。

投资要点

- **扎根南京、辐射周边的老牌农商行，网格化经营聚焦当地小微民企。**紫金农商行成立于 2011 年，由南京原 4 家农信社组建而来，总部设在南京，经营区域由南京辐射周边。公司坚持“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，受益于区域经济带动，实现了较快发展。公司定位小微+零售，通过渠道下沉深入南京城镇化进程。与当地政府良好的关系，可通过社区网格化渗透。
- **近年业务回归本源，逐步夯实优化资产负债结构。1) 资产对公端调整，整体风险偏好下行，信贷占比稳步提升。**2017 年来公司业务继续回归本源，贷款占比资产比例逐步回升。从贷款细分结构看，主要源自对公端的调整，总体风险偏好逐步降低，低风险贷款如对公水利和租赁商贸业贷款占比在提升。同时个人端贷款占比的提升亦是源自按揭贷款占比的提升。2) **负债较为依赖同业，核心负债占比缓慢提升。**公司总体负债端结构较为依赖同业负债(含同业存单)，存款占比计息负债的比例较上市农商行偏低，使得在前期市场流动性偏紧的阶段公司整体计息负债水平偏高。从存款内部结构看，虽然存款主要以定期存款为主，但公司活期存款占比是高于同业平均的，公司在存款端具有结构和定价的双重优势。
- **结构优化调整下，18 年来营收和 PPOP 渐趋回暖，带动净利润实现恢复性增长。**17 年来在资产负债结构的逐步调整优化下，营收增速和 PPOP 增速实现恢复性增长，同时 19 年拨备释放利润空间，净利润增速保持较高增长。息差也在结构的逐步优化下 2019 实现小幅抬升。考虑到公司存款端付息率具有成本优势，随着公司业务结构持续调整，存贷占比进一步上升，我们认为公司息差未来仍有改善空间，与其他农商行之间的差距会逐步缩小。
- **近年来不良改善明显，公司不良认定严格，不良生成水平低于同业。**从最直接的表现数据看，紫金银行不良率确实处于长三角地区上市农商行偏高水平，但近年来不良率持续改善，和长三角地区上市农商行的平均水平在逐步收敛。紫金银行不良净生成水平总体是处于长三角上市农商行偏低水平。而从更为客观的逾期指标看，公司资产质量是处于相对优异水平的，可以说公司偏高的不良率源自对于不良贷款更为严格的认定。
- **随着资产负债结构改善和市场流动性渐趋宽松，制约 ROA 的因子趋于改善。**公司 ROE 自 2014 年达到历史高点后趋于下行，2019 年前三季度 ROE 总体有一定回升。通过对其进行剖析，ROE 的下行更多是受到 ROA 的拖累，杠杆水平在农商行中是偏高的。通过杜邦分析，影响 15-18 年不断下行的 ROA 的主要是渐趋下行的净利息收入，偏弱的中收也有一定影响，但成本端的折耗作用偏弱，起到一定缓冲作用。ROA 横向比较弱于同业也是由于营收端的制约。但 19 年来受益于资产负债结构的调整和流动性整体宽松，公司营收端对于 ROA 的制约作用逐步改善，带动 ROA 下行趋势改善，与上市城商行之间的差距逐步收窄。
- **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，通过网格化营销和科技获客等多重手段不断提升在当地的渗透率。**公司 17 年来业务逐步回归本源，存贷款占比持续提升，在结构优化调整下，公司 19 年业绩增速实现回升，同时息差改善明显。公司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。过去导致公司 ROA 低于农商行平均水

平的主要是营收端偏弱，随着公司业务继续回归本源，结构优化调整，营收端对 ROA 的支撑作用会逐步显现，而 ROA 的回升会带动公司 ROE 的稳步回升。

- **投资建议：**预计随着紫金银行资产负债结构的逐步调整，受益于区域经济的强劲，业绩仍会维持较高速增长。同时公司对不良的认定严格，逾期率处农商行偏低水平，资产质量总体稳中向好。公司 2020E、2021E PB 1.01X/0.94X（农商行 0.84X/0.75X）；PE 9.35X/8.39X（农商行 7.98X/7.23X）。公司公开发行不超过 45 亿可转债获批，待转股后将有望夯实资本，建议投资者积极关注，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示事件：** 1）海外疫情发展具有不确定性。2）国内经济下行压力仍在，LPR 下行或超预期。3）区域风险集中暴露，公司资产质量或面临压力。4）公司经营不及预期。

内容目录

一、根植南京的农商行，网格化经营聚焦小微民企	- 4 -
扎根南京，辐射周边的老牌农商行	- 4 -
定位小微+零售，战略优势显著	- 4 -
二、业务逐步回归本源，存款付息有优势	- 5 -
资产对公端调整，整体风险偏好下行，信贷占比稳步提升	- 5 -
负债较为依赖同业，核心负债占比缓慢提升	- 8 -
三、结构优化带动业绩 19 年来逐步释放	- 10 -
净利润 18 年来实现恢复性增长	- 10 -
成本优势突出，非息有增长空间	- 11 -
四、近年来不良改善明显，不良生成水平低于同业	- 12 -
五、19 年 ROA 总体平稳，ROE 降幅收窄	- 14 -
ROA 拖累 ROE 渐趋下行，高杠杆水平支撑 ROE 高于同业	- 14 -
营收端对 ROA 的制约作用 19 年来趋于改善	- 15 -
六、可转债获批，后续资本有望进一步夯实	- 17 -
七、估值建议和盈利预测	- 18 -

一、根植南京的农商行，网格化经营聚焦小微民企

扎根南京，辐射周边的老牌农商行

- **紫金农商行根植南京、网络辐射广**：公司由南京原 4 家农信社组建而来，成立于 2011 年，总部设在南京，经营区域由南京辐射周边，是南京地区服务网络最广的本土金融机构。截至 2019 年 12 月 31 日，公司下设营业网点 133 家，包括 3 家分行、1 家营业部、1 家科技支行和 7 家一级支行，同时参股 3 家省内农商行和农信社（江苏高淳农商行、溧水农商行和江苏农信社）。截至 2019 年 12 月 31 日，银行总资产规模达 2013 亿元，存款余额 1312 亿，贷款余额 982 亿。
- **作为深耕本土的农商行，紫金银行有着先天地理优势**：南京区域经济发展强劲、GDP 增速高于全省、全国。作为江苏省省会、政治经济文化中心，南京地区生产总值和人民生活水平经历了快速的增长，是江苏省内经济增速最高城市。2019 年，南京市实现地区生产总值 3247.4 亿元，同比增长 7.8%，经济规模在长三角领域排名第四，增速高于全国和江苏省经济增长水平。

图表 1：江苏省内 GDP 增长情况 (%)



资料来源：Wind，中泰证券研究所

定位小微+零售，战略优势显著

- **公司定位小微+零售，通过渠道下沉深入南京城镇化进程**。1) 中小微企业与民营企业高占比。作为南京市的本土银行，紫金银行在南京本土拥有 60 多年经营历史，坚持立足“服务三农、服务中小、服务城乡”的市场定位，重点支持特色农业、品牌农业、生态农业、创汇农业以及中小企业的发展。截至 1H18，公司对公贷款客户数为 3,023 户，其中中小微型企业客户 2,937 户，占比 97.16%；民营企业客户 2,546 户，占比 84.22%；“三农”企业客户 590 户，占比 19.52%。中小微型企业贷款余额占比

总对公贷款 85.37%；民营企业占比 21.63%；涉农贷款占比 8.09%。2）在金融竞争充分的南京地区仍实现较高的存贷占比，且存款付息成本较低。南京市金融竞争较为充分，区域内有 6 家国有行、12 家股份行、10 家城商行、4 家农商行、5 家外资银行和 1 家民营银行共计 38 家商业银行。截止 1H18，紫金银行在南京市存款占比为 3.82%，贷款占比为 2.76%，在中小银行中具有领先地位。

- 在不断提升在当地的渗透率有着较强的竞争优势：与当地良好的关系，可通过社区网格化渗透。1）公司第一、第二大股东紫金投资、国信集团实际控制人均为南京国资委，截至 2019，持股分别为 8.96%、7.32%。2）网格化营销输出服务和产品。公司梳理了城、郊、农三个目标客群，制定网格责任区域、营销走访规定动作，城区以个体工商户及楼宇经济体为主，城郊以园区、商会协会为主，农区以农户整村建档授信工作为主，推动客户建档建册工作的有效开展，做好不同类型客户授信信面的提升。3）通过科技手段引流客户。公司开发“紫金云掌柜”营销获客平台，实现点到点连接目标客户的互联网裂变式服务渠道。4）根据客户需求进行产品创新。紫金银行针对小微企业和个体工商户的小额信贷资金需求，加速产品创新，现已搭建起涵盖“房易融”、“金陵惠农贷”、“科技贷款”、“税微贷”、“税信贷”的产品体系。

图表 2：公司前十大股东持股情况（2019）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	南京紫金投资集团有限责任公司	328,129,524	8.9600
2	江苏省国信集团有限公司	267,852,322	7.3200
3	江苏苏豪投资集团有限公司	111,635,151	3.0500
4	南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司	93,232,360	2.5500
5	南京天朝投资有限公司	70,276,885	1.9200
6	雨润控股集团有限公司	62,384,420	1.7000
7	南京凤南投资实业有限公司	42,346,941	1.1600
8	南京建工产业集团有限公司	41,689,006	1.1400
9	金陵药业股份有限公司	35,296,430	0.9600
10	南京江北新区产业投资集团有限公司	34,543,001	0.9400
	合 计	1,087,386,040	29.7000

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

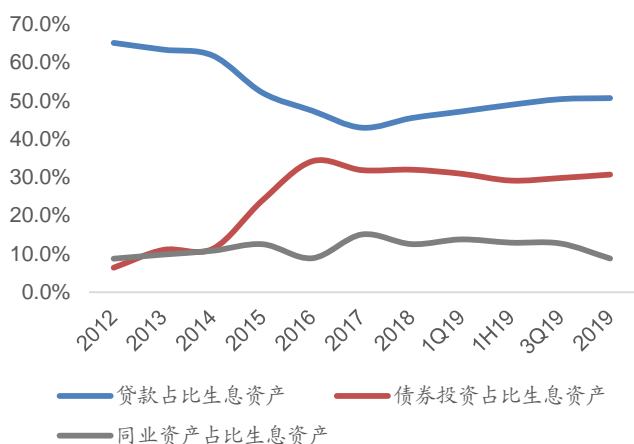
二、业务逐步回归本源，存款付息有优势

资产对公端调整，整体风险偏好下行，信贷占比稳步提升

- 2017 年来公司业务继续回归本源，贷款占比资产比例逐步回升。2014-2016 年是公司债券投资规模的迅速扩张期，贷款占比从 2012 年 65.2%下降到 2017 年 43%，债券投资占比从 2012 年不到 10%的占比上升至 2016 年最高 34.2%。2016 年开始随着监管趋严公司业务逐步回归本源，贷款占比生息资产进入稳步上升期。截止 2019 公司贷款占比生息资产比例为 50.75%，横向比较看自 2015 年来公司贷款占比即在

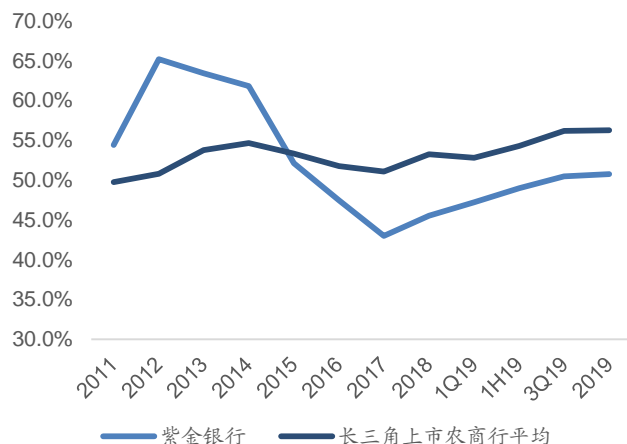
长三角上市农商行中最低，但差距在逐步缩小。

图表 3：紫金银行资产结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

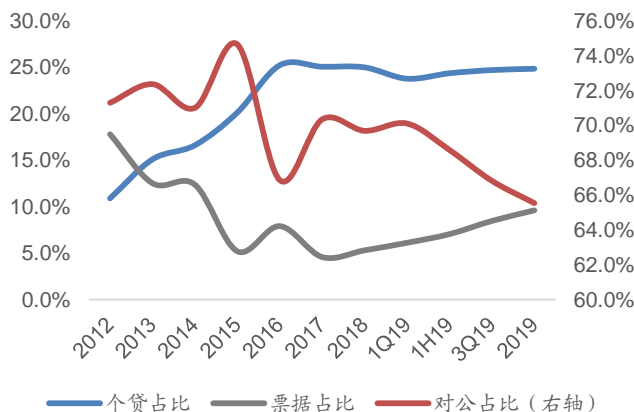
图表 4：长三角地区上市农商行贷款占比生息资产情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

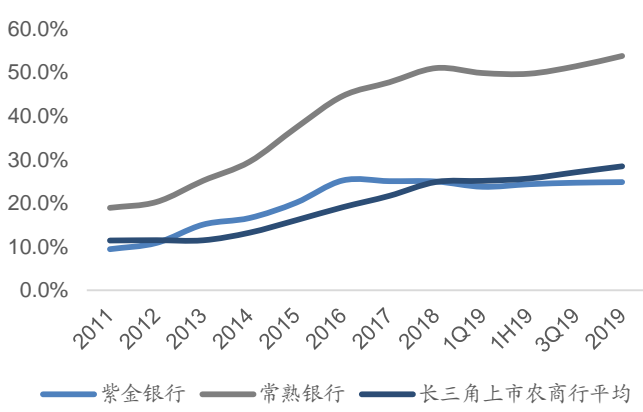
- 从贷款细分结构看，近年来贷款占比的下行主要源自对公端的调整，个贷占比贷款的比例是提高的，总体看紫金银行个人贷款占比处于长三角上市农商行平均水平。其中对公贷款占比从 2015 年达到 74.7% 的高点后开始下行，个人贷款占比则是从 2015 年开始缓步上升，随后稳定在稳定水平。2019 公司对公贷款占比为 65.5%，个人贷款占比为 24.8%。

图表 5：紫金银行资产结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：长三角地区上市农商行个贷占比情况

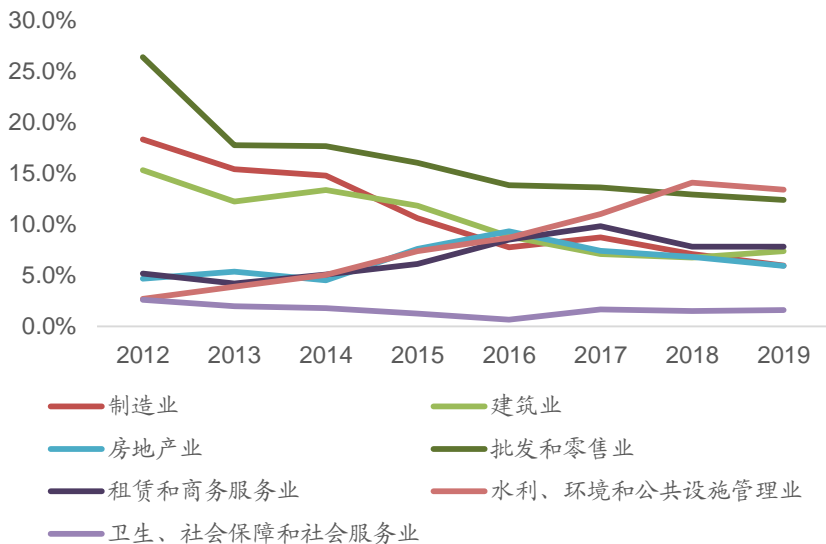


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 对公贷款专注中小微企业，行业分布调整优化，整体风险偏好有降低。紫金银行对公贷款中，占比较高的行业为批零业、水利、环境和公共设施管理业和租赁和商务服务业，近年来对公贷款结构逐步调整优化。其中批发和零售业占比总贷款近年占比有一定压降，2019 年占比为 12.4%，主要原因在于南京市批发零售业发达。水利、环境和公共设施管理业、租赁和商务服务业等低不良率的贷款占比近年来有一定提升，2019 分别占比 13.4%、7.8%。在南京市房地产行业蓬勃发展的背景下，房地产及建筑业近年来占比则总体保持相对稳定，合计占比超过 13%，制造业贷

款占比有小幅下行，从 2012 年占比最高 18.4%下行至 2019 年 6%的占比水平。

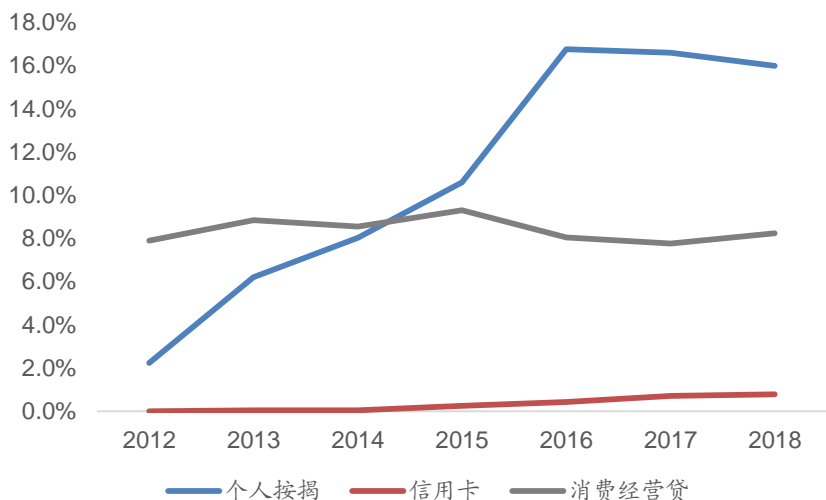
图表 7：紫金银行对公贷款行业分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 个贷也以风险较低的个人按揭贷为主，信用卡和消费经营贷占比总体保持稳定。个贷占比的提升主要源自个人按揭贷款占比的提升，按揭贷款占比从 2012 年不足 5%上升到 2016 年占比最高 16.8%，2018 年占比为 16%。消费经营贷占比今年来稳定在不足 10%的占比，而信用卡占比则一直维持在不足 1%的较低占比。

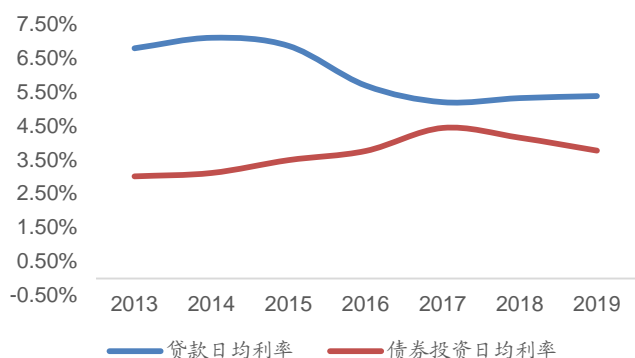
图表 8：紫金银行个人贷款行业分布



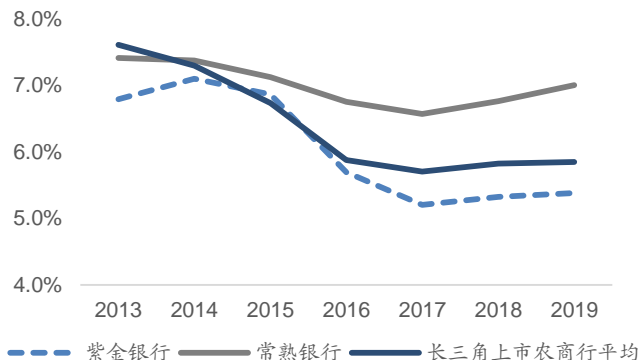
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 较低的风险偏好和充分的金融竞争使得贷款定价水平较其他江苏上市农商行偏弱。1、从紫金银行自身资产定价变动看，2015 年公司贷款日均利率开始趋于下行，一方面是受到宏观流动性宽松的影响，行业贷款

利率整体有下行，另一方面也与公司贷款结构调整，低利率的个人按揭贷款、对公水利和租赁商贸业贷款占比提升有关。2、行业比较来看，公司贷款利率较长三角地区其他上市农商行也是出于偏弱水平。预计主要是与公司所处南京区域金融竞争较为充分，企业议价能力较强有关。3、同时，考虑到紫金银行 2014 年资产结构中较低利率的债券投资占比有较大提升，而贷款收益率本身有下行，共同带动公司生息资产收益率在 2015 年有较大幅度的下行，日均收益率从 2015 年 5.33% 的水平下降到 2016 年 4.41%。

图表 9：紫金银行资产定价


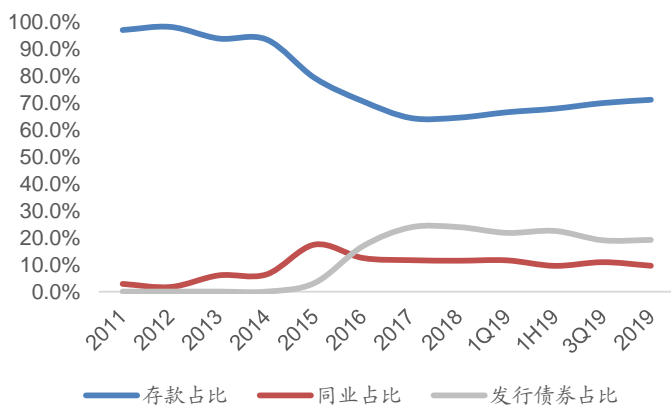
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：长三角地区上市农商行贷款收益率情况


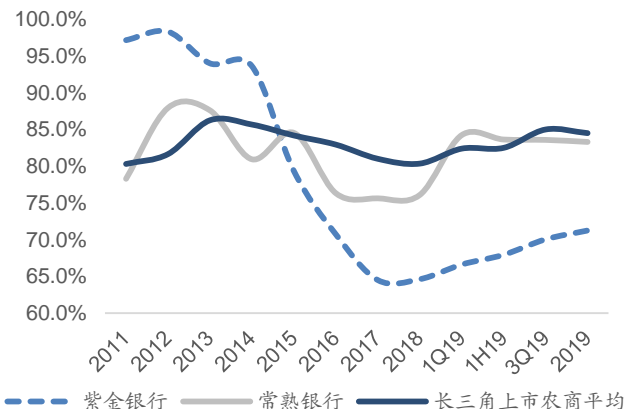
来源：公司公告，中泰证券研究所

负债较为依赖同业，核心负债占比缓慢提升

- 紫金银行负债端较为依赖主动负债，核心负债存款占比要低于同业。2014 年来，与大部分中小银行一致，紫金银行存款增速企稳放缓，占比计息负债比例逐年下降，占比从 2014 年 93.6% 的高位逐步下行至 2017 年最低 64.5%，近年存款占比虽有缓步提升（2019 占比为 71%），但仍低于长三角上市农商行平均 84.5% 水平 13 个百分点。从主动负债看，紫金银行较为依赖发行同业存单（2019 同业存单占比发行债券比例为 90.9%），相对而言较为依赖同业负债。

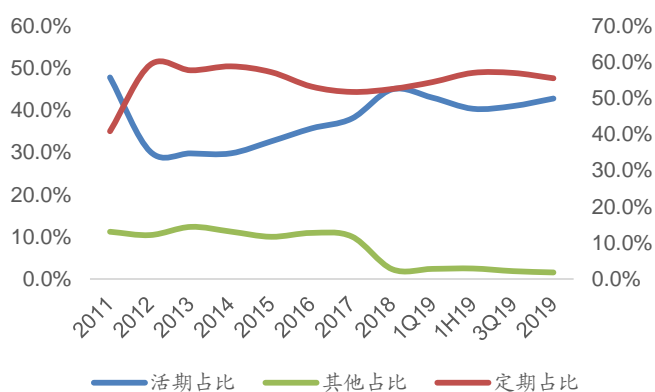
图表 11：紫金银行负债结构


来源：公司公告，中泰证券研究所

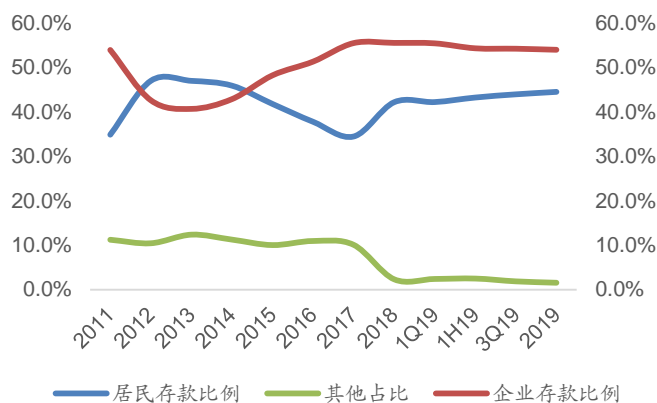
图表 12：长三角地区上市农商行存款占比计息负债情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从存款内部结构看，活期存款占比高于同业平均，存款有一定的结构优势。从期限结构看，紫金银行存款以定期存款为主，2019 定期存款占比存款为 55.6%，但是横向比较看，公司的活期存款占比在长三角上市农商行中仍处于较高水平。2019 公司活期存款占比为 42.9%，在长三角上市农商行中仅次于苏农银行活期存款占比。考虑到南京市各类型企业较为集中的特点，公司按部门划分的存款仍以对公存款为主，储蓄存款占比维持相对稳定。

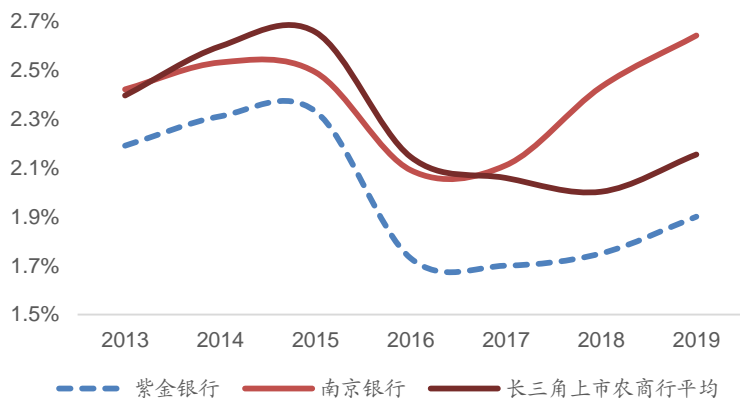
图表 13：紫金银行存款结构（按期限结构分）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：紫金银行存款结构（按部门分）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 同时存款亦具有成本优势，但主动负债成本偏高，导致最终总计息负债付息率在长三角上市农商行中仍是偏高的。从存款日均付息率看，紫金银行在长三角上市农商行中存款付息率仅高于苏农银行，较同区域经营的南京银行存款付息率也要低，分项看无论是对公存款定价，还是个人存款定价，都有一定成本优势。但是从总的计息负债付息成本看，紫金银行付息成本却处于偏高水平（2019 为 2.54%），在长三角上市农商行中计息负债付息率为最高。

图表 15：紫金银行负债端存款定价情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

三、结构优化带动业绩 19 年来逐步释放

净利润 18 年来实现恢复性增长

- 17 年来在资产负债结构的逐步调整优化下，营收增速和 PPOP 增速实现恢复性增长，同时拨备释放利润，19 年净利润增速持续高增。从紫金银行的历史业绩增速看，其营收和 PPOP 增速 2016 年前均是高于长三角上市农商行平均水平的，17 年随着监管的趋严和负债端主动利率的上行，公司业绩增速有一定回落，总体低于上市农商行平均水平。而随着 17 年来公司资产负债结构的逐步优化，营收和 PPOP 增速逐步实现恢复性高增，3Q19 公司营收和 PPOP 增速达到 22.2%、33.5%，均要高于长三角上市农商行平均水平，19 年营收和 PPOP 增速小幅放缓，但 PPOP 增速仍高于长三角上市农商行平均水平。从净利润增速水平看，19 年拨备释放利润空间，净利润同比增速继续提升至同比增 13%。

图表 16：紫金银行业绩增速情况

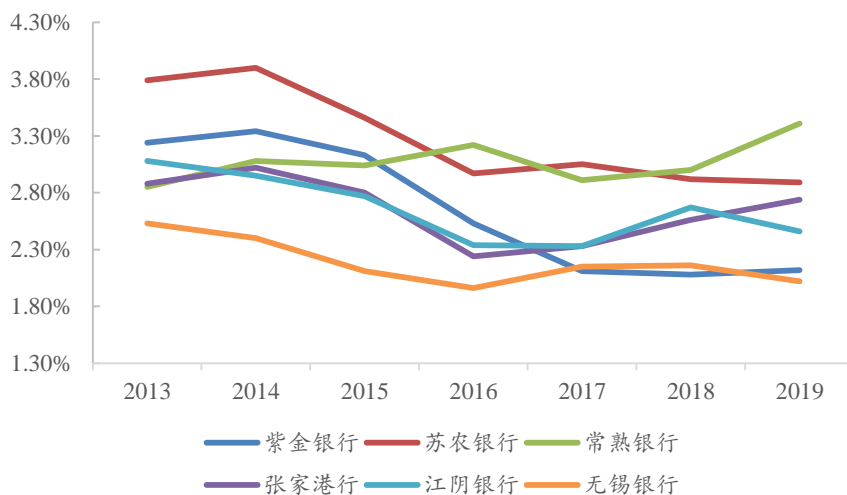
营收同比							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
紫金银行	11.96%	15.47%	18.34%	16.93%	5.29%	16.79%	10.50%
苏农银行	8.61%	6.35%	-2.47%	-2.66%	18.13%	15.60%	11.81%
常熟银行	0.86%	30.07%	14.35%	28.49%	11.69%	16.51%	10.68%
张家港行	5.92%	6.54%	1.74%	1.00%	-0.41%	24.04%	28.56%
江阴银行	-3.22%	2.76%	6.05%	-1.00%	1.50%	27.02%	6.80%
无锡银行	3.47%	10.59%	5.14%	5.22%	13.14%	11.93%	10.85%
长三角上市农商行	4.60%	11.96%	7.19%	8.00%	8.22%	18.65%	13.20%
PPOP 同比							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
紫金银行	11.70%	28.50%	18.57%	27.38%	1.64%	20.80%	16.82%
苏农银行	3.19%	8.81%	-5.81%	-2.36%	21.91%	12.40%	11.53%
常熟银行	-4.00%	37.76%	11.10%	29.13%	13.00%	17.52%	7.63%
张家港行	3.10%	-2.94%	-1.55%	2.39%	3.74%	23.42%	37.04%
江阴银行	-9.29%	-1.92%	7.08%	-2.58%	-8.98%	45.28%	10.45%
无锡银行	2.21%	6.70%	-5.20%	16.52%	18.70%	14.11%	10.60%
长三角上市农商行	1.15%	12.82%	4.03%	11.75%	8.34%	22.26%	15.68%
净利润同比							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
紫金银行	20.46%	29.81%	12.28%	22.83%	10.16%	10.19%	13.00%
苏农银行	11.58%	-20.25%	-21.01%	7.50%	11.84%	9.63%	13.49%
常熟银行	12.18%	0.50%	-1.60%	6.91%	25.57%	19.98%	19.87%
张家港行	2.85%	-31.26%	-5.56%	2.06%	9.24%	7.93%	15.07%

江阴银行	2.59%	-17.20%	-4.58%	-5.41%	-1.17%	2.76%	29.71%
无锡银行	7.72%	-1.82%	-10.89%	7.82%	12.47%	8.27%	16.29%
长三角上市农商行	9.56%	-6.70%	-5.23%	6.95%	11.35%	9.79%	17.91%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **息差也在结构的逐步优化下 2019 实现小幅抬升。**14 年来随着公司高收益贷款占比的下行和贷款收益率的下行，公司息差呈现快速下行，从 14 年的相对高位(仅次于苏农银行)下行至 2017-2018 年农商行最低水平。公司 17 年开始逐步调整资产负债结构，19 年开始逐步体现到业绩端，2019 日均息差为 2.12%，较 2018 年上行 4bp。考虑到公司存款端付息率具有结构和成本优势，随着公司业务结构持续调整，存贷占比进一步上升，我们认为公司息差未来仍有调整空间，与其他农商行之间的差距会逐步缩窄。

图表 17：长三角上市农商行日均息差水平

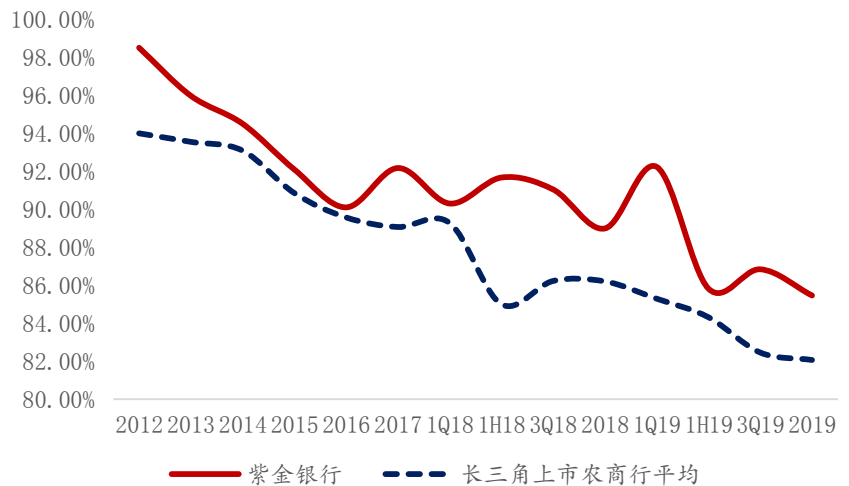


来源：公司公告，中泰证券研究所

成本优势突出，非息有增长空间

- **非息收入占比营收偏弱，仍有一定增长空间。**从收入结构看，目前紫金银行营收结构相对单一，中收占比相对其他农商行偏弱。紫金银行净利息收入占比要一直高于长三角上市农商行平均水平，2019 净利息收入占比营收 85.5%，较同业平均 82.1%的水平高 3.4 个百分点，公司在非息收入方面还是相对较为薄弱，但同时也说明公司在非息收入方面存在一定发展空间。

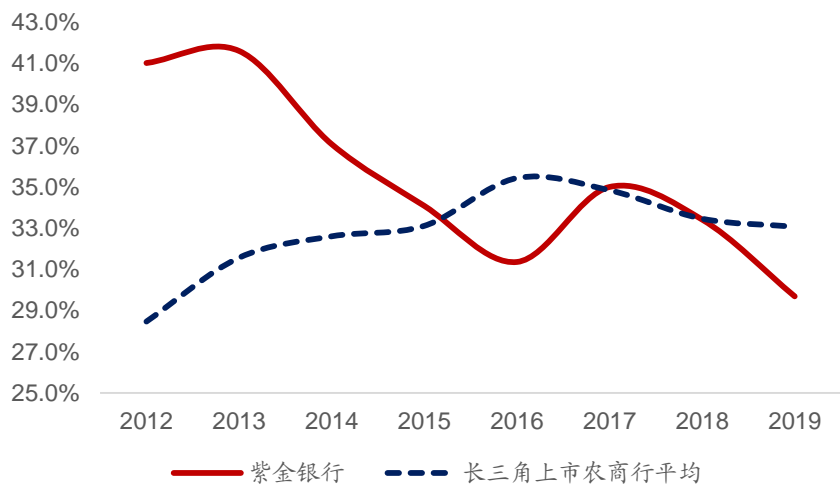
图表 18: 长三角上市农商行净利息收入占比营收



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司成本优势突出。**公司成本管控能力良好，成本收入比持续自 2012 年总体保持下行趋势，2019 成本收入比 29.7%，较 2018 年 33.4% 的成本收入比下降 3.7 个百分点，仅略高于无锡银行（29.6%）。

图表 19: 长三角上市农商行成本收入比情况

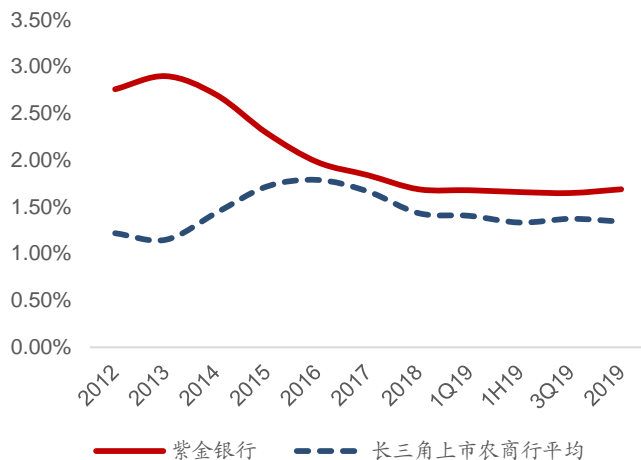


来源：公司公告，中泰证券研究所

四、近年来不良改善明显，不良生成水平低于同业

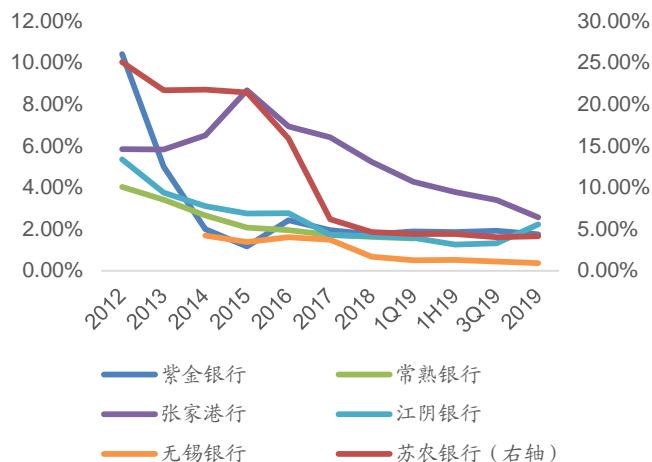
- **近年来不良率改善较为明显，和同业平均差距在缩小。**从最直接的表现数据看，紫金银行不良率确实处于长三角地区上市农商行偏高水平，但和长三角地区上市农商行的平均水平在逐步收敛。2019 公司不良率为 1.69%，仅次于江阴银行，高于长三角上市农商行平均不良率水平 1.34% 35bp。从未来不良压力看，2014-2015 年公司关注类贷款占比迅速下行，2016 年来维持在上市农商行中等偏上的稳定水平。总体看公司未来资产质量压力是处于长三角上市农商行平均水平的。

图表 20: 紫金银行不良率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

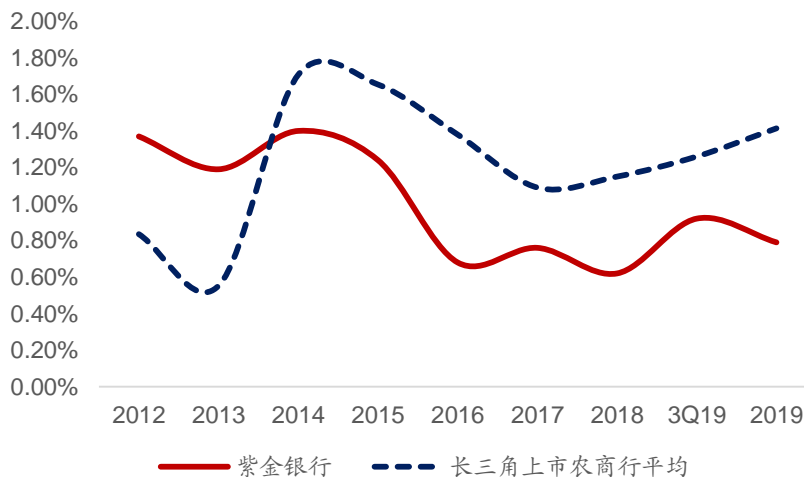
图表 21: 长三角上市农商行关注类贷款占比情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 紫金银行不良净生成水平则一直处于长三角上市农商行偏低水平。从历史变动趋势看, 紫金银行不良净生成水平总体处于上市农商行平均水平之下, 且和行业一直保持相同的变动趋势。2019 公司累积不良净生成率为 0.79%, 在长三角上市农商行中仅高于无锡银行的不良净生成水平。

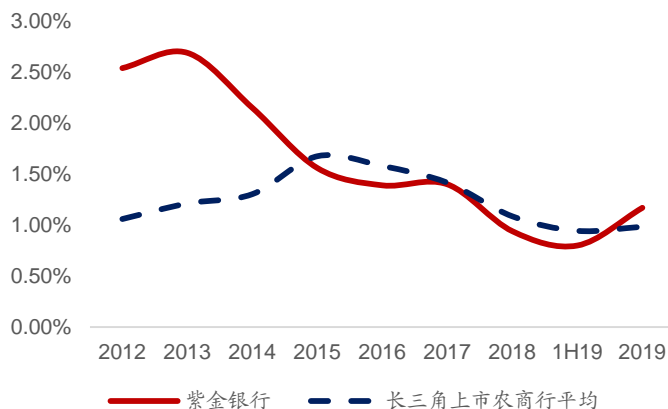
图表 22: 长三角上市农商行不良净生成水平



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

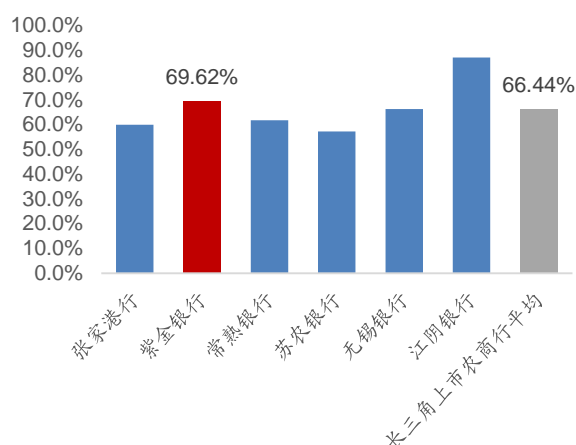
- 从更为客观的逾期指标看, 公司资产质量是处于相对优异水平的。公司逾期 90 天以上占比总贷款的比例一直处于长三角上市农商行平均水平之下。且公司对于不良贷款的认定在农商行中总体较为严格, 2019 逾期 90 天以上贷款占比不良的比例是 69.6%, 总体处于长三角上市农商行平均水平, 而历史不良认定均是较农商行偏严格的。从不良净生成、逾期指标结合看, 可以说公司偏高的不良率源自对于不良贷款更为严格的认定。

图表 23: 紫金银行逾期 90 天以上贷款占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

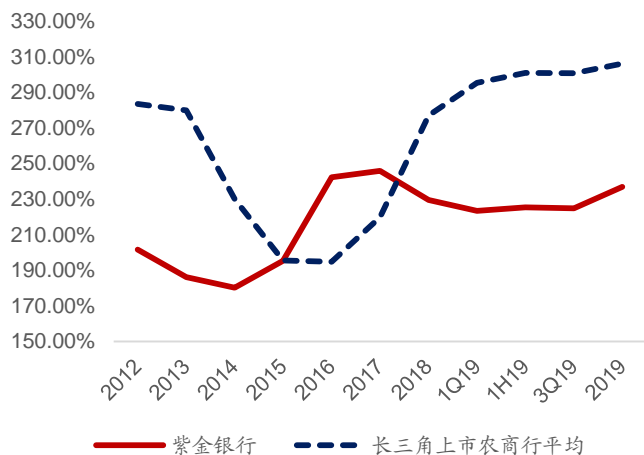
图表 24: 逾期 90 天以上占比不良 (2019)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

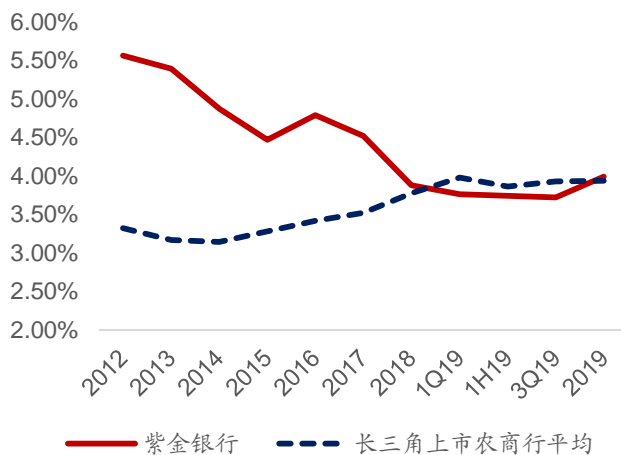
- **风险抵补能力总体充足。**公司 2015-2016 年集中力度大幅计提减值准备, 拨备覆盖率升至 2016 年的高位, 虽然 2018 年来公司的拨备计提力度有一定减弱, 2019 紫金银行拨备覆盖率为 236.9%, 但总体处于相对充足的水平。横向比较看, 紫金银行拨备充足率要低于上市农商行平均, 2019 拨覆盖率为上市农商行中最低。从拨贷比看, 历史拨贷比一直处于上市农商行较高水平, 但 2018 年亦随拨备计提力度减弱拨贷比趋于下行, 2019 拨贷比为 3.99%, 仅次于江阴银行和常熟银行。

图表 25: 长三角农商行拨覆盖率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 26: 长三角农商行拨贷比情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

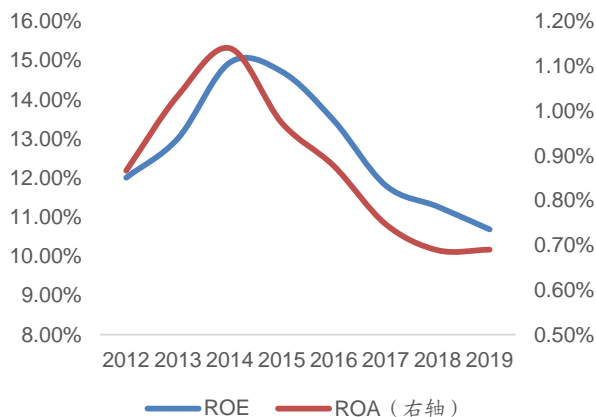
五、19 年 ROA 总体平稳, ROE 降幅收窄

ROA 拖累 ROE 渐趋下行, 高杠杆水平支撑 ROE 高于同业

- **ROE 自 2014 年达到历史高点后趋于下行, 2019 年总体平稳、降幅有一定收窄。**2012-2014 年, 在长三角农商行 ROE 整体下行的趋势下, 紫金银行逆势上行, 达到峰值 14.95%。在这之后的 2015-2018 年, ROE

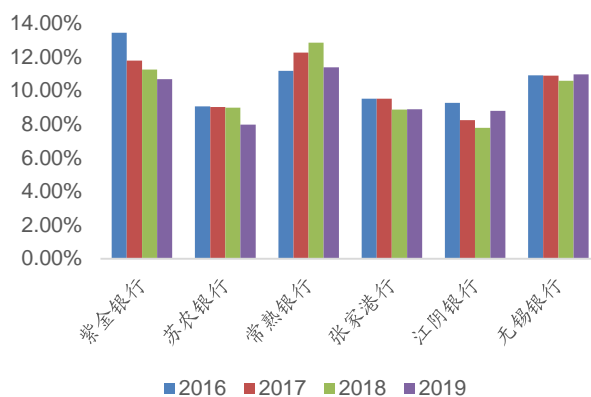
进入下行通道，至 2018 年 11.3% 的低点。2019 年来，随着资产负债结构的调整和贷款收益率的缓慢回升，ROA 停止了下行趋势总体保持平稳，ROE 则在杠杆水平的进一步降低下呈现小幅下降趋势，为 10.7%，在长三角上市农商行中处于第二，仅次于常熟银行。

图表 27：紫金银行历史 ROA 和 ROE 变动



来源：公司公告，中泰证券研究所

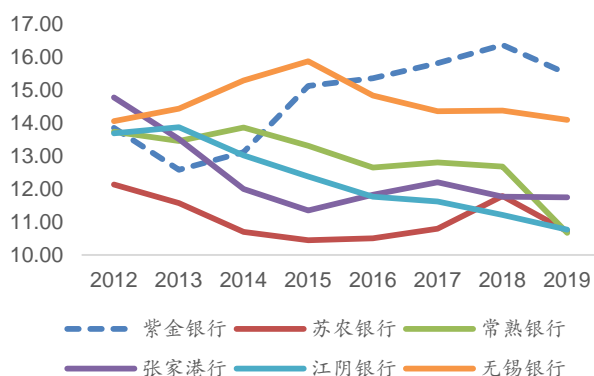
图表 28：长三角上市农商行 ROE 对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

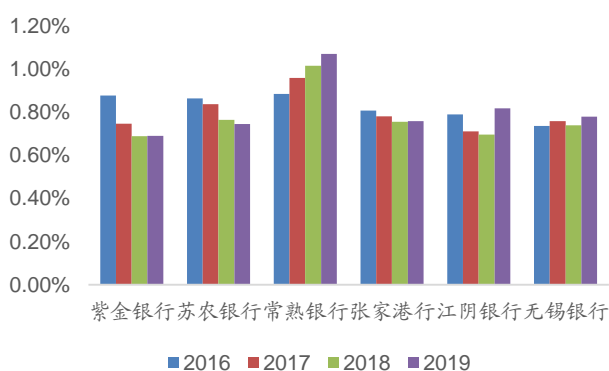
- **ROE 变化原因剖析：**主因是 ROA 的下行，杠杆水平在农商行中是偏高的。我们对紫金银行的 ROE 进行了拆分，发现公司在 2014 年前 ROA 处于上行期，最高达到 2014 年 1.14% 的水平，在可比农商行中仅次于常熟银行；但在 2014 年后，ROA 就进入快速下行通道，支撑公司 ROE 水平略高于同业的是 2015 年以来的高杠杆。横向比较看，ROE 在高杠杆的支撑下仅次于常熟银行，但 ROA 则处上市农商行偏低水平，2019 公司 ROA 为 0.69%，在江苏上市农商行中为最低。

图表 29：可比农商行杠杆水平



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30：可比农商行 ROA 水平



来源：公司公告，中泰证券研究所

营收端对 ROA 的制约作用 19 年来趋于改善

- **15-19 年不断下行的 ROA：**主要是渐趋下行的净利息收入，偏弱的中收也有一定影响，但成本端的折耗作用偏弱，起到一定缓冲作用。从杜邦分析拆分

看,2015-19 年 ROA 下行的主要原因是净利息收入对 ROA 的贡献逐年减弱,主要体现在利息收入贡献的下行(宏观经济下行叠加公司风险偏好降低),利息支出 2017-2018 的负向贡献也是上升的(整体流动性偏紧,19 年则在流动性宽松下负向贡献减弱)。此外净手续费收入近年来对于 ROA 的贡献亦有小幅下行,和净利息收入一起共同带动 ROA 的下行。

图表 31: 紫金银行盈利能力杜邦分析

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利息收入	3.43%	3.70%	3.58%	3.14%	2.63%	2.19%	2.07%	1.94%
利息收入	5.80%	6.09%	5.97%	5.34%	4.59%	4.62%	4.52%	3.98%
利息支出	-2.37%	-2.38%	-2.39%	-2.20%	-1.96%	-2.43%	-2.45%	-2.04%
净非息收入	0.05%	0.16%	0.21%	0.27%	0.29%	0.19%	0.26%	0.33%
净手续费收入	0.03%	0.09%	0.11%	0.14%	0.21%	0.12%	0.14%	0.13%
净其他非息收入	0.03%	0.07%	0.09%	0.13%	0.08%	0.07%	0.12%	0.20%
营业收入	3.48%	3.86%	3.79%	3.41%	2.92%	2.38%	2.32%	2.28%
税金及附加	-0.16%	-0.20%	-0.20%	-0.19%	-0.09%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
业务及管理费	-1.43%	-1.61%	-1.40%	-1.16%	-0.92%	-0.83%	-0.78%	-0.68%
营业外净收入	-0.01%	0.04%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
拨备前利润	1.89%	2.09%	2.28%	2.06%	1.92%	1.51%	1.52%	1.58%
资产减值损失	-0.66%	-0.74%	-0.78%	-0.85%	-0.86%	-0.59%	-0.71%	-0.77%
税前利润	1.23%	1.35%	1.50%	1.20%	1.06%	0.92%	0.82%	0.80%
所得税	-0.36%	-0.32%	-0.36%	-0.23%	-0.18%	-0.17%	-0.13%	-0.11%
ROA	0.87%	1.03%	1.14%	0.97%	0.88%	0.75%	0.69%	0.69%

来源:公司公告,中泰证券研究所

- ROA 横向比较弱于同业也是由于营收端的制约。但 19 年来营收的制约作用在减弱,ROA 的下降趋势趋于改善。我们对长三角所有上市农商行 ROA 进行对比,横向比较看,紫金银行弱于同业的 ROA 表现亦主要来自营收端偏弱的表现。其中净利息收入方面拆分看,公司利息收入弱于同业(低于同业的贷款占比和偏弱的贷款定价),利息支出略高于同业(低于同业的存款占比和高于同业的主动负债成本)。2019 年受益于资产负债结构的调整和流动性整体宽松,公司营收端对于 ROA 的制约作用逐步改善,带动 ROA 总体保持稳定,与上市城商行之间的差距逐步收窄。

图表 32：紫金银行盈利能力杜邦分析的横向对比（2019）

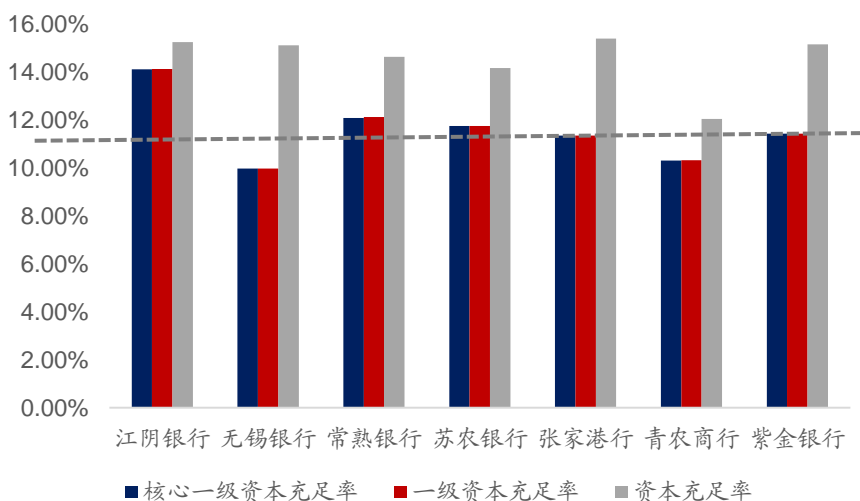
	紫金银行	苏农银行	常熟银行	张家港行	江阴银行	无锡银行	长三角城商行平均
净利息收入	1.94%	2.39%	3.20%	2.57%	2.00%	1.83%	2.32%
利息收入	3.98%	4.12%	5.27%	4.55%	4.01%	4.10%	4.34%
利息支出	-2.04%	-1.73%	-2.06%	-1.98%	-2.01%	-2.27%	-2.02%
净非息收入	0.33%	0.48%	0.42%	0.54%	0.74%	0.37%	0.48%
净手续费收入	0.13%	0.10%	0.18%	0.01%	0.08%	0.07%	0.09%
净其他非息收入	0.20%	0.38%	0.24%	0.54%	0.66%	0.30%	0.39%
营业收入	2.28%	2.87%	3.63%	3.12%	2.74%	2.20%	2.80%
税金及附加	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
业务及管理费	-0.68%	-0.99%	-1.39%	-0.97%	-0.87%	-0.65%	-0.92%
营业外净收入	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	-0.01%	0.00%
拨备前利润	1.58%	1.85%	2.21%	2.12%	1.83%	1.53%	1.85%
资产减值损失	-0.77%	-1.03%	-0.93%	-1.34%	-0.93%	-0.62%	-0.94%
税前利润	0.80%	0.82%	1.28%	0.78%	0.90%	0.90%	0.91%
所得税	-0.11%	-0.07%	-0.21%	-0.02%	-0.08%	-0.13%	-0.10%
ROA	0.69%	0.75%	1.07%	0.76%	0.82%	0.78%	0.81%

来源：公司公告，中泰证券研究所

六、可转债获批，后续资本有望进一步夯实

- 公司拟发行不超过 45 亿可转债，假设全部转股后静态测算将提升核心一级资本充足率 3.65 个百分点。近年来公司资本内生，核心一级资本充足率不断提升。公司 1Q20 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 11.43%、11.43%、15.15%，在上市农商行中总体处于中等水平。2020 年 5 月 22 日，公司可转债方案获证监会批准，拟发行 45 亿可转债，在 1Q20 的基础上静态测算将提升核心一级资本充足率、一级资本充足率至 15.07%、提升资本充足率至 18.80%，提升 3.65 个百分点。

图表 33: 上市农商行资本充足水平 (1Q20)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

七、估值建议和盈利预测

- 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, 通过网格化营销和科技获客等多重手段不断提升在当地的渗透率。公司 17 年来业务逐步回归本源, 存贷款占比持续提升, 在结构优化调整下, 公司 19 年业绩增速实现回升, 同时息差改善明显。考虑到公司存款端付息率具有成本优势, 随着公司业务结构持续调整, 存贷占比进一步上升, 我们认为公司息差未来仍有弹性向上空间。公司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。过去导致公司 ROA 低于农商行平均水平的主要是营收端偏弱, 随着公司业务继续回归本源, 结构优化调整, 营收端对 ROA 的支撑作用会逐步显现。在公司杠杆率不变的假设下, ROA 的回升会带动公司 ROE 的稳步回升。
- 关键假设: 预计 2020/2021 年贷款增速为 15%/15%, 生息资产增速为 7.3%/10.6%; 存款增速为 13%/11%, 计息负债增速为 7.9%/11%, 不良贷款率为 1.68%/1.67%。
- 投资建议: 预计随着紫金银行资产负债结构的逐步调整, 受益于区域经济的强劲, 业绩仍会维持较高速增长。同时公司对不良的认定严格, 逾期率处农商行偏低水平, 资产质量总体稳中向好。公司 2020E、2021E PB 1.01X/0.94X (农商行 0.84X/0.75X); PE 9.35X/8.39X (农商行 7.98X/7.23X)。公司公开发行不超过 45 亿可转债获批, 待转股后有望夯实资本, 建议投资者积极关注, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示事件: 1) 海外疫情发展具有不确定性。2) 国内经济下行压力仍在, LPR 下行或超预期。3) 区域风险集中暴露, 公司资产质量或面临压力。4) 公司经营不及预期。

图表：紫金银行盈利预测表

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E
PE	11.77	10.41	9.35	8.39	净利息收入	3,764	3,994	4,391	4,816
PB	1.20	1.07	1.01	0.94	手续费净收入	256	263	289	318
EPS	0.34	0.39	0.43	0.48	营业收入	4,231	4,674	5,180	5,735
BVPS	3.36	3.76	4.00	4.31	业务及管理费	(1,414)	(1,388)	(1,554)	(1,720)
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.12	拨备前利润	2,777	3,243	3,577	3,960
盈利能力	2018	2019	2020E	2021E	拨备	(1,285)	(1,591)	(1,721)	(1,891)
净息差	2.66%	2.21%	2.09%	2.04%	税前利润	1,492	1,652	1,856	2,069
贷款收益率	6.05%	5.44%	5.34%	5.43%	税后利润	1,254	1,417	1,577	1,759
生息资产收益率	4.65%	4.67%	4.57%	4.17%	归属母公司净利润	1,254	1,417	1,577	1,759
存款付息率	1.82%	1.74%	1.72%	1.85%	资产负债表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E
计息负债成本率	2.15%	2.65%	2.66%	2.30%	贷款总额	87,142	101,956	117,249	134,837
ROAA	0.69%	0.72%	0.75%	0.76%	债券投资	61,304	61,763	58,675	60,435
ROAE	11.27%	10.88%	11.12%	11.57%	同业资产	24,031	17,665	18,548	19,476
成本收入比	31.39%	35.01%	33.42%	29.70%	生息资产	191,391	200,882	215,594	238,404
业绩与规模增长	2018	2019	2020E	2021E	资产总额	193,165	201,319	219,939	243,747
净利息收入	12.76%	6.11%	9.93%	9.69%	存款	114,710	133,512	150,869	168,973
营业收入	16.81%	10.47%	10.83%	10.71%	同业负债	20,345	17,654	18,537	19,464
拨备前利润	20.84%	16.78%	10.29%	10.71%	发行债券	42,516	35,333	31,800	34,980
归属母公司净利润	10.29%	13.00%	11.32%	11.48%	计息负债	177,571	186,499	201,205	223,416
净手续费收入	44.63%	2.73%	10.00%	10.00%	负债总额	180,872	187,570	205,311	227,976
贷款余额	19.89%	15.80%	19.80%	17.00%	股本	3,661	3,661	3,661	3,661
生息资产	31.74%	27.76%	13.17%	4.96%	归属母公司股东权益	12,294	13,749	14,627	15,772
存款余额	16.67%	18.09%	12.65%	16.39%	所有者权益总额	12,294	13,749	14,627	15,772
计息负债	30.89%	29.51%	12.43%	5.03%	资本状况	2018	2019	2020E	2021E
资产质量	2018	2019	2020E	2021E	资本充足率	13.35%	14.78%	13.47%	12.98%
不良率	1.69%	1.68%	1.68%	1.67%	核心资本充足率	9.70%	11.07%	10.24%	10.04%
拨备覆盖率	229.58%	236.95%	255.37%	267.35%	杠杆率	15.71	14.64	15.04	15.45
拨贷比	3.88%	3.99%	4.28%	4.47%	RORWA	1.10%	1.13%	1.19%	1.18%
不良净生成率	0.62%	0.79%	1.00%	1.00%	风险加权系数	65.37%	61.47%	64.71%	64.23%

注：PB/PE 等估值指标为当前股价对应的估值水平。

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。