

紫金银行 (601860)

证券研究报告
2020 年 05 月 07 日

股东资源丰富，服务三农中小

股东资源丰富

法人股东数量众多，所在产业链为其提供良好的客户群体。紫金银行拥有近 400 家法人股东，涵盖各行各业，且全部为本地企业。紫金银行或可依靠股东资源建立供应链金融网络，获取丰富的客户资源，从而有效发展其中小微企业金融业务，获取较高收益同时能有效降低贷款风险。

服务三农中小，深耕南京本土

南京市城市化及经济发展程度较高，农村、农民、农业等多以城镇、市民及民营涉农中小企业的形式体现。紫金银行依据南京市三农特点，加大对“三农”及中小企业扶持力度，加大对农村地区的网点机构布局以及金融资源投入。19 年紫金银行累计向实体经济投放各项贷款 1019 亿元，其中涉农和小微贷款占比 44.21%

业务回归本源，净息差较低

曾依靠同业与金融投资快速扩张。在 15-17 年影子银行扩张时期，紫金银行同业资产和金融投资占比提升明显，15 年金融投资 YoY + 206%，17 年同业资产 YoY + 117%，促进其生息资产规模快速增长。随着 17 年强监管的开启，紫金银行逐步压缩同业资产与金融投资，回归本源，提升贷款比重(1Q20 贷款占生息资产比例较 17 年上升 9.51pct 至 52.52%)。

16 年-1Q20 净息差分别为 2.53%/2.11%/2.08%/2.12%/2.06%，在上市农商行中处于较低水平。分解看来，紫金银行生息资产收益率在 A 股上市农商行处于中等，主要是个贷利率偏低且同业资产占比高；计息负债成本率较高，主要是同业和发行债券占比较高。

资产质量改善，拨备提升

截至 1Q20，不良贷款率为 1.68%，不良贷款率持续下行。关注类贷款率为 1.6%，在 A 股上市农商行里处于最低水平；19 年末逾期贷款率为 1.57%，19 年不良贷款生成率为 0.79%，不良生成压力较小，资产质量持续改善。

拨备提升。19 年拨备覆盖率达到 237%，1Q20 继续提升至 240.5%；拨贷比由 18 年的 3.88% 上升至 1Q20 年的 4.04%。此外，江苏省不良风险暴露高峰期已过，资产质量或维持平稳。

投资建议：区域经济优，股东资源丰富

我们预计紫金银行 20/21/22 年归母净利润增速为 8.9%/9.7%/10.9%，鉴于其新股属性，存在一定溢价，给予其 1.2X 20 年 PB 目标估值，对应 4.87 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：资产质量大幅恶化；负债成本大幅抬升；新冠疫情持续爆发。

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	4.15 元
目标价格	4.87 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,660.89
流通 A 股股本(百万股)	1,735.21
A 股总市值(百万元)	15,192.69
流通 A 股市值(百万元)	7,201.10
每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	93.09
一年内最高/最低(元)	8.17/4.01

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

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	42	47	50	54	60
增长率(%)	16.8	10.5	6.3	8.7	11.4
归属母公司股东净利润(亿元)	13	14	15	17	19
增长率(%)	10.2	13.0	8.9	9.7	10.9
每股收益(元)	0.34	0.39	0.42	0.46	0.51
市盈率(P/E)	12.09	10.70	9.82	8.95	8.07
市净率(P/B)	1.23	1.10	1.02	0.92	0.83

资料来源：iFinD，天风证券研究所

内容目录

1. 经营区域经济实力强劲，资产规模增速较快	4
1.1. 南京市经济优势明显	4
1.2. 法人股东众多，立足服务三农与中小企业	5
2. 营收增速减缓，规模增长较快	7
2.1. 营收增速放缓，ROE 略高于上市农商行平均水平	7
2.2. 业务回归存贷本源	9
3. 净息差较低，成本收入比优异	11
3.1. 同业资产占比高致息差较低	11
3.2. 非息收入占比低，成本收入比优异	13
4. 资产质量有所改善，零售转型潜力较大	14
4.1. 关注贷款率低，不良生成压力较小	14
4.2. 拨备计提力度加强，省内不良暴露高峰已过	16
4.3. 零售转型潜力较大，贷款结构优化	16
5. 投资建议：区域经济优，股东资源丰富	17
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：19 年江苏 GDP 全国第二（万亿元）	4
图 2：19 年南京市 GDP 排名省内第二（亿）	4
图 3：南京市 GDP 平稳较快增长（亿元）	4
图 4：南京市对外贸易稳步增长（亿美元）	4
图 5：南京市人均可支配收入增长较快	5
图 6：南京市 19 年全社会固定资产投资额增长可观（亿元）	5
图 7：南京市全社会消费品零售总额增长平稳（亿元）	5
图 8：南京市房地产开发投资增速平稳	5
图 9：紫金银行十大法人股东（截至 1Q20）	5
图 10：紫金银行目前贷款主要投放在南京市（%）	6
图 11：紫金银行小微+涉农贷款占比较高（亿元）	6
图 12：紫金银行 1Q20 总资产领先江苏省内上市农商行（亿元）	7
图 13：紫金银行总资产规模增长较快（亿元，%）	7
图 14：紫金银行 19 年营收增速降低、净利润增速提升（亿元）	7
图 15：紫金银行 19 年 ROE 在农商行里较高（%）	8
图 16：紫金银行同业资产增速近两年下滑严重	9
图 17：紫金银行同业占比逐年压缩	9
图 18：南京市贷款余额稳步增长（亿元）	9
图 19：紫金银行贷款规模稳步增长（亿元）	9
图 20：紫金银行存款增速有所下滑	10
图 21：南京市存款余额稳步增长（亿元）	10

图 22: 紫金银行资本充足率较低 (截至 1Q20)	11
图 23: 紫金银行净息差较低 (%)	11
图 24: 紫金银行生息资产收益率中等 (%)	12
图 25: 紫金银行同业投资比例较高 (截至 19 年末)	12
图 26: 紫金银行个人贷款收益率偏低 (%)	12
图 27: 对公贷款占紫金银行比例较高	12
图 28: 紫金银行计息负债成本率较高 (%)	12
图 29: 紫金银行同业负债和发行债券比例较高 (截至 19 年末)	12
图 30: 紫金银行的存款成本率低	13
图 31: 紫金银行活期存款占总存款比例提高	13
图 32: 紫金银行非息收入占比较低	13
图 33: 手续费收入构成 (截至 19 年, 百万元)	13
图 34: 紫金银行成本收入比低 (%)	14
图 35: 紫金银行不良贷款率持续降低 (%)	14
图 36: 紫金银行关注类贷款率低 (%)	15
图 37: 紫金银行逾期贷款率出现上升 (%)	15
图 38: 紫金银行不良贷款偏离度较低	15
图 39: 紫金银行不良生成率有所增加 (%)	15
图 40: 紫金银行拨备覆盖率提升 (%)	16
图 41: 紫金银行拨贷比提升	16
图 42: 江苏省内银行不良暴露高峰期已过	16
图 43: 紫金银行对公贷款占比高 (%)	16
图 44: 紫金银行零售贷款主要投向按揭 (19 年末披露)	16
图 45: 紫金银行制造业贷款逐渐压缩	17
图 46: 1Q20 南京 GDP 在 17 个万亿级城市里唯一实现正增长 (19 年 GDP 破万亿的城市有 17 个, %)	17
图 47: 紫金银行 PB (LF, X, 截至 5 月 6 日) 在 A 股上市银行排第二	18
表 1: 紫金银行盈利增长因子驱动分解 (%)	8
表 2: 紫金银行及对比行 19 年末杜邦分解	8
表 3: 南京地区主要金融机构本外币存贷款情况 (亿元, 截至 1H18)	10

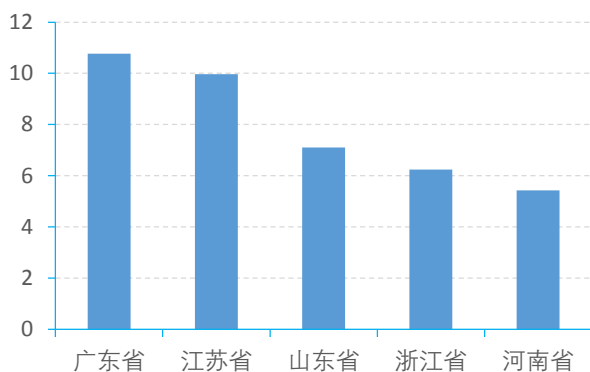
1. 经营区域经济实力强劲，资产规模增速较快

1.1. 南京市经济优势明显

南京银行主体所处的南京市地处长三角，地理位置优越。南京位于江苏省西南部，是江苏省会、副省级城市，东接富饶的长江三角洲，南靠宁镇丘陵，西倚皖赣山区，北连江淮平原。南京是中国四大古都之一，首批国家历史文化名城，中华文明的重要发祥地，有着七千多年文明史、两千六百多年建城史和近五百年的建都史，是中国南方的政治、经济、文化中心。南京市经济实力雄厚，经济总量始终位居全国各大中城市前列，作为长江经济带四大中心城市之一（上海、南京、武汉、重庆）的南京，以其为核心、横跨苏皖两省的南京都市圈是长三角带动中西部地区发展的重要传导区域，在国家长江经济带发展战略中具有重要地位。

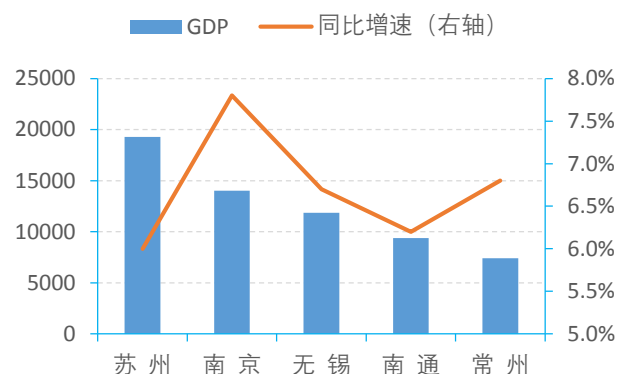
经营区域经济发展势头良好。江苏省经济发达，19 年 GDP 为 9.9 万亿元，位列全国第二。南京 19 年 GDP 为 14030.15 亿元，位列江苏地级市第二，仅次于苏州；GDP 同比增速 7.8%，位居江苏省第一。

图 1：19 年江苏 GDP 全国第二（万亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

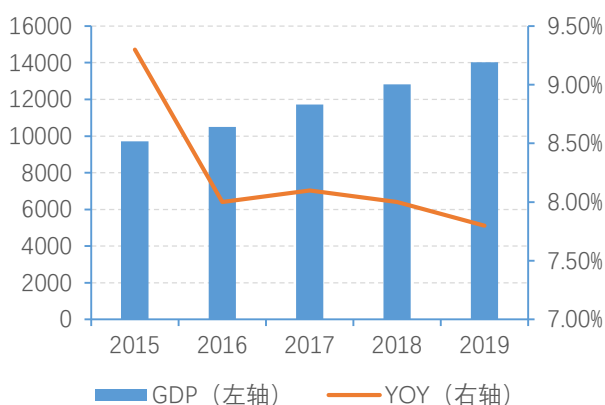
图 2：19 年南京市 GDP 排名省内第二（亿）



资料来源：江苏省统计年鉴，天风证券研究所

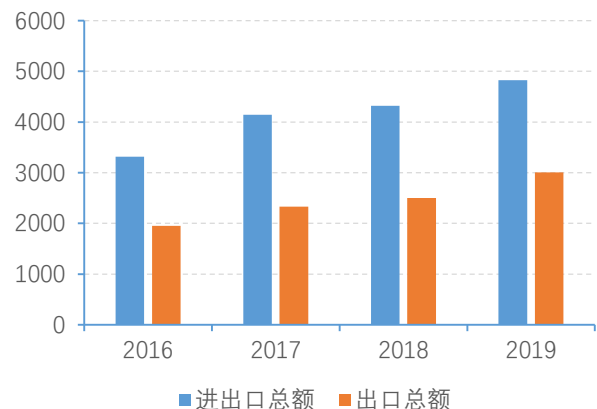
南京市 19 年各项经济指标稳中向好。其进出口总额、规模以上工业总产值、固定资产投资总额、全社会消费品零售总额等经济指标均稳中向好。南京市进出口总额稳步上升，19 年进出口总额达 4828.15 亿美元，同比增长 11.8%，增长较快。

图 3：南京市 GDP 平稳较快增长（亿元）



资料来源：南京市统计局，天风证券研究所

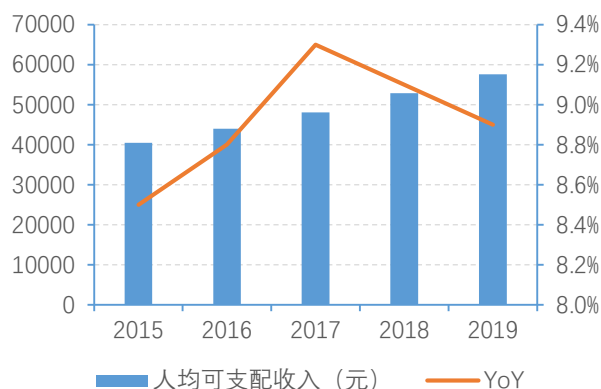
图 4：南京市对外贸易稳步增长（亿美元）



资料来源：南京市统计局，天风证券研究所

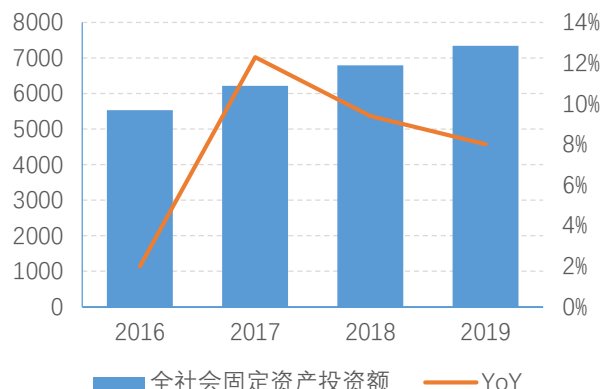
南京市 19 年规模以上工业增速全省第一。增加值达到 3092.26 亿元，增长 7%，增速位居全省第一。南京市主产业为电子信息业、汽车、化工、机械等；人均可支配收入增速较快，近 5 年保持在 8.5% 以上。

图 5：南京市人均可支配收入增长较快



资料来源：南京政府门户网站，天风证券研究所

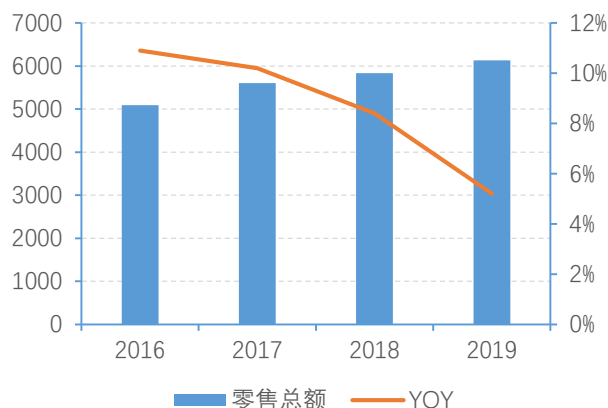
图 6：南京市 19 年全社会固定资产投资额增长可观（亿元）



资料来源：南京政府门户网站，天风证券研究所

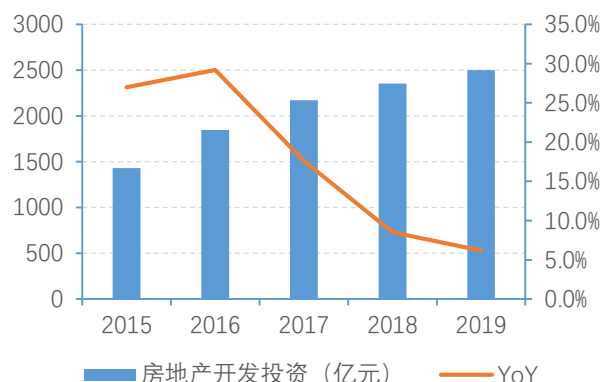
南京市 19 年消费市场稳定增长。19 年完成社会消费品零售总额 6135.74 亿元，同比增长 5.2%。南京市房地产开发投资 19 年增速较平稳，为 6.2%。

图 7：南京市全社会消费品零售总额增长平稳（亿元）



资料来源：南京市统计局，天风证券研究所

图 8：南京市房地产开发投资增速平稳



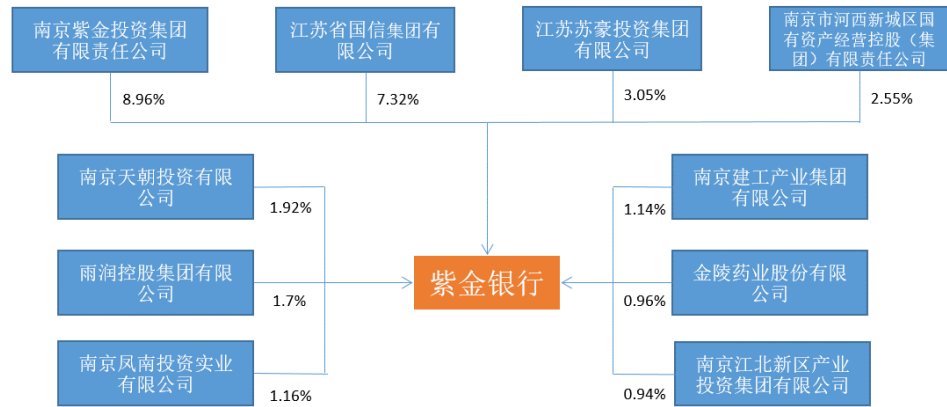
资料来源：南京市统计局，天风证券研究所

1.2. 法人股东众多，立足服务三农与中小企业

位于省会的农商行。紫金银行是由江苏省会南京市辖区内原 4 家农村中小金融机构（市区联社、江宁联社、浦口联社、六合联社）合并改制组件的股份制农村商业银行，于 2011 年 3 月 28 日正式挂牌开业。

紫金银行股权结构较为分散。截至 1Q20，紫金银行前十大股东合计持股比例为 29.7%。紫金银行单一最大股东南京紫金投资集团有限公司持股比例为 8.96%，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。股东中有近 400 家南京本地企业，构成其得天独厚的优势。

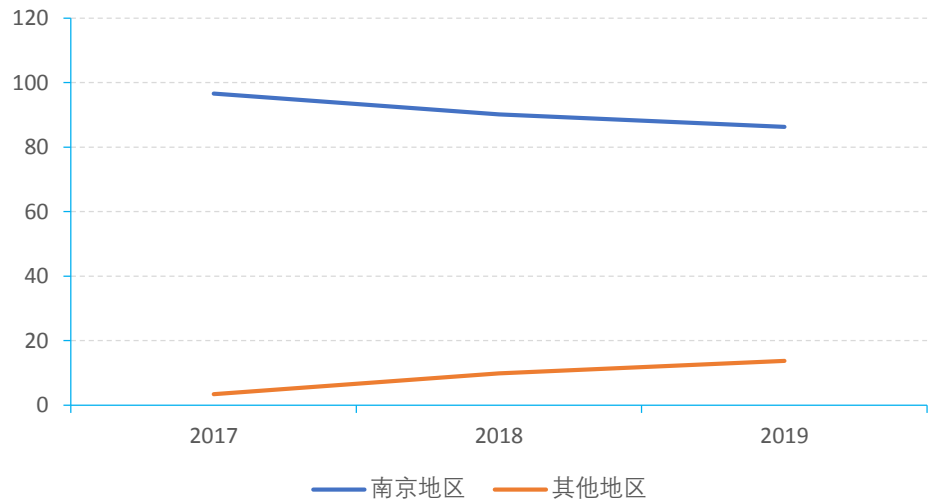
图 9：紫金银行十大法人股东（截至 1Q20）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

贷款主要投放在南京市。截至 19 年末，紫金银行共设有 1 家营业部，3 家分行，7 家一级支行，1 家科技支行，121 家二级支行（2020 年 1 月，扬州邗江支行、镇江丹阳市支行相继开业）。截至 19 年末，紫金银行贷款超过 86% 投放在南京地区，其他地区占比 13.77%，且呈上升趋势。

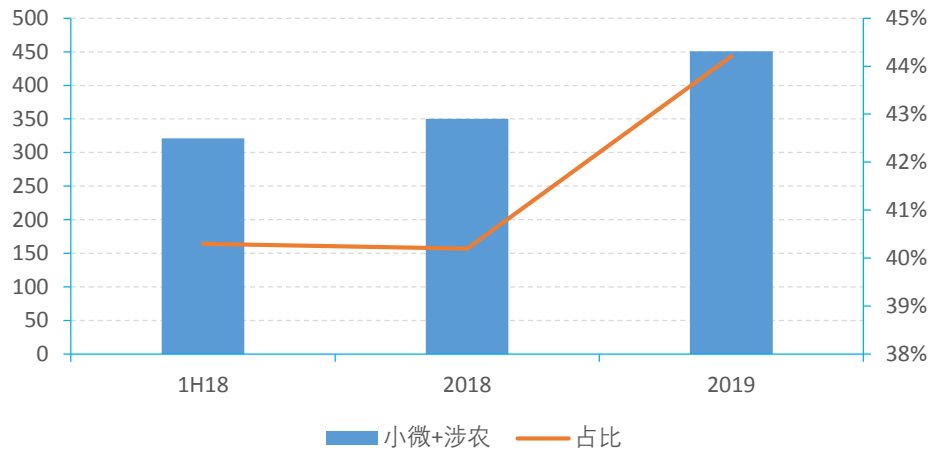
图 10：紫金银行目前贷款主要投放在南京市（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

紫金银行立足“服务三农、服务中小、服务城乡”的市场定位，紧深耕南京本土，服务城乡居民。南京市城市化及经济发展程度较高，紫金银行依据南京市三农特点，加大对“三农”及中小企业扶持力度，加大对农村地区的网点机构布局以及金融资源投入。19 年紫金银行累计向实体经济投放各项贷款 1019 亿元，其中涉农和小微贷款占比 44.21%，普惠金融领域贷款、两增两控贷款完成目标，满足定向降准和免征增值税的监管要求，是南京地区农村金融、普惠金融的主力军。

图 11：紫金银行小微+涉农贷款占比较高（亿元）



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

截至 1H18, 紫金银行公司业务贷款客户数为 3023 户, 其中中小微型企业客户 2937 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%。个人客户数达到 314.2 余万人, 占南京市户籍人口的比例超过 46.16%。个人客户主要客户群体为 31 至 60 岁的客户, 占比 72.6%; 从客户分层来看, 金融资产月均 10 万 (含) 以上的客户群体为重点客户, 约 16 万人, 占比 5%, 基础客户群数量庞大, 在客户升级方面较大的潜力挖掘空间; 农区、郊区客户为主要服务对象, 分别为 131.5/125.3 万人, 占比 42%/40%。

2. 营收增速减缓, 规模增长较快

2.1. 营收增速放缓, ROE 略高于上市农商行平均水平

总资产规模较高, 且近年来增速较快。截至 1Q20, 紫金银行总资产规模为 2054.3 亿, 归母净利润为 3.23 亿元, 资产规模在江苏省内上市农商行中领先, 归母净利润低于常熟、无锡银行。15-18 年资产规模保持两位数增长, 但逐年放缓。

图 12: 紫金银行 1Q20 总资产领先江苏省内上市农商行 (亿元)

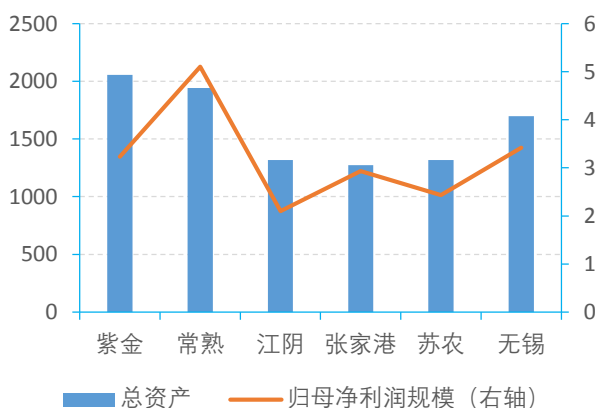
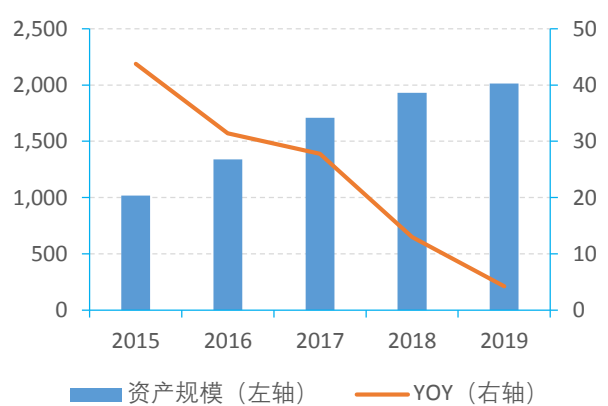


图 13: 紫金银行总资产规模增长较快 (亿元, %)

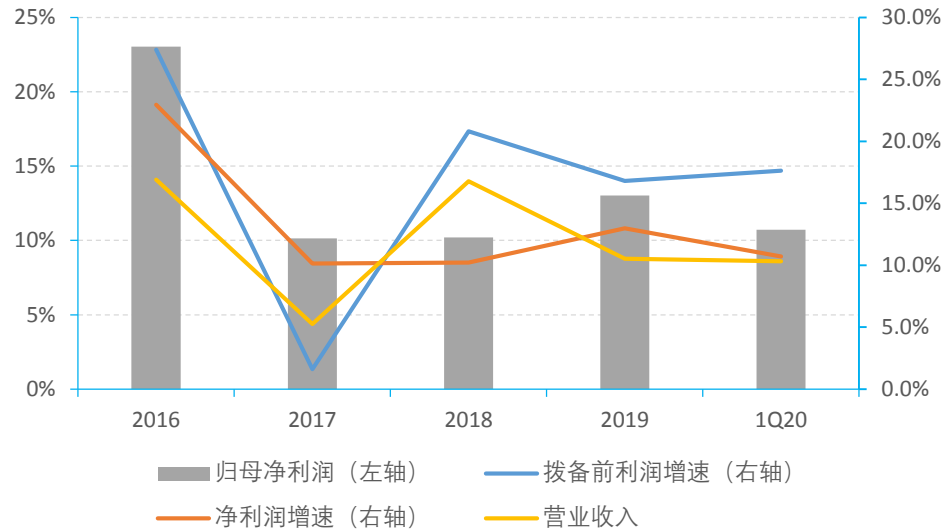


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

营收增速减缓, 净利润增速平稳。紫金银行 19 年营收增速 10.5%, 较 18 年末下降 6.25 个百分点; 净利润增速为 13.0%, 创近两年新高。通过盈利因子拆解分析, 这得益于紫金银行生息资产规模扩张、成本控制、中收增长和所得税优惠。1Q20 营收与盈利略有下滑, 但仍保持较快增长。

图 14: 紫金银行 19 年营收增速降低、净利润增速提升 (亿元)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

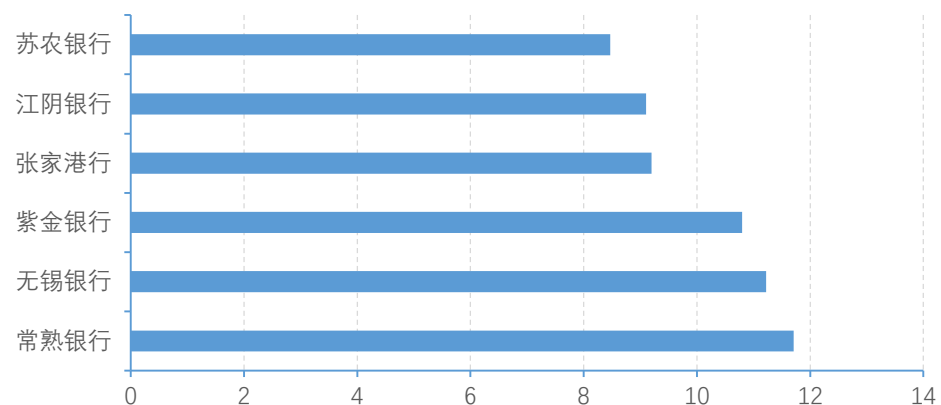
表 1：紫金银行盈利增长因子驱动分解(%)

	2015	2016	2017	2018	19 年
净利润	(2.48%)	22.94%	10.13%	10.21%	13.0%
规模	31.94%	36.96%	29.48%	19.57%	8.81%
净息差	(16.64%)	(22.54%)	(21.78%)	(6.87%)	(2.68%)
中收	3.10%	2.48%	(2.45%)	4.07%	4.39%
成本	0.11%	10.50%	(3.62%)	4.03%	6.29%
拨备	(13.24%)	(6.90%)	9.92%	(13.86%)	(6.08%)
税收	(7.76%)	2.44%	(1.41%)	3.26%	2.26%

资料来源：iFinD，天风证券研究所

ROE 在省内上市农商行中处于较好水平。19 年紫金银行加权平均 ROE 为 10.8%，较 18 年减少 1.13 个百分点，在江苏省上市农商行中低于常熟、无锡，处于较好水平。通过杜邦分解，主要是杠杆较高和营业成本较低所致。

图 15：紫金银行 19 年 ROE 在农商行里较高 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

表 2：紫金银行及对比行 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
------	------	------	------	------

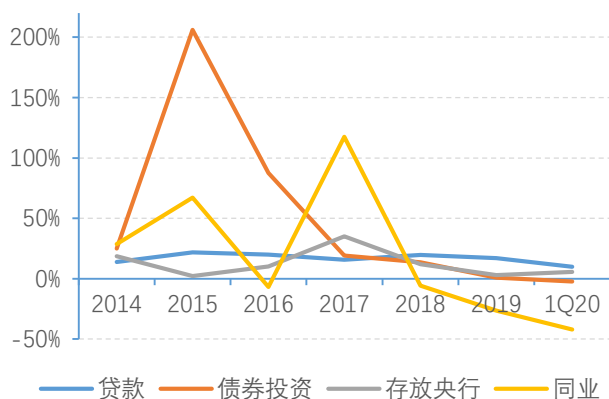
利息收入	4.17%	4.17%	5.32%	4.76%	4.15%
利息支出	1.75%	2.12%	2.09%	2.07%	2.12%
利息净收入	2.42%	2.05%	3.24%	2.69%	2.02%
手续费及佣金净收入	0.11%	0.06%	0.18%	0.01%	0.13%
净其他非息收入	0.38%	0.08%	0.25%	0.56%	0.21%
净非利息收入	0.49%	0.14%	0.43%	0.57%	0.35%
营业收入	2.90%	2.19%	3.67%	3.26%	2.37%
营业税金及附加	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%
管理费用	1.00%	0.64%	1.40%	1.01%	0.70%
营业成本	1.03%	0.66%	1.43%	1.04%	0.73%
营业外净收入	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.01%
拨备前利润	1.87%	1.52%	2.24%	2.22%	1.64%
资产减值损失	1.05%	0.63%	0.95%	1.40%	0.81%
税前利润	0.83%	0.89%	1.29%	0.82%	0.84%
所得税	0.07%	0.15%	0.21%	0.02%	0.12%
净利润	0.75%	0.74%	1.08%	0.79%	0.72%
权益乘数	10.83	14.13	10.33	11.96	14.64

资料来源：iFinD，天风证券研究所

2.2. 业务回归存贷本源

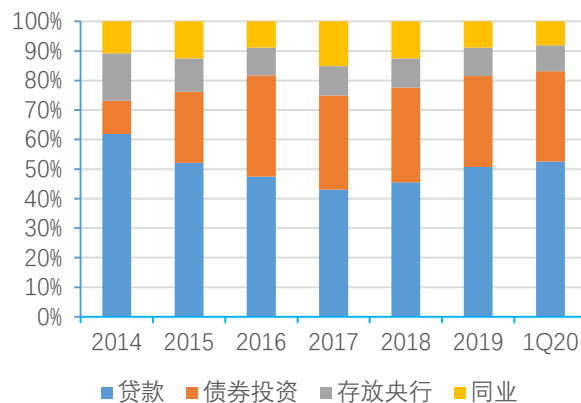
曾依靠同业与金融投资快速扩表。在 15-17 年影子银行扩张时期，紫金银行同业资产和金融投资占比提升明显，15 年金融投资 YoY + 206%，17 年同业资产 YoY + 117%，促进其生息资产规模快速增长。随着 17 年强监管的开启，紫金银行逐步压缩同业资产与金融投资，回归本源，提升贷款比重（1Q20 贷款占生息资产比例较 17 年上升 9.51pct 至 52.52%）。

图 16：紫金银行同业资产增速近两年下滑严重



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 17：紫金银行同业占比逐年压缩

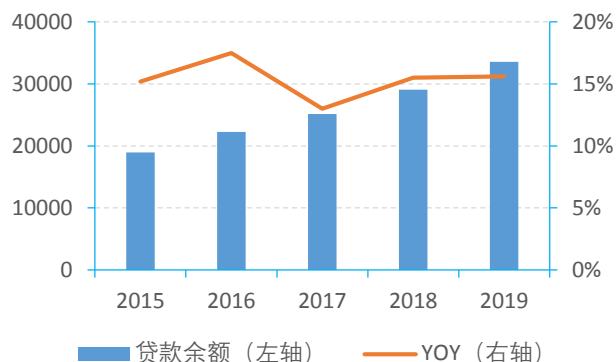


资料来源：iFinD，天风证券研究所

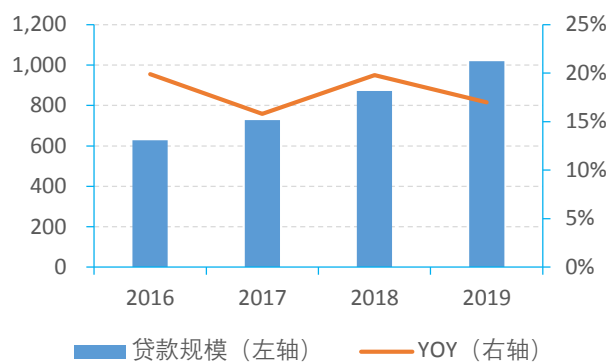
贷款增速较快。紫金银行 19 年末贷款增速为 17%，保持较快增长。贷款余额在南京市场列第 14 位（截至 1H18），提升空间大。南京市 19 年末贷款余额为 3.36 万亿元，YoY +15.6%。

图 18：南京市贷款余额稳步增长（亿元）

图 19：紫金银行贷款规模稳步增长（亿元）



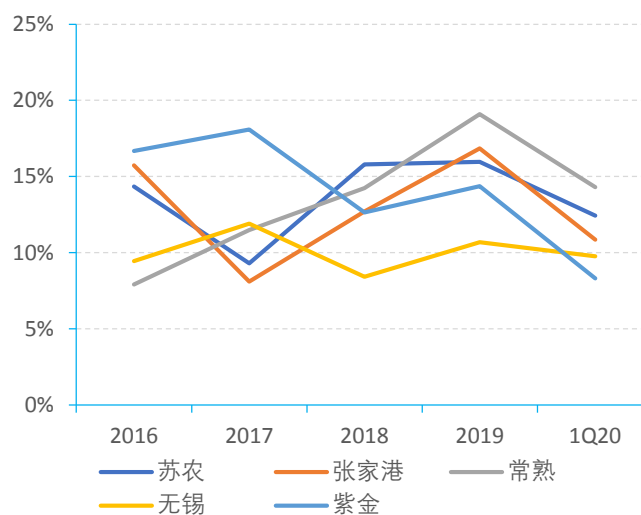
资料来源：南京市统计局，天风证券研究所



资料来源：公司财报，天风证券研究所

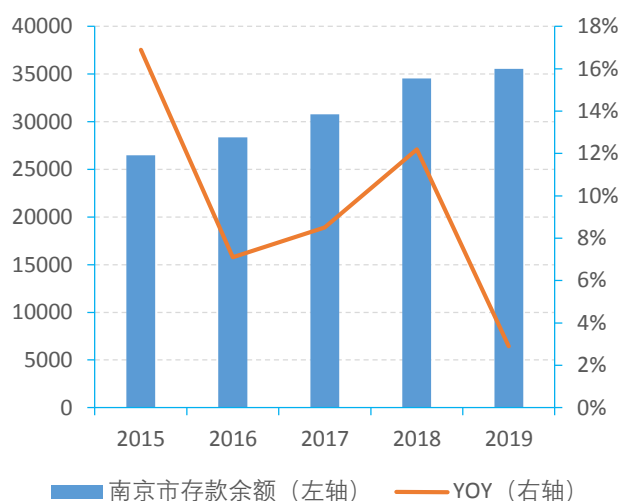
存款增速有所减缓。紫金银行 19 年存款增速高达 14.4%，较 18 年末提升 1.8 个百分点，Q1 受疫情影响有所下降，在 A 股上市农商行里位列中下游，存款总额在南京市场排名第 8 位（截至 1H18）。南京市 19 年末存款余额为 3.55 万亿元，同比增长 2.9%。

图 20：紫金银行存款增速有所下滑



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 21：南京市存款余额稳步增长 (亿元)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

表 3：南京地区主要金融机构本外币存贷款情况 (亿元，截至 1H18)

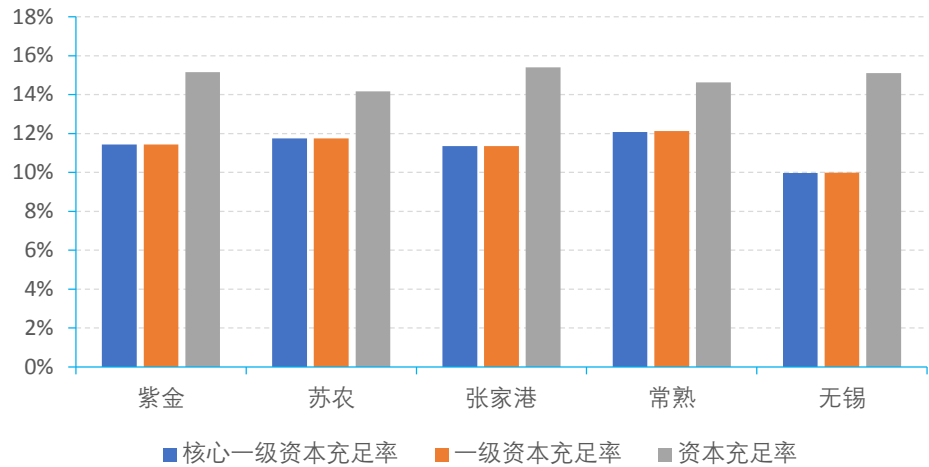
序号	银行	各项存款		各项贷款	
		余额	占比	余额	占比
1	南京银行	4,011.03	12.23%	1,302.25	4.90%
2	工商银行	3,196.92	9.75%	2,113.82	7.95%
3	江苏银行	2,921.26	8.91%	1,021.42	3.84%
4	建设银行	2,113.25	6.45%	1,803.62	6.79%
5	农业银行	2,111.32	6.44%	1,579.04	5.94%
6	交通银行	2,088.22	6.37%	1,410.05	5.31%
7	中国银行	1,896.95	5.79%	1,806.16	6.80%
8	紫金农商行	1,252.47	3.82%	732.35	2.76%
9	招商银行	1,250.65	3.81%	959.16	3.61%
10	浦发银行	1,245.81	3.80%	806.25	3.03%
11	其他	10,700.50	32.64%	13,038.56	49.07%

资料来源：紫金银行招股说明书，天风证券研究所

资本充足率较高。紫金银行资本充足率较高，仅次于张家港行，但核心一级资本充足率、

一级资本充足率相对较低，且核心一级资本与一级资本重合。截至 1Q20，核心一级、一级、资本充足率依次为 11.43%、11.43%、15.15%，近年来逐步提升。

图 22：紫金银行资本充足率较低（截至 1Q20）



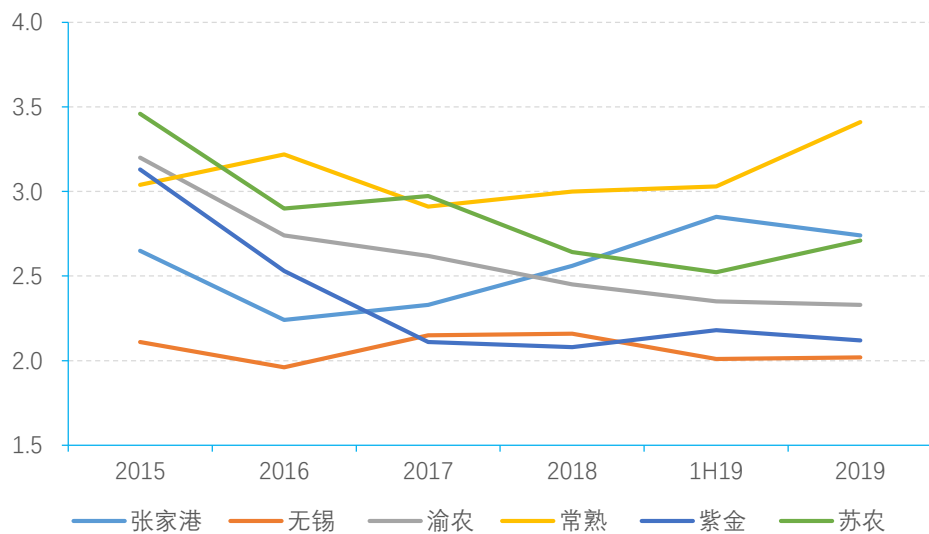
资料来源：iFinD，天风证券研究所

3. 净息差较低，成本收入比优异

3.1. 同业资产占比高致息差较低

紫金银行净息差低于农商行平均水平。15 年-19 年净息差分别为 3.13%、2.53%、2.11%、2.08%、2.12%，1Q20 为 2.06%，呈持续下降趋势。在 A 股上市农商行里相对较低，仅高于无锡银行。分解来看，在资产端，紫金银行生息资产收益率在 A 股上市农商行里处于中等水平，因贷款利率不高且同业资产占比高；在负债端，紫金银行计息负债成本率较高，同业和发行债券占比高。

图 23：紫金银行净息差较低（%）

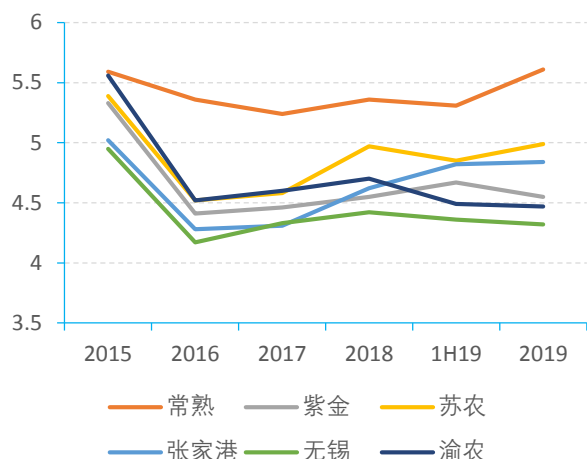


资料来源：Wind，天风证券研究所

生息资产收益率处于中等水平，同业资产占比高。紫金银行 15 年-19 年生息资产收益率分别为 5.33%、4.41%、4.46%、4.55%、4.55%，位于上市农商行中等水平。生息资产收益率不高主要是其贷款占生息资产比例较低，19 年末贷款占比为 50.8%，在 A 股上市农商行仅高

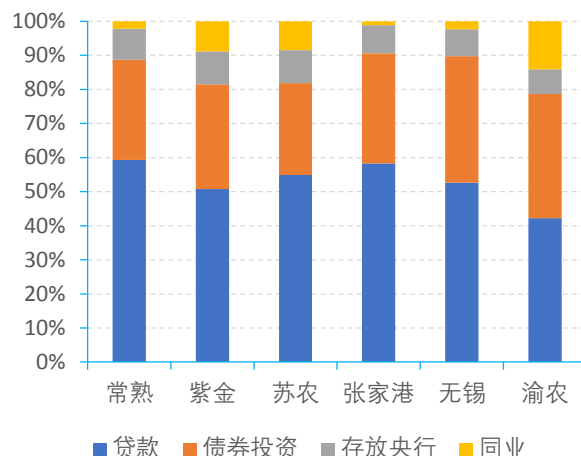
于渝农商行；而同业资产占比为 8.79%，仅低于渝农商行。

图 24：紫金银行生息资产收益率中等（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

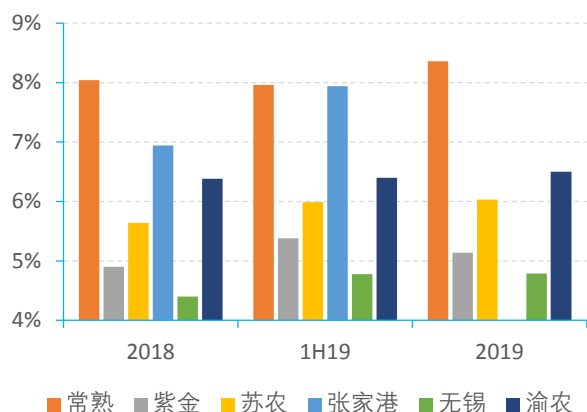
图 25：紫金银行同业投资比例较高（截至 19 年末）



资料来源：Wind，天风证券研究所

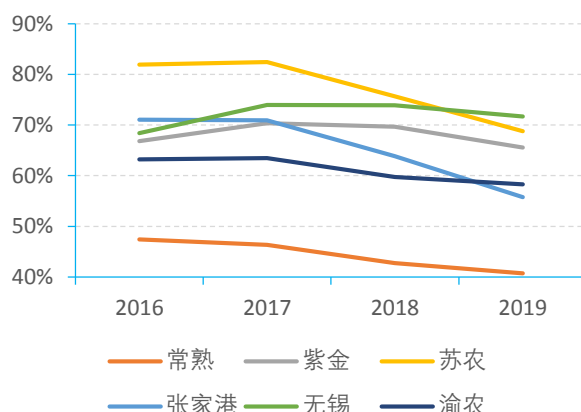
个贷收益率低拖累贷款收益率。对公贷款占紫金银行贷款比例较高，16-19 年为 66.84%、70.35%、69.69%、65.54%，利率居于上市农商行中上水平；个人贷款占比维持在 24%-25% 之间。紫金银行 2H18、1H19、2H19 个贷收益率分别为 4.90%、5.38%、5.14%，在 A 股上市农商行里仅高于无锡银行，主要是个贷以按揭为主。

图 26：紫金银行个人贷款收益率偏低（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：对公贷款占紫金银行比例较高

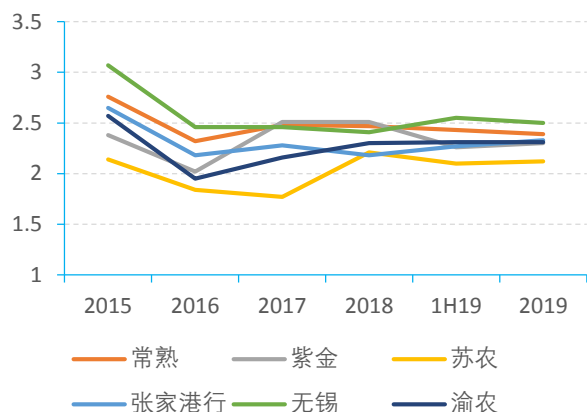


资料来源：Wind，天风证券研究所

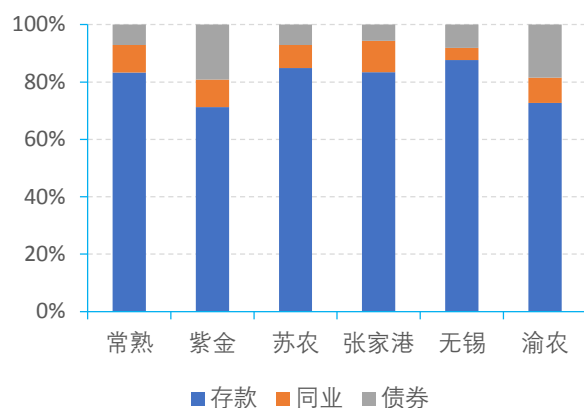
计息负债成本率高，19 年有所下降。紫金银行 15 年-19 年计息负债成本率分别为 2.38%、2.02%、2.51%、2.51%、2.3%；17-18 年在 A 股上市农商行里处于最高水平，19 年有所下降。**与其他农商行相比，紫金银行计息负债结构中同业负债和发行债券较高，**19 年末存款占计息负债比例仅为 71.23%；同业负债占比 9.59%，债券融资占比为 19.18%。

图 28：紫金银行计息负债成本率较高（%）

图 29：紫金银行同业负债和发行债券比例较高（截至 19 年末）



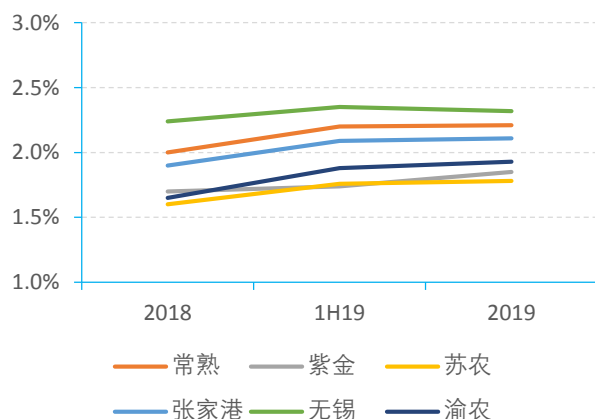
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

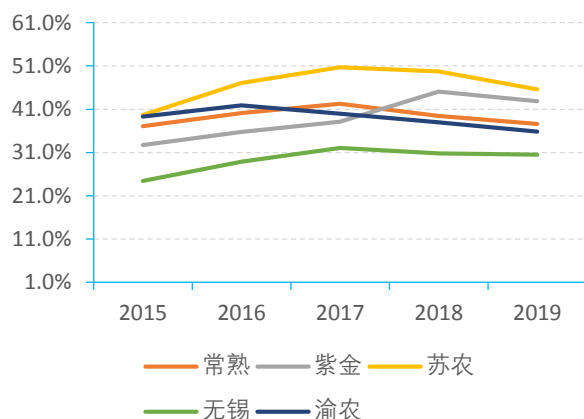
存款成本较低。紫金银行存款成本在农商行中处于较低水平，19 年仅为 1.85%，在对比行里仅高于苏农银行，源于活期存款占比较高。截至 19 年末紫金银行活期存款比例为 42.85%，较 2015 年提升 10.16 个百分点，处于农商行中较高水平。

图 30: 紫金银行的存款成本率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 紫金银行活期存款占总存款比例提高



资料来源: Wind, 天风证券研究所

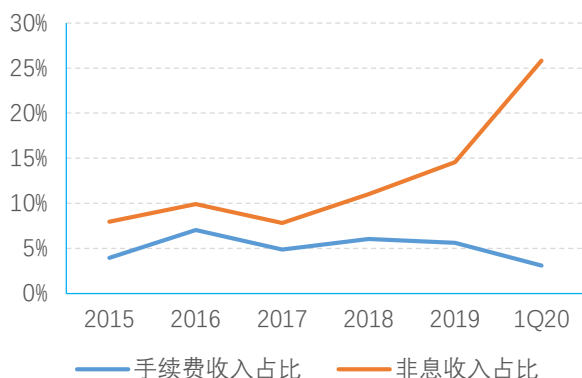
我们预计未来紫金银行净息差下降幅度有限。因紫金银行同业负债与债券融资占比较高，受益于市场利率持续走低，净息差下行幅度或有限。

3.2. 非息收入占比低，成本收入比优异

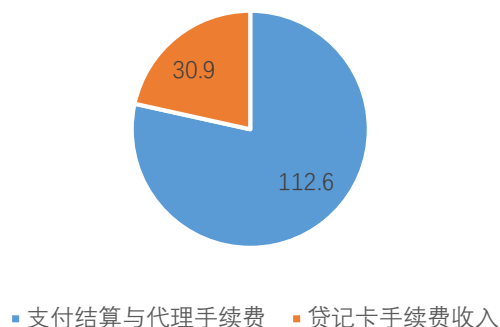
中收占营收比例低，非息收入由投资收益支撑。非息收入占总收入比例一直较低，17 年仅 7.83%，19 年上升至 14.58%，主要来自投资收益的增长。截至 19 年，投资收益由 18 年的 4103 万大幅增长至 19 年的 3.9 亿；手续费及佣金收入占比仅为 5.64%。手续费收入构成也较为单一，由支付结算与代理手续费、贷记卡手续费构成，分别占比为 78%、22%。

图 32: 紫金银行非息收入占比较低

图 33: 手续费收入构成 (截至 19 年, 百万元)



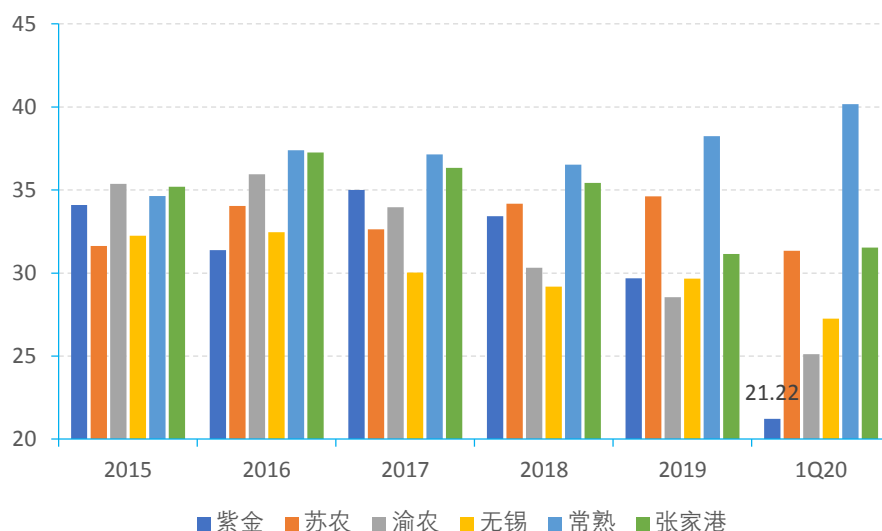
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，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 29.69%，较 17 年下降 5.32 个百分点，1Q20 继续降至 21.22%，为 A 股上市农商行中最低，反映出公司良好的成本管理能力。

图 34：紫金银行成本收入比低 (%)



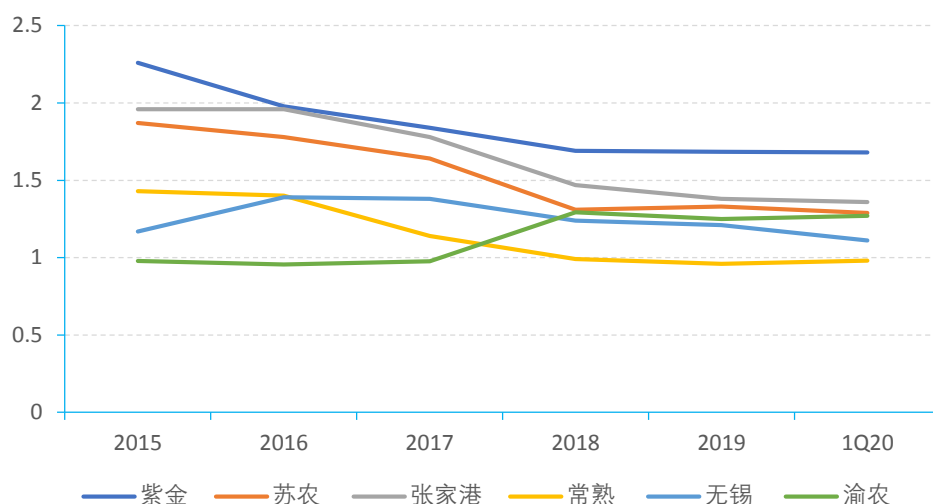
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 资产质量有所改善，零售转型潜力较大

4.1. 关注贷款率低，不良生成压力较小

不良贷款率持续下行。15-19 年紫金银行不良贷款率持续下行，由 2.26% 降至 1.68%，19 年较 18 年微降 1bp，1Q20 与 19 年末持平，在农商行里仍处于较高水平，与不良认定标准严格有关。

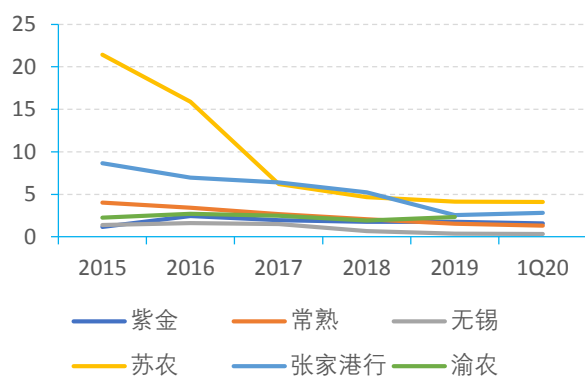
图 35：紫金银行不良贷款率持续降低 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

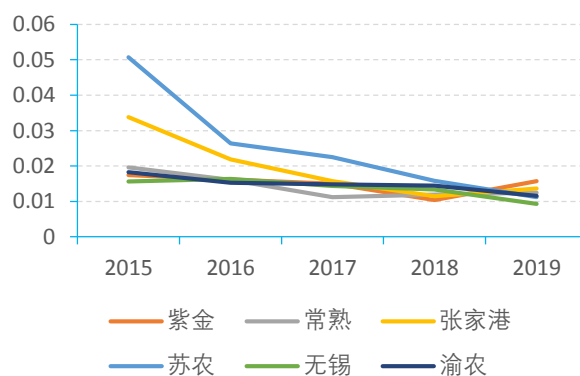
逾期贷款率有所上升，关注贷款率显著优于同业。截至 19 年末，紫金银行逾期贷款率为 1.57%，较 18 年末上升 53bp；关注类贷款率为 1.75%，较 18 年末下降 1BP，在农商行中仅高于无锡银行。

图 36: 紫金银行关注类贷款率低 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

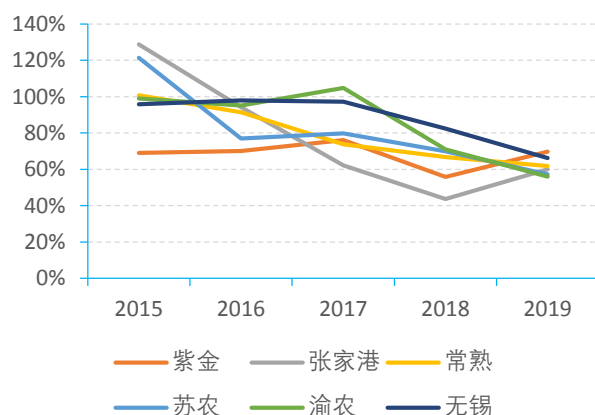
图 37: 紫金银行逾期贷款率出现上升 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

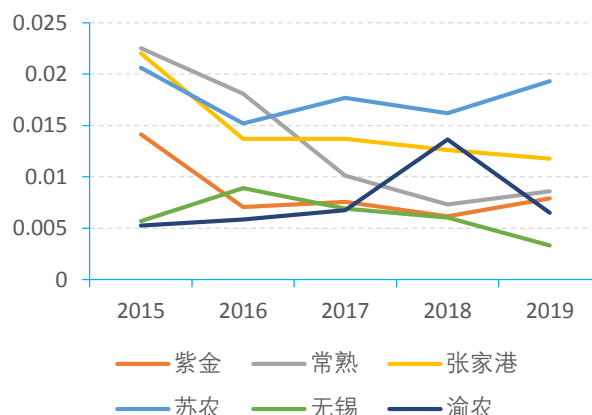
不良贷款生成 (加回核销) 率有所上升趋势。18 年之前紫金银行不良贷款偏移度在农商行中处于较低水平，19 年为 69.67%，较 18 年上升 13.82 个百分点，但仍处于较低水平。19 年不良贷款生成率 (加回核销) 为 0.79%，较 18 年末上升 18BP，同样处于较低水平。

图 38: 紫金银行不良贷款偏离度较低



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

图 39: 紫金银行不良生成率有所增加 (%)

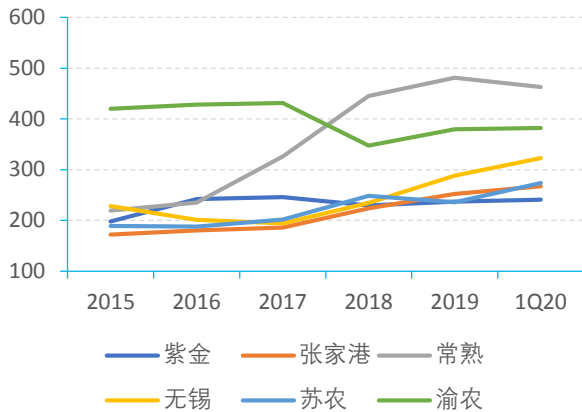


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

4.2. 拨备计提力度加强，省内不良暴露高峰已过

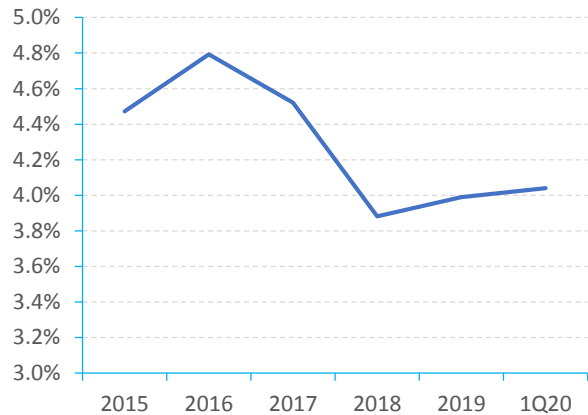
拨备提升。随着资产质量持续改善，近年来紫金银行加大拨备计提力度。19 年末拨备覆盖率达到 237%，较 18 年末上升 7.37 个百分点，1Q20 上升至 241%，但在农商行仍里处于较低水平。拨贷比由 18 年的 3.88% 上升至 19 年的 3.99%，1Q20 上升至 4.01%。

图 40：紫金银行拨备覆盖率提升（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

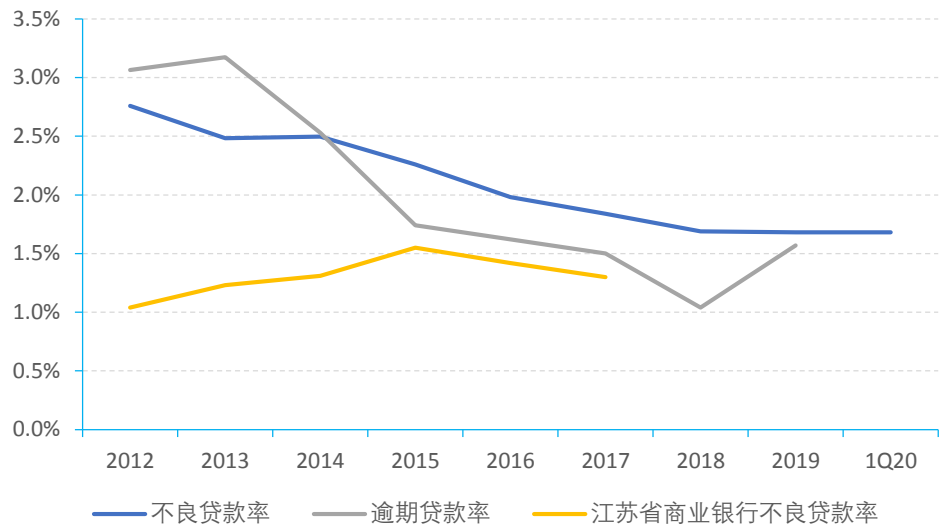
图 41：紫金银行拨贷比提升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

江苏省内银行不良资产暴露高峰已过。15-16 年是江苏省内商业银行不良资产暴露高峰，紫金银行的各项不良指标也在 15 年后持续改善，我们预计其资产质量仍能维持平稳。

图 42：江苏省内银行不良暴露高峰期已过



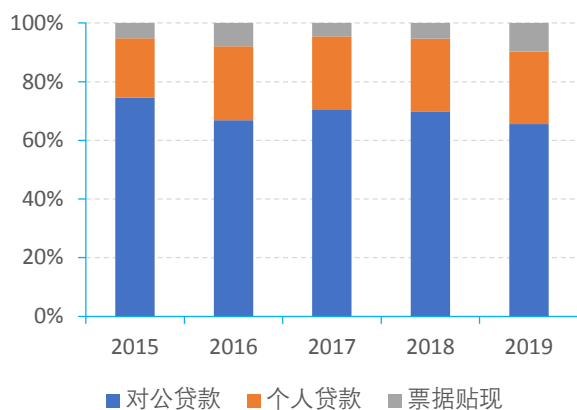
资料来源：iFinD，天风证券研究所

4.3. 零售转型潜力较大，贷款结构优化

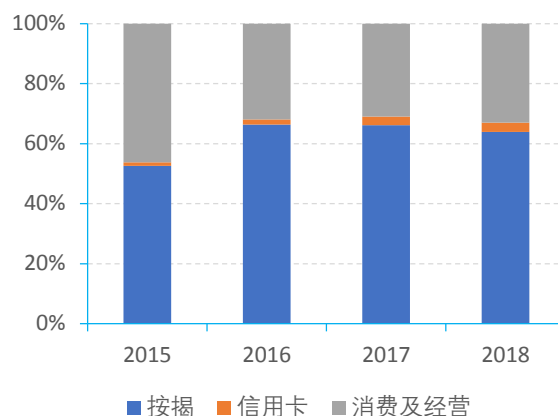
零售转型较为缓慢。紫金银行对公贷款占总贷款比例高，保持在 65% 以上；19 年个贷占比为 24.85%，同比略有下降。紫金银行的个贷主要投向低风险的按揭贷款，按揭占个人贷款比例保持在 60% 以上，个贷风格仍然偏稳健。

图 43：紫金银行对公贷款占比高（%）

图 44：紫金银行零售贷款主要投向按揭（19 年末披露）



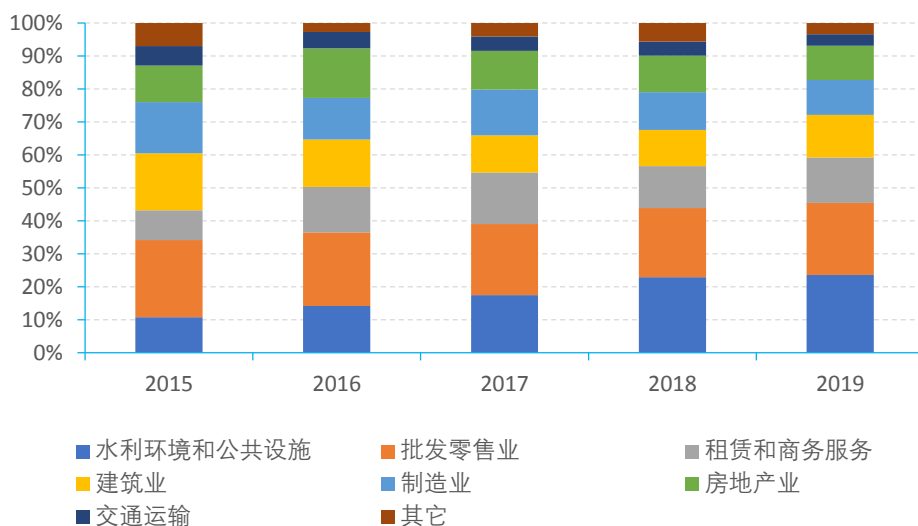
资料来源：iFinD，天风证券研究所



资料来源：iFinD，天风证券研究所

对公贷款逐步压缩不良易发的制造业贷款。截至 19 年末，水利、环境和公共设施管理业贷款占对公贷款比例最高，从 15 年的 9.89% 提升至 19 年的 13.42%，这与南京地区基础设施建设、全社会固定资产投资规模较大有关。截至 1H18，水利、环境和公共设施管理业贷款的不良率仅 0.14%。制造业贷款占对公贷款比例由 15 年末的 14.26% 下降到 19 年末的 7.4%，压缩不良高发行业贷款有助于改善其资产质量。

图 45：紫金银行制造业贷款逐渐压缩

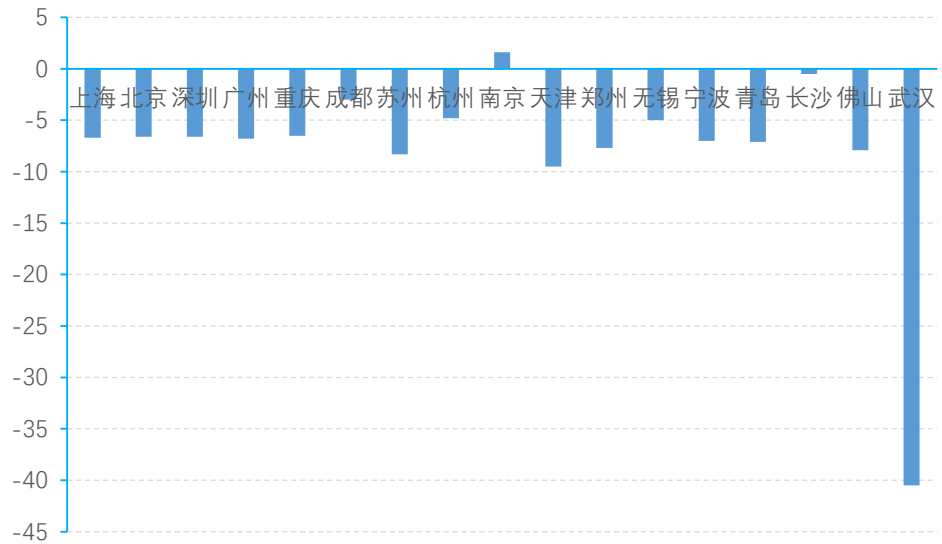


资料来源：iFinD，天风证券研究所

5. 投资建议：区域经济优，股东资源丰富

展望未来，我们认为紫金银行有以下优势：(1) 经营区域是国内经济最为发达的地区之一，江苏省 GDP 排中国第二，南京市 GDP 列江苏第二。1Q20 受新冠疫情冲击，国内 GDP YoY - 6.8%，而南京是 1Q20 全国 17 个 GDP 破万亿（19 年）城市中唯一实现正增长的城市。这反映出南京地区经济极具韧性，为紫金银行发展提供了广阔的发展空间和强劲的支撑。

图 46：1Q20 南京 GDP 在 17 个万亿级城市里唯一实现正增长（19 年 GDP 破万亿的城市有 17 个,%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

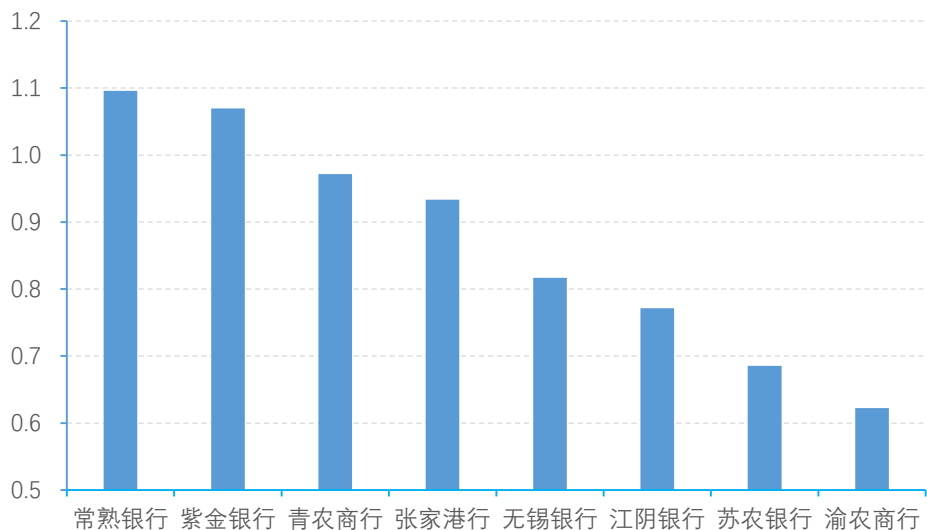
(2) 法人股东数量众多，所在产业链为其提供良好的客户群体。紫金银行拥有近 400 家法人股东，涵盖各行各业，且全部为本地企业。紫金银行或可依靠股东资源建立供应链金融网络，获取丰富的客户资源，从而有效发展其中小微企业金融业务，获取较高收益同时能有效降低贷款风险。

(3) 贷款占比提升空间较大，有望延缓息差下行。紫金银行贷款占比在 A 股上市银行里排名较低，随着业务回归本源，贷款业务有望持续提升，从而延缓净息差下降幅度。

(4) 新冠疫情肆虐之下，南京地区受影响相对较小。紫金银行贷款结构经过多年优化，资产质量相对而言受冲击较小，拨备有望继续提升。

基于以上假设，我们预计紫金银行 20/21/22 年净利息收入增速为 -1.2%/2.4%/3.4%，20/21/22 年非利息收入增速为 50%/33%/35%。综上，预计其 20/21/22 年归母净利润增速为 8.9%/9.7%/10.9%，鉴于其次新股属性，存在一定溢价，给予其 1.2X 20 年 PB 目标估值，对应 4.87 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 47：紫金银行 PB (LF, X, 截至 5 月 6 日) 在 A 股上市银行排第二



资料来源：WIND，天风证券研究所

6. 风险提示

资产质量大幅恶化，资产质量持续恶化将侵蚀紫金银行净利润，令股价承压；负债成本大幅抬升，将使紫金银行息差下行幅度过快，从而降低营收增速；新冠疫情持续爆发，这将全方位影响紫金银行各类型业务开展。

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	38	40	39	40	42	净利润增速	10.2%	13.0%	8.9%	9.7%	10.9%
手续费及佣金	3	3	3	3	3	拨备前利润增速	20.0%	16.9%	7.1%	12.0%	11.9%
其他收入	2	4	8	11	15	税前利润增速	6.9%	10.7%	-3.0%	9.4%	10.5%
营业收入	42	47	50	54	60	营业收入增速	16.8%	10.5%	6.3%	8.7%	11.4%
营业税及附加	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	净利息收入增速	12.7%	6.1%	-1.2%	2.4%	3.4%
业务管理费	(14)	(14)	(15)	(15)	(16)	手续费及佣金增速	44.7%	3.1%	3.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	28	32	35	39	43	营业费用增速	11.5%	-1.8%	6.5%	1.0%	10.0%
计提拨备	(13)	(16)	(19)	(21)	(24)	规模增长					
税前利润	15	17	16	18	19	生息资产增速	13.2%	5.0%	6.5%	8.2%	8.4%
所得税	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	贷款增速	19.8%	17.0%	16.0%	12.0%	12.0%
净利润	13	14	15	17	19	同业资产增速	-5.8%	-26.5%	-20.0%	-5.0%	-5.0%
资产负债表						证券投资增速	13.6%	0.8%	-1.0%	5.0%	5.0%
贷款总额	871	1020	1183	1325	1484	其他资产增速	0.9%	-12.7%	-4.4%	25.4%	25.8%
同业资产	240	177	141	134	128	计息负债增速	12.4%	3.7%	5.7%	8.0%	8.2%
证券投资	613	618	611	642	674	存款增速	12.6%	14.4%	10.0%	11.0%	11.0%
生息资产	1914	2009	2140	2316	2511	同业负债增速	9.0%	-13.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
非生息资产	52	45	43	54	68	股东权益增速	23.5%	11.8%	8.0%	11.1%	11.0%
总资产	1932	2013	2137	2317	2518	存款结构					
客户存款	1147	1312	1443	1602	1778	活期	45.0%	45.04%	45.04%	45.04%	45.04%
其他计息负债	629	530	505	501	498	定期	52.6%	52.64%	52.64%	52.64%	52.64%
非计息负债	33	34	41	49	59	其他	2.3%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%
总负债	1809	1876	1988	2152	2335	贷款结构					
股东权益	123	137	149	165	183	企业贷款(不含贴现)	69.7%	69.69%	69.69%	69.69%	69.69%
每股指标						个人贷款	25.0%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
每股净利润(元)	0.34	0.39	0.42	0.46	0.51	资产质量					
每股拨备前利润(元)	0.75	0.88	0.95	1.06	1.18	不良贷款率	1.69%	1.68%	1.55%	1.54%	1.53%
每股净资产(元)	3.36	3.76	4.06	4.51	5.01	正常	96.54%	96.56%	96.74%	96.81%	96.87%
每股总资产(元)	52.76	54.99	58.37	63.28	68.78	关注	1.76%	1.75%	1.70%	1.65%	1.60%
P/E	12.09	10.70	9.82	8.95	8.07	次级	0.71%				
P/PPOP	5.48	4.69	4.38	3.91	3.50	可疑	0.90%				
P/B	1.23	1.10	1.02	0.92	0.83	损失	0.08%				
P/A	0.08	0.08	0.07	0.07	0.06	拨备覆盖率	229.58%	236.95%	252.07%	260.95%	268.44%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.08%	2.12%	2.02%	1.97%	1.94%	资本充足率	13.35%	14.78%	16.02%	17.39%	18.93%
净利差(Spread)	1.90%	2.00%	1.90%	1.85%	1.82%	核心资本充足率	9.70%	11.07%	12.23%	13.53%	14.99%
贷款利率	5.32%	5.38%	5.23%	5.18%	5.15%	资产负债率	93.64%	93.17%	93.05%	92.88%	92.72%
存款利率	1.70%	1.85%	1.90%	1.95%	2.00%	其他数据					
生息资产收益率	0.00%	4.55%	4.40%	4.35%	4.32%	总股本(亿)	36.61	36.61	36.61	36.61	36.61
计息负债成本率	0.00%	2.30%	2.35%	2.38%	2.41%						
盈利能力											
ROAA	0.69%	0.72%	0.74%	0.76%	0.78%						
ROAE	11.27%	10.88%	10.79%	10.80%	10.78%						
拨备前利润率	1.52%	1.64%	1.67%	1.74%	1.79%						

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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