

发挥区位优势， 基本面再升档

成长在南京发达经济的沃土上

紫金银行是一家扎根南京市的老牌农商行，与南京地区经济增长紧密结合。作为重要都市圈核心城市，南京市经济发展基础条件优异。在此基础上，紫金银行与其他农商行相比，天然具有地理优势。在当地，公司存款市占率达 3.82%，贷款市占率达 2.76%，在中小商业银行中居于领先地位。

净息差回升使得 ROE “逆势上行”

从 ROE 来看，公司一直处于较高水平，2016 年以前处于农商行第一，2017 年受金融去杠杆影响有所下降，但 2018 年同比上升 8 个 BP，是仅有的两家 ROE 回升的农商行之一。目前公司 ROE 水平值和增幅均仅次于常熟银行。

我们认为这与公司 2018 年净息差开始回升有关。2016 年和 2017 年，公司净息差持续下滑至上市农商行中的最低水平，2018 年 9 月已经企稳。其过去净息差下行的主要因素有二：客户贷款利率一度大幅下降；应付债券余额及利率大幅上升。未来，我们认为净息差回升的基础是：（1）2018 年来客户贷款和存款的利率趋于稳定，并且其贷款中主要部分公司贷款主体为中期贷款，对短期利率下行不敏感。（2）随着监管政策的变动，金融去杠杆变为稳杠杆，2019 年流动性较为充裕，紫金银行又成功上市，其融资成本将降低，应付债券成本大概率下降。

零售贷款占比高，以中长期贷款扶持中小微企业

2015 年以来紫金银行贷款年复合增长 18.74%，但贷款利率主要集中在较低的区间。在客户上以公司贷款为主，但个人贷款也达到 24.19%，在上市农商行中处于前列。

2015 年以来，公司对公贷款期限结构明显拉长，中长期贷款占比逐步上升，预计与近几年来南京地区经济建设步伐加快有关。作为南京地区最大的中小微企业和“三农”金融服务机构之一，公司小微贷款占比达 61.01%，中型企业贷款也从 2016 年开始明显增长。

公司零售贷款主要以住房按揭贷款为主，占比高达 67.24%，近三年年复合增长率也达 38.25%，个人消费贷款也增长十分显著。随着南京地区居民可支配收入的提高，占个人贷款余额三分之二的住房按揭贷款将持续成为公司个人贷款增长的主要动力，个人消费贷款也将进一步增长，使得个人贷款总额增速维持较高水平。

存款成本低，应付债券有一定压力

紫金银行存款占总负债的 63.48%，活期率稳定在 62%-65%之间，整体而言公司存款利率在农商行中是最低的。近两年来，公司发行了较多的同业存单和二级资本债，使得存款以外的负债成本压力有所增加。预计未来随着吸收存款的增加，这部分占比将下降。

紫金银行 (601860)

首次覆盖

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

研究助理：陈翔

chenxiangbj@csc.com.cn

010-85130978

发布日期：2019 年 04 月 03 日

当前股价：9.31 元

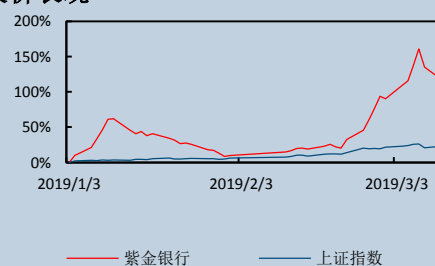
目标价格 6 个月：11 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
89.96/75.9	213.38/196.69	213.38/221.85
12 月最高/最低价 (元)		11.8/3.77
总股本 (万股)		366,088.89
流通 A 股 (万股)		36,608.89
总市值 (亿元)		360.23
流通市值 (亿元)		36.02
近 3 月日均成交量 (万)		10,590.83
主要股东		
南京紫金投资集团有限责任公司		8.96%

股价表现



相关研究报告

不良控制能力增强，化解高存量担忧

紫金银行不良率虽然从数值上处于上市农商行中第二高的位置，但两个方面可以证明其不良控制能力有所增强，未来不良大概率稳步下行：

(1) 较早把不良风险显化，不良率持续平稳下降。早在 2015 年，紫金银行逾期 90 天以上贷款就 100% 划入不良，此外，其不良率在近年来稳步保持下降，2015 年至 2018 年，公司不良率已经累计下降了 60 个 BP，是上市农商行中降幅最大的。

(2) 净生成率低，向下迁徙少，核销转出提升空间大。紫金银行不良净生成率仅为 0.07%，是上市农商行中最低的，并领先第二低的常熟银行 32 个 BP 之多。关注类贷款向下迁徙率一直维持同业中等水平。此外，紫金银行的核销转出力度不大，核销转出率在上市农商行中最低，为未来根据需提高力度留下了足够的空间。

基本面的三大亮点

我们认为，支持公司估值上涨的支撑点在于：第一，净息差企稳回升的基础稳、空间大；第二，地区经济发达，不良风险明确化，不良净生成率低，核销转出提升空间大；第三，零售业务覆盖面广，增长动力有所保障。

投资建议

紫金银行是上市农商行中规模最大的，业务基本位于南京市，具有上市农商行中最好的区位。当地经济发达，企业资质好，为紫金银行的资产质量提供了保障。

我们比较看好公司上市之后的业绩表现，主要原因：

其一、净息差企稳回升带来 ROE 逆势上升。业绩预报显示 2018 年公司 ROE 上升 8 个 BP，是两家 ROE 上升的农商行之一；

其二、负债压力减轻，NIM 将继续提升。过去，公司净息差的压力主要来自于计息负债的成本率上升，特别是发行了较多成本偏高的同业存单，随着金融去杠杆结束，并进入“稳杠杆”，市场流动性已经得到缓解，预计公司计息负债成本率将继续下降，而生息资产收益率较为稳定，净息差可继续提高。

其三、不良控制能力强，存量不良稳定下降，未来改善空间很大。紫金银行不良控制能力一直较强，15 年以来一直保持着逾期 90 天以上贷款 100% 的不良认定，且不良率自 16 年以来在农商行中降幅最大、净生成率最低，核销转出压力非常小，未来还可大幅改善。

其四、零售业务在当地覆盖广，零售贷款占比较高。公司个人客户在南京市总人口中占比超 46%，零售贷款占比在上市农商行中位居第三，近年来随着地区经济发展和居民生活水平的提高，零售贷款规模增长迅速。

我们预计公司 19\20 年营收增速分别为 17.42%、18.87%，归母净利润增速分别为 12.16%、14.70%；BVPS 为 3.52 元、3.82 元；对应的 PE 为 24.58、21.43，对应的 PB 为 2.69、2.48。次新股效应将持续存在，估值高于行业和其他个股。给予“增持”评级，6 个月目标价 11 元。

目录

前言	1
一、成长在南京发达经济的沃土上	1
二、净息差回升使得 ROE“逆势上行”	3
（一）营收水平	3
（二）ROE 水平	3
（三）净息差水平	4
（四）存贷比	7
（五）非息收入占比	7
三、零售贷款占比高，以中长期贷款扶持中小微企业	8
（一）贷款总览	8
（二）公司贷款	11
（三）个人贷款	13
（四）票据贴现	14
四、存款成本低，应付债券有一定压力	14
五、不良控制能力增强，化解高存量担忧	17
（一）不良贷款率	17
（二）关注类贷款迁移率	20
（三）核销转出率	21
（四）不良净生成率	22
六、IPO 缓解资本补充压力	22
七、基本面亮点	23
（一）净息差企稳回升的基础稳、空间大	23
（二）地区经济发达：不良风险明确化，不良净生成率低，核销转出提升空间大	23
（三）零售业务覆盖面广，增长动力有所保障	24
八、投资建议	25
九、风险提示	26

图表目录

图表 1： 南京地区生产总值和存贷款余额（亿元）	2
图表 2： 南京各银行存款余额占比	2
图表 3： 南京各银行贷款余额占比	2
图表 4： 上市农商行营业收入规模（亿元）	3
图表 5： 上市农商行 ROE（%）	4
图表 6： 上市农商行净息差（%）	4
图表 7： 上市农商行净利差（%）	4
图表 8： 紫金银行生息资产和计息负债平均利率（%）	5
图表 9： 紫金银行客户贷款平均余额和利率（亿元，%）	5
图表 10： 紫金银行客户存款平均余额和利率（亿元，%）	6

图表 11:	紫金银行应付债券平均余额和利率 (亿元, %)	7
图表 12:	紫金银行应付债券明细 (亿元)	7
图表 13:	上市农商行贷存比 (%)	7
图表 14:	上市农商行非息收入占比 (%)	8
图表 15:	2018 业绩快报上市农商行总资产 (亿元)	8
图表 16:	紫金银行总资产 (亿元)	8
图表 17:	紫金银行贷款总额 (亿元)	9
图表 18:	紫金银行贷款总额按地区分布 (%)	9
图表 19:	紫金银行贷款利率区间分布 (%)	10
图表 20:	贷款利率区间分布对比	10
图表 21:	紫金银行贷款按客户类型 (亿元)	10
图表 22:	紫金银行贷款按客户类型占比	10
图表 23:	紫金银行个人贷款占比与可比公司对比 (%)	11
图表 24:	紫金银行公司贷款按期限 (亿元)	12
图表 25:	紫金银行公司贷款按期限占比	12
图表 26:	紫金银行公司贷款按企业规模 (亿元)	12
图表 27:	紫金银行公司贷款按企业规模占比	12
图表 28:	紫金银行公司贷款按行业 (亿元)	13
图表 29:	紫金银行公司贷款按行业占比	13
图表 30:	紫金银行个人贷款按类型 (亿元)	14
图表 31:	紫金银行个人贷款按类型占比	14
图表 32:	紫金银行票据贴现按类型 (亿元)	14
图表 33:	紫金银行票据贴现按类型占比	14
图表 34:	紫金银行总负债 (亿元)	15
图表 35:	紫金银行负债构成占比	15
图表 36:	上市农商行存款总额 (亿元)	15
图表 37:	紫金银行存款利率区间分布 (%)	16
图表 38:	紫金银行存款利率区间分布对比 (%)	16
图表 39:	紫金银行存款按客户类型占比	16
图表 40:	紫金银行企业存款结构 (亿元)	17
图表 41:	紫金银行个人存款结构 (亿元)	17
图表 42:	紫金银行存款按到期时间 (亿元)	17
图表 43:	紫金银行不良率同业对比	18
图表 44:	上市农商行 2018 年快报不良率变化	18
图表 45:	上市农商行 2015 年以来不良率变化	18
图表 46:	逾期 3 个月以上贷款确认情况 (%)	18
图表 47:	公司贷款不良率按公司规模 (%)	19
图表 48:	紫金银行三大高不良行业占比合计 (%)	19
图表 49:	紫金银行公司贷款三大高不良行业情况 (%)	19
图表 50:	紫金银行个人贷款不良率按品种 (%)	20
图表 51:	紫金银行关注类贷款向下迁徙率 (%)	21

图表 52: 核销转出率 (%)	21
图表 53: 不良净生成率 (%)	22
图表 54: 核心一级资本充足率 (%)	23
图表 55: 盈利预测与比率	25

前言

紫金银行于 2019 年 1 月 3 日上市交易，截至 3 月 12 日涨幅已达 125.22%，在所有上市银行中遥遥领先。公司 2018 年业绩快报显示，年末资产规模达 1903.77 亿元，居于上市农商行首位，同比增长 12.99%；全年实现营业收入 42.23 亿元，同比增长 16.59%；实现归母净利润 12.57 亿元，同比增长 10.51%；而不良率只有 1.69%，较上年末下降 15 个 BP。此外，快报显示 2018 年公司 ROE 为 11.96%，同比增加 8 个 BP，是仅有的两家 ROE 上升的上市农商行之一。

我们认为，支持公司基本面三大亮点在于：第一，净息差的企稳回升较为确定；第二，不良稳步下行，风险明确，净生成率显著低于可比，核销转出提升空间很大；第三，基于地区的零售业务覆盖面广，增长动力有所保障。

一、成长在南京发达经济的沃土上

紫金农商银行是一家扎根南京的老牌农商行，2011 年，由南京市区联社、江宁联社、六合联社和浦口联社合并改制组建而成。2019 年公司 IPO，发行数量不超过 3.66 亿股，占发行后总股本的 10%。

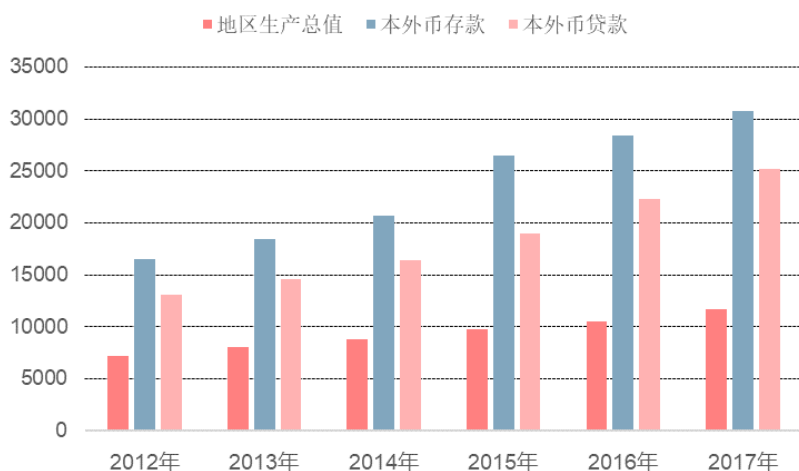
紫金银行股权分散，不存在实际控制人，前十大股东合计持股比例为 33.00%。其中仅有紫金投资和国信资产两家法人股东持股比例在 5% 以上，分别为 9.96% 和 8.13%，二者实际控制人均为南京市国资委。此外，紫金银行股东中有为数众多的南京本地企业，使本行根植于南京地区经济的沃土中，市场根基深厚，与南京地区经济增长紧密结合。

紫金银行主要资产、经营机构和经营活动绝大部分集中于南京。截至 2018 年 6 月 30 日，紫金银行共有 131 家分支机构，其中总行营业部 1 家、分行 3 家、一级支行 7 家、科技支行 1 家、二级支行 119 家。分支机构绝大多数位于南京各市区、江宁开发区和江北新区，并设有扬州和镇江分行。此外公司还参股了江苏高淳农村商业银行、江苏溧水农村商业银行和江苏省农村信用社联合社。

紫金银行主要有以下七点竞争优势：1、良好的区位优势，深厚的市场根基；2、强大的“三农”、“中小微”服务能力；3、广泛的渠道网络，扎实的客户基础；4、高效的决策机制与信贷审批安排；5、创新驱动型的全面风险管理体系；6、规范的公司治理、高效的业务团队；7、品牌体系完善，形象深入人心。

南京市位于江苏省西南部，是江苏省会、副省级市、南京都市圈核心城市，地处中国东部地区、长江下游、濒江近海，是长三角地区及华东地区唯一的特大城市。南京地区已经形成国内为数不多的跨省都市圈之一，覆盖南京、镇江、扬州、淮安、芜湖、马鞍山、滁州和宣城八座城市。

经济发展方面，南京市经济总量近二十年来始终位于全国合大中城市前列，连续多年入选由中国社科院评定的“中国城市综合实力 50 强”，在 2016 年中国社科院发布的《2016 年中国城市竞争力蓝皮书：中国城市竞争力报告》中，南京综合竞争力排名第 12 位，可持续竞争力名列排行榜第 7 位。近年来，南京市经济运行总体保持平稳，规模以上工业企业总产值从 2012 年的 1.14 万亿元增加到 2016 年的 1.30 万亿元；社会消费品零售总额从 2012 年的 0.31 万亿元增加到 2017 年的 0.56 万亿元，年复合增长率达 12.72%。作为重要都市圈核心城市，经济发展基础条件优异，产业结构以第二、第三产业为绝对主导，占比达 97.7%。在此基础上，紫金银行作为深深扎根于南京的老牌农商行，与其他上市农商行相比，天然具有一定的地理优势。

图表1： 南京地区生产总值和存贷款余额（亿元）


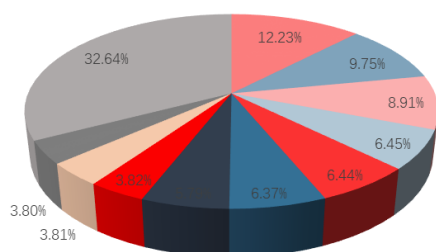
资料来源：南京市统计局，中信建投证券研究发展部

2017 年南京实现生产总值 3.19 万亿元。存贷款方面，2017 年末金融机构本外币存款余额 3.08 万亿元，同比增加 8.49%，其中住户存款占比 20.16%，增速 1.76%；贷款余额 2.52 万亿元，同比增加 12.98%。存贷款年复合增长率分别达 13.21%和 13.98%。

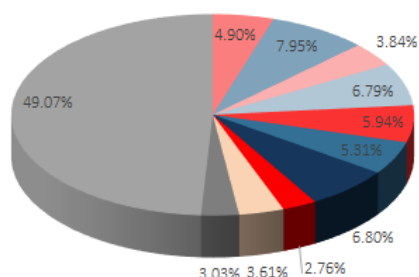
南京银行市场竞争较为激烈，区域内有 6 家大型国有商业银行、12 家股份制银行、10 家城商行、5 家外资银行、4 家农商行、1 家民营银行共计 38 家商业银行。大型国有银行和全国性股份制商业银行拥有较大的资产规模和客户基础，在传统信贷业务方面处于明显的优势地位；以南京银行和江苏银行为代表的城市商业银行则拥有较高的本地声誉和广泛的网点资源，在市场竞争中也具有一定的区位优势。

图表2： 南京各银行存款余额占比

■南京银行 ■工商银行 ■江苏银行 ■建设银行 ■农业银行 ■交通银行
 ■中国银行 ■紫金农商行 ■招商银行 ■浦发银行 ■其他


图表3： 南京各银行贷款余额占比

■南京银行 ■工商银行 ■江苏银行 ■建设银行 ■农业银行 ■交通银行
 ■中国银行 ■紫金农商行 ■招商银行 ■浦发银行 ■其他



资料来源：中国人民银行南京分行营业管理部，中信建投证券研究发展部

在这样的竞争环境下，紫金银行本外币存款余额占南京市银行业市场总额比例 3.82%，在中小商业银行中排名第 3 位，贷款余额占比 2.76%，在中小商业银行中排名第 6 位，在中小商业银行中居于领先地位，充分利用了其在南京地区的深厚根基发展业务。

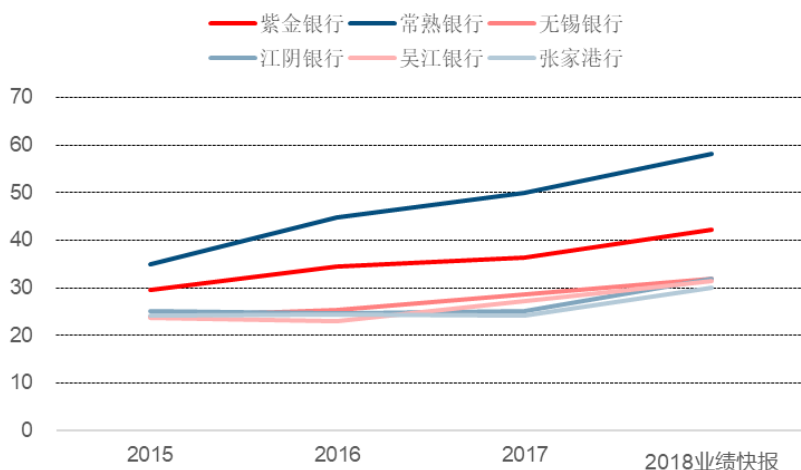
二、净息差回升使得 ROE “逆势上行”

（一）营收水平

从营业收入规模来看，紫金银行在上市农商行中排名靠前。截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年（业绩快报），营业收入分别为 29.43 亿元、23.42 亿元、36.22 亿元、42.23 亿元，稳居上市农商行第二，仅次于常熟银行。

2018 年，公司营业收入规模同比增长 16.59%，同比增速在上市农商行中位居第三，低于无锡银行和张家港行，并略高于常熟银行。在 2018 年金融降杠杆逐步转变为稳杠杆的政策导向下，紫金银行较好地把握了扩大业务规模的机会，资产规模保障下，营收规模的稳步增长持续确立优势，并有向上继续赶超的势头。

图表4：上市农商行营业收入规模（亿元）



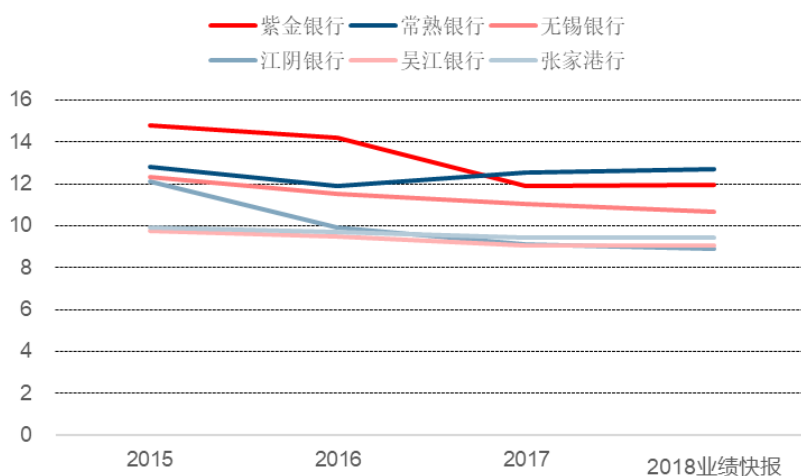
资料来源：中信建投证券研究发展部

（二）ROE 水平

从 ROE 来看，紫金银行一直处于较高水平。截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年（业绩快报），ROE 分别为 14.77%、14.22%、11.88%、11.96%。2016 年以及之前，紫金银行 ROE 保持上市农商行中最高位置，但是在 2017 年，在严监管和金融去杠杆的压力下，上市农商行 ROE 整体下行，紫金银行 ROE 降幅较大，ROE 逆势上行的常熟银行成为了 ROE 最高的位置。

随着 2018 年金融去杠杆变为稳杠杆，银行压力减小，但是 ROE 仍处于整体下行区间。紫金银行 ROE 同比上升 8 个 BP，是上市农商行中仅有的两家 ROE 上升的公司之一。2018 年，紫金银行 ROE 水平和增幅均仅次于常熟银行，在上市农商行中稳居优势地位。

图表5：上市农商行 ROE (%)



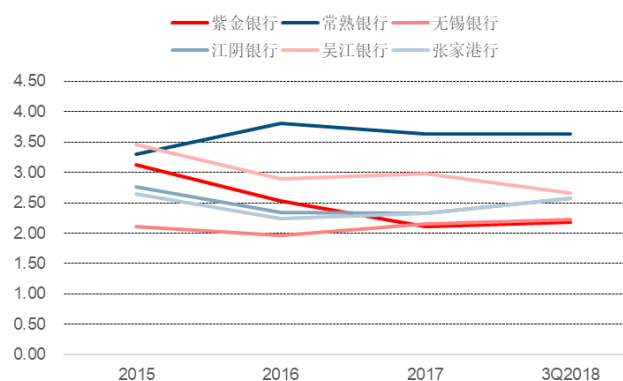
资料来源：中信建投证券研究发展部

(三) 净息差水平

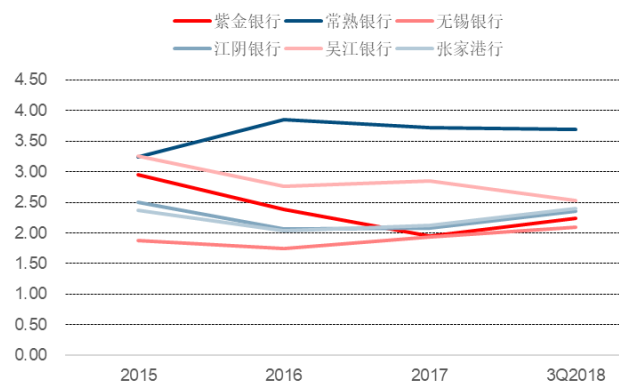
截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 9 月，紫金银行净息差分别为 3.13%、2.53%、2.11%、2.18%；净利差分别为 2.95%、2.39%、1.95%、2.24%。2016 年和 2017 年紫金银行净息差出现明显下滑，从上市农商行第三骤降至最末，而其他可比公司则保持相对稳定。2018 年前三个季度净息差虽然略有回升，但是仍居于上市农商行的末尾。

那么，导致紫金银行 2016、2017 年净息差下滑的主要因素是什么？在未来是否会有所改善？

图表6：上市农商行净息差 (%)



图表7：上市农商行净利差 (%)



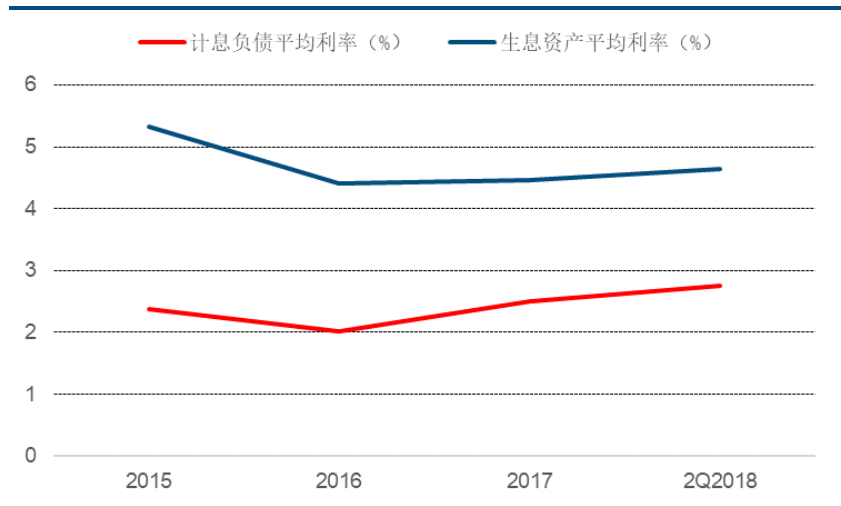
资料来源：中信建投证券研究发展部

紫金银行生息资产和计息负债余额在报告期内变动较为同步，因此规模因素不是净息差变动的主要原因。观察生息资产和计息负债平均利率，截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 6 月，生息资产和计息负债的平均利率分别为 5.33%、4.41%、4.46%、4.64%和 2.38%、2.02%、2.51%、2.75%。我们发现，紫金银行 2016 年生息资产平均利率和计息负债平均利率均有较大下滑，并且生息资产平均利率下降较多；2017 年生息资产平均利

率较为稳定,但是计息负债平均利率明显升高;2018年6月生息资产平均利率和付息负债平均利率均有所上升,且幅度较为一致。

因此,导致2016年净息差下滑的主要因素是生息资产平均利率下降幅度超过计息负债平均利率的下降幅度,导致2017年净息差下滑的主要因素是计息负债利率的大幅上升。

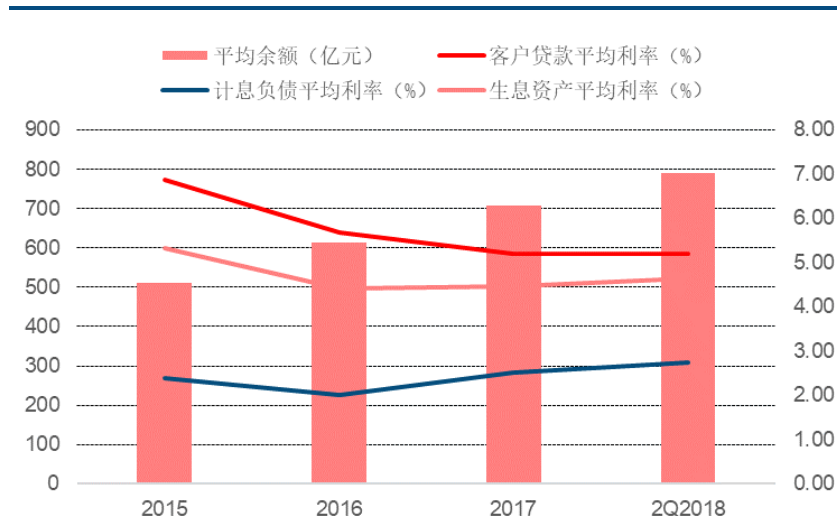
图表8: 紫金银行生息资产和计息负债平均利率(%)



资料来源: 中信建投证券研究发展部

进一步观察生息资产的情况,我们发现其利率变动的主要来源是占比最高的客户贷款。截至2015年、2016年、2017年、2018年6月,客户贷款平均余额分别为511.51亿元、612.31亿元、708.13亿元、788.84亿元,处于稳步上升的过程中;平均利率分别为6.86%、5.69%、5.20%、5.21%。可以发现,2016年客户贷款平均利率出现大幅下降,同比降低1.17个百分点,直接导致了生息资产平均利率的下滑。2017年,客户贷款平均利率降幅缩窄,2018年企稳。

图表9: 紫金银行客户贷款平均余额和利率(亿元, %)

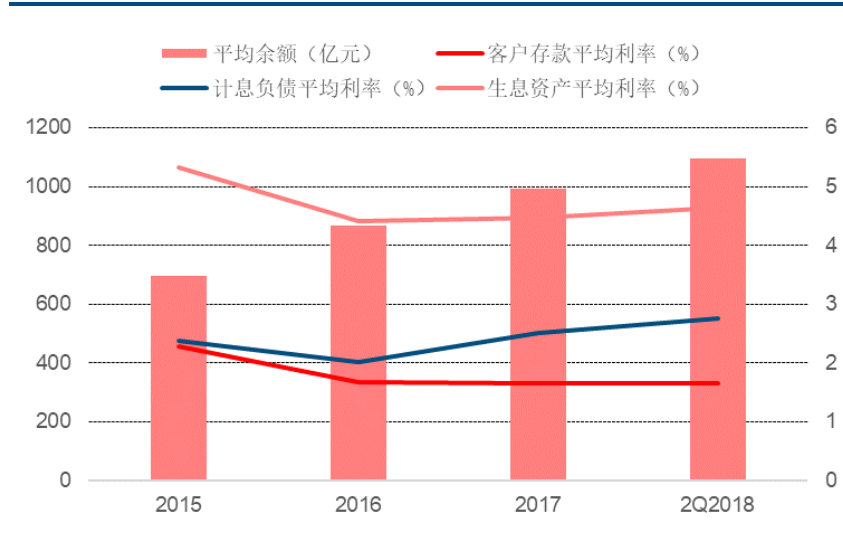


资料来源: 中信建投证券研究发展部

计息负债平均利率的变动主要来自客户存款和应付债券。

客户存款方面，截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 6 月，平均余额分别为 697.24 亿元、866.08 亿元、992.19 亿元、1094.55 亿元；平均利率分别为 2.28%、1.68%、1.65%、1.66%。可以发现，客户存款在 2016 年平均利率下降 0.6 个百分点，是 2016 年计息负债平均利率下降的主要原因，此后平均利率保持稳定。那么，为什么 2016 年计息负债平均利率降幅不大呢？

图表10： 紫金银行客户存款平均余额和利率（亿元，%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

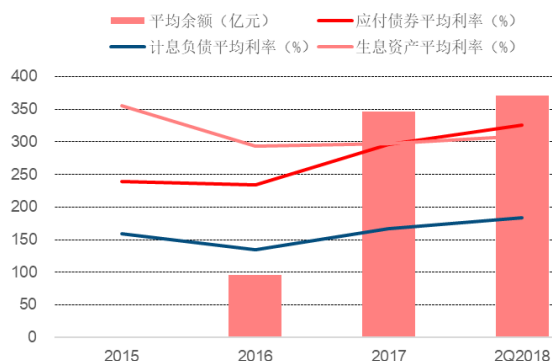
观察应付债券的情况，截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 6 月，平均余额分别为 1.47 亿元、95.34 亿元、345.68 亿元、370.77 亿元；平均利率分别为 3.58%、3.50%、4.43%、4.89%。可以发现，2016 和 2017 两年是应付债券余额高速增长的两，并且应付债券的平均利率也在一同增长，其主要原因是于紫金银行在负债端通过同业存单的方式寻求资金来源，并于 2017 年 3 月、6 月发行二级资本债 3 亿元、14 亿元。

因此，应付债券余额和平均利率的高速增长一定程度上抵消了客户存款平均利率大幅下降的影响，使得紫金银行 2016 年计息负债成本率下降幅度较小，结合生息资产平均利率下降，最终呈现了净息差下滑的结果。2017 年，客户贷款平均利率稳定保证了生息资产平均利率的稳定，但是计息负债方面，虽然客户存款平均利率也较为稳定，而应付债券余额增长超过 250 亿元的同时，其平均利率也提高了近 1 个百分点，达到 4.43%，甚至超过了生息资产平均利率，直接导致了计息负债平均利率的大幅上升，使净息差继续下滑。

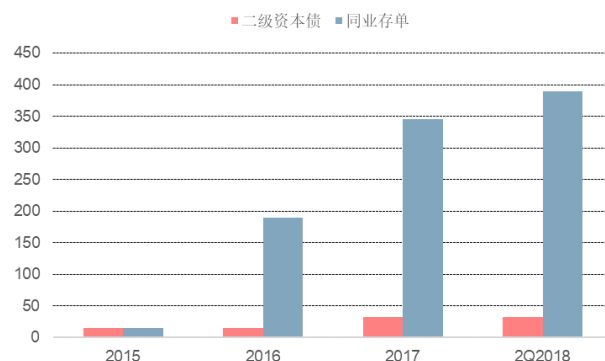
2018 年上半年，生息资产和计息负债两端的大幅波动减缓。作为两端的主体，客户贷款和客户存款余额稳定增长，利率趋于平稳，而之前导致计息负债平均利率大幅变动应付债券余额增长率也趋于平缓，平均利率虽然还略有上升，但增幅收窄。

我们预期，随着 2018 年下半年杠杆率趋于稳定，紫金银行应付债券利率增速会回落，对净息差的压力减少。从而，紫金银行净息差将在 2018 年全年延续前三个季度的回升态势，有机会摆脱上市农商行的末位。2019 年以来，流动性较为充裕，基准利率下行，紫金银行有能力进一步降低计息负债成本，未来净息差的回升可期，将对估值修复产生帮助。

图表11： 紫金银行应付债券平均余额和利率（亿元， %）



图表12： 紫金银行应付债券明细（亿元）

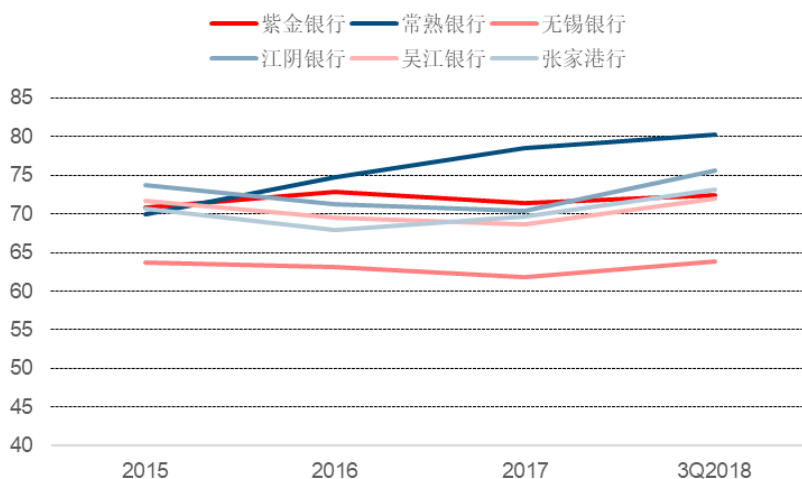


资料来源： 中信建投证券研究发展部

（四）存贷比

截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 9 月，紫金银行贷存比分别为 70.89%、72.85%、72.43%、72.41%。与同业上市农商行相比，紫金银行贷存比处于中上游位置，2018 年以来其贷存比保持稳定，在其他银行加大信贷投放力度的同时，紫金银行信贷投放力度稍显不足，因而 2018 年 9 月贷存比位居上市农商行第四位。不过，紫金银行所在的南京地区经济增速快，企业资质和贷款质量较好，在中央支持实体经济的政策导向下，未来扩大信贷投放并非难事。

图表13： 上市农商行贷存比（%）



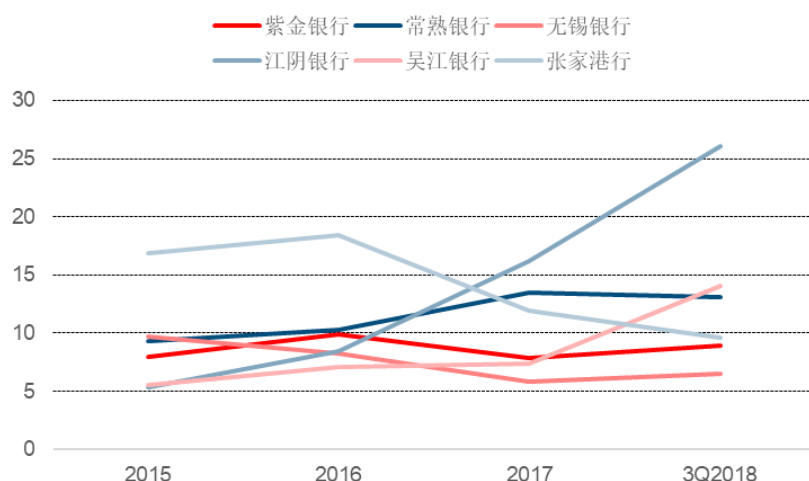
资料来源： 中信建投证券研究发展部

（五）非息收入占比

紫金银行的非息收入占比较为稳定，比例不高。截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 9 月，非息收入占比分别为 7.94%、9.93%、7.83%、8.97，最新一期在上市农商行中居于第五位。可见其营业收入主要来自利

息，非息收入方面仍有较大提升空间。

图表14：上市农商行非息收入占比（%）

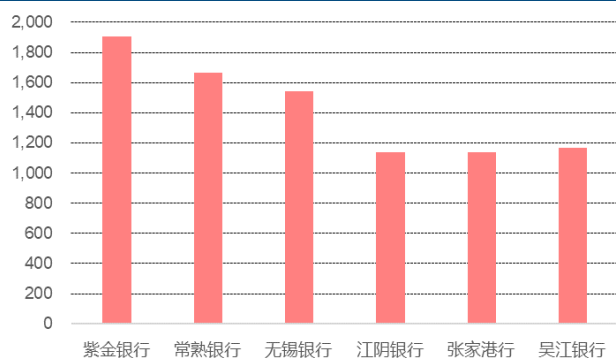


资料来源：中信建投证券研究发展部

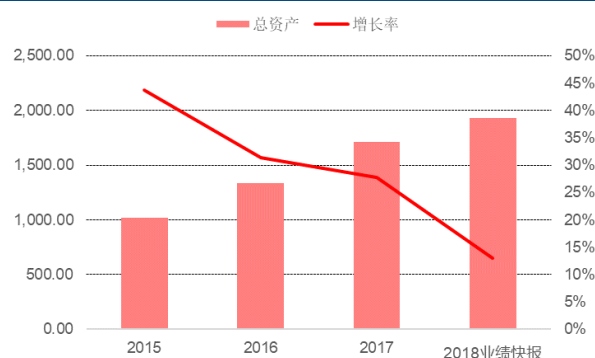
三、零售贷款占比高，以中长期贷款扶持中小微企业

2018 年业绩快报显示，紫金银行总资产达 1931.64 亿元，同比增长 12.99%，是上市农商行中资产规模最大的。2015 年以来，紫金银行资产稳步增长，复合年均增长率 26.23%。

图表15：2018 业绩快报上市农商行总资产（亿元）



图表16：紫金银行总资产（亿元）

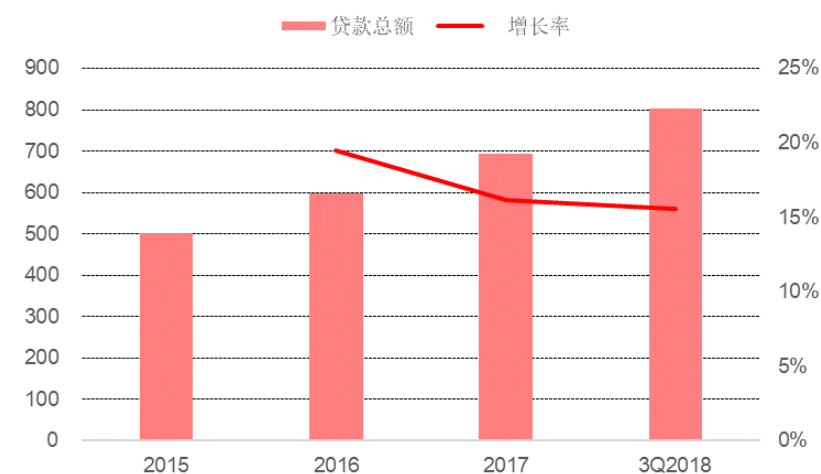


资料来源：中信建投证券研究发展部。注：江阴银行为 3Q2018 数据。

（一）贷款总览

截至 2018 年 9 月，紫金银行发放贷款和垫款净额 802.78 亿元，占总资产的 42.17%，延续 2015 年以来的持续增长态势，年复合增长率达 18.74%。2017 年开始，紫金银行贷款余额增速略有下降。

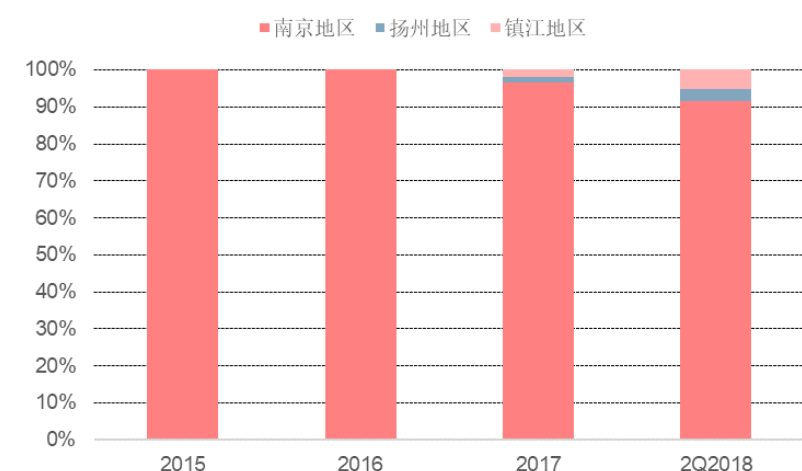
图表17： 紫金银行贷款总额（亿元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

从贷款地区分布来看，紫金银行业务高度集中于南京地区，与江苏其他五家上市农商行情况相似。这是因为紫金银行是一家根植于南京的银行，其客户、业务和分支机构绝大多数也位于南京。

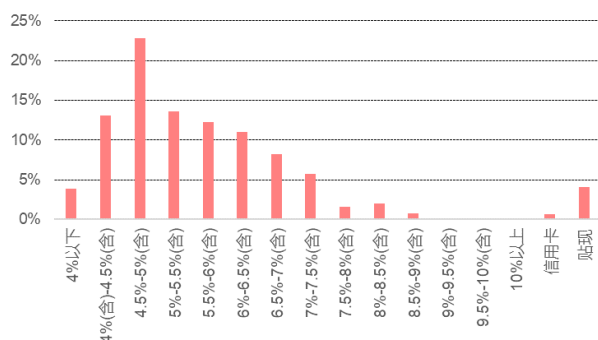
图表18： 紫金银行贷款总额按地区分布（%）



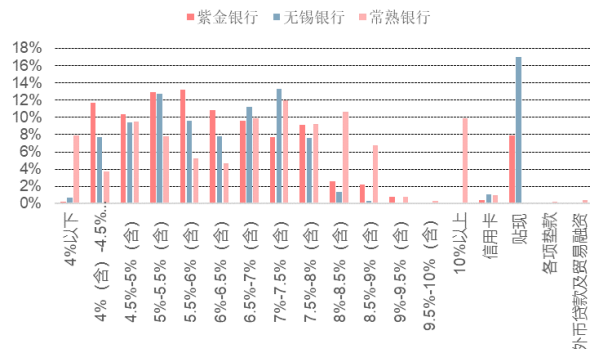
资料来源：中信建投证券研究发展部

截至2018年6月，紫金银行贷款利率在8%以下的余额达到90.57%，其中余额最高的区间是4.5%~5%（含）。与公开相关数据的无锡银行、常熟银行相比，紫金银行的贷款主要集中于利率较低的区间，而无锡银行在较低和较高的区间均有分布，常熟银行主要集中于较高的区间。

图表19：紫金银行贷款利率区间分布（%）



图表20：贷款利率区间分布对比

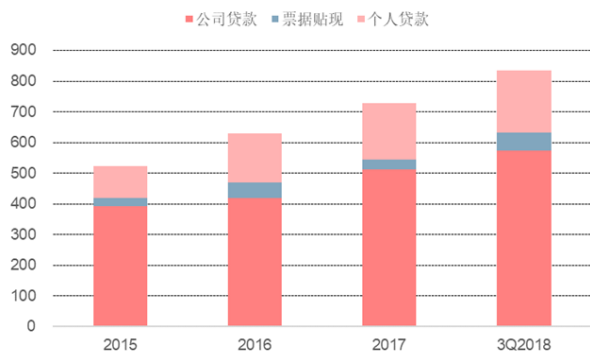


资料来源：中信建投证券研究发展部。注：紫金银行、无锡银行、常熟银行数据分别截至2016.12.31、2016.3.31、2016.6.30。

紫金银行贷款按客户类型分类，以公司贷款为主。截至2015年末、2016年末、2017年末和2018年9月，公司贷款余额分别为391.13亿元、419.95亿元、511.72亿元、572.90亿元；个人贷款余额分别为105.54亿元、158.51亿元、182.37亿元、201.87亿元；票据贴现：票据贴现余额分别为27.27亿元、49.68亿元、33.29亿元、59.58亿元。

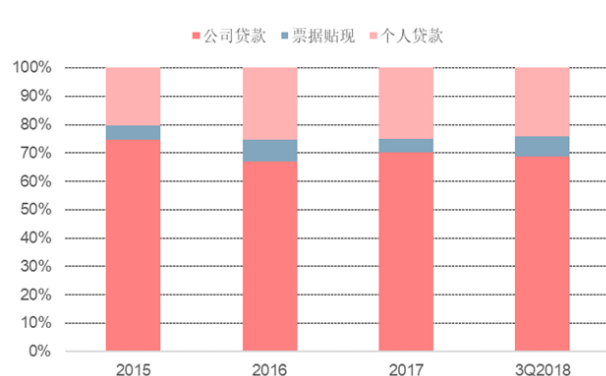
紫金银行贷款中公司贷款、个人贷款和票据贴现占比较为稳定。2015年对公司贷款占比74.65%，对个人贷款占比20.14%，票据贴现5.21%；而截至2018年9月，对公司贷款占比68.66%，对个人贷款24.19%，票据贴现7.14%

图表21：紫金银行贷款按客户类型（亿元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

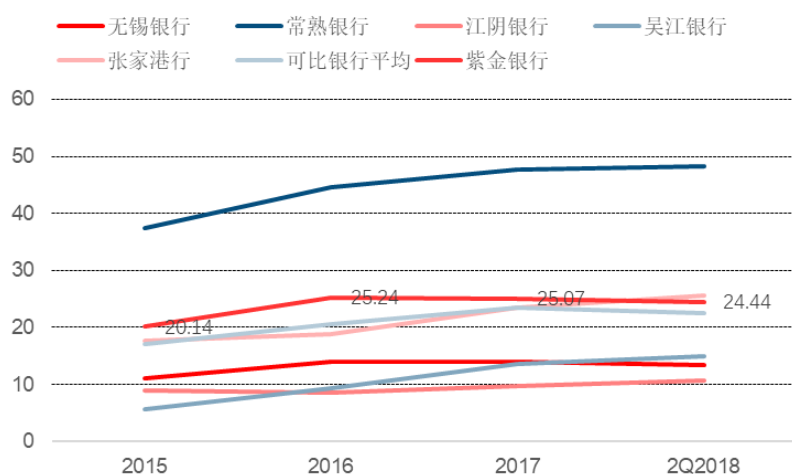
图表22：紫金银行贷款按客户类型占比



资料来源：中信建投证券研究发展部

紫金银行个人贷款占比在上市农商行中居于前列。在与无锡银行、常熟银行、江阴银行、吴江银行、张家港行等五家上市农商行对比中，2015至2017年，紫金银行个人贷款占比在上市农商行中稳居第二，截至2018年6月，个人贷款占比仍然达到24.4%，在同业中位居第三，仅次于最高的常熟银行和后来居上的张家港行。

图表23：紫金银行个人贷款占比与可比公司对比（%）



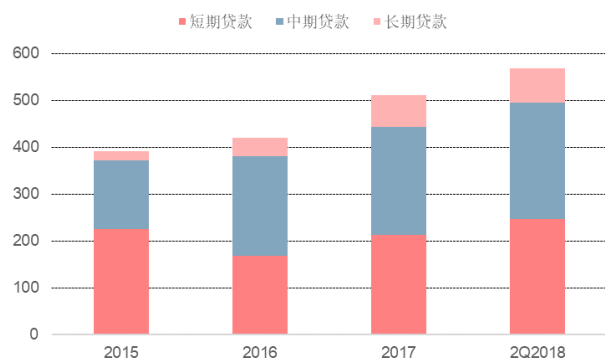
资料来源：中信建投证券研究发展部

（二）公司贷款

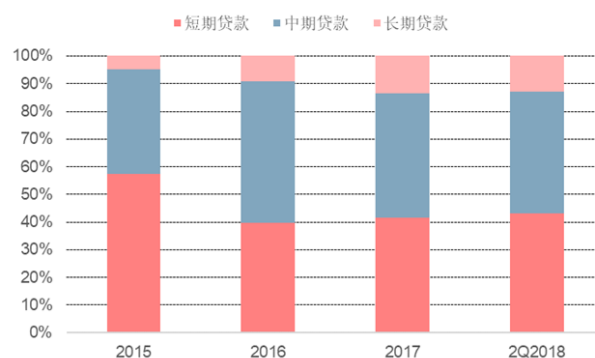
公司贷款是紫金银行贷款的主要组成部分。紫金银行公司贷款主要为流动资金贷款，截至 2015 年末、2016 年末、2017 年末和 2018 年 6 月，流动资金贷款余额分别为 224.51 亿元、167.25 亿元、212.69 亿元、246.02 亿元，占公司贷款余额的比例分别为 57.40%、39.83%、41.57%、43.22%。中长期贷款种类主要有：固定资产贷款、房地产开发贷款、经营性物业抵押贷款等。截至 2015 年末、2016 年末、2017 年末和 2018 年 6 月，企业贷款中长期贷款余额为 166.62 亿元、252.70 亿元、299.03 亿元、323.22 亿元，占公司贷款总额的比例分别为 42.60%、60.17%、58.43%、56.78%。

值得注意的是 2015 年以来公司贷款的期限结构发生的变化。中期贷款占比逐渐升高，从 37.87% 上升至 43.90%，成为占比最高的类别；长期贷款占比也从 4.73% 上升到 12.88%；短期贷款占比逐渐减少，从 2015 年的 54.70% 下降至 2018 年 6 月的 43.22%。

2015 年公司贷款以短期贷款为主是因为贷款企业对流动性和低利率的需求较大，并且紫金银行从风险管控因素考虑发放了较多短期贷款。2016 年至 2018 年中，中长期贷款逐渐成为主体，这是因为近年来南京地区经济建设步伐较快，本地企业客户对固定资产项目、房地产项目投资加快，积极促进产业转型与战略升级，紫金银行紧跟南京市经济发展脚步，加大基础设施项目贷款、固定资产项目贷款等中长期贷款的投放力度。预计未来紫金银行中长期贷款的比重将会更高。

图表24： 紫金银行公司贷款按期限（亿元）


资料来源：中信建投证券研究发展部

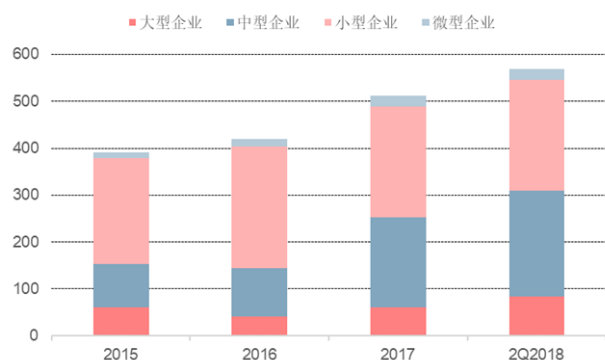
图表25： 紫金银行公司贷款按期限占比


资料来源：中信建投证券研究发展部

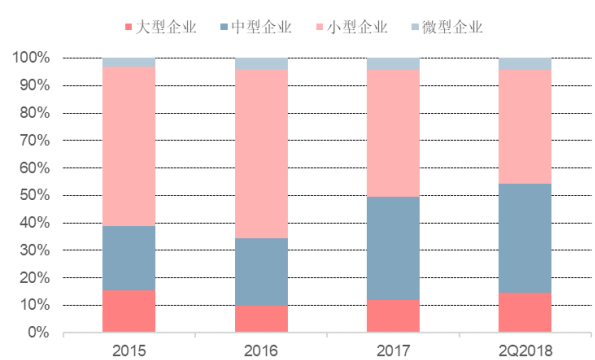
紫金银行公司贷款以中小微企业贷款为主。截至 2015 年末、2016 年末、2017 年末和 2018 年 6 月，中小微企业贷款余额分别为 330.40 亿元、379.26 亿元、450.56 亿元、485.97 亿元，占公司贷款总额的比例分别为 84.47%、90.31%、88.05%、85.37%。

截至目前，紫金银行已成为南京地区规模最大的中小微企业和“三农”金融服务机构之一，其中小微企业贷款占总贷款的 61.01%。2018 年以来，中央格外重视小微企业的生存环境，银保监会也发布了《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》，对提高小微企业金融服务提出了新的要求。紫金银行作为农商行已经切实担负相关责任，小微企业占比已经达到较高水平，可以算是农商行中的“标杆”。

2015 年以来，小型企业贷款一直是公司贷款的主要部分。但从 2016 年开始，中型企业贷款同样也迅速增长，从 2016 年末的 103.90 亿元上升到 2018 年 6 月的 226.30 亿元，占公司贷款总额的比例从 24.74% 上升到 39.75%，与此同时小型企业贷款余额从 258.65 亿元降至 235.61 亿元，占比从 61.59% 降至 41.39%，中型企业贷款有后来居上之势。

图表26： 紫金银行公司贷款按企业规模（亿元）


资料来源：中信建投证券研究发展部

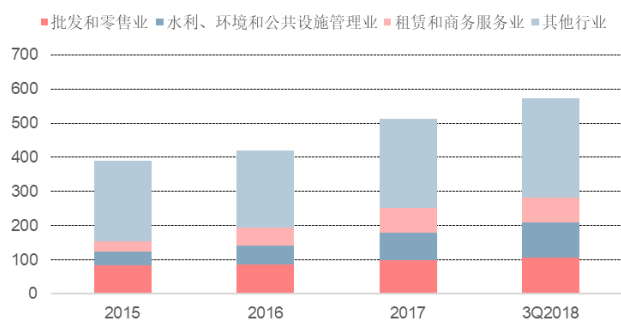
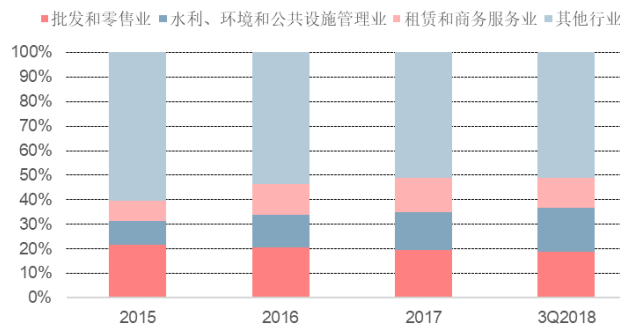
图表27： 紫金银行公司贷款按企业规模占比


资料来源：中信建投证券研究发展部

紫金银行的公司贷款余额最高的三大行业是批发和零售业、水利、环境和公共设施管理业、租赁和商务服务业。批发和零售业截至 2015 年末、2016 年末、2017 年末、2018 年 9 月，贷款余额分别为 84.11 亿元、86.97 亿元、99.16 亿元和 106.89 亿元；水利、环境和公共设施管理业截至 2015 年末、2016 年末、2017 年末、2018 年 6 月，贷款余额分别为 38.66 亿元、54.77 亿元、80.17 亿元、102.75 亿元；租赁和商务服务业截至 2015 年末、2016 年末、2017 年末、2018 年 6 月，贷款余额分别为 32.19 亿元、53.43 亿元、71.62 亿元、71.13 亿元。

2015 年至今，批发和零售业年复合增长率为 10.06%；水利、环境和公共设施管理业、租赁和商务服务业增长较快，年复合增长率分别为 47.85%、37.32%，是公司贷款余额增长中最主要的来源。批发和零售业贷款增速背后的原因是，紫金银行保持其余额与南京市零售行业规模增长趋势一致（2015 至 2017 年南京社会消费品零售总额年复合增长率 10.50%）；水利、环境和公共设施管理业增速较快，是因为报告期内南京地区基础设施建设、全社会固定资产投资规模较大，紫金银行相应增加信贷投放规模的同时，主动加大对环保产业的信贷支持力度；租赁和商务服务业增速较快是紫金银行在 2015 至 2017 年南京市第三产业年复合增长率 10.25% 的基础上增加了信贷支持力度。预计未来水利、环境和公共设施管理业将保持较高增速，公司贷款余额超越批发和零售业，成为公司贷款余额最高的行业，而随着紫金银行租赁和商务服务业增速将略有放缓。

未来，由于国家支持商业银行向制造业投放中长期贷款，预期紫金银行公司贷款中制造业贷款占比将由目前的 10.11% 有所提高。

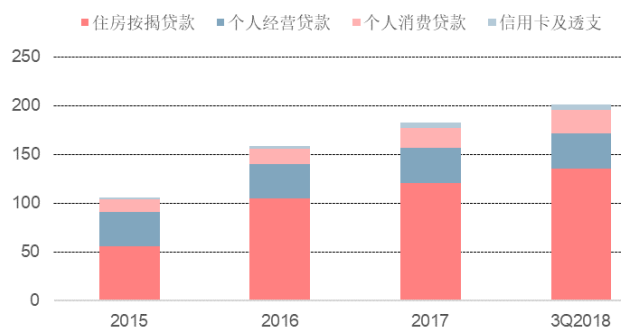
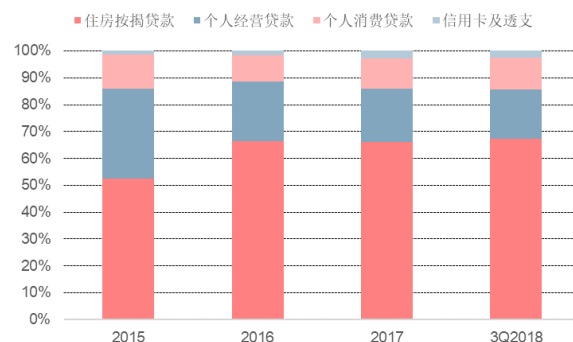
图表28： 紫金银行公司贷款按行业（亿元）

图表29： 紫金银行公司贷款按行业占比


资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）个人贷款

紫金银行个人贷款总额逐步增长。截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 9 月，个人贷款余额分别为 105.54 亿元、158.52 亿元、182.37 亿元、201.05 亿元。其中住房按揭贷款占比最高，分别为 52.57%、66.40%、66.22%、67.24%；个人经营贷款占比分别为 33.24%、22.19%、19.84%、18.27%；个人消费贷款占比分别为 12.99%、9.71%、11.14%、12.08%。

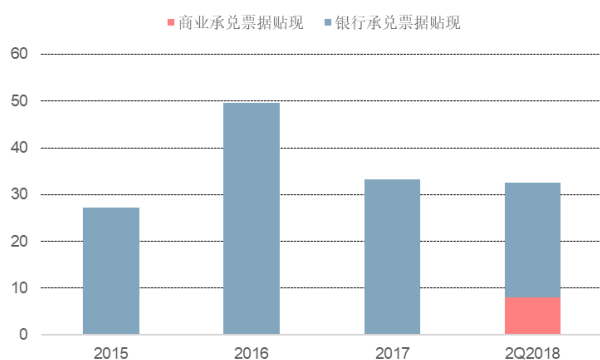
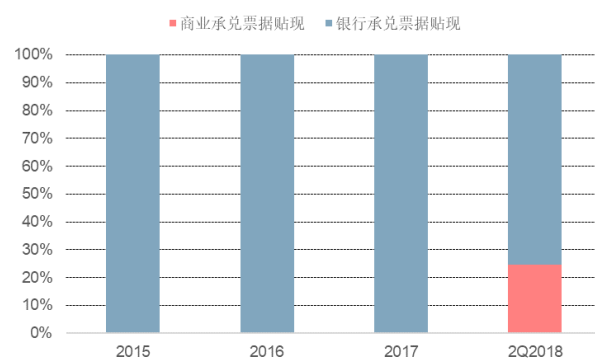
个人贷款余额的持续增长主要来源于住房按揭贷款和个人消费贷款余额的高速增长，2015 年以来，其年均复合增速分别达到 38.25% 和 23.10%。2014 至 2017 年间，南京地区生产总值年复合增长率达到 9.92%，居民个人可支配收入持续提高，消费不断升级，同时南京地区房地产业发展迅速，促进了居民改善性和投资性房屋消费需求的升级。预计未来在住建部商品房以套内面积计价的新规，以及国家促进消费升级战略的推动下，占个人贷款余额三分之二的住房按揭贷款将持续成为个人贷款增长的主要动力，个人消费贷款也将进一步增长，使得个人贷款总额增速维持较高水平。

图表30： 紫金银行个人贷款按类型（亿元）

图表31： 紫金银行个人贷款按类型占比


资料来源：中信建投证券研究发展部

（四）票据贴现

紫金银行票据贴现以银行承兑票据贴现为主，截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 6 月，银行承兑票据贴现余额分别为 27.27 亿元、49.58 亿元、33.29 亿元、24.54 亿元。2015 年以来，票据贴现规模呈先增长后下降趋稳的趋势，主要是因为 2016 年票据业务规模扩大，之后由于 2017 随着宏观经济企稳，企业信贷需求复苏，紫金银行加大信贷投放，降低贴现业务规模。2018 年以来，紫金银行开展商业承兑票据贴现业务，因此首次出现了商业承兑票据贴现余额。

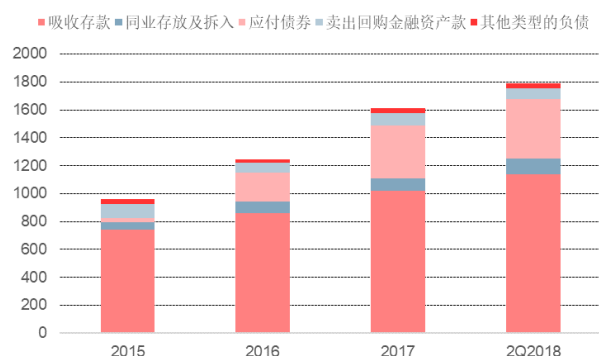
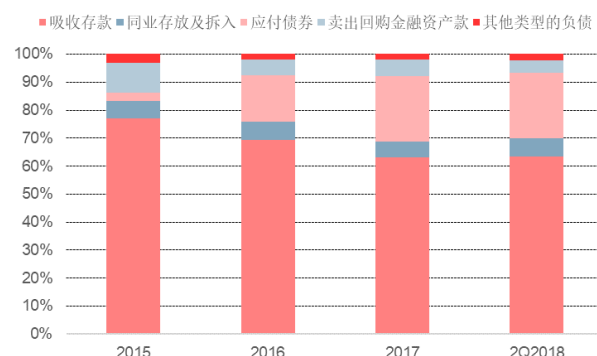
图表32： 紫金银行票据贴现按类型（亿元）

图表33： 紫金银行票据贴现按类型占比


资料来源：中信建投证券研究发展部

四、存款成本低，应付债券有一定压力

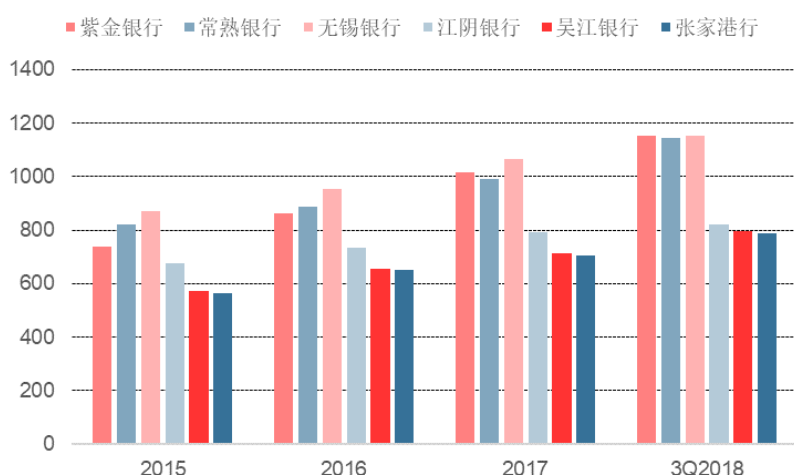
紫金银行负债报告期内稳步增长，主要来源是吸收存款和应付债券。截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 6 月，负债总额分别为 957.66 亿元、1244.89 亿元、1609.94 亿元、1791.47 亿元。构成方面，吸收存款一直是负债的主要成分，分别占 77.18%、69.27%、63.25%、63.48%。

2016 年和 2017 年，紫金银行发行了大量同业存单以及两批共 17 亿元的二级资本债，因此应付债券规模大幅上升。由于监管着力于化解重大风险，避免资金空转，预计未来随着吸收存款的增加，负债规模逐渐上升，同业存单占比将下降。

图表34： 紫金银行总负债（亿元）

图表35： 紫金银行负债构成占比


资料来源：中信建投证券研究发展部

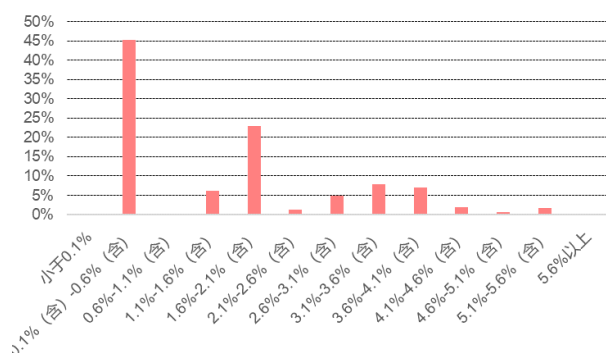
紫金银行存款总额较高，截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 9 月，存款总额分别为 739.09 亿元、862.30 亿元、1018.34 亿元、1152.25 亿元，其规模从上市农商行中第三逐渐达到第二，仅次于无锡银行。地理位置分布上，紫金银行的存款基本上来自南京。

图表36： 上市农商行存款总额（亿元）


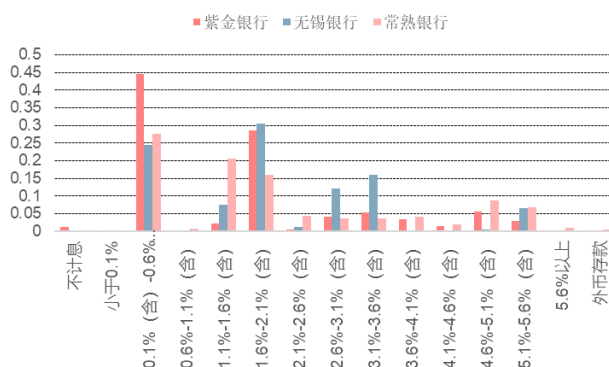
资料来源：中信建投证券研究发展部

截至 2018 年 6 月，紫金银行存款主要集中在利率 0.1%~0.6% 的区间，占比达到 45.26%，此外也有 22.94% 的存款处于利率 1.6%~2.1% 的区间。与公开相关数据的无锡银行、常熟银行相比，紫金银行和常熟银行的贷款主要集中在利率 2.1% 以下的区间，无锡银行在较高利率的区间分布较多，**整体而言，紫金银行的存款利率是最低的**，原因之一是紫金银行在南京地区良好的声誉拉高了其存款定价能力，同时，构成存款主要部分的企业存款大多为活期存款也有一定的影响。

图表37： 紫金银行存款利率区间分布（%）



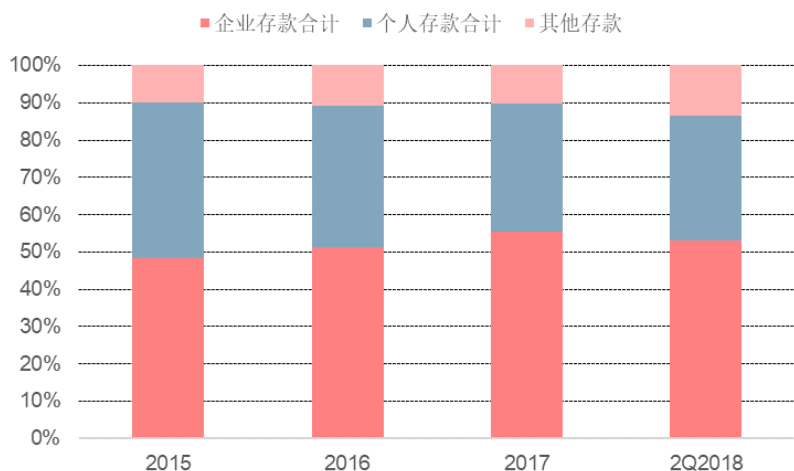
图表38： 紫金银行存款利率区间分布对比（%）



资料来源：中信建投证券研究发展部。注：紫金银行、无锡银行、常熟银行数据分别截至2016.12.31、2016.3.31、2016.6.30。

按客户类型划分，紫金银行的存款主要是企业存款。截至2015年、2016年、2017年、2018年6月，占比分别为48.21%、51.30%、55.47%、53.00%，占比略有增长，而个人存款占比分别为41.77%、37.76%、34.45%、33.56%，占比略有下降。

图表39： 紫金银行存款按客户类型占比

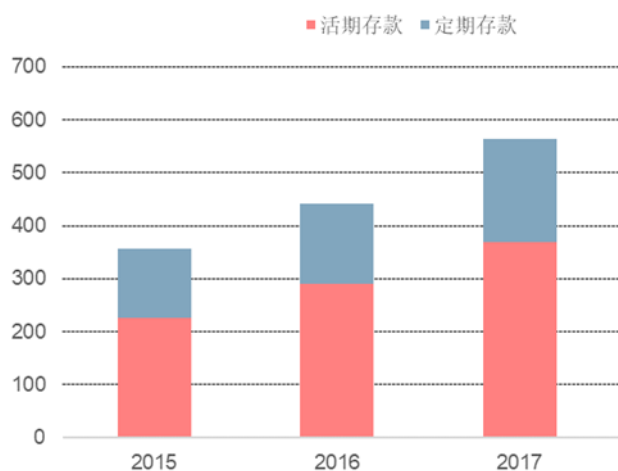


资料来源：中信建投证券研究发展部

企业存款整体稳步增长，品种上以活期存款为主。截至2015年、2016年、2017年、2018年6月，企业存款余额分别为356.33亿元、442.37亿元、564.84亿元和602.77亿元。其中活期存款占比保持在62%~65%，其余为定期存款。

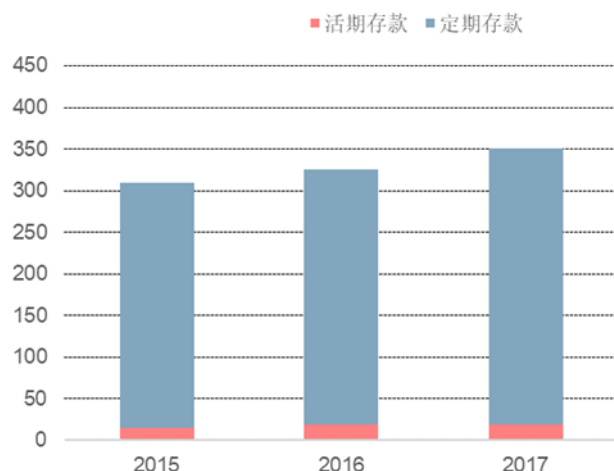
个人存款品种上以定期存款为主。截至2015年、2016年、2017年、2018年6月，个人存款余额分别为308.75亿元、325.59亿元、350.83亿元和381.60亿元。期间，定期存款占比保持在95%左右。

图表40：紫金银行企业存款结构（亿元）



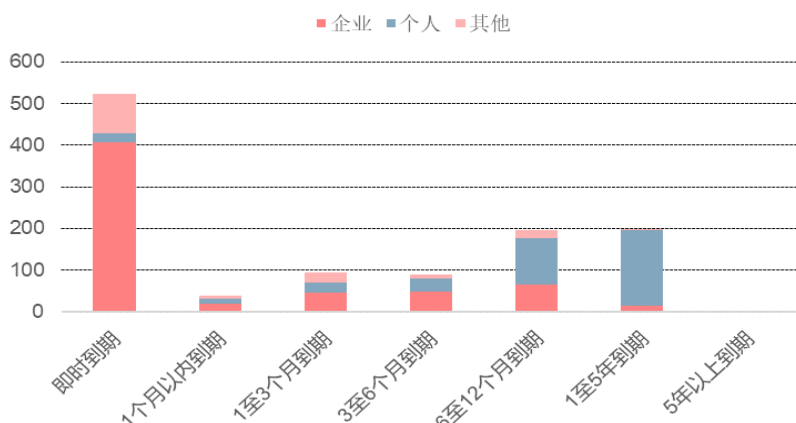
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表41：紫金银行个人存款结构（亿元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表42：紫金银行存款按到期时间（亿元）



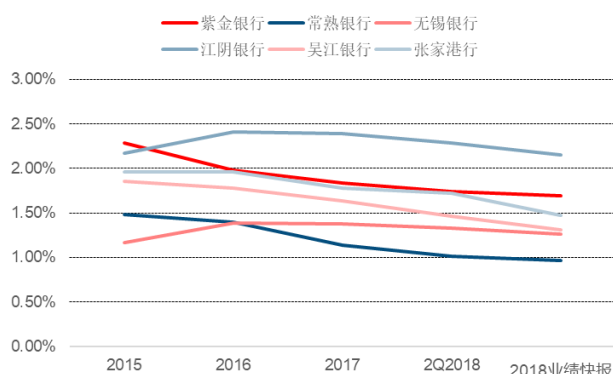
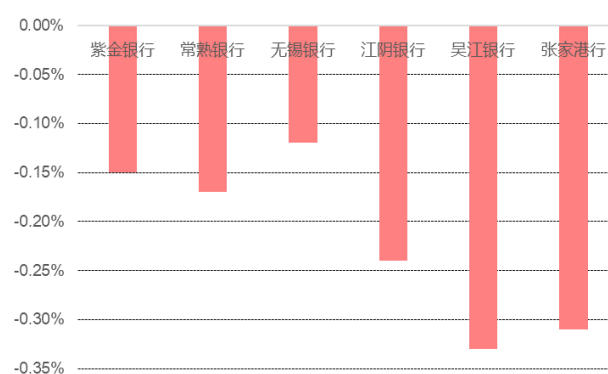
资料来源：中信建投证券研究发展部

五、不良控制能力增强，化解高存量担忧

（一）不良贷款率

截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年第二季度，紫金银行不良率分别为 2.29%、1.98%、1.84%、1.74%。紫金银行业绩快报显示，截至 2018 年末，其不良率为 1.69%，较期初下降 15 个 BP，延续 2015 年以来的持续下降。

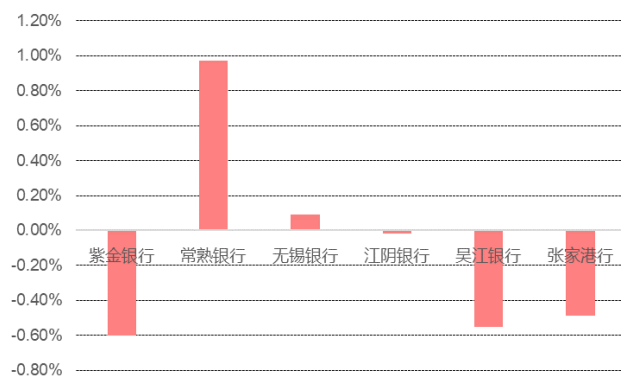
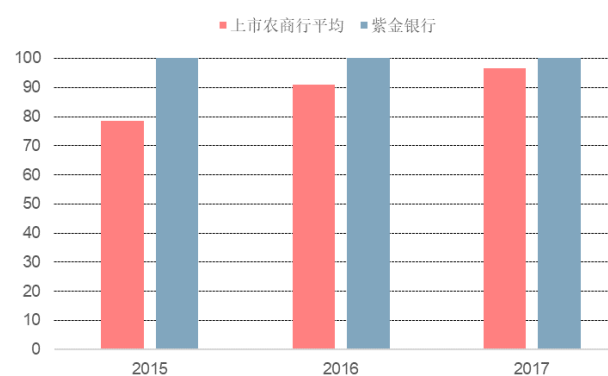
公司存量不良主要发生在 2016 年之前。2016 年公司不良率大幅下降 31 个 BP，在几家农商行中的降幅最大，也使其不良率摆脱最高的位置。

图表43： 紫金银行不良率同业对比

图表44： 上市农商行 2018 年快报不良率变化


资料来源：中信建投证券研究发展部。

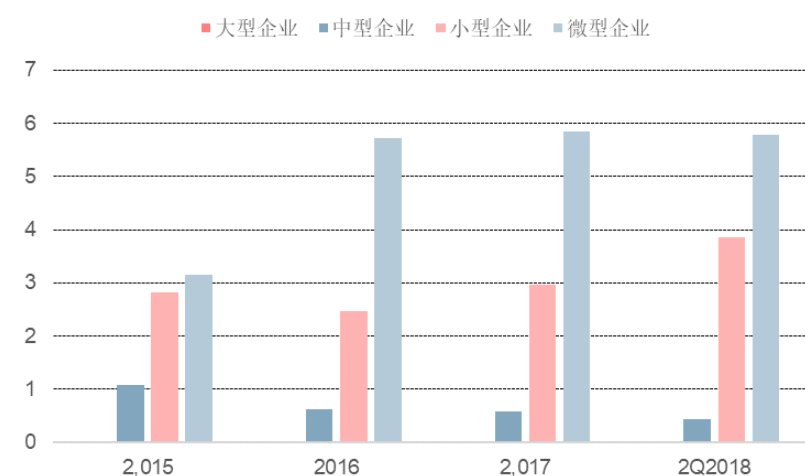
2016 年以来，紫金银行不良率稳定在第五位，主要原因是 2015 年以前的不良率较高，主要受当时小微企业信用分析爆发的影响。2015 年至 2018 年，公司不良率已经累计下降了 60 个 BP，是上市农商行中降幅最大的。

此外，紫金银行一贯坚持不良确认的严格标准，2015 年至 2017 年间，其逾期 3 个月以上贷款始终 100% 确认为不良贷款，而可比上市银行平均比例则分别为 78.42%、90.97%、96.67%，对不良的严格确认标准是紫金银行近几年新生不良率控制效果较好的原因之一。由于完全确认了逾期 90 天以上贷款为不良贷款，2018 年的相关监管要求趋严并未对紫金银行造成影响。

图表45： 上市农商行 2015 年以来不良率变化

图表46： 逾期 3 个月以上贷款确认情况（%）


资料来源：中信建投证券研究发展部。

在对公贷款方面，不良率整体较为稳定，2018 年上半年略有上升的主要原因是小、微企业贷款不良率的整体上升。截至 2018 年 6 月不良率分别为 3.86% 和 5.79%，而中型企业不良率则保持着稳定下降趋势，同期为 0.43%。紫金银行公司贷款构成里微型企业贷款占比本身很低，再加上小、微企业占比的逐渐下降和中型企业占比的稳步提高，公司贷款不良率的上行速度有限，并未受到小微企业不良率上行过多的影响。

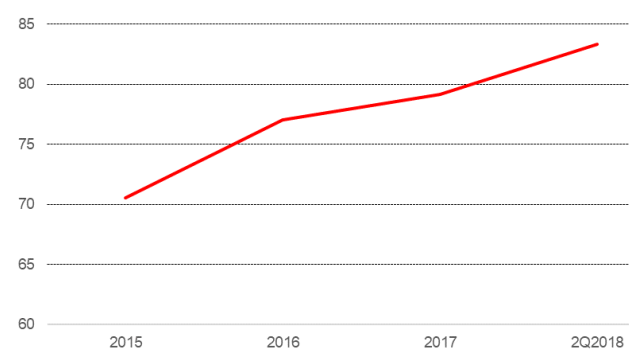
图表47： 公司贷款不良率按公司规模（%）


资料来源：中信建投证券研究发展部

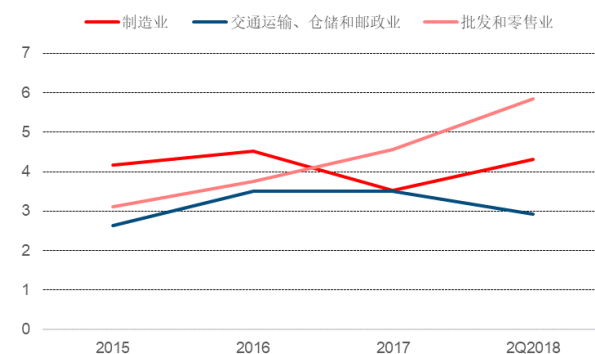
分行业来看，紫金银行公司贷款中的不良贷款主要集中在三大高不良行业中，截至 2018 年 6 月，不良率最高的三大行业分别是批发和零售业、制造业、交通运输、仓储和邮政业，其不良贷款占公司不良贷款的比例达 83.33%。

其中，批发和零售业本身就是公司贷款中单一行业余额最高的，截至 2018 年 9 月，已经达到 106.89 亿元，其不良率更是不断上升，截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 6 月分别为 3.11%、3.76%、4.56%、5.84%，作为单一行业对公司贷款总不良率影响最大。制造业、批发和零售业不良率在报告期内分别围绕 4% 和 3% 略有波动，2018 年上半年制造业不良率上升，交通运输、仓储和邮政业不良率下降，不过由于二者在公司贷款总额中占比不高，对公司贷款总不良率的影响没有批发和零售业显著。批发和零售业不良率在 2018 年上半年上升幅度达到 1.28 个百分点，可以说，批发和零售业贷款不良率的上升是 2018 年上半年紫金银行公司贷款不良率上升的最主要原因。

预期在未来，由于紫金银行已经有较高存量的小微企业贷款，在投放方面压力不大，需要注意控制新增小微企业的不良贷款率，此外，由于国家政策支持对制造业的信贷投放，而制造业的不良率较高且处于上行区间，紫金银行未来不良认定的最大压力来自于制造业贷款。

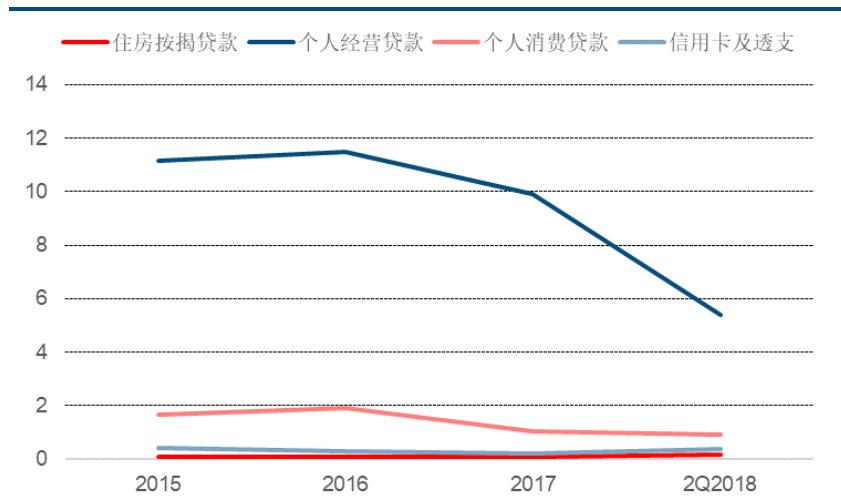
图表48： 紫金银行三大高不良行业占比合计（%）


资料来源：中信建投证券研究发展部。

图表49： 紫金银行公司贷款三大高不良行业情况（%）


紫金银行个人贷款不良率持续下降，按不同用途划分，可以发现其主要原因是个人经营贷款和个人消费贷款不良率的下降，其中个人经营贷款的下降是主导。截至 2018 年 6 月，个人经营贷款不良率为 5.38%，与 2015 年末相比下降了 5.76 个百分点，仅 2018 年上半年内降幅就达到 4.55 个百分点，可以说紫金银行对个人贷款不良的控制能力得到了大幅提升，控制卓有成效。

图表50： 紫金银行个人贷款不良率按品种（%）



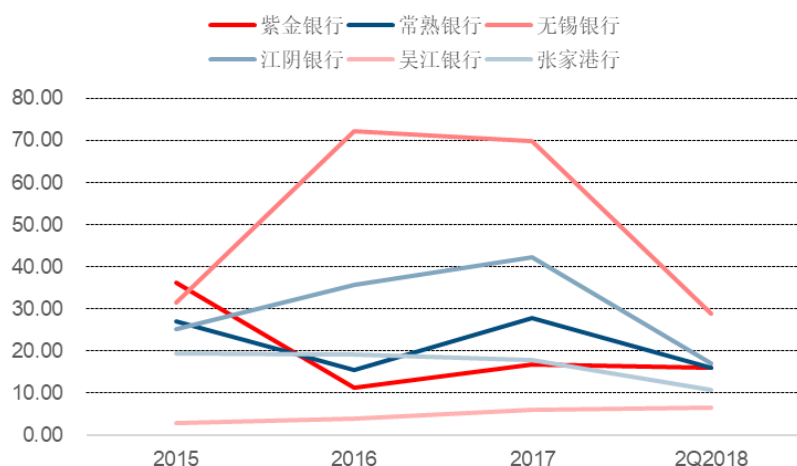
资料来源：中信建投证券研究发展部

（二）关注类贷款迁移率

关注类贷款是银行贷款五级分类中的第二级别，向上是正常，向下是次级，属于不良贷款。向下迁徙的关注类贷款是不良贷款的来源之一。截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 6 月，紫金银行关注类贷款向下迁徙率分别为 36.18%、11.30%、16.71%、16.08%。2016 年，紫金银行关注类贷款迁徙率大幅下降，较上年降低 24.88 个百分点，在 6 家上市农商行中，该比率从最高一跃成为第二低，2017 年以后虽然有所上升，但仍在 2018 年 6 月居于第三低。

2018 年下半年公司仍有可能出现关注类贷款向下迁徙的情况。根据紫金银行 2018 业绩快报，公司不良率较年初降幅 15 个 BP，较二季度末降幅 5 个 BP，在上市农商行中改善最少。因此，我们预计 2018 年整年公司关注类贷款向下迁徙率会升至上市农商行的中游水平。

图表51： 紫金银行关注类贷款向下迁徙率（%）



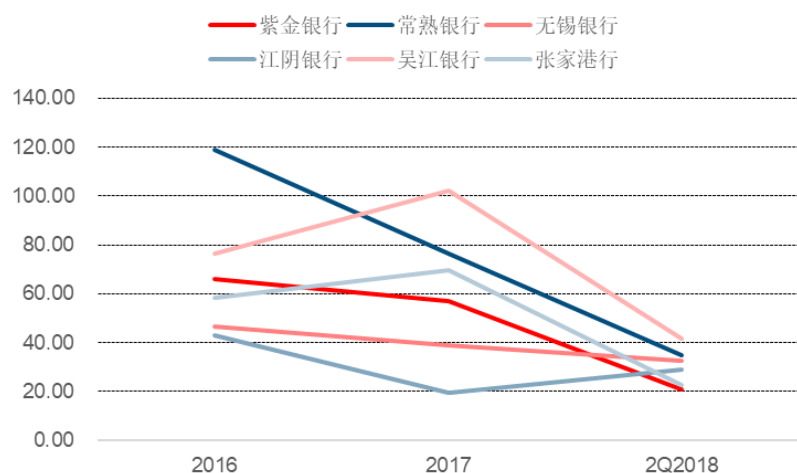
资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）核销转出率

核销转出率是当年核销转出总额与上年不良贷款余额之比，其代表了银行对贷款核销转出的力度大小。2016年以来，紫金银行的核销转出率有所下降。截至2015年、2016年、2017年、2018年6月，其核销转出率分别为65.86%、57.15%、20.74%。可以发现，在紫金银行不良率大幅下降的2016年，其核销转出率也是近年来最高的，居于上市农商行第三高的位置。

2018年上半年，紫金银行核销转出率下降较明显，从2017年的第四高降至上市农商行中最低，说明其上半年核销转出力度较小。由于披露的业绩快报显示其不良率仍在下降，因此我们推测下半年紫金银行加大了核销转出力度，以降低其不良率。但是根据其业绩快报中显示不良率下降15BP，在同业上市农商行中位居第五，我们估计其核销转出力度在下半年仍然不大，未来有较大的提升空间，可以根据需要进一步提升至较高的水平。

图表52： 核销转出率（%）

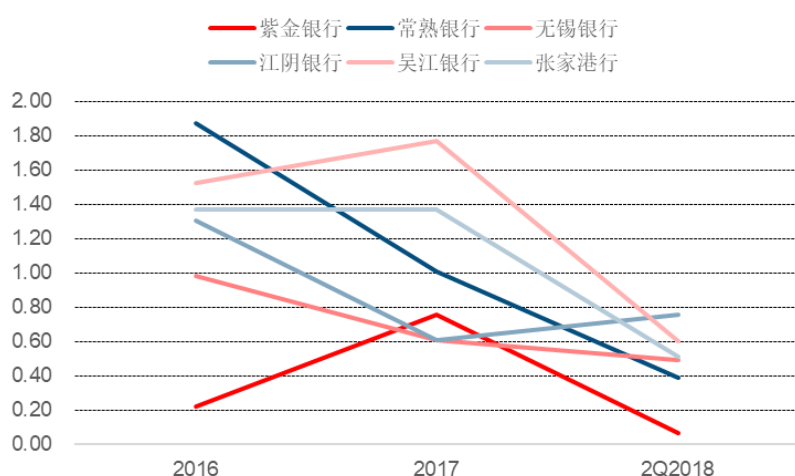


资料来源：中信建投证券研究发展部

（四）不良净生成率

不良净生成率是银行本期新增不良贷款余额与不良贷款核销之和，与上一期不良贷款余额的比，代表了银行不良贷款净生成的速度。根据计算，紫金银行的不良净生成率近年来处于较低水平。截至 2016 年、2017 年、2018 年 6 月，不良净生成率分别为 0.22%、0.76%、0.07%。2016 年和 2018 年上半年均位居上市农商行中最低。不良净生成率低说明了紫金银行的客户贷款质量明显优于同业其他上市农商行，未来形成不良贷款的压力也小，这与南京发达的地区经济是密切相关的。预期未来南京作为城市圈的核心城市，经济将持续保持较高增速，紫金银行的资产质量有所保障，不良净生成率将继续维持在较低水平，不良形成的压力小。

图表53： 不良净生成率（%）



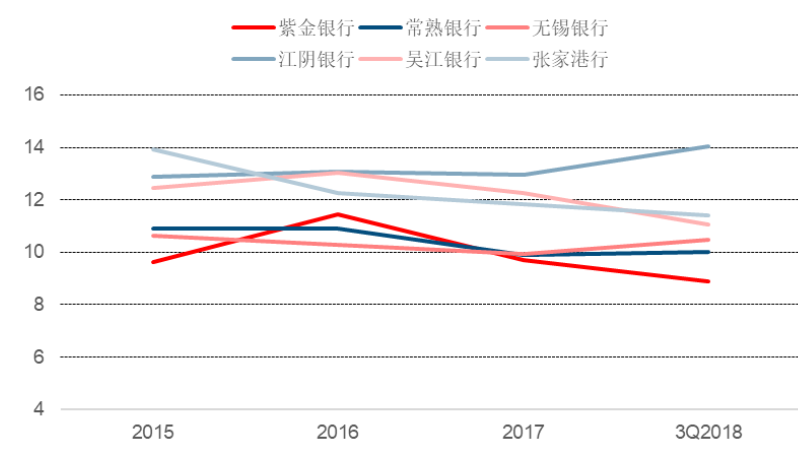
资料来源：中信建投证券研究发展部

六、IPO 缓解资本补充压力

资本充足率是监管要求下限制银行规模扩张的关键因素。紫金银行的核心一级资本充足率近年来呈现下降趋势。截至 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 9 月，核心一级资本充足率分别为 9.63%、11.45%、9.69%、8.89%。与同业上市农商行相比，其核心一级资本充足率逐渐落后，截至 2018 年 9 月，已处于上市农商行最末位。

2019 年公司正式登陆 A 股市场，本次 IPO 发行股份 3.66 亿股，发行价格 3.14 元，扣除发行费用后募得资金 11.22 亿元，可以提高核心一级资本充足率 1.02 个百分点。在一定程度上可以缓解核心一级资本的补充压力，但与其他农商行仍有差距。

图表54： 核心一级资本充足率（%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

七、基本面亮点

（一）净息差企稳回升的基础稳、空间大

紫金银行的净息差 2016 年和 2017 年持续下滑，由上市农商行第三位下滑至 2018 年 9 月的末位，其原因来自两个方面：第一，生息资产方面，2016 年，客户贷款利率出现大幅下降，2017 年企稳，截至 2018 年 6 月仍维持稳定水平。第二，计息负债方面，2016 年客户存款利率也有明显下滑，但与此同时紫金银行应付债券余额大幅升高，同时应付债券利率也大幅提升；2017 年，客户存款利率趋于稳定，但是应付债券余额仍在上升，其利率再一次大幅提高，甚至超过生息资产平均利率。

2018 年上半年，紫金银行客户贷款利率稳定，应付债券利率虽然有所提升，但余额增速降低，客户存款利率也趋于稳定。随着 2018 年下半年金融去杠杆转为稳杠杆，我们预期紫金银行融资成本将下降，净息差将在 2018 年全年延续前三个季度的回升态势，有机会摆脱上市农商行的末位。2019 年以来，流动性较为充裕，基准利率下行，加之紫金银行的成功上市，其有能力进一步降低计息负债特别是其中应付债券的成本；同时，由于紫金银行贷款以公司贷款为主，而公司贷款中中期贷款占比最高，所以受到利率下行的冲击有限。故而，未来净息差的回升可期，将帮助估值修复。

（二）地区经济发达：不良风险明确化，不良净生成率低，核销转出提升空间大

紫金银行位于经济发达的南京地区，南京作为江苏省省会，南京城市圈的核心城市，以第二第三产业为主，产业结构优秀，经济增速领先全国，而紫金银行的业务基本集中于南京地区，因而其资产质量一直较好。具体表现在两个方面：

第一，风险明确化，不良率平稳下降。早在 2015 年，紫金银行的不良认定就保持着严格的标准，在上市农商行逾期 90 天以上贷款划入不良比例平均为 78.42%、90.97%、96.67%时，紫金银行的比例就一直维持在 100%，

2018 年监管要求趋严，并未对紫金银行造成影响。紫金银行的不良率虽然常年位居上市农商行第二高水平，但是其不良率稳定下降，自 2015 年来一直保持下行趋势。以 2016 年为例，6 家上市农商行中 3 家不良率上行或持平，而紫金银行则是不良率下降的 3 家中降幅最大的，足以证明其不良控制能力有所保障。

第二，净生成率低，向下迁徙少，核销转出提升空间大。截至 2018 年 6 月，紫金银行不良净生成率仅为 0.07%，是上市农商行中最低的，并领先第二低的常熟银行 32 个 BP 之多，这说明了紫金银行不良贷款控制能力强，资产质量高。关注类贷款向下迁徙率方面，紫金银行的关注类贷款向下迁徙在 2016 年大幅下降，降幅为上市农商行中最大的，当年除了紫金银行和常熟银行，关注类贷款迁徙率均持平或上升，可以说紫金银行的贷款质量较优秀，对风险抵抗能力强。2017 年，上市农商行中关注类贷款迁徙率 4 家上升，紫金银行是上市农商行中幅度第二小的，再一次验证了其资产的质量。2018 年上半年，紫金银行的关注类贷款向下迁徙率仍然保持稳定，为上市农商行中第三低。在核销转出方面，紫金银行的力度一直不大，2018 年上半年，降至上市农商行中最低水平。这是由于不良贷款的产生较少，不需要过大的核销转出力度，这也意味着核销转出力度仍有很大的提升空间，在未来可以根据需要适度加大，以增强不良贷款的控制能力。

（三）零售业务覆盖面广，增长动力有所保障

紫金银行个人业务以南京市个体工商户、个人客户群体为主要服务对象，业务范畴涵盖了个人存款、个人贷款、财富管理、电子银行等综合业务。作为银行的基础业务，个人业务的发展，对于本行综合竞争力的提升具有重要的战略意义。目前，紫金银行已成为南京市“代收费服务项目最全的银行”之一，陆续取得省市两类公积金贷款承办资质，获取了理财、基金、保险、贵金属等各项业务资质。

截至 2018 年 6 月末，紫金银行服务的个人客户数达到 314.2 余万人，占南京市户籍人口的比例超过 46.16%。个人客户中，电子银行客户数量也日益增长，直销银行注册客户 115.4 万户，手机银行客户 43.2 万户，代扣代缴签约客户 22.55 万户，个人网上银行客户 2.2 万户。紫金银行个人客户具有以下特征：第一，从年龄结构来看，主要客户群体为 31 至 60 岁的客户，约 227.6 万人，占比 72.6%，30 岁以下的青年客户约 60.2 万人，客户储备量正逐年上升；第二，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，在客户升级方面有较大的潜力挖掘空间；第三，从客户服务区域来看，农区、郊区客户为本行主要服务对象，分别为 131.5 万人、125.3 万人，占比 42%、40%，有效承担了农郊地区金融主力军的重担。

2015 年，紫金银行上线了客户关系管理系统（CRM 系统），实现对客户进分户管理、根据客户信贷类型推荐潜在产品。支行客户经理利用系统反馈的数据和统计功能可以实现客户群体的细分，针对性推荐或设计个性化产品服务方案。

2016 年 4 月，紫金银行上线直销银行，直销银行是面向全部客户（包括非本行客户）提供安全、灵活、低门槛、高收益、多元化的综合金融服务平台。客户可通过移动互联网，通过手机终端自助完成账户开立与产品购买等操作，享受金融产品与服务。截至 2018 年 6 月末，累计注册客户数 115.4 万人，绑卡客户数 36.3 万人，理财产品销售总金额达 106 亿元，占全行总销售规模的 49.87%。

在南京地区的覆盖面广，结合金融科技的运用，紫金银行取得了不俗的零售成绩。个人贷款占比方面，紫金银行在上市农商行中一直高于平均水平，2015 年、2016 年、2017 年连续占据第二，2018 年 6 月暂时居于第三。个人贷款的增加主要是由于紫金银行住房按揭贷款和个人消费贷款余额提高，我们预计，2019 年以来，居民住房需求的增加会提升住房按揭贷款余额，国家消费升级战略也会为个人消费贷款增长提供支持，将形成紫

金银行零售贷款进一步增长的动力。

紫金银行 2015 年、2016 年、2017 年对私存款余额占比连续居于上市银行最末位，仍有提高空间，这是由于其经营类型与上市农商行中的无锡银行、吴江银行类似，以对公存款为主，而非常熟银行、江阴银行、张家港行的以对私存款为主。在未来，零售存款仍有较大提升空间。

八、投资建议

紫金银行是上市农商行中规模最大的，业务基本位于南京市，具有上市农商行中最好的区位。当地经济发达，企业资质好，为紫金银行的资产质量提供了保障。

我们比较看好公司上市之后的业绩表现，主要原因：

其一、净息差企稳回升带来 ROE 逆势上升。业绩预报显示 2018 年公司 ROE 上升 8 个 BP，是两家 ROE 上升的农商行之一；

其二、负债压力减轻，NIM 将继续提升。过去，公司净息差的压力主要来自于计息负债的成本率上升，特别是发行了较多成本偏高的同业存单，随着金融去杠杆结束，并进入“稳杠杆”，市场流动性已经得到缓解，预计公司计息负债成本率将继续下降，而生息资产收益率较为稳定，净息差可继续提高。

其三、不良控制能力强，存量不良稳定下降，未来改善空间很大。紫金银行不良控制能力一直较强，15 年以来一直保持着逾期 90 天以上贷款 100% 的不良认定，且不良率自 16 年以来在农商行中降幅最大、净生成率最低，核销转出压力非常小，未来还可大幅改善。

其四、零售业务在当地覆盖广，零售贷款占比较高。公司个人客户在南京市总人口中占比超 46%，零售贷款占比在上市农商行中位居第三，近年来随着地区经济发展和居民生活水平的提高，零售贷款规模增长迅速。

我们预计公司 19\20 年营收增速分别为 17.42%、18.87%，归母净利润增速分别为 12.16%、14.70%；BVPS 为 3.52 元、3.82 元；对应的 PE 为 24.58、21.43，对应的 PB 为 2.69、2.48。次新股效应将持续存在，估值高于行业和其他个股。我们给予“增持”评级，6 个月目标价 11 元。

图表55： 盈利预测与比率

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
主营收入（百万）	2943	3442	3622	4230	4959	5894
主营收入增长率	18.35%	16.96%	5.24%	16.77%	17.42%	18.87%
净利润（百万）	840	1033	1138	1254	1410	1618
净利润增长率	12.15%	23.04%	10.13%	10.20%	12.16%	14.70%
EPS（元）	0.35	0.31	0.35	0.38	0.39	0.44
BVPS(元)	2.54	2.83	3.02	3.36	3.52	3.82
P/E	20.09	30.20	27.43	27.57	24.58	21.43
PB	2.80	3.35	3.13	2.91	2.69	2.48

资料来源：中信建投证券研究发展部

九、风险提示

（1）区域经济下滑可能导致公司资产质量恶化，不良率上升；（2）当地存款市场竞争加剧可能使得公司负债成本压力上升，净息差下滑。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

研究助理

方才：南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名

010-86451314 fangcai@csc.com.cn

陈翔：美国波士顿学院金融学硕士，2019 年加入中信建投研究发展部。

010-85130978 chenxiangbj@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859