

青农商行 (002958)/银行

青农商行新股报告:

深耕青岛县域的农商行, 负债端具有相对优势

**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

研究助理: 邓美君

电话:

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理: 贾靖

电话:

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股) 5,556

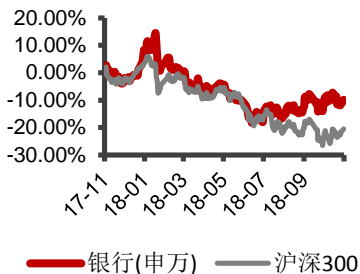
流通股本(百万股)

市价(元)

市值(百万元)

流通市值(百万元)

### 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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,830	6,079	7,462	8,304	9,147
增长率 yoy%	1.4%	4.3%	22.7%	11.3%	10.2%
净利润	1,927	2,136	2,419	2,751	3,135
增长率 yoy%	3.4%	10.9%	13.2%	13.7%	14.0%
每股收益(元)	0.39	0.43	0.48	0.50	0.56
净资产收益率	13.02%	12.71%	12.45%	11.94%	11.92%
P/E	10.28	9.27	8.19	8.00	7.02
PEG					
P/B	1.32	1.16	0.97	0.91	0.82
备注:					

### 投资要点

- **青岛农商银行是山东省第一家地市级农商行。**2012年由9家单位组建成立而来,公司扎根青岛本土,深入县域经营,在青岛拥有遍布城乡的服务网络。公司股权结构分散稳定,不存在控股股东及实际控制人,同时公司控股8家蓝海村镇银行并参股山东省联社和中国银联。
- **整体营收较同业偏弱,经营效率提升带动盈利提升。**1、青岛农商行历史营收同比低于上市农商行平均水平,近年来盈利能力处上升通道,与同业差距逐步收窄,净利润同比增速为上市农商行最高。2、ROA和ROE均高于同业,通过杜邦分析,青岛农商行高于同业的ROA主要来自其低于同业的拨备水平和良好的经营管理效率,净利息收入和中收对净利润的贡献则处于行业平均。而高于同业的ROE则主要源于其高于同业的杠杆水平。3、公司近年来息差收窄,有资产和负债两方面共同因素,但负债端较同业具有相对优势,预计未来资产端结构调整可以带动息差调整。
- **资产负债结构: 1、资产端。**生息资产高增速,结构占比有待优化。公司近年来生息资产增速有放缓,但增速较同业仍处于较高水平。从生息资产结构看,贷款占比先降后升,同时内部结构有调整,个贷中按揭贷款占比提升,一定程度上拖累了生息资产收益率的上行。**2、负债端。**存款占比计息负债降低拖累成本付息率略有上行,但低成本活期存款占比逐年稳步提升,付息率较农商行偏低的成本端优势有望继续维持。
- **资产质量待观察,同时需多渠道补充资本。****1、资产质量逐年改善但较同业仍有空间:**不良率逐年下降但仍高于同业、不良净生成比例2018年有小幅上行。同时关注类贷款占比远高于同业,未来不良压力较大;且公司对于不良认定较同业相对宽松。从拨覆盖率看,3Q18拨覆盖率高于农商行平均仅次于常熟银行。**2、待多渠道补充资本:**公司资本充足率低于同业、一级资本和核心一级资本充足率处于行业平均。公司核心一级资本充足率自2015年来就维持稳定水平,待上市补充核心一级资本,同时预计后续也会通过其他方式补充其他一级和二级资本,资本充足率改善可期。
- **投资建议: 公司营收增速回升、资产结构逐步优化、负债优势突出、核心一级资本相对充足。**基于3Q18每股净资产3.96元的新股定价水平,我们给予公司19E 20E PB 0.91X/0.90X; PE 8.0X/7.72X,公司资产质量有待继续观察,建议保持积极跟踪。
- **风险提示:**地区经济恶化的风险。银行资本金不足的风险。政策变动的风险。

## 内容目录

一、青岛农商银行发展情况、股权结构及业务分析.....	- 3 -
1.1 山东第一家地级市农商行，深入县域经营.....	- 3 -
1.2 青岛经济增速快，营造了良好金融发展环境.....	- 3 -
1.3 股权结构分散稳定.....	- 4 -
二、盈利能力分析.....	- 5 -
2.1 营收同业中偏弱，经营效率提升带动盈利提升.....	- 5 -
2.2 息差持续收窄，但负债端仍有相对优势.....	- 6 -
2.3 非息占比营收上升，成本管控较同业优异.....	- 7 -
三、资产负债结构分析.....	- 9 -
3.1 资产端：生息资产高增速，贷款占比先降后升.....	- 9 -
3.2 负债端：低成本活期存款占比提高.....	- 11 -
四、资产质量和资本分析.....	- 12 -
4.1 资产质量有待观察.....	- 12 -
4.2 资本充足程度低于同业、待多渠道补充资本.....	- 13 -
五、盈利预测.....	- 14 -
六、风险提示.....	- 14 -

## 一、青岛农商银行发展情况、股权结构及业务分析

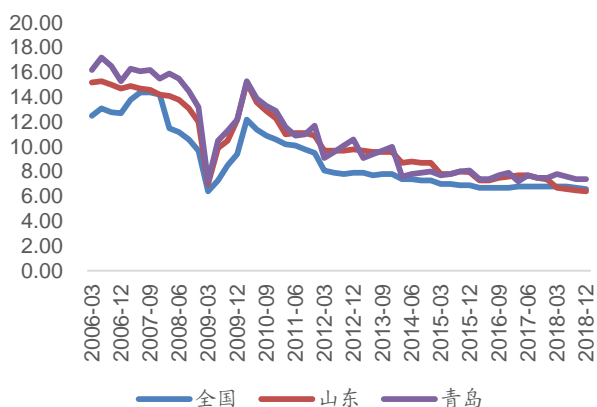
### 1.1 山东第一家地级市农商行，深入县域经营

- **青岛农商银行是山东省第一家地市级农商行。**青岛农商银行的前身是有着 60 余年发展历史的青岛市农村信用社。2012 年，原华丰、城阳、黄岛、即墨四家农村合作银行，胶州、胶南、平度、莱西四家农村信用联社及青岛市联社共 9 家单位，正式组建成立青岛农商银行。青岛农商银行借助九家机构整合的规模优势、人缘地缘网点的传统优势、全新形象塑造的品牌优势，已发展成为一家实力雄厚、经营稳健、科技先进、产品多元的金融企业。
- **公司扎根青岛本土，深入县域经营。**青岛农商行在青岛拥有遍布城乡的服务网络，截至 2018 年 9 月 30 日，公司分支机构总数达 357 个，营业机构总数达 358 个，设有烟台、章丘两家异地分支行。公司全国首创互联网小微云支付系统，并以此为依托打造多个县域平台，使农民“足不出村”便可享受便捷的结算、信贷、电商、缴费、惠农补贴领取等基础金融服务。公司在青岛金融机构中率先推出海域使用权抵押贷款、助农履约保证保险贷款、农村承包土地的经营权抵押贷款等农村金融产品，切实满足农村经济发展需要。截至 2018 年 9 月 30 日，青岛农商行在县域市场（胶州市、平度市、即墨区、莱西市）中的存款市场份额 25.51%，贷款市场份额 19.22%。

### 1.2 青岛经济增速快，营造了良好金融发展环境

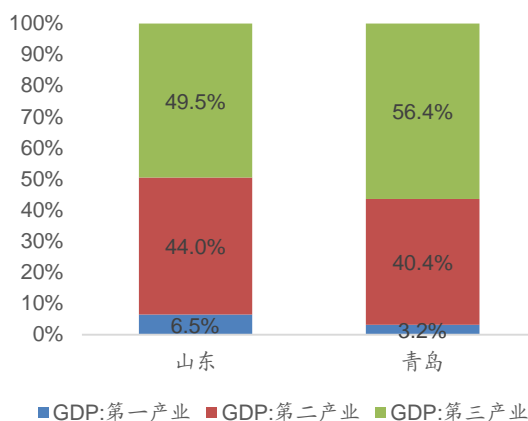
- **青岛市经济增速高于全省，孕育丰富的金融就业机会。**山东省是中国的经济第三大省、人口第二大省。青岛市是山东半岛重要的港口城市，区域经济发展，金融服务发展完善。青岛作为我国东部沿海重要经济中心城市和对外开放城市，拥有独特的区域、产业、科技优势，也是山东半岛蓝色经济区的龙头城市。2018 年青 岛 GDP 增速为 7.4%，增速超出全国 GDP 同比增速 0.8 个百分点，超出山东省 GDP 同比增速 1 个百分点。此外，近年来青岛市出台了促进财富管理试验区发展专项政策措施，营造了具有明显比较优势的金融发展环境。青岛农商银行依托财富管理试验区的政策红利，加快业务创新，主发起设立的青岛蓝海金融租赁公司已上报银监会待批筹建，获得了山东省地方法人银行首张基础类外汇衍生品交易业务的资格和全国农村金融机构首张金融市场持牌经营牌照，有效融入了青岛经济社会改革和金融综合改革试验区建设。

图表：青岛经济增长情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：青岛市产业结构情况



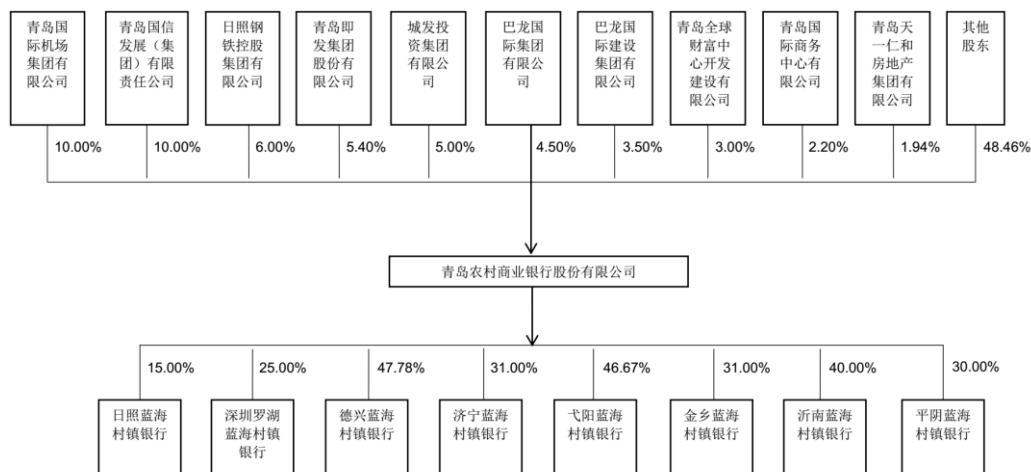
来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司在本地市场竞争具有领先地位。**青岛农商行作为地方法人银行，长期根植青岛市场，服务于当地中小企业和城乡居民，具有天然的本土竞争优势和广泛深厚的客户基础，在青岛 60 余家银行机构的竞争中逐步确定了领先的市场地位。截至 2018 年 9 月 30 日，本外币存款余额和贷款余额在青岛中资银行业金融机构中占比分别为 12.41%和 8.28%，分别较成立之初（2012 年 6 月 30 日）提高 3.79 个百分点和 1.02 个百分点。

### 1.3 股权结构分散稳定

- 公司不存在控股股东及实际控制人。**青岛国际机场集团和青岛国信发展为公司并列一大股东，前五大股东分别为青岛国际机场集团、青岛国信发展、日照钢铁控股、青岛即发集团、城发投资集团，持股比例分别为 10%、10%、6%、5.4%、5%。同时，公司控股 8 家蓝海村镇银行（日照、深圳罗湖、德兴、济宁、弋阳、金乡、沂南、平阴），并参股山东省联社（持股 6.78%）和中国银联（持股 0.051%）。

图表：青农商行股权结构



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 二、盈利能力分析

### 2.1 营收同业中偏弱，经营效率提升带动盈利提升

- 青岛农商银行近年来盈利能力处上升通道，净利润同比增速为上市农商行最高。1、从自身业绩表现看，青岛农商行业绩增速自 2016 年有小幅下滑后逐步回到上升通道，2018 年业绩同比增速在 2017 年低基数基础上有显著扩大。2018 年青岛农商营收同比 22.7%，净利润同比 13.2%，较 2017 年均有所提升。2、从板块对比看，青岛农商行历史营收同比低于上市农商行平均水平，这一差距 2018 年有所收窄。但从净利润同比增速看，青岛农商行 18 年净利润同比增速趋势与已披露快报农商行净利润同比趋势不同，同比增速仍有小幅提升，在披露业绩的农商行中增速最高。

图表：上市农商行业绩增速比较

	营收同比增速				净利润同比增速			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
江阴银行	6.0%	-1.0%	1.5%	27.1%	-0.5%	-4.4%	3.9%	6%
无锡银行	5.1%	5.2%	13.1%	12.0%	-10.0%	7.2%	11.4%	9.9%
常熟银行	14.4%	28.5%	11.7%	-	-3.3%	7.8%	21.4%	-
吴江银行	-2.5%	-2.7%	18.3%	15.6%	-21.4%	7.6%	12.5%	9.7%
张家港行	1.7%	1.0%	-0.5%	24.0%	-7.9%	2.4%	10.7%	9.6%
青岛农商银行	2.7%	1.4%	4.3%	22.7%	7.6%	3.4%	10.9%	13.2%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

注：2018 年数据均为披露快报数据，可能与实际值有误差。常熟银行尚未披露 2018 业绩快报

- ROA 和 ROE 都高于同业平均水平。1、青岛农商银行历史 ROA 近年来维持相对稳定，且高于其他上市农商行水平，说明公司较其他农商行盈利能力较为优异。2、ROE 在持续加杠杆的背景下自 16 年来持续攀升，从 2016 年的行业相对高位上升至 3Q18 农商行最高水平。

图表：上市农商行 ROA、ROE 对照表（累积年化）

	ROA			ROE		
	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18
青岛农商行	1.02%	0.93%	1.03%	13.00%	12.72%	14.20%
江阴银行	0.79%	0.72%	0.56%	9.43%	8.36%	6.32%
无锡银行	0.73%	0.77%	0.82%	10.95%	10.94%	11.26%
常熟银行	0.86%	0.95%	1.03%	14.57%	12.36%	13.24%
吴江银行	0.86%	0.86%	0.94%	12.35%	9.01%	10.97%
张家港行	0.80%	0.79%	0.84%	19.08%	9.26%	9.77%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 从杜邦分析看，净利息收入和中收贡献度逐年下降，高于行业的 ROA 主要来自较少的拨备。1) 历史纵向表现：尽管净非利息收入贡献有所增加，但净利息收入的减少导致营业收入下降。但管理经营效率良好，

管理费用和税收对利润的消耗逐年减少。2) 同业横向比较: 从 3Q18 数据看, 青岛农商银行的净利息收入贡献度在农商行中处行中等水平, 其较高于行业的 ROA 主要来自低于行业平均水平的拨备水平、同时较高的杠杆率支撑其 ROE 处于行业第一。

**图表: 青岛农商银行盈利能力杜邦分析**

	2015	2016	2017	2018
净利息收入/平均资产	3.53%	2.92%	2.52%	2.40%
净手续费收入/平均资产	0.08%	0.10%	0.07%	0.05%
其他非息收入/平均资产	0.09%	0.11%	0.06%	0.29%
税金及附加/平均资产	-0.24%	-0.09%	-0.03%	-0.03%
管理费用/平均资产	-1.40%	-1.14%	-0.98%	-0.91%
拨备前利润/平均资产	2.33%	2.01%	1.68%	1.82%
拨备/平均资产	-0.74%	-0.67%	-0.47%	-0.71%
税前利润/平均资产	1.58%	1.35%	1.21%	1.11%
所得税/平均资产	-0.38%	-0.33%	-0.27%	-0.21%
净利润/平均资产 (ROA)	1.20%	1.02%	0.93%	0.90%
权益乘数	12.24	13.18	14.01	13.78
ROE	14.57%	13.00%	12.72%	12.46%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

**图表: 上市农商行杜邦分析 (3Q18, 累积年化)**

	青岛农商行	江阴银行	无锡银行	常熟银行	吴江银行	张家港行
净利息收入/平均资产	1.80%	1.52%	1.62%	2.40%	1.91%	1.89%
净手续费收入/平均资产	0.05%	0.03%	0.05%	0.19%	0.06%	0.05%
其他非息收入/平均资产	0.16%	0.49%	0.06%	0.17%	0.25%	0.15%
税金及附加/平均资产	-0.02%	-0.02%	-0.01%	-0.02%	-0.02%	-0.01%
管理费用/平均资产	-0.61%	-0.64%	-0.48%	-0.99%	-0.71%	-0.78%
拨备前利润/平均资产	1.41%	1.35%	1.24%	1.76%	1.51%	1.31%
拨备/平均资产	-0.42%	-1.06%	-0.48%	-0.76%	-0.72%	-0.65%
税前利润/平均资产	0.98%	0.29%	0.77%	1.00%	0.79%	0.66%
所得税/平均资产	-0.21%	0.13%	-0.14%	-0.22%	-0.09%	-0.04%
净利润/平均资产 (ROA)	1.03%	0.56%	0.82%	1.03%	0.94%	0.84%
权益乘数	13.56	11.27	13.7	12.84	11.85	11.96
ROE	14.20%	6.32%	11.26%	13.24%	10.97%	9.77%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

## 2.2 息差持续收窄, 但负债端仍有相对优势

- 低基数下净利息收入同比增速有一定程度走阔, 但息差持续收窄同时规模增速放缓。1、青岛农商银行净利息收入同比增速一直低于行业平均水平, 但 18 年净利息收入同比有小幅走阔, 主要是低基数影响。2、从

规模和价格拆分看，息差呈逐年收窄趋势、在农商行中处于中游水平；生息资产规模增速逐年向下，但在农商行中处于较高增速水平。

**图表：农商行净利息收入同比拆分**

	净利息收入同比增速			生息资产同比增速			净息差（累积年化）		
	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18
江阴银行	-4.5%	-7.2%	10.0%	15.2%	5.1%	6.5%	2.35%	1.99%	2.04%
无锡银行	6.9%	16.1%	14.1%	8.2%	10.1%	12.4%	1.95%	2.08%	2.14%
常熟银行	26.6%	7.8%	17.2%	19.8%	12.9%	16.4%	3.42%	3.18%	3.18%
吴江银行	-4.2%	17.8%	3.9%	14.0%	16.7%	29.4%	3.80%	3.05%	2.61%
张家港行	-1.1%	7.3%	22.3%	10.2%	14.4%	13.8%	2.33%	2.22%	3.87%
青岛农商	-0.7%	6.4%	12.8%	26.4%	21.1%	17.3%	2.95%	2.55%	2.42%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

注：青岛农商行 3Q18 无同比数据，净利息收入同比和生息资产同比数据为 2018 年数据

- 息差下行源于资产收益率收窄和负债付息率抬升，但负债端较同业仍有一定优势。1) 资产端。青岛农商银行生息资产收益率处于农商行平均水平，近年来受利率市场化持续推进收益率有一定下行，同时 17 年贷款占比下降至最低、个人按揭占比上升也影响资产端收益率下行至较低水平、但 18 年随结构调整有一定反弹。2) 负债端。负债成本有一定上行，但整体看上行幅度不大。同时青岛农商行负债付息率在农商行中具有相对优势，付息率水平仅高于吴江银行。

**图表：上市农商行收益/付息率拆分**

	生息资产收益率(年化)				计息负债付息率(年化)			
	2015	2016	2017	3Q18	2015	2016	2017	3Q18
江阴银行	3.61%	4.99%	4.15%	4.18%	2.59%	2.19%	2.41%	2.40%
无锡银行	4.67%	4.11%	4.27%	4.34%	2.94%	2.38%	2.42%	2.42%
常熟银行	5.50%	5.49%	5.40%	5.44%	2.66%	2.27%	2.45%	2.49%
吴江银行	4.27%	5.79%	4.57%	4.44%	2.12%	2.19%	1.67%	1.99%
张家港行	5.03%	4.51%	4.47%	6.78%	2.63%	2.41%	2.45%	3.23%
青岛农商	5.66%	4.79%	4.44%	4.50%	2.34%	2.05%	2.10%	2.11%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

### 2.3 非息占比营收上升，成本管控较同业优异

- 净非息收入在净其他非息收入带动下占比营收有提升。1、2017 年在监管趋严、减费让利的背景下，净手续费收入同比负增，拖累净非息收入同比负增。2018 年在净其他非息收入特别是投资收益的带动下，同时叠加 2017 低基数的影响，净非息收入实现同比高增。占比营收由 2017 年 4.8% 上升至 2018 年 10.8%。2、中收 17 年来则持续收缩，占比营收逐年下降，2018 年占比营收 2.6%。主要是代理业务有较大幅度压降。

**图表：农商行净非息收入同比**

	净非息收入同比增速			净手续费收入同比增速		
	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18
江阴银行	66.4%	98.0%	151.3%	-7.4%	6.0%	-9.5%
无锡银行	-10.8%	-20.4%	-14.4%	12.5%	-8.9%	-51.4%
常熟银行	47.8%	46.0%	25.7%	484.3%	42.3%	2.7%
吴江银行	23.7%	24.1%	103.8%	17.0%	12.9%	12.5%
张家港行	11.2%	-35.0%	-18.5%	37.4%	-8.8%	-45.9%
青岛农商	43.3%	-24.6%	219.5%	45.5%	-8.4%	-9.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

注：青岛农商行3Q18无同比数据，净非息收入同比数据为2018年数据

**图表：上市农商行业绩增速比较**

图表	净非息收入占比营收			净手续费收入占比营收			
	2016	2017	3Q18		2016	2017	3Q18
江阴银行	8.2%	16.1%	25.8%	江阴银行	2.0%	2.1%	1.7%
无锡银行	8.2%	5.8%	6.5%	无锡银行	7.2%	5.8%	3.0%
常熟银行	10.3%	13.5%	13.0%	常熟银行	6.7%	8.5%	7.0%
吴江银行	7.0%	7.4%	14.1%	吴江银行	2.7%	2.6%	2.8%
张家港行	18.5%	12.1%	9.6%	张家港行	5.2%	4.7%	2.5%
青岛农商	6.6%	4.8%	10.8%	青岛农商	3.1%	2.7%	2.6%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **成本控制能力较同业优异且不断增强。**3Q18 青岛农商行成本收入比大幅降低,2015 年和 2016 年接近于农商行平均水平, 3Q18 成本控制能力增强, 扩大了与农商行平均水平的差距, 成本收入比 29.1%, 为农商行中最低。

**图表：农商行成本收入比对比**

	2015	2016	2017	3Q18
江阴银行	31.73%	36.02%	38.38%	30.28%
无锡银行	32.29%	32.47%	29.96%	26.83%
常熟银行	34.72%	37.42%	37.12%	35.30%
吴江银行	31.62%	34.04%	32.53%	31.09%
张家港行	35.25%	37.25%	36.27%	36.67%
青岛农商	31.22%	33.67%	35.68%	29.12%
农商行	32.81%	35.15%	34.99%	31.55%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所



### 三、资产负债结构分析

#### 3.1 资产端：生息资产高增速，贷款占比先降后升

- **生息资产增速放缓但仍维持高增速、主要是贷款和债券投资支撑。** 1、青岛农商银行生息资产增速远高于上市农商行平均水平，2016、2017年为上市农商行最高。其中 15-17 年增速主要由债券投资拉动，2018年由贷款和债券投资共同支撑。2、**贷款**：16 年来增速走阔，且增幅有上升。其中 16-17 年个人贷款增速较高，2018 年个人贷款增速有回落，企业贷款增速上升至 26.9%，带动整体贷款增速至 21.8%。3、**债券投资**：债券投资 2015 年一直维持高速增长，近年来增速回落、带动生息资产增速放缓。4、**同业资产** 2017 年在买入返售资产的高速增长带动下实现高增，其余年份均有不同程度压降。

**图表：上市农商行生息资产平均增速**

	2015	2016	2017	3Q18
江阴银行	7.9%	15.2%	5.1%	6.5%
无锡银行	10.5%	8.2%	10.1%	12.4%
常熟银行	6.9%	19.8%	12.9%	16.4%
吴江银行	15.8%	14.0%	16.7%	29.4%
张家港行	14.0%	10.2%	14.4%	13.8%
<b>青島农商</b>	<b>13.5%</b>	<b>26.4%</b>	<b>21.1%</b>	<b>17.3%</b>
农商行	11.4%	15.6%	13.4%	16.0%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

注：青島农商行 3Q18 无同比数据，生息资产同比数据为 2018 年数据

**图表：青島农商银行生息资产同比增速**

	2015	2016	2017	2018
生息资产	13.5%	26.4%	21.1%	17.3%
<b>贷款</b>	<b>9.9%</b>	<b>6.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>21.8%</b>
其中企业贷款	14.9%	3.9%	7.2%	26.9%
其中个人贷款	-2.1%	14.3%	21.8%	10.2%
<b>债券投资</b>	<b>87.2%</b>	<b>117.5%</b>	<b>28.0%</b>	<b>23.9%</b>
央行	-8.6%	12.9%	10.1%	-0.3%
同业	-14.4%	-29.6%	97.2%	-14.8%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **生息资产结构：贷款占比先降后升。** 1、贷款占比生息资产 2015 年来逐年下降，2017 年降至 45.2% 的最低水平，2018 年贷款占比有小幅提升。但从贷款内部结构看，个人贷款占比则是先升后降，2017 年个贷占比贷款最高为 30.5%，2018 年略有下降至 27.6%。2、债券投资高增带动其占比生息资产逐年攀升，2018 年占比 38.4%。存放央行和同业方面占比一直稳定保持在较低水平。

**图表：青岛农商银行生息资产结构**

	2015	2016	2017	2018
生息资产/总资产	98.6%	99.1%	99.2%	99.3%
贷款比例	58.2%	49.1%	45.2%	46.9%
对公贷款/贷款	72.8%	70.9%	68.6%	68.0%
个人贷款/贷款	26.0%	27.8%	30.5%	27.6%
票据/贷款	1.2%	1.3%	1.0%	4.5%
其他/贷款	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
债券投资比例	20.0%	34.4%	36.3%	38.4%
央行比例	13.0%	11.6%	10.5%	9.0%
同业比例	8.8%	4.9%	8.0%	5.8%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 进一步细分贷款内部结构：**
  - 1) 对公贷款：**青岛银行对公贷款集中于房地产业、批发和零售业、制造业和建筑业，但对公贷款结构优化调整，高不良的批零售业占比有降低，低不良的租赁商贸、水利公共设施贷款占比有提升。
  - 2) 个人贷款：**主要以消费及经营性贷款为主、按揭贷款占比提升、无信用卡业务。15年来公司消费及经营贷占比有降低、个人按揭贷款占比有提升，一定程度上压低了公司贷款收益率水平。

**图表：青岛农商银行对公贷款结构**

	2015	2016	2017	2018
农、林、牧、渔业	2.6%	2.6%	1.7%	1.5%
制造业	16.8%	14.1%	11.5%	10.3%
建筑业	14.6%	11.9%	10.9%	10.9%
房地产业	12.5%	13.5%	14.6%	14.0%
交通运输、仓储和邮政业	2.1%	1.2%	1.0%	1.7%
批发和零售业	12.7%	13.3%	12.5%	11.8%
租赁和商务服务业	6.5%	6.6%	7.3%	8.3%
旅游服务业（eg: 住宿餐饮等）	2.5%	2.4%	2.1%	1.9%
水利、环境和公共设施管理业	1.2%	3.8%	5.0%	5.0%
其它	1.5%	1.4%	0.0%	2.7%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表：青岛农商银行个人贷款结构**

	2015	2016	2017	2018
个人按揭贷款	2.9%	7.7%	11.9%	11.0%
信用卡	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
消费及经营性贷款	22.8%	19.9%	18.5%	16.5%
其他	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 债券投资结构：**以可供出售为主、应收款项类投资有压降。2016年公司大幅增加应收款项类投资，应收款项类占比从2015年19.3%上升至

57.9%。16年开始应收款项类资产略有压降、占比逐年下降至2018年22.4%。17年开始公司增配交易类金融资产，同时持有到期和可供出售占比提升，2018年债券投资结构以可供出售为主。

**图表：青岛农商银行债券投资结构**

	2015	2016	2017	2018
交易类	0.0%	0.0%	2.4%	7.5%
可供出售金融资产	47.1%	23.8%	33.3%	39.5%
持有到期	33.6%	18.3%	20.4%	30.6%
应收款项类投资	19.3%	57.9%	43.9%	22.4%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

### 3.2 负债端：低成本活期存款占比提高

- 计息负债增速放缓，仍高于行业平均水平。**近年来计息负债增速有放缓，但整体增速仍处于行业较高水平。青岛农商银行的计息负债增速主要是由发行债券支撑，18年发债放缓同时存款规模增速放缓带动计息负债同比增速也有一定放缓。从同业对比看。青岛农商银行计息负债增速仍高于行业平均，但存款增速放缓至低于行业平均水平。

**图表：青岛农商银行计息负债同比增速**

	2015	2016	2017	3Q18
江阴银行	6.6%	15.6%	4.8%	6.2%
无锡银行	10.9%	7.2%	10.7%	12.9%
常熟银行	6.1%	19.6%	12.5%	15.9%
吴江银行	16.5%	13.5%	18.3%	28.6%
张家港行	14.9%	9.4%	15.4%	14.0%
青岛农商	13.8%	27.4%	21.7%	18.2%
农商行	11.4%	15.4%	13.9%	16.0%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

注：青岛农商行3Q18无同比数据，计息负债同比数据为2018年数据

**图表：青岛农商银行存款同比增速**

	2015	2016	2017	3Q18
江阴银行	7.2%	8.9%	7.7%	4.8%
无锡银行	11.3%	9.5%	11.9%	7.1%
常熟银行	10.8%	7.9%	11.5%	15.8%
吴江银行	10.2%	14.3%	9.3%	17.0%
张家港行	5.8%	15.7%	8.1%	16.3%
青岛农商	8.5%	16.9%	15.2%	10.7%
农商行	8.9%	12.2%	10.6%	12.0%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 存款为计息负债的主要组成部分，且活期存款占比稳步提升至接近定期存款占比。截至 2018 存款占计息负债比例为 72.3%、占比计息负债比例有一定下降，单从存款结构看，定期存款占比逐年下降，低成本活期存款占比提升。且存款结构中以居民存款为主。

**图表：青岛农商银行计息负债结构**

	2015	2016	2017	2018
存款比例	88.9%	81.6%	77.2%	72.3%
活期/存款总额	33.70%	38.91%	41.03%	45.02%
定期/存款总额	66.27%	61.06%	58.93%	54.95%
同业比例	8.4%	7.3%	6.4%	8.1%
发行债券比例	2.7%	11.2%	16.4%	19.6%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 四、资产质量和资本分析

### 4.1 资产质量有待观察

- 不良率逐年改善但高于同业。1、青岛农商历史不良率水平在农商行中偏高，但其不良率近年来逐年下降、3Q18 不良率为 1.71%，与上市农商行之间的差距逐步缩小。2、3Q18 不良净生成有增加、但低于行业平均水平。3Q18 不良净生成仅高于无锡、常熟银行。

**图表：青岛农商银行资产质量-1**

	不良率			不良净生成		
	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18
江阴银行	2.41%	2.39%	2.28%	1.31%	0.61%	1.14%
无锡银行	1.39%	1.38%	1.28%	0.89%	0.69%	0.68%
常熟银行	1.40%	1.14%	1.00%	1.81%	1.01%	0.71%
吴江银行	1.78%	1.64%	1.55%	1.52%	1.77%	1.54%
张家港行	1.97%	1.78%	1.67%	1.37%	1.37%	1.36%
青岛农商	2.01%	1.86%	1.71%	0.28%	0.83%	1.08%
农商行	1.83%	1.70%	1.58%	1.20%	1.05%	1.34%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 关注类占比虽有下降但显著高于同业，未来不良压力较大。3Q18 青岛农商关注类占比 7.78%，位居农商行第一位。逾期 90 天以上占比不良逐年下降但高于同业、对不良认定渐趋严格但较同业仍有差距。2018 年青岛农商逾期 90 天以上贷款占比不良为 87.9%，高于农商行 1H18 平均水平。

**图表：青岛农商银行资产质量-2**

	关注类占比			逾期 90 天以上占比不良		
	2016	2017	3Q18	2016	2017	1H18
江阴银行	2.77%	N.A.	2.55%	103.87%	91.61%	94.82%
无锡银行	1.61%	1.49%	0.80%	97.86%	97.04%	81.90%
常熟银行	3.42%	2.66%	2.12%	91.31%	73.73%	62.19%
吴江银行	15.89%	6.21%	4.65%	77.04%	79.53%	92.56%
张家港行	6.95%	6.42%	4.40%	94.14%	62.27%	57.07%
<b>青岛农商</b>	<b>11.37%</b>	<b>9.61%</b>	<b>7.78%</b>	<b>98.37%</b>	<b>91.63%</b>	<b>87.88%</b>
农商行	7.00%	5.28%	3.72%	93.77%	82.64%	79.40%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

注：青岛农商行逾期 90 天以上占比不良为 3Q18 数据

- 风险抵补能力较强。** 1. 拨覆率：从绝对值水平看，3Q18 青岛农商行拨覆率 273.7%，高于农商行平均水平，仅次于常熟银行。但从其历史变化趋势看，其拨覆率从 2016 年提升幅度较同业不明显、与同业的差距逐年缩小。2. 拨贷比也远高于行业平均水平，2018 年拨贷比 4.67%，在上市农商行中仅次于江阴银行。

**图表：青岛农商银行资产质量-3**

	拨备覆盖率			拨贷比		
	2016	2017	3Q18	2016	2017	3Q18
江阴银行	170.14%	192.43%	240.77%	4.10%	4.60%	5.50%
无锡银行	200.83%	193.63%	229.27%	2.80%	2.67%	2.94%
常熟银行	235.09%	326.04%	406.66%	3.30%	3.72%	4.05%
吴江银行	187.41%	201.36%	210.10%	3.34%	3.31%	3.25%
张家港行	180.25%	185.67%	211.54%	3.54%	3.30%	3.54%
<b>青岛农商</b>	<b>259.61%</b>	<b>272.15%</b>	<b>273.68%</b>	<b>5.21%</b>	<b>5.06%</b>	<b>4.67%</b>
农商行	205.56%	228.55%	262.00%	3.72%	3.78%	3.99%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

注：青岛农商行逾期 90 天以上占比不良为 3Q18 数据

#### 4.2 资本充足程度低于同业、待多渠道补充资本

- 核心一级资本充足率近年来维持稳定，整体资本充足情况低于同业。** 1) 从历史情况看，青岛农商银行资本充足率近年来略有下降，但核心一级资本充足率和一级资本充足率始终保持稳定水平，3Q18 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 10.6%、10.6%、12.5%。2) 从同业比较看，青岛银行资本充足率为同业最低，核心一级资本充足率和一级资本充足率也低于同业平均水平，亟待上市补充核心一级资本，同时预计后续也会通过其他方式补充其他一级资本和二级资本。

**图表：上市农商行资本充足情况**

	核心一级资本充足率				一级资本充足率				资本充足率			
	2015	2016	2017	3Q18	2015	2016	2017	3Q18	2015	2016	2017	3Q18
江阴银行	12.9%	12.8%	12.9%	14.1%	12.9%	12.8%	13.0%	14.1%	14.0%	13.9%	14.1%	15.2%
无锡银行	10.6%	10.3%	9.9%	10.5%	10.6%	10.3%	9.9%	10.5%	13.6%	12.7%	14.1%	17.1%
常熟银行	11.3%	10.9%	9.9%	10.0%	11.3%	10.9%	9.9%	10.1%	12.5%	13.2%	13.0%	14.8%
吴江银行	12.4%	13.0%	12.3%	11.1%	12.4%	13.0%	12.3%	11.1%	13.6%	14.2%	13.4%	15.0%
张家港行	13.9%	12.3%	11.8%	11.4%	13.9%	12.3%	11.8%	11.4%	15.1%	13.4%	12.9%	12.6%
青島农商	10.7%	10.7%	10.5%	10.6%	10.7%	10.7%	10.5%	10.6%	13.0%	12.9%	12.6%	12.5%
农商行	12.0%	11.7%	11.2%	11.3%	12.0%	11.7%	11.2%	11.3%	13.6%	13.4%	13.4%	14.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 五、盈利预测

- **关键假设：**预计 2019-2020 年贷款增速为 15%/15%，生息资产增速为 15%/14%；存款增速为 10.5%/9%，计息负债增速为 10%/10%，息差为 2.32%/2.22%，不良贷款率为 1.99%/1.98%。
- **投资建议：**公司营收增速回升、资产结构逐步优化、负债优势突出、核心一级资本相对充足。基于 3Q18 每股净资产 3.96 元的新股定价水平，我们给予公司 19E 20E PB 0.91X/0.90X；PE 8.0X/7.72X，公司资产质量有待继续观察，建议保持积极跟踪。

## 六、风险提示

- **区域经济恶化的风险。**农商行业务集中于当地县域，其经营状况与地区经济发展情况紧密相关。青农商行贷款公司业务占比高、一旦经济发展放慢或地方财政恶化，该行不良贷款率将会大幅上升。
- **资本金不足的风险。**青农商行现有核心一级资本处行业平均水平，但资本充足率低于行业平均，IPO 将使银行资本金进一步得到有效补充，但后续仍需通过其他途径补充其他一级资本和二级资本金。同时如果继续保持资产的高速扩张，银行仍然可能出现资本金不足的情况。
- **政策变动的风险。**银行业务依赖于国家政策，若国家政策变动超出预期，则对整个银行业产生较大冲击。

**图表：青农商行盈利预测表**

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	9.27	8.19	8.00	7.72	净利息收入	5,788	6,530	7,282	7,983
PB	1.16	0.97	0.91	0.90	手续费净收入	163	149	161	174
EPS	0.43	0.48	0.50	0.51	营业收入	6,079	7,462	8,304	9,147
BVPS	3.42	4.10	4.37	4.40	业务及管理费	(2,170)	(2,405)	(2,657)	(2,927)
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.10	拨备前利润	3,840	4,961	5,534	6,090
<b>盈利能力</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	拨备	(1,075)	(1,932)	(2,061)	(2,134)
净息差	2.55%	2.41%	2.32%	2.22%	税前利润	2,766	3,029	3,473	3,957
贷款收益率	5.68%	5.72%	5.70%	5.68%	税后利润	2,140	2,444	2,778	3,165
生息资产收益率	4.44%	4.45%	4.47%	4.48%	归属母公司净利润	2,136	2,419	2,751	3,135
存款付息率	1.71%	1.66%	1.70%	1.77%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
计息负债成本率	2.10%	2.24%	2.34%	2.45%	贷款总额	112,446	136,974	157,520	181,148
ROAA	0.93%	0.90%	0.87%	0.87%	债券投资	90,441	112,025	132,190	152,018
ROAE	12.71%	12.45%	11.94%	11.92%	同业资产	19,914	16,970	17,648	18,354
成本收入比	35.69%	32.24%	32.00%	32.00%	生息资产	249,035	292,133	335,961	382,983
<b>业绩与规模增长</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	资产总额	251,054	294,141	341,422	388,848
净利息收入	6.4%	12.8%	11.5%	9.6%	存款	173,935	192,610	211,871	233,058
营业收入	4.3%	22.7%	11.3%	10.2%	同业负债	14,454	21,656	30,318	39,414
拨备前利润	2.4%	29.2%	11.5%	10.0%	发行债券	36,990	52,088	67,715	81,258
归属母公司净利润	10.9%	13.2%	13.7%	14.0%	计息负债	225,379	266,355	309,905	353,730
净手续费收入	-9.2%	-8.6%	8.0%	8.0%	负债总额	233,136	272,798	316,229	360,949
贷款余额	11.27%	21.81%	15.00%	15.00%	股本	5,000	5,000	5,556	5,556
生息资产	21.1%	17.3%	15.0%	14.0%	归属母公司股东权益	17,115	20,514	24,281	26,896
存款余额	15.17%	10.74%	10.00%	10.00%	所有者权益总额	17,919	21,343	25,193	27,899
计息负债	21.7%	18.2%	16.4%	14.1%	<b>资本状况</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>资产质量</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	资本充足率	12.59%	12.55%	12.69%	12.13%
不良率	1.86%	1.97%	1.99%	1.98%	核心资本充足率	10.50%	10.60%	11.00%	10.65%
拨备覆盖率	272%	231%	195%	164%	杠杆率	14.01	13.78	13.55	13.94
拨贷比	5.06%	4.54%	3.89%	3.24%	RORWA	1.40%	1.39%	1.38%	1.36%
不良净生成率	0.83%	1.71%	1.90%	1.80%	风险加权系数	16.68%	14.23%	15.00%	15.00%

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。