

苏农银行 (603323)

证券研究报告
2019 年 08 月 23 日

存贷规模较快增长，净息差走低

事件：8月22日晚，苏农银行披露19年中报。1H19实现营收17.44亿元，YoY + 14.78%；实现归母净利润为5.8亿元，YoY + 14.79%；年化加权平均ROE为11.12%，同比下降0.58个百分点；截至1H19，资产总额1212.42亿元，较年初增长3.82%；不良贷款率为1.26%，较年初下降5bp；拨备覆盖率为267.02%，较年初上升18.84个百分点，拨贷比3.36%，较年初上升10bp。

点评：
营收增速回落，归母净利润增长提速

1H19营收YoY + 14.78%，较1Q19回落10.42个百分点，符合行业趋势；1H19归母净利润YoY + 14.79%，较1Q19提升2.79个百分点。通过业绩归因拆解，盈利增长一是资产规模扩张，二是拨备反哺所致。

资产规模较快扩张，净息差有所走弱

资产规模较快扩张。1H19资产规模1212.42亿元，YoY + 17.5个百分点。1H19贷款余额629.33亿，YoY + 18%；存款余额875.62亿，YoY + 16.7%，存贷款规模仍维持较快增长。

净息差有所走弱。我们测算1H19净息差为2.52% (Wind)，较1Q19下降23bp。从资产端来看：主要是对公贷款利率下降较多，1H19为5.51%，较18年下降11bp；其次，存放央行和同业投资占比近22%，收益率同样下行。从负债端来看：1H19计息负债成本率环比上升8bp，主要是存款成本上升较多（较18年+16bp），主要是定期存款增长较快所致（YoY + 23.84%）。

资产质量平稳，拨备水平提升

逾期有所上升。不良率维持低位，1H19年不良率环比上升1bp至1.26%；关注类贷款与1Q19持平，为4.41%；1H19逾期贷款率为2.04%，较18年末上升0.46个百分点。不良贷款偏离度较年初下降5.3个百分点至64.5%；不良净生成率1.26%，较18年下降36bp，不良生成压力减轻。

拨备水平提升。1H19拨贷比3.36%，较年初提升10bp；拨备覆盖率267.02%，较年初提升18.84个百分点，风险抵御能力增强。

投资建议：零售转型持续推进，核心资本充足

苏农银行1H19个贷利率较18年逆势提升35bp至5.99%，原因在于个人经营性贷款占个人贷款比重较年初上升4.26个百分点至51.8%。零售转型战略持续推进，或能减缓其息差下降趋势。转债转股后，核心一级资本充足率上升至12.43%，将有力支撑其生息资产规模增长。

鉴于其拨备计提策略有所调整，我们将苏农银行19/20年盈利增速由9.7%/9.3%上调至13.6%/10.7%；考虑到近期大规模限售股解禁，且目前市场风险偏好较19Q1下降较多，我们将苏农目标价下调至7元/股，对应1.1倍19PB，维持“增持”评级。

风险提示：资产质量大幅恶化；吴江地区纺织业景气度再度往下。

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	5.13元
目标价格	7元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,803.06
流通A股股本(百万股)	877.79
A股总市值(百万元)	9,249.71
流通A股市值(百万元)	4,503.06
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	90.81
一年内最高/最低(元)	9.02/4.97

作者

廖志明 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001
liao zhiming@tfzq.com

朱于歆 分析师
SAC执业证书编号：S1110518090006
zhuyuxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《苏农银行-年报点评报告:存贷规模高增，资产质量明显改善》 2019-04-27
- 2 《吴江银行-首次覆盖报告:新名片，带来成长新空间》 2019-03-17

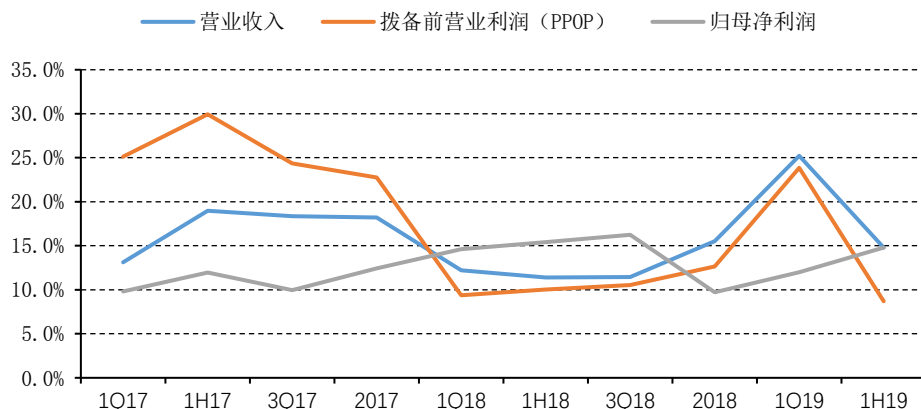
财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	27	31	36	41	47
增长率(%)	18.2	15.5	15.5	13.5	13.0
归属母公司股东净利润(亿元)	7	8	9	10	11
增长率(%)	12.4	9.7	13.6	10.7	10.6
每股收益(元)	0.50	0.55	0.51	0.56	0.62
市盈率(P/E)	10.16	9.26	10.15	9.17	8.29
市净率(P/B)	0.89	0.81	0.81	0.75	0.69

资料来源：wind，天风证券研究所



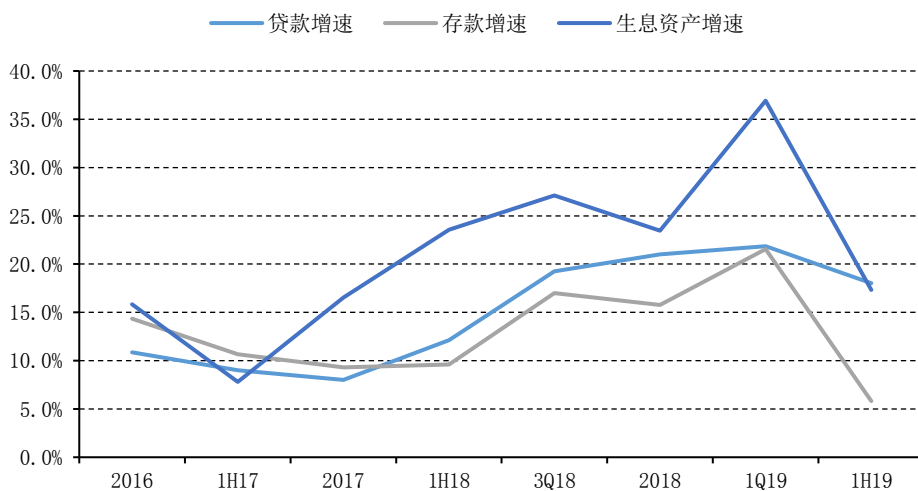
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图 1：苏农银行营收增速略降、净利增速提升



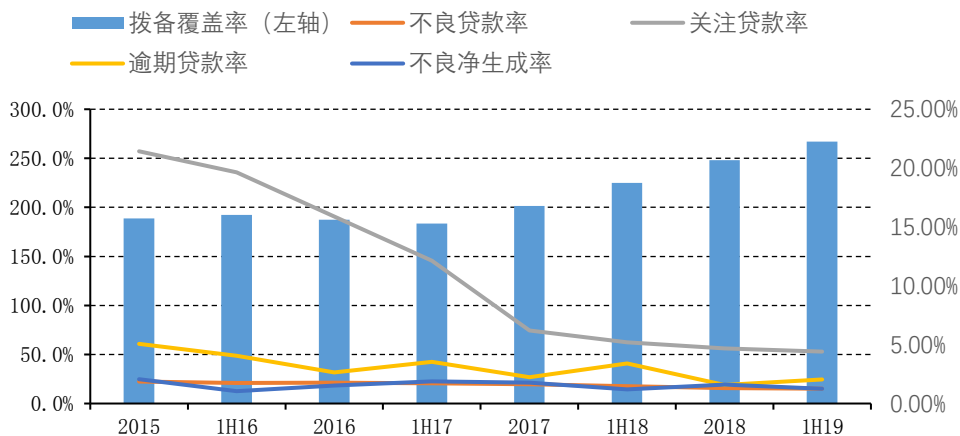
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：苏农银行存贷规模增速略降



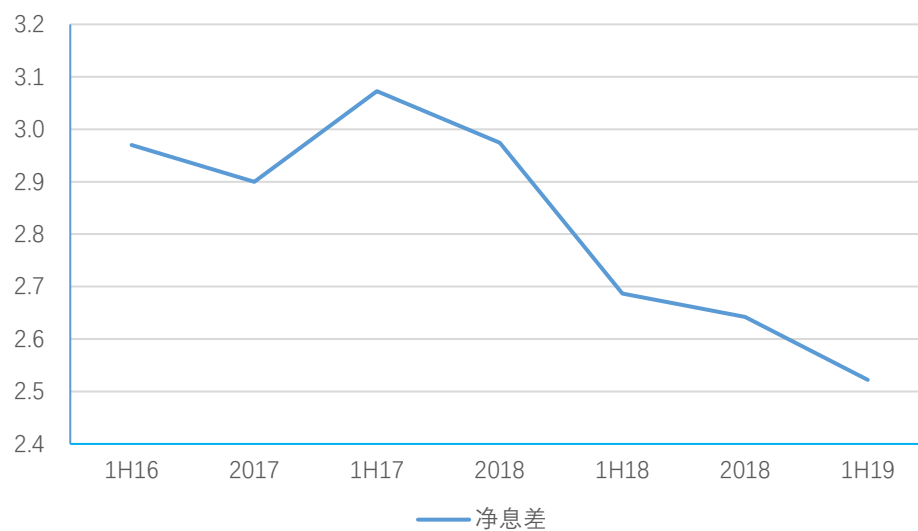
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：图 3：苏农银行资产质量维持平稳



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：苏农银行净息差下行



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长				
净利息收入	25	27	31	35	40	净利润增速	9.7%	13.6%	10.7%	10.6%
手续费及佣金	1	1	1	1	1	拨备前利润增速	12.7%	13.6%	12.6%	12.4%
其他收入	1	4	4	5	6	税前利润增速	3.6%	24.1%	10.8%	10.7%
营业收入	27	31	36	41	47	营业收入增速	15.5%	15.5%	13.5%	13.0%
营业税及附加	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	净利息收入增速	6.3%	16.1%	12.7%	12.6%
业务管理费	(9)	(11)	(13)	(15)	(17)	手续费及佣金增速	4.0%	10.0%	10.0%	12.0%
拨备前利润	18	20	23	26	29	营业费用增速	21.3%	20.0%	15.0%	14.0%
计提拨备	(10)	(11)	(12)	(14)	(16)	规模增长				
税前利润	9	9	11	12	14	生息资产增速	23.4%	14.2%	13.9%	14.1%
所得税	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	贷款增速	21.0%	16.0%	15.0%	15.0%
净利润	7	8	9	10	11	同业资产增速	47.3%	5.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	26.5%	18.0%	18.0%	18.0%
贷款总额	491	594	689	792	911	其他资产增速	34.7%	89.0%	35.0%	31.4%
同业资产	79	116	122	128	134	计息负债增速	22.8%	16.1%	15.4%	15.5%
证券投资	246	311	367	433	511	存款增速	15.8%	18.0%	17.0%	17.0%
生息资产	928	1146	1309	1491	1701	同业负债增速	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	31	42	79	106	139	股东权益增速	14.4%	22.6%	8.6%	8.7%
总资产	943	1168	1363	1566	1802	存款结构				
客户存款	715	827	976	1142	1337	活期	49.7%	49.72%	49.72%	49.72%
其他计息负债	140	223	242	264	289	定期	43.3%	43.26%	43.26%	43.26%
非计息负债	4	22	27	32	39	其他	7.0%	7.02%	7.02%	7.02%
总负债	859	1073	1246	1439	1664	贷款结构				
股东权益	83	95	117	127	138	企业贷款(不含贴现)	75.7%	75.68%	75.68%	75.68%
每股指标						个人贷款	18.2%	18.17%	18.17%	18.17%
每股净利润(元)	0.50	0.55	0.51	0.56	0.62	资产质量				
每股拨备前利润(元)	1.25	1.41	1.29	1.45	1.63	不良贷款率	1.31%	1.26%	1.22%	1.21%
每股净资产(元)	5.75	6.29	6.33	6.88	7.48	正常	94.02%	95.38%	95.43%	95.48%
每股总资产(元)	65.10	80.65	75.57	86.84	99.93	关注	4.67%	4.62%	4.57%	4.52%
P/E	10.16	9.26	10.15	9.17	8.29	次级	1.20%			
P/PPOP	4.10	3.64	3.98	3.54	3.15	可疑	0.09%			
P/B	0.89	0.81	0.81	0.75	0.69	损失	0.03%			
P/A	0.08	0.06	0.07	0.06	0.05	拨备覆盖率	248.18%	283.98%	320.68%	347.82%
利率指标						资本状况				
净息差(NIM)	2.93%	2.59%	2.54%	2.51%	2.48%	资本充足率	14.89%	15.89%	15.27%	14.71%
净利差(Spread)	0.00%	0.00%	-0.04%	-0.08%	-0.12%	核心资本充足率	10.99%	12.34%	12.05%	11.78%
贷款利率	5.69%	5.63%	5.68%	5.73%	5.78%	资产负债率	91.85%	91.43%	91.90%	92.35%
存款利率	1.53%	1.60%	1.61%	1.62%	1.63%	其他数据				
生息资产收益率	0.00%	0.00%	-0.02%	-0.04%	-0.06%	总股本(亿)	14.48	18.03	18.03	18.03
计息负债成本率	0.00%	0.00%	0.02%	0.04%	0.06%					
盈利能力										
ROAA	0.84%	0.77%	0.73%	0.70%	0.67%					
ROAE	9.08%	9.20%	8.88%	8.47%	8.62%					
拨备前利润率	2.07%	1.94%	1.84%	1.79%	1.75%					

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