

精准定位“三农”，发展势头持续向好

——青农商行(002958.SZ)首次覆盖

公司深度

● **精准定位服务“三农”，发展势头持续向好：**青农商行以“服务‘三农’主办银行、城乡统筹主力银行、中小企业伙伴银行、城乡居民贴心银行”为市场定位。深耕青岛，辐射华东六省。围绕地方经济热点，培育发展动能。全国首创互联网小微云支付系统，充分满足农民、农村、农业现代化的金融服务需求。专业高效的中小微金融服务优势。公司股权结构分散，同时控股8家蓝海村镇银行并参股山东省联社和中国银联。

● **资产端：注重规模化，个人房贷占比稳步提升。**生息资产规模扩大，收益率居区域性银行前列；结构不断改善，金融投资占比剧增。受银行业监管的影响，存放同业的比例不断降低，进一步体现了公司不断优化的生息资产结构。贷款结构不断完善。从行业结构来看，企业贷款中批发零售业、房地产业以及建筑业的占比最高。个人贷款保持良好增长态势，聚焦个人住房贷款。

● **负债端：活期存款贡献低成本率，同业负债占比低。**计息负债成本率较低。虽然存款占计息负债的比例有所降低，但低成本活期存款占比逐年稳步提升，计息负债成本率较农商行偏低，成本端优势有望继续维持。零售存款使得个人存款增速创新高，活期占比超40%，居同业前列，存款成本可控。同业负债占比一直较低，2019负债结构有所调整，同业存单是主要组成部分。

● **不良率稳步降低，资本有望持续补充。**资产质量符合各项监管指标，核心一级资本充足率高于农商行平均。不良率呈小幅波动下降趋势，个贷不良率降幅较大，拨备覆盖率高于农商行均值。

● **非息收入占比提升，投资收益飙升。**个贷收益率回升，居农商行前列。非息收入占比快速提升，上市以来大力投入金融投资，投资收益剧增。成本收入比下降迅速，人均创收及创利处农商行中位。**净息差及ROE颇具竞争优势。**

盈利预测、估值与评级：我们采用两阶段DDM和相对估值法，对青农商行进行估值。在DDM的方法下，我们得出公司估值水平为5.9-6.2元；在相对估值法下，我们得出的股价为6-6.2元。综合上述两种方法，得出的目标价为5.9-6.2元，对应PB为1.3倍左右，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**业务转型带来的经营风险；监管趋严导致政策风险；疫情冲击带来的市场风险。

财务摘要和估值指标(2020年7月31日)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,411	8,663	9,893	11,318	13,342
增长率(%)	12.81	8.58	15.00	16.89	20.63
归母净利润(百万元)	2,419	2,825	3,227	3,673	4,261
增长率(%)	13.23	16.78	14.24	13.82	16.02
ROAE(%)	12.19	11.93	12.63	13.45	14.19
EPS(摊薄/元)	0.48	0.51	0.58	0.66	0.77
P/E	11.37	10.82	9.47	8.32	7.17
P/B	1.34	1.25	1.20	1.10	0.99

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年7月31日

推荐(首次评级)

郑嘉伟(分析师)

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

市场数据 时间 2020.07.31

收盘价(元):	5.63
一年最低/最高(元):	4.08/7.85
总股本(亿股):	55.56
总市值(亿元):	312.78
流通股本(亿股):	26.92
流通市值(亿元):	151.57
近3月换手率:	214.91%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

我们使用三阶段 DDM 模型估值，以未来的三年作为高速增长期，而后十年作为过渡增长期，此后作为永续增长期。对于无风险利率，我们采用过去一年的 10 年国开债利率均值，同时运用敏感性测试畸形估值标准衡量。在 DDM 的方法下，我们得出股票估值水平为 5.9-6.2 元，对应 PB 为 1.15-1.4 倍；在相对估值法下，我们得出的股价为 6-6.2 元，对应 PB 为 1.2-1.4 倍。综合上述两种方法，得出的目标价为 5.9-6.2 元，对应 PB 为 1.3 倍左右。

关键假设

我们假设受到疫情的影响，中国经济在 2020 年有一个缓慢修复的过程，因此带动银行业估值提升。与此同时，全球银行业受经济增速放缓、低利率时代和新兴市场风险暴露的影响，信贷规模增速放缓，“资产荒”、“利差收窄”和“风险暴露”是我国银行业的三重挑战，监管趋严和数字化进攻者也不容小觑。作为新上市农商行，公司零售业务可能会受整体宏观经济的影响，敏感性较高。

我们与市场的观点的差异

我们分析认为，公司依靠山东优越的沿海地理位置、对客户筛选、经营策略以及区域经济的总体发展等因素形成优势网络，使其综合运营优势显著。共、公司以“服务‘三农’主办银行、城乡统筹主力银行、中小企业伙伴银行、城乡居民贴心银行”为市场定位，聚焦优质客户的筛选，从服务等各方面吸引客户。

股价上涨的催化因素

长期股价催化剂：中国长期的经济结构发展，金融市场的进一步完善，以及公司致力的经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂：按照“根植青岛、拓展山东、辐射华东六省”的市场布局战略，坚持支农支小市场定位，围绕服务实体经济的服务理念推广；聚焦小微客户，优质资产占比增加；金融投资、理财业务及手续费及佣金收入有望增长。

投资风险

业务转型带来的经营风险；监管趋严导致政策风险；疫情冲击带来的市场风险，例如信用风险、利率风险和流动性风险；其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒使机构暂停营业等。

目 录

1、青农商行：精准定位服务“三农”，发展势头持续向好	6
1.1、资产规模快速扩张，经营业绩持续向好	6
1.2、利用区域优势，大力发展地区经济	7
1.3、建立城乡服务新模式，充分考虑中小微企业需求	7
2、业务模式：金融投资飞速增长，提升国际业务竞争力	8
2.1、公司去年首次公开募股，近日获准公开发行可转债	8
2.2、股权结构分散，控股八家蓝海村镇银行	8
2.3、着重金融投资，助力公司发展	9
2.4、科技全面渗透，成为疫情期间重要抓力	10
2.5、创新国际业务，为规模化发展铺路	11
3、资产端：注重规模化，个人房贷占比稳步提升	11
3.1、生息资产收益率表现亮眼，结构占比不断优化	11
3.2、贷款结构完善，个贷增速提升	13
4、负债端：活期存款贡献低成本率，同业负债占比低	14
4.1、计息负债成本率占优，活期存款比例高	14
4.2、零售存款增速创新高，活期占比超 40%	15
4.3、同业负债占比一直较低，同业存单是主要组成部分	16
5、资产质量：不良率稳步降低，资本有望持续补充	17
5.1、资产质量符合各项监管指标，资本需多渠道补充	17
5.2、不良贷款率有所下降，拨备覆盖率高于农商行均值	17
6、盈利剖析：非息收入占比提升，投资收益飙涨	19
6.1、个贷收益率回升，居农商行前列	19
6.2、非息收入占比快速提升，投资收益剧增	20
6.3、成本收入比成绩喜人，人均创收处农商行中位	21
7、净息差及 ROE 颇具竞争优势	22
7.1、净息差逐步回升	22
7.2、ROE、ROA 均表现良好	23
8、盈利预测及分析建议	25
9、公司分析与估值	26
9.1、绝对估值	26
9.2、相对估值	27
9.3、股价驱动因素	28
10、风险提示	28

图表目录

图 1：净利润近三年稳步高速增长	6
图 2：公司营收成绩亮眼	6
图 3：资产规模不断增长	6
图 4：公司近三年大力发展金融投资	10
图 5：公司金融投资规模在区域性银行中较小（百万）	10
图 6：公司生息资产收益率发展处行业前沿（%）	12

图 7: 19 年公司生息资产收益率居行业前列 (%)	12
图 8: 生息资产稳定增长	12
图 9: 生息资产增速居农商行首位	12
图 10: 生息资产结构不断优化	12
图 11: 公司贷款行业分布较为完善	13
图 12: 个人贷款占比有所降低	13
图 13: 个贷增速波动提升	13
图 14: 个贷占比在农商行中处中位	14
图 15: 个人住房贷款不断增长	14
图 16: 公司计息负债成本率较低	14
图 17: 吸收存款规模稳步提升	15
图 18: 存款占计息负债比例呈下降趋势	15
图 19: 公司活期存款占比居农商行前列	15
图 20: 个人存款增速不断提升	15
图 21: 公司同业负债占比一直较低	16
图 22: 2019 年公司同业负债处农商行低位	16
图 23: 18 年同业负债以同业存单为主	16
图 24: 19 年同业负债结构有所调整	16
图 25: 核心一级资本充足率高于农商行平均	17
图 26: 公司资本金仍有提升空间 (2020 年一季度, %)	17
图 27: 公司不良贷款率居农商行中位 (%)	18
图 28: 拨备覆盖率高于农商行平均 (%)	19
图 29: 拨备覆盖率处农商行前列 (%)	19
图 30: 利息收入增长率 2019 年略降	19
图 31: 公司贷款收益率回升 (%)	20
图 32: 19 年个贷收益率次于渝农商行和常熟银行 (%)	20
图 33: 2020 年一季度非息收入占比 34%	20
图 34: 公司 2020 年一季度非息收入仅次于渝农商行	21
图 35: 手续费及佣金收入自 2017 年快速增长	21
图 36: 公司上市以来大力发展金融投资	21
图 37: 上市以来投资收益居农商行前列	21
图 38: 成本收入比大幅下降 (%)	22
图 39: 19 年人均创收处中位	22
图 40: 19 年人均创利处中位	22
图 41: 净息差变化	23
图 42: 2020 年 Q1 净息差次于常熟银行和张家港行 (%)	23
图 43: 公司 2019 年净利差仅次于常熟银行	23
图 44: 公司 ROE 保持前列 (%)	24
图 45: 2020 年一季度 ROE 农商行中位列第三 (%)	24
图 46: 拆分 ROE 各项贡献	24
图 47: 公司杠杆率较低 (%)	24
图 48: 公司 ROA 居农商行前列 (%)	24
表 1: 2020 年一季度公司前十大股东情况	8
表 2: 主要子公司及对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司情况	9

表 3: 公司股份质押情况.....	9
表 4: 公司近两年金融投资结构.....	10
表 5: 公司符合各项监管指标.....	17
表 6: 个贷不良率大幅降低.....	18
表 7: 农商行参数比较.....	25
表 8: 公司净利息收入预测.....	25
表 9: 公司生息资产、付息负债情况.....	25
表 10: 关键性假设.....	26
表 11: 各阶段预测值.....	26
表 13: 农商行参数比较.....	27

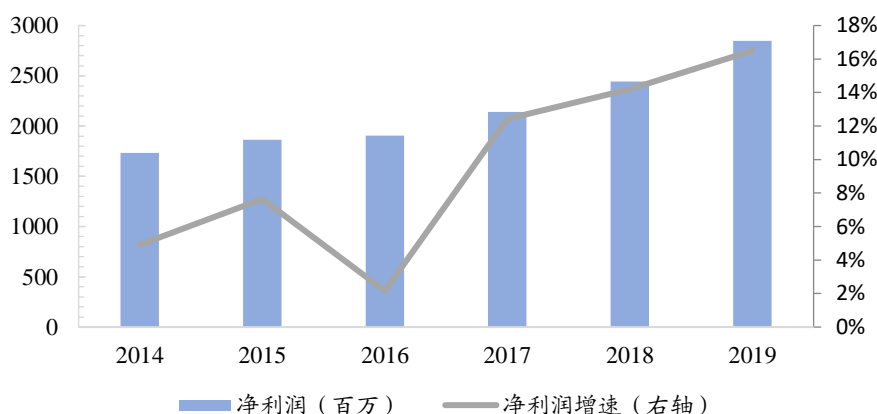
1、青农商行：精准定位服务“三农”，发展势头持续向好

青岛农商银行于2012年6月28日挂牌开业，总部位于青岛，是全国财富管理金融综合改革试验区核心区域。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。2019年3月26日，青岛农商银行在深圳证券交易所上市。在中国银行业协会公布的“2019年中国银行业100强榜单”中，该行位居第56位；在英国《银行家》杂志发布的“2020世界银行1000强”榜单中，位居世界银行第329位。

1.1、资产规模快速扩张，经营业绩持续向好

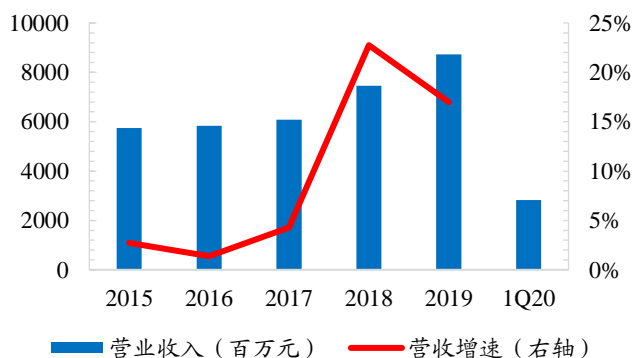
青岛农商银行以“服务‘三农’主办银行、城乡统筹主力银行、中小企业伙伴银行、城乡居民贴心银行”为市场定位。公司是山东省第一家地市级农村银行，是青岛第一家农村商业银行有限公司，青农商行提出公司战略定位：蓝色跨越，城乡统筹，围绕农村村镇，三农服务中小型企业，服务城乡统筹发展的金融主力军。公司目前已成为青岛市银行业中坚力量、山东省系统性重要法人银行和全国农商银行转型创新发展典范。截至2020年1季度，集团资产总额3,502.56亿元，较去年末增长25.14%。2019年末，实现营业收入87.29亿元、净利润28.47亿元，同比分别增长16.98%和16.49%。

图1：净利润近三年稳步高速增长



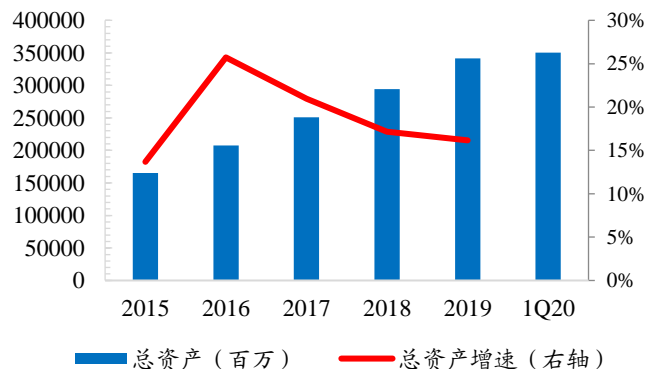
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：公司营收成绩亮眼



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：资产规模不断增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、利用区域优势，大力发展地区经济

深耕青岛，辐射华东六省。青岛是国家沿海副省级城市、山东半岛蓝色经济区规划核心区域龙头城市、“一带一路”战略新亚欧大陆桥经济走廊的主要节点城市和海上合作战略支点，未来发展潜力巨大，在海洋经济、交通基础设施建设、军民融合、国际航运贸易、高端制造业等领域市场空间广阔。公司依靠地理优势，发展多元化和集团化经营，按照“根植青岛、拓展山东、辐射华东六省”的市场布局战略，在深耕青岛市场的基础上，积极推进山东省内跨区域经营，目前已在烟台市、济南市设立异地支行，深圳、江西等 8 家蓝海村镇银行全部挂牌开业，跨区域步伐稳步推进，为公司高效快速发展提供了广阔的市场空间。

围绕地方经济热点，培育发展动能。对接青岛市委市政府“15 个攻势”部署，出台专属对接服务方案、精准营销清单和行业营销指引，发行全国首单军民融合专项债券 5 亿元，积极对接服务市级“双招双引”重点建设项目和行业重点项目，机构客户呈现全面破局之势。

1.3、建立城乡服务新模式，充分考虑中小微企业需求

创建城乡金融服务新模式。公司围绕“服务三农主力银行、城乡统筹主办银行、中小企业伙伴银行、城乡居民贴心银行”的战略定位，在城乡统筹与发展的实践中，探索出一套独具特色的城乡金融发展模式，奠定了本行持续、健康、高效发展的根本。遍布城乡的服务网络，使城乡居民随时随地享受便捷的金融服务。截至 2019 年末，全行网点总数为 356 个，其中，在青岛地区设有营业网点 354 个，是当地网点数量最多，服务范围最广泛的银行。

全国首创互联网小微云支付系统，充分满足农民、农村、农业现代化的金融服务需求。公司紧跟新型城镇化和农业现代化发展方向，不断加大对新型农村社区和农民专业合作社、家庭农场等新型农业经营主体的服务力度，推出专人负责、专人对接、专人服务、专人跟踪、专人督导的“五专”服务，不断巩固在农村市场的主体地位。紧跟城乡统筹发展步伐，公司打造“城乡居民贴心银行”的服务品牌，全面建设社区支行、微贷中心、直销银行、财富管理“四位一体”的服务平台，形成了“线上线下、网上网下、金融和生活融合一体”的社区服务体系，充分满足了社区居民财富增值、消费信贷、服务便捷的金融需求。

专业高效的中小微金融服务优势。在总行层面，公司设立专门的中小微企业服务管理部门，并按照矩阵式管理原则在各管辖支行设立专门的中小微企业服务部门以及服务机构，建立起多层次、全覆盖的中小微企业金融服务网络。同时，公司注重加强信贷管理，实施信贷流程再造工程，建设了审查、审批、放款、贷后检查和档案管理的“五大”信贷管理中心，推行中小微企业贷款集中制、扁平化的管理模式和独立审批人、评审委员会、审批委员会的三级审批机制，有效提高了小微贷款的审批效率。引入德国微贷技术，微贷业务打破了传统银行对小微企业融资的认定标准，将客户的成长性和发展前景作为重要的参考因素，有效满足了小微企业“金额小、需求频、周期短”的融资需求。强化服务创新，积极转变营销模式，由一对一的营销模式向平台、渠道营销模式转变，不断加强银政、银会、银媒的合作，成功打造了“鑫融小微”服务品牌。同时，加快产品创新研发，针对不同行业中小微企业的差别，有针对性地设计研发产品。公司充分发挥国际业务开办时间长、业务牌照全、服务能力强的优势，积极支持中小企业参与国际竞争。

2、业务模式：金融投资飞速增长，提升国际业务竞争力

2.1、公司去年首次公开募股，近日获准公开发行可转债

公司2019年3月首次公开募股，采用网下发行和网上发行相结合的方式进行。此次股票发行价格为3.96元/股，对应扣除非经常性损益前后净利润摊薄市盈率为10.74倍，发行数量为55,555.56万股，募集资金总额为22亿元，全部为新股发行，无老股转让。回拨机制启动前，网下初始发行数量为38,888.91万股，占此次发行数量的70%；网上初始发行数量为16,666.65万股，占本次发行数量的30%；回拨机制启动后，网下最终发行数量为5,555.51万股，占本次发行总量的10%；网上最终发行数量为50,000.05万股，占本次发行总量的90%。

2020年7月，公司收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准青岛农村商业银行股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可〔2020〕1440号），核准青农商行向社会公开发行面值总额50亿元可转换公司债券，期限6年，该批复自核准发行之日起12个月内有效。发行可转债可以使公司获取较低成本的债权融资，且对未来的转债投资者增发股票。因此，公司此次公开发行能够获得高效的股权融资。

2.2、股权结构分散，控股八家蓝海村镇银行

公司股权结构分散，同时控股8家蓝海村镇银行并参股山东省联社和中国银联。公司股权结构分散稳定，不存在控股股东及实际控制人。截至2020年1季度，持有公司5%以上股份的股东为青岛国信发展（集团）有限责任公司、青岛国际机场集团有限公司、日照钢铁控股集团有限公司，另外巴龙国际集团有限公司和巴龙国际建设集团有限公司作为一致行动人合计持股7.20%。公司同时控股或参股多家蓝海村镇银行，截至2020年1季度，公司共控股或参股8家银行。

表1：2020年一季度公司前十大股东情况

股东名称	持有比例(%)	持股数(百万)
青岛国信发展(集团)有限责任公司	9	500
青岛国际机场集团有限公司	9	500
日照钢铁控股集团有限公司	5.4	300
青岛即发集团股份有限公司	4.86	270
城发投资集团有限公司	4.5	250
巴龙国际集团有限公司	4.05	225
巴龙国际建设集团有限公司	3.15	175
青岛全球财富中心开发建设有限公司	2.7	150
青岛国际商务中心有限公司	1.98	110
青岛天一仁和房地产集团有限公司	1.75	97

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表2: 主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况

子公司名称	直接持股比例 (%)	辖内网点数量	员工数	资产规模 (百万)
日照蓝海村镇银行	15	2	24	310
深圳罗湖蓝海村镇银行	25	2	56	1882
德兴蓝海村镇银行	47.78	2	20	592
济宁蓝海村镇银行	31	2	30	560
弋阳蓝海村镇银行	46.67	2	20	527
金乡蓝海村镇银行	31	3	16	812
沂南蓝海村镇银行	40	2	29	551
平阴蓝海村镇银行	30	3	27	530
合计	18	222	5,763	

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表3: 公司股份质押情况

股东名称	持股数量 (百万)	持股比例	占其所持 股份比例	占青农商 行总股本 比例	已质押股		未质押股	
					份限售和占已质押 冻结数量股份比例	(百万)	份限售和占未质押 冻结数量股份比例	(百万)
巴龙建设	175	3.15%	98.85%	3.11%	172.99	100%	2.01	100%
巴龙集团	225	4.05%	94.12%	3.81%	211.78	100%	13.22	100%
合计	400	7.20%	96.19%	6.92%	384.77	100%	15.23	100%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2.3、着重金融投资，助力公司发展

公司金融投资自 2017 年开始发力，规模飞速扩张。公司 2017 年之前没有在金
融投资这一项发力，但近三年金融投资的投入及比重不断加大。2019 年，金融投
资规模为 1,226 亿元，是 2018 年规模的 14.7 倍；占总资产比例达到 35.88%。在投
资构成方面，金融投资包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益
工具投资、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、
持有至到期投资以及应收款项类投资。

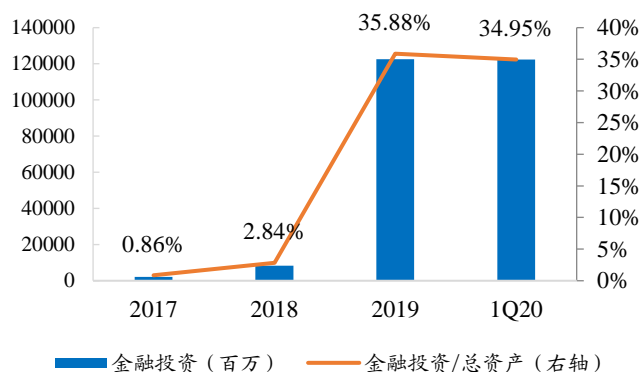
公司 2019 年金融投资仅次于渝农商行。放眼整体区域性银行，青农商行虽然
无法同北京银行、上海银行等具有多年发展经验的银行比较，但在农商行中是佼佼
者，去年金融投资数额仅次于渝农商行。我们认为，金融投资是非利息收入的重要
来源，未来公司可能会继续在这一项发力。

表4: 公司近两年金融投资结构

项目	2019 年末		2018 年末	
	金额 (百万)	占比 (%)	金额 (百万)	占比 (%)
交易性金融资产	50,086	40.85	-	-
债权投资	52,282	42.64	-	-
其他债权投资	20,229	16.50	-	-
其他权益工具投资	5	0.00	-	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	8,353	7.46
可供出售金融资产	-	-	44,288	39.53
持有至到期投资	-	-	34,272	30.59
应收款项类投资	-	-	25,112	22.42
合计	122,603	100	112,025	100

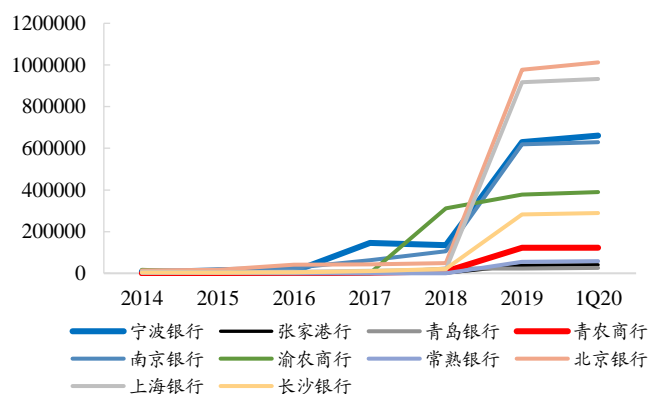
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 公司近三年大力发展金融投资



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 公司金融投资规模在区域性银行中较小 (百万)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.4、科技全面渗透，成为疫情期间重要抓手

公司奉行“一体两翼”、“轻型银行”的发展战略，完善电子银行业务。公司不断适应互联网金融发展变化，努力提升产品易用性和用户体验，防控业务风险，努力打造线上线下协同一体的互联网金融服务提供商。电子银行业务坚持以客户体验为中心，以移动金融为方向，践行普惠金融发展精神，持续开展个人电子银行汇款手续费全免、企业电子银行汇款手续费减半活动，持续推进线下业务线上化。2019年新增手机银行客户 51 万户，新增企业网银客户 3 万户。

2020 年疫情为银行业带来一定的冲击，但公司凭借金融科技，持续为客户服务并获得信任与支持。公司依托线上化、场景化、非接触的金融超市“汇青客”，号召全员变被动获客为主动营销。仅 2020 年 2 月，“汇青客”客户点击量突破 55 万人次，累计办理线上贷款、理财、车险等个人金融业务 6948 笔，金额 5.8 亿元，销售蔬菜 4.3 吨、水果 3.8 吨。

在公司“场景金融”规划里，“小微云”是打通线上线下、数字化延伸至社区

终端的重要一环。疫情防控期间，青岛农商银行 2113 台“小微云”依托农村地区的超市、药店、村委等营业服务场所，成为 2113 个轻资产“银行网点”，覆盖青岛 5531 个行政村。在“封村”“封社区”的严格防疫状态下，为农村社区居民的日常生活消费提供了高效、便捷的金融服务。

2.5、创新国际业务，为规模化发展铺路

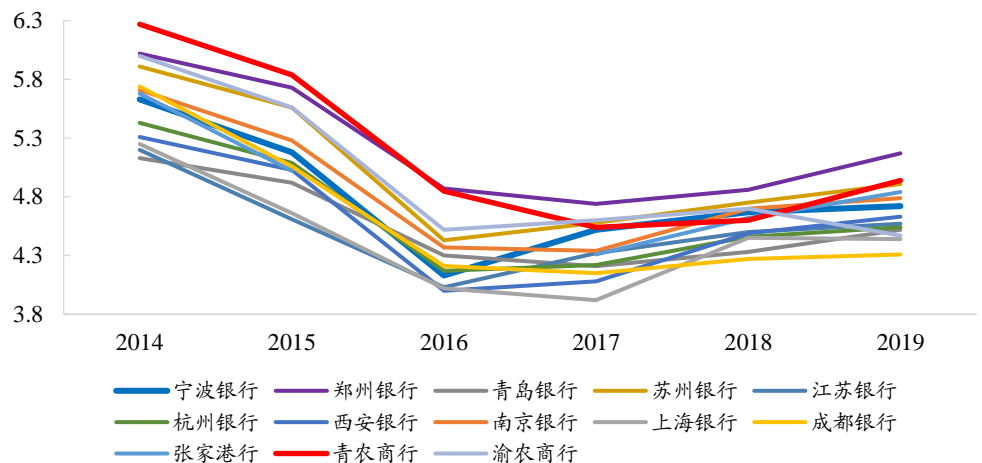
公司发布“自贸区金融服务方案二十条”，办理多笔国际业务。公司成功办理了山东自贸区首笔境外机构境内外汇账户（NRA 账户）的不落地结汇业务、首笔跨境人民币便利化业务，办理了全国农商银行首笔中国-新加坡央行货币互换项下新加坡元贷款业务；制定了《上合示范区金融综合服务方案（十五条）》。在丰富产品体系方面，支持上合示范区建设，上线了“跨境 e 家”、“微信速汇通”线上服务平台以及资金管理系统，在国家外汇管理局青岛市分局外汇业务合规与审慎经营评估等级考核中再获 A 类行。2019 年全年累计国际结算量 149 亿美元，同比增长 14.6%；代客结售汇 55 亿美元，同比增长 12.9%；银行间外汇市场交易量 155 亿美元，同比增长 52%。国际业务作为青岛农商银行的特色和亮点业务，服务能力、服务效率、风险控制能力始终走在岛城同业前列，2013 年至 2019 年连续七年进入全国银行间外汇市场 100 强。

3、资产端：注重规模化，个人房贷占比稳步提升

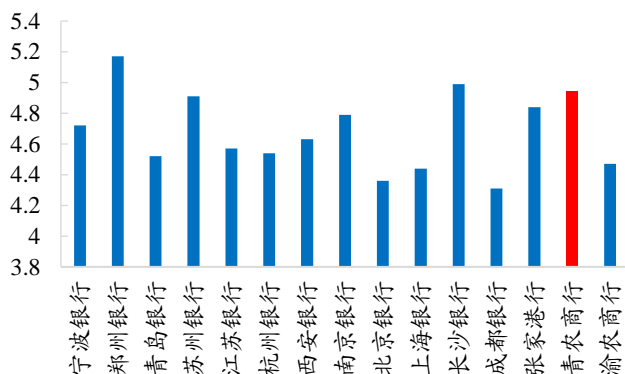
3.1、生息资产收益率表现亮眼，结构占比不断优化

生息资产规模扩大，收益率居区域性银行前列。近些年公司生息资产收益率变化符合行业大势，经历了先将后增的趋势。自 2017 年开始，公司生息资产收益率稳步提升，截至 2019 年，公司这一指标达 4.94%，在披露数据的区域性银行中一直稳居前列。从生息资产规模来看，公司注重规模化发展，2019 年生息资产为 3344 亿元，主要得益于金融资产和贷款的增长。虽然公司近年来生息资产增速有放缓，但自 17 年以来，其增速一直领先农商行。

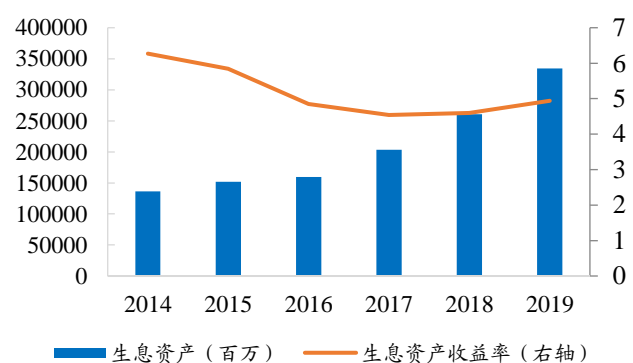
生息资产结构不断改善，金融投资占比剧增。公司 2017 年之前出于资金考量，没有投入金融投资项目，但 2019 年开始大力投资，其收入成为利息收入的主力军。截至 2020 年一季度，金融投资占生息资产 35.62%。加入金融投资后，其生息资产的结构不断向均衡和完善的方向发展。贷款方面，公司此前贷款占比有所下降，但 2019 年开始回调。主要原因是公司持续加大服务实体经济力度，支持重点项目、重点企业发展，扩大信贷投放力度，发放贷款和垫款规模增加。截至 2020 年一季度，贷款占比为 54.13%。受银行业监管的影响，存放同业的比例不断降低，进一步体现了公司不断优化的生息资产结构。

图6： 公司生息资产收益率发展处行业前沿（%）

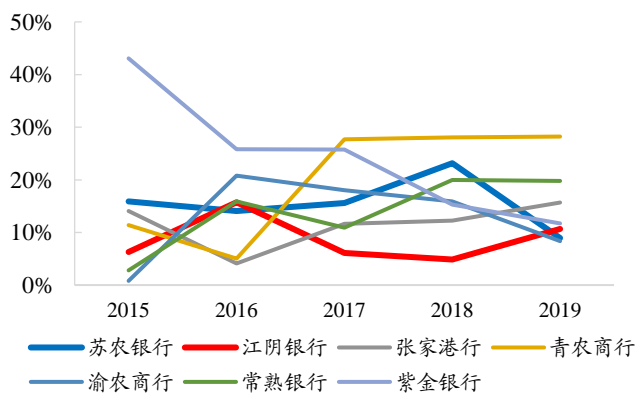
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 19年公司生息资产收益率居行业前列（%）

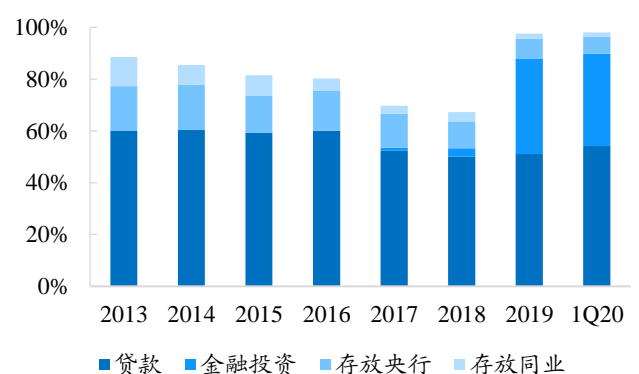
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 生息资产稳定增长

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 生息资产增速居农商行首位

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 生息资产结构不断优化

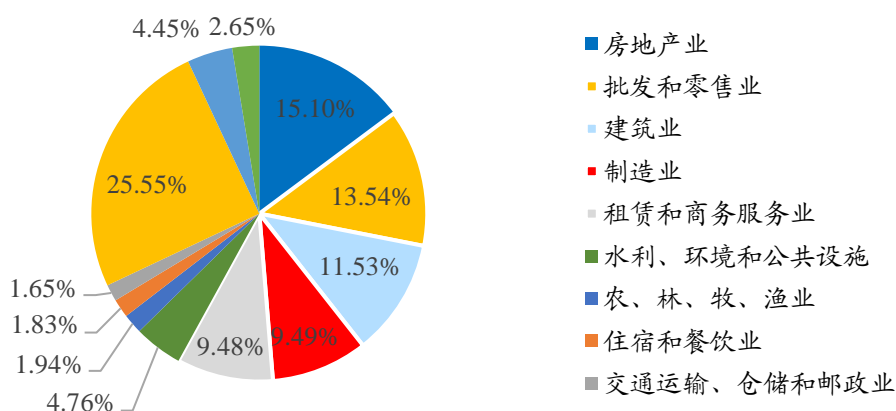
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、贷款结构完善，个贷增速提升

贷款结构不断完善。从行业结构来看，企业贷款中批发零售业、房地产业以及建筑业的占比最高，均在 10% 之上。这与发展地区经济，大力扶持实体企业等发展战略息息相关。从贷款结构来看，近年来票据贴现业务略微提升，个贷和公司贷款占比均较为稳定。公司业务仍然是青农商行的主要业务，2019 年达 71.81%，以往每年占比均在 70% 之上。个贷方面，虽然 2019 年占比有所下降，但与农商行相较，仍然处于中位，次于常熟银行、渝农商行和张家港行。

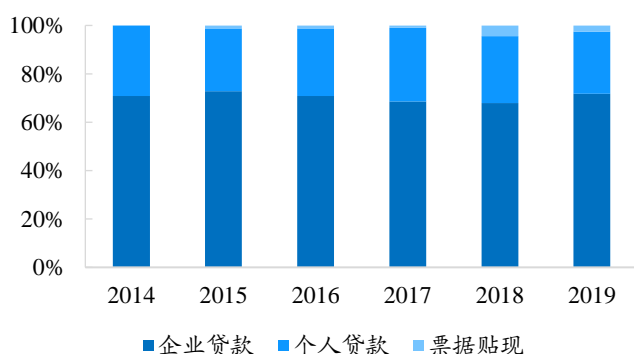
个人贷款保持良好增长态势，聚焦个人住房贷款。公司注重个人业务转型，推进零售银行、线上私人银行等业务模式，个人贷款取得长足发展。截至 2019 年末，个人贷款为 456.68 亿元，增速为 20.98%。个贷结构方面，公司仍以经营性贷款为主，但近年来这一项目占比不断下降，2019 年占比为 47.47%。在持续保持个人经营贷款竞争优势的基础上，公司积极推广线上办贷模式，稳步推进个人住房贷款投放，形成线上线下协同发展的良好态势。公司着眼满足居民合理住房需求，科学把控个人住房贷款投放节奏，同步推进个人贷款结构持续优化。截至 2019 年 12 月末，个人住房贷款占比增至 46.55%。

图11： 公司贷款行业分布较为完善



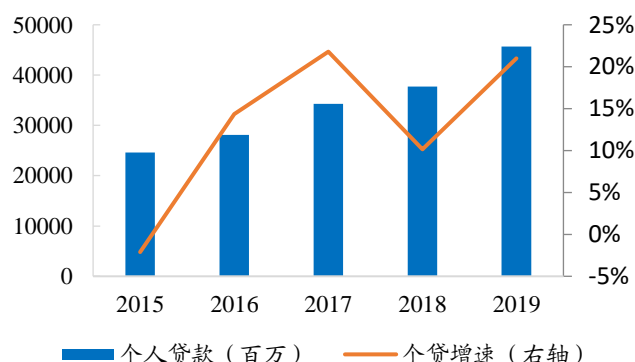
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图12： 个人贷款占比有所降低

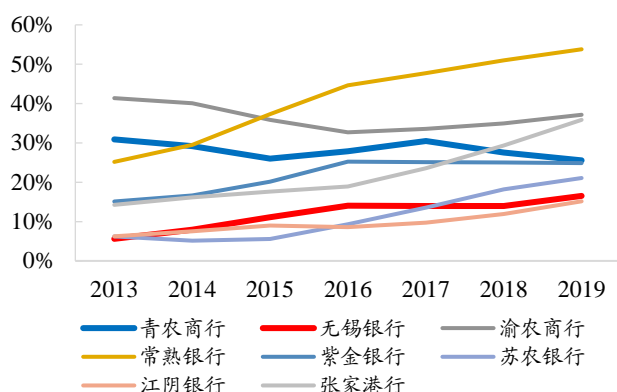


资料来源：Wind，新时代证券研究所

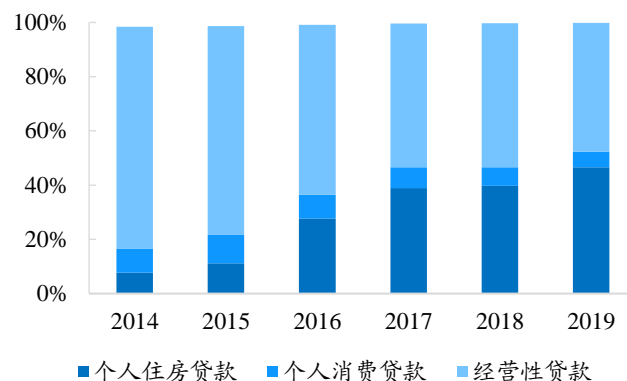
图13： 个贷增速波动提升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14: 个贷占比在农商行中处中位

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

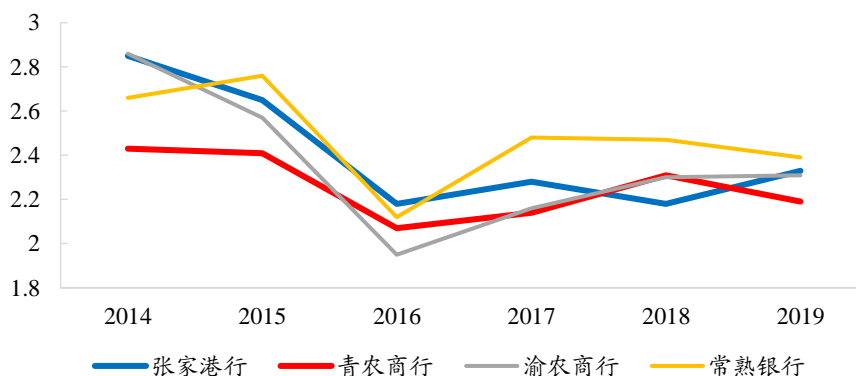
图15: 个人住房贷款不断增长

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4、负债端: 活期存款贡献低成本率, 同业负债占比低

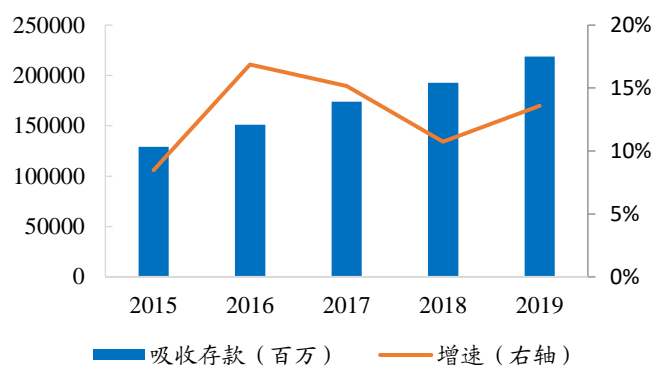
4.1、计息负债成本率占优, 活期存款比例高

计息负债成本率在农商行居首位。从上市农商行来看, 2019 年公司计息负债成本率居农商行首位, 较 2018 年底再降 12bp。公司吸收存款占负债的比重最大, 保持较快增长, 截至 2019 年, 公司吸收存款为 2188 亿元, 增速为 13.6%。吸收存款是公司最主要的资金来源, 为公司整体业务发展提供了重要的资金保障。剖析其存款结构, 虽然存款占计息负债的比例有所降低, 但低成本活期存款占比逐年稳步提升, 计息负债成本率较农商行偏低, 成本端优势有望继续维持。

图16: 公司计息负债成本率较低

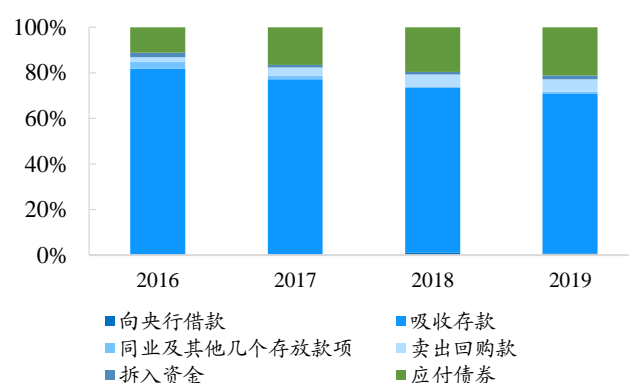
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图17: 吸收存款规模稳步提升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图18: 存款占计息负债比例呈下降趋势



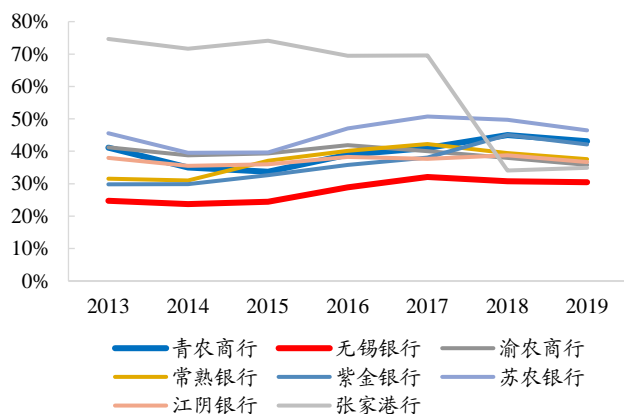
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4.2、零售存款增速创新高，活期占比超40%

零售金融使得个人存款增速创新高。公司近年来不断加大代发业务营销力度，以“面对面”服务持续打通服务通道。全力推进智慧厅堂建设，着力提升网点效能，推动个人存款快速增长，经营基础进一步夯实。截至2019年12月末，公司个人存款余额1,208.81亿元，较年初新增135.29亿元，新增额刷新历史新高，个人存款规模、新增额均保持青岛市同业最高。

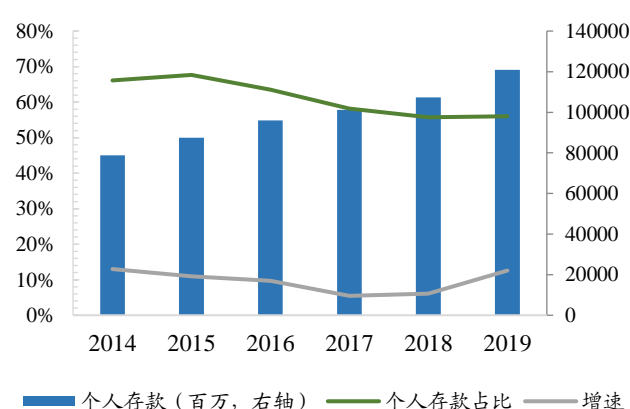
活期存款居同业前列，存款成本可控。青农商行一直注重活期存款的发展，近年来占比不低于33%。截至2019年末，公司活期存款占比达43.13%。从农商行看，公司活期存款占比仅次于苏农银行的46.43%，位居第二。较高比例的活期存款意味着较低和可控的负债端成本，为净息差的提升做贡献。

图19: 公司活期存款占比居农商行前列



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图20: 个人存款增速不断提升



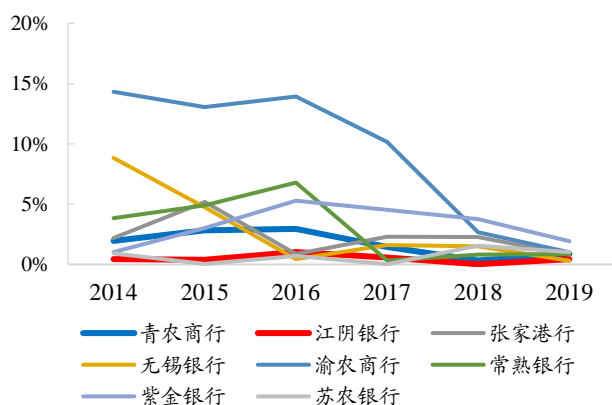
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4.3、同业负债占比一直较低，同业存单是主要组成部分

同业负债占比居行业低位。公司同业负债占比一直较低，均低于 3%。随着银行业同业负债方面监管趋严，公司积极响应，近年来已将同业负债降占比至 1% 以下。尤其是 2018 年，同业负债占比从 2017 年的 1.46% 降至 0.33%。在农商银行中，公司同业负债占比最低，2019 这一指标仅为 0.87%。

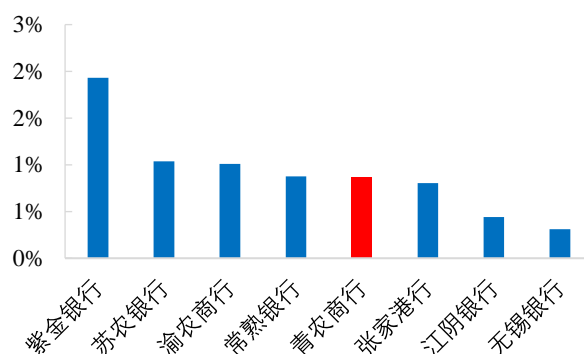
2019 负债结构有所调整，同业存单仍占比最高。截至 2019 年 12 月 31 日，公司未到期同业存单共 121 笔，账面价值合计为人民币 580.90 亿元。公司于 2019 年 3 月 11 日发行金融债券人民币 5 亿元，期限为 3 年，票面年利率为 3.64%。于 2019 年 12 月 17 日发行小型微型企业贷款专项金融债券人民币 30 亿元，期限为 3 年，票面年利率为 3.50%

图21： 公司同业负债占比一直较低



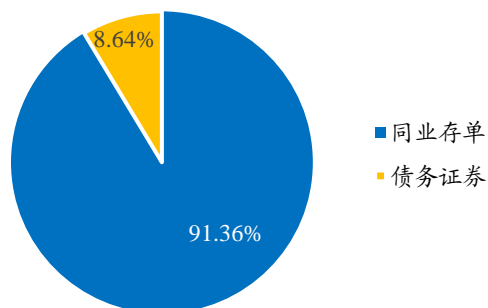
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22： 2019 年公司同业负债处农商行低位



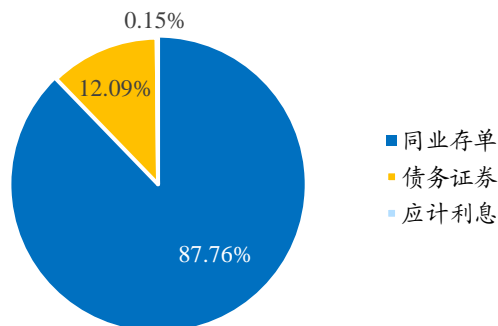
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图23： 18 年同业负债以同业存单为主



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图24： 19 年同业负债结构有所调整



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、资产质量：不良率稳步降低，资本有望持续补充

5.1、资产质量符合各项监管指标，资本需多渠道补充

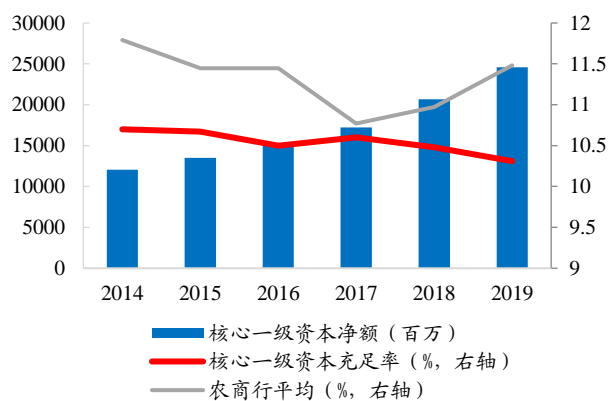
核心一级资本充足率高于农商行平均。从各项监管指标标准来看，公司完全符合各项指标标准，且流动性指标在 2020 年一季度达 70.2%，远超最低标准。核心一级资本净额稳步提升，核心一级资本充足率近年来一直高于农商行平均值，未来公司可以通过发行可转债等方式多渠道补充资本，提升资本充足率等指标。

表5：公司符合各项监管指标

指标类别	指标	标准	2020 年一季度	2019
资本充足率	核心一级资本充足率	≥ 7.5%	10.31%	10.48%
	一级资本充足率	≥ 8.5%	10.32%	10.49%
	资本充足率	≥ 10.5%	12.05%	12.26%
流动性风险	流动性比例	≥ 25%	70.20%	71.45%
信用风险	不良贷款率	≤ 5%	1.43%	1.46%
	单一客户贷款集中度	≤ 10%	7.02%	7.31%
	单一集团客户授信集中度	≤ 15%	10.54%	10.11%
拨备情况	拨备覆盖率	≥ 150%	323.07%	310.23%

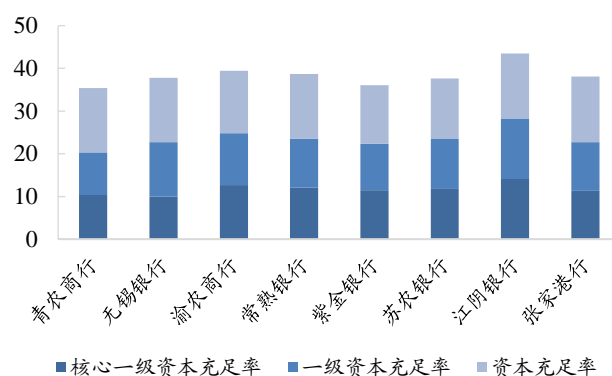
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图25：核心一级资本充足率高于农商行平均



资料来源：Wind，新时代证券研究所

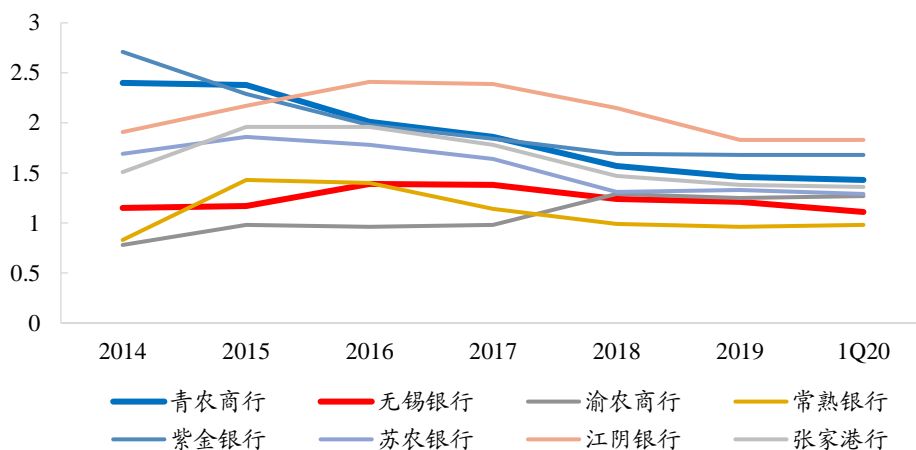
图26：公司资本金仍有提升空间（2020 年一季度，%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.2、不良贷款率有所下降，拨备覆盖率高于农商行均值

不良率呈小幅波动下降趋势，个贷不良率降幅较大。公司近些年一直注重控制不良率，不断完善贷款审批事前介入机制，搭建贷后预警模型，深入开展表内表外“双清收”专项活动，信贷资产质量持续提升。不良率已从 2014 年的 2.38% 降至 2020 年一季度的 1.43%。一季度不良率处农商行中位，短期承压，未来仍有下降空间。从产品结构来看，公司贷款的不良率较去年上升了 17bp，其中流动资金贷款不良率占比最高，但整体不良率较去年已呈下降之势；个贷方面表现亮眼，2019 年末较 2018 年下降 91bp，其中个人经营贷款的不良率最高。

图27: 公司不良贷款率居农商行中位(%)

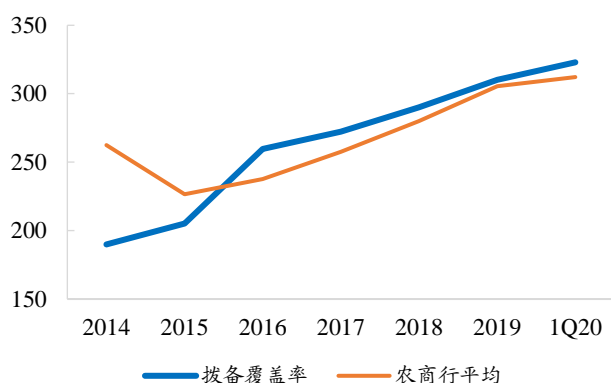
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表6: 个贷不良率大幅降低

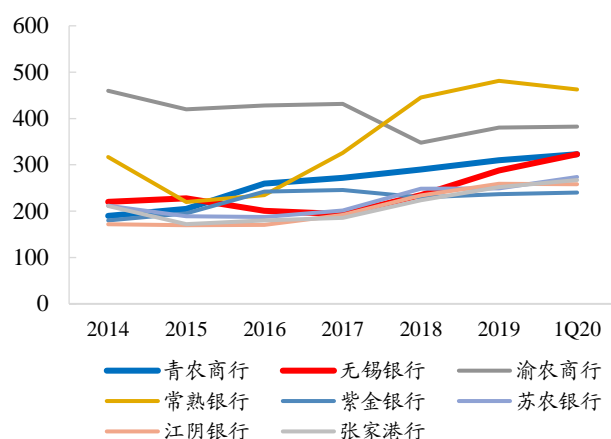
项目	2019 占比	不良率	2018 占比	不良率
公司贷款	77.11%	1.57%	60.86%	1.40%
流动资金贷款	58.61%	1.99%	56.38%	2.02%
固定资产贷款	18.41%	0.98%	4.37%	0.29%
贸易融资	0.09%	0.11%	0.11%	0.22%
个人贷款	22.89%	1.31%	39.14%	2.22%
个人经营贷款	20.02%	2.42%	35.86%	3.83%
个人住房贷款	1.90%	0.23%	1.93%	0.28%
个人消费贷款	0.91%	0.88%	1.18%	0.99%
其他	0.06%	3.72%	0.17%	3.11%
合计	100%	1.46%	100%	1.57%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

拨备覆盖率高于农商行均值。公司拨备覆盖率不断提升, 自 2016 年起高于上市农商行平均值。截至 2020 年一季度, 公司拨备覆盖率为 323.07%, 远超监管要求的 150%。在上市的农商行中, 公司这一指标处前列, 仅次于常熟银行(462.83%)和渝农商行(382.41%)。我们认为, 公司一贯秉承较高的风控意识和优质的资产质量, 疫情冲击下有望持续计提拨备覆盖率。

图28: 拨备覆盖率高于农商行平均 (%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

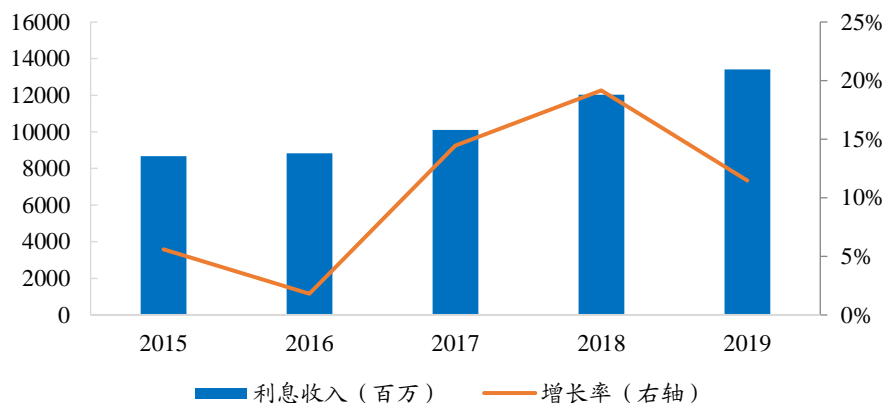
图29: 拨备覆盖率处农商行前列 (%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

6、盈利剖析: 非息收入占比提升, 投资收益飙升

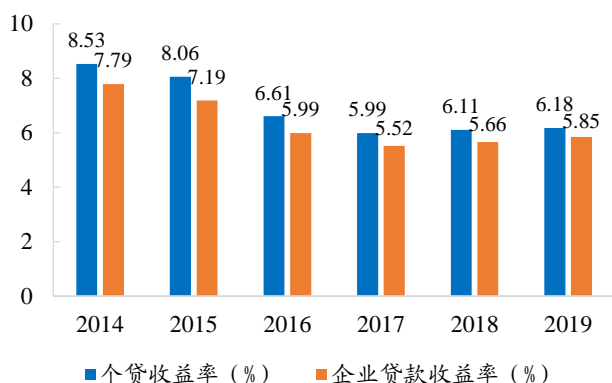
6.1、个贷收益率回升, 居农商行前列

2019 年利息收入增幅下降。公司利息收入不断上升, 截至 2019 年底, 利息收入为 143.15 亿元, 较去年增长 11.47%。增长率较去年下降了近 8 个百分点。但从其他银行来看, 利息收入增长率大多呈现波动上升的趋势; 另外, 公司初上市, 正在着力发展生息资产规模, 我们预计未来利息收入还有较大增长空间。

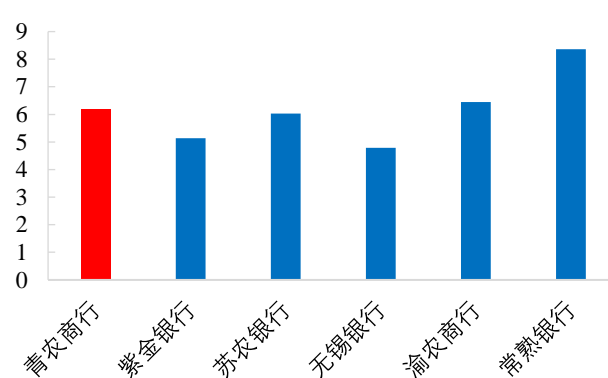
图30: 利息收入增长率 2019 年略降

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

个贷收益率回升。公司个人贷款和企业贷款收益率趋势相同, 且个贷收益率始终高于企业贷款收益率。2017 年之前个贷收益率逐年下降, 此后缓慢回升。截至 2019 年底, 个贷收益率为 6.18%, 较 2017 年增长了 19bp。从农商行来看, 公司个贷收益率仅次于渝农商行和一直保持领先的常熟银行, 个贷收益率在农商行中较有优势。虽然个人贷款 2019 年占比 25.55%, 但收益率的相对优势可能会使公司着重发展个人贷款业务。

图31: 公司贷款收益率回升 (%)

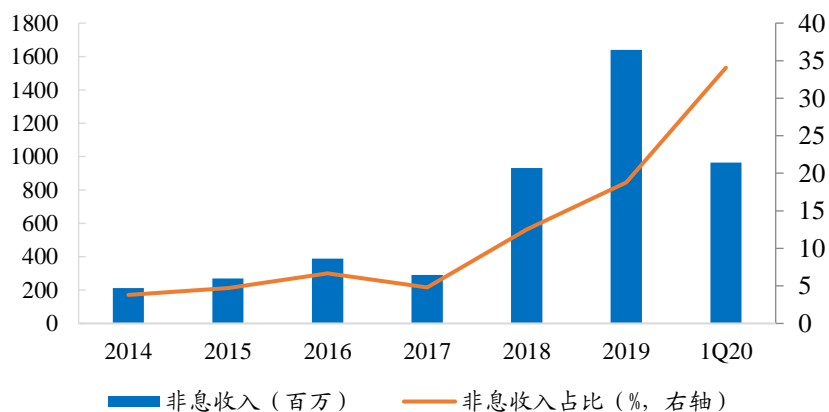
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图32: 19年个贷收益率次于渝农商行和常熟银行 (%)

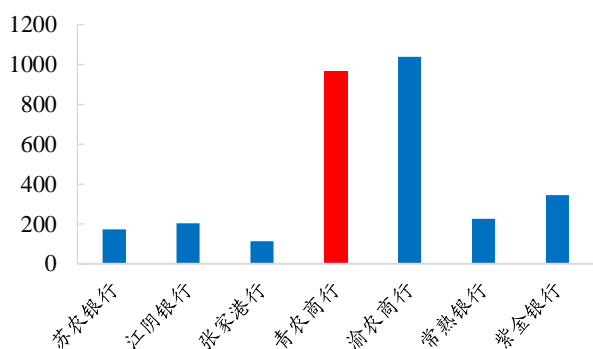
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

6.2、非息收入占比快速提升，投资收益剧增

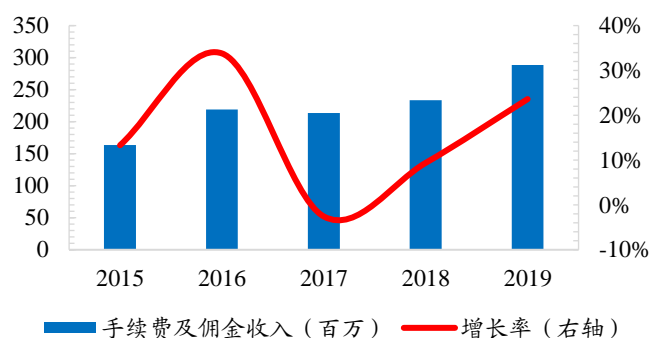
2020年一季度非息收入占比高达34%，手续费及佣金收入快速增长。公司2018年之前未过多注重产生非息收入的业务，2014-2017年非息收入均在4亿元之下，占比低于7%。2017年之后公司逐渐减少资产端对贷款业务的依赖，转而发展金融投资以及中间业务等。2019年非息收入16.39亿元，2020年一季度公司非息收入占比达34%，非息收入规模在农商行中仅次于渝农商行。相应地，手续费及佣金收入也自2017年以来快速增长，2019年末，手续费及佣金收入增速达23.61%。

图33: 2020年一季度非息收入占比34%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

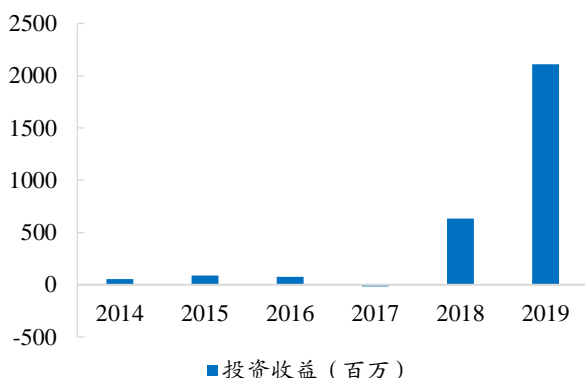
图34：公司 2020 年一季度非息收入仅次于渝农商行

资料来源：Wind，新时代证券研究所

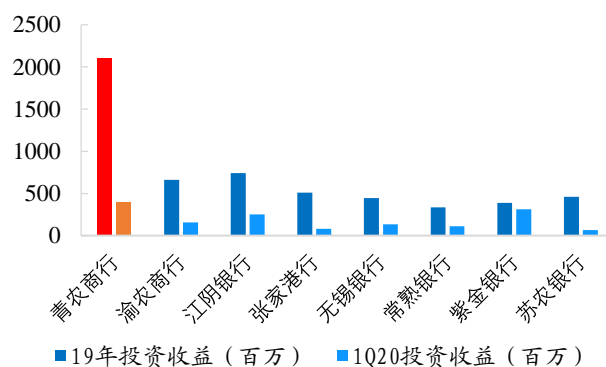
图35：手续费及佣金收入自 2017 年快速增长

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上市以来大力投入金融投资，投资收益飙涨。公司 2018 年之前未注重金融投资部分，因此投资收益低。2018 年以来，金融投资比重大大增加，带动投资收益大幅增加。截至 2019 年，公司投资收益达 21 亿元，居农商行首位。2020 年一季度公司投资收益为 3.93 亿元，农商行中仅次于贵阳银行。

图36：公司上市以来大力发展金融投资

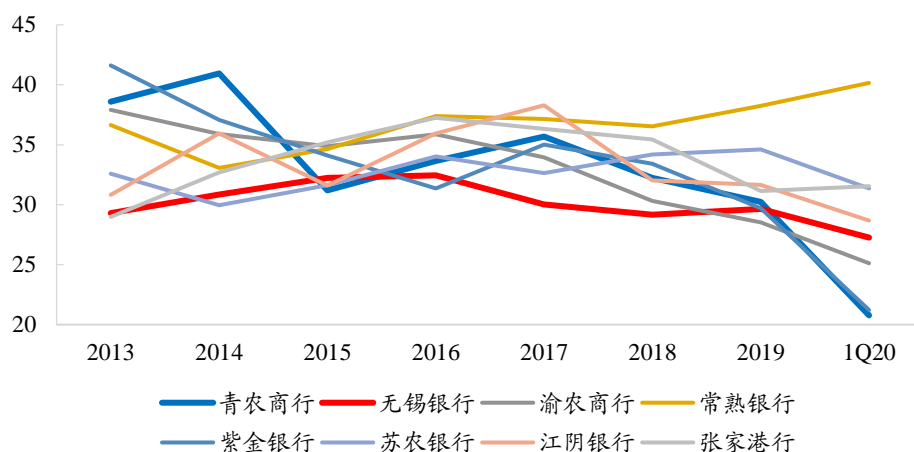
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图37：上市以来投资收益居农商行前列

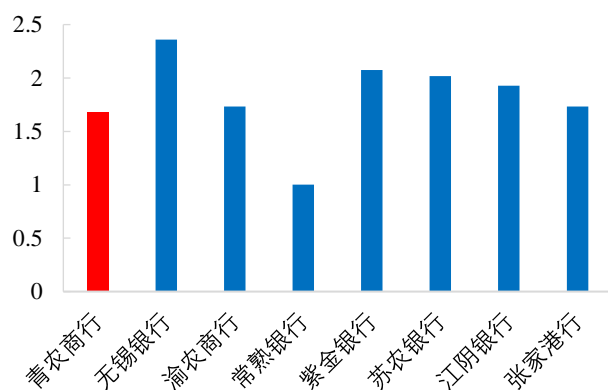
资料来源：Wind，新时代证券研究所

6.3、成本收入比成绩喜人，人均创收处农商行中位

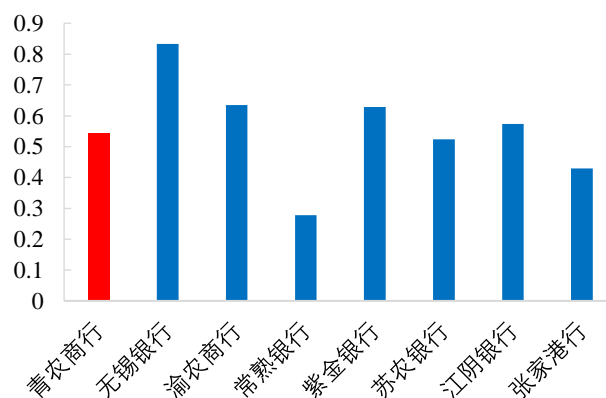
成本收入比下降迅速，人均创收及创利处农商行中位。从数据可以看出，公司前些年成本收入比居高不下，甚至在 2014 年居农商行最高位，而此后几年也处于中高位。2020 年一季度公司成本收入比为 20.77%，较 2019 年底 30.25% 下降了近 10 个百分点，2020 年一季度居农商行首位。因此，公司在成本控制方面做出了表率，未来有望继续压低成本收入比。公司人均创收和人均创利并未十分亮眼，在农商行处于中位。

图38: 成本收入比大幅下降(%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图39: 19 年人均创收处中位

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

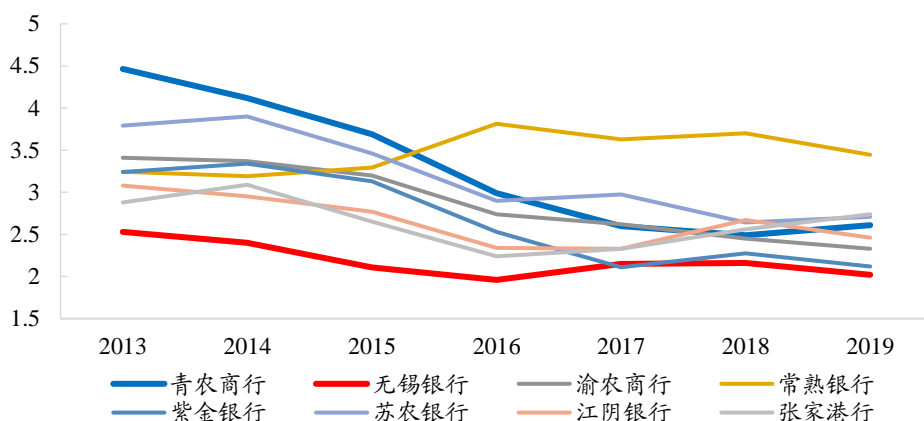
图40: 19 年人均创利处中位

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

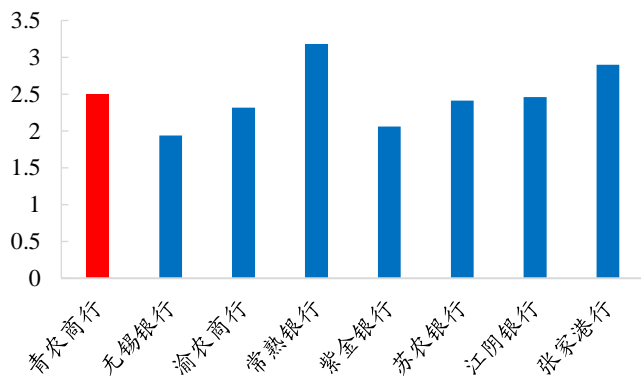
7、净息差及 ROE 颇具竞争优势

7.1、净息差逐步回升

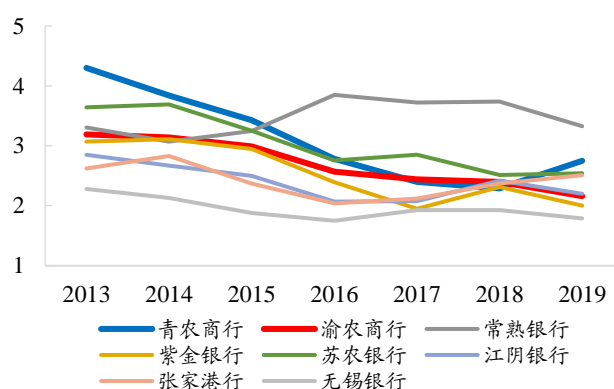
净息差回升，处农商行中位。公司净息差一直维持在 2.5% 以上，此前 2013、2014 和 2015 年居农商行首位，但受供给侧结构性改革和市场监管等影响，净息差呈下降趋势。2019 年净息差有所回升，达 2.61%，在农商行中处于中上游。2020 年一季度公司净息差为 2.5%，在农商行之中仅次于常熟银行和张家港行。净利差方面，由于近年来常熟银行在农商行中的绝对竞争优势，很难被超越。2019 年底，公司净利差为 2.75%，仅居常熟银行之下。

图41：净息差变化

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图42：2020年Q1净息差次于常熟银行和张家港行(%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

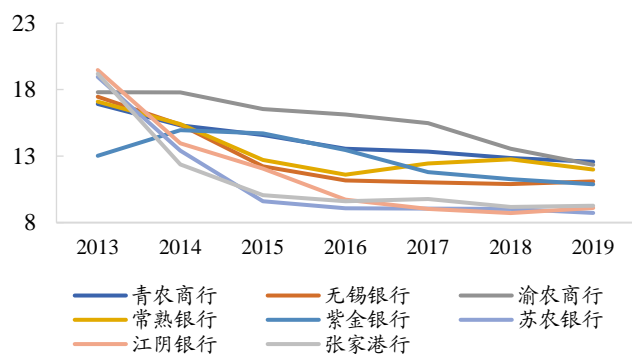
图43：公司2019年净利差仅次于常熟银行

资料来源：Wind，新时代证券研究所

7.2、ROE、ROA 均表现良好

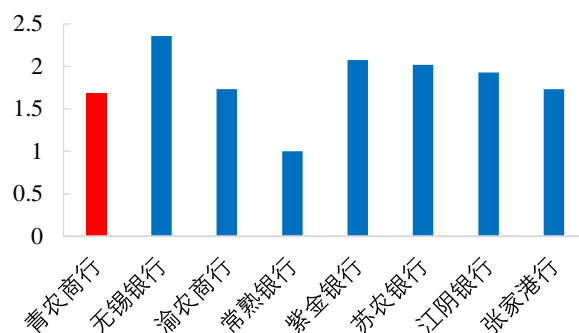
2019年ROE处农商行首位。公司上市以来盈利能力较好，ROE多年处于农商行中位，2019年ROE为12.57%，居农商行首位。公司近年来ROE一直处于稳定状态，波动幅度不超过2%，处于农商行中高位。从2020年一季度的数据来看，公司ROE为3.42%，仅次于渝农商行。从拆解部分来看，收入主要来自利息收入，小部分来自手续费收入。而费用方面，公司的信用及资产减值损失占据较大份额，发放给员工薪酬等产生的管理费用也较多。

图44: 公司 ROE 保持前列 (%)



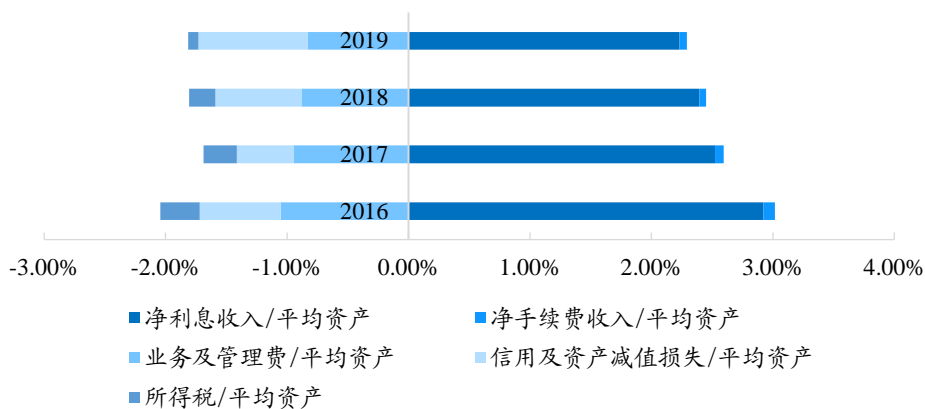
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图45: 2020 年一季度 ROE 农商行中位列第三 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

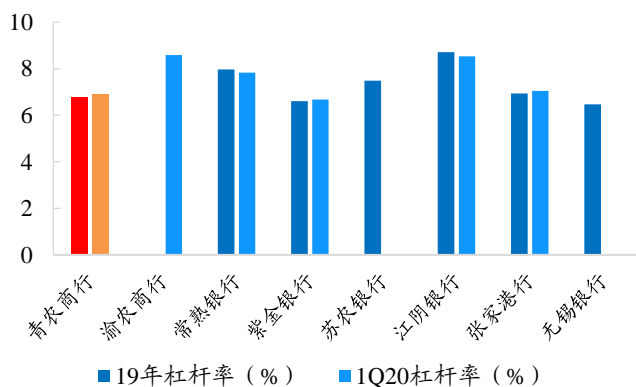
图46: 拆分 ROE 各项贡献



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

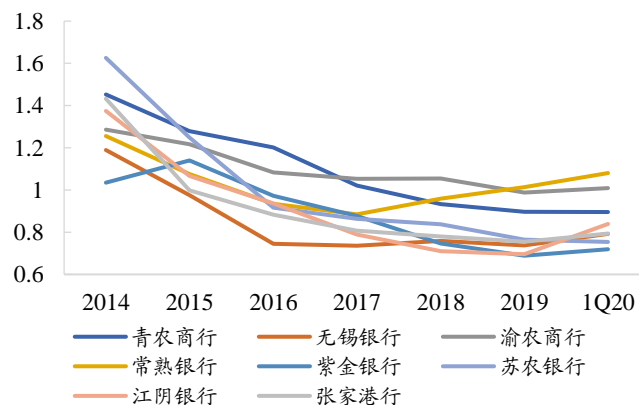
杠杆率较低, ROA 表现略逊于 ROE。公司重点关注风控方面, 维持较低的杠杆率, 因此信用风险较低。ROA 逐年呈现下降趋势, 2019 年底为 0.90%, 较 2018 年有小幅下降。但随着公司净利润的高速增长, 我们认为, 公司有望继续提升 ROA。

图47: 公司杠杆率较低 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图48: 公司 ROA 居农商行前列 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表7：农商行参数比较

银行名称	净利润(百万)	营业利润率 (%)				总资产周转率(%)				ROE(%)	ROA(%)
		2017	2018	2019	2020Q1	2017	2018	2019	2020Q1		
青农商行	2847.247	45.4542	40.799	35.9382	34.4251	0.0265	0.0274	0.0275	0.0082	12.5745	0.8956
江阴银行	1011.777	35.2089	21.6742	33.5201	17.8238	0.0235	0.0284	0.0282	0.0066	9.0926	0.839
张家港行	937.3954949	29.7326	28.4463	25.086	31.6357	0.025	0.0277	0.0326	0.008	9.2701	0.7928
无锡银行	1251.952	43.8884	41.191	41.2998	37.91	0.0218	0.0219	0.0224	0.0064	11.1078	0.7916
渝农商行	9988.11	49.8071	45.0114	45.8899	56.9877	0.0281	0.0282	0.0269	0.0067	12.3479	1.0089
常熟银行	1899.642	33.1748	33.9966	35.3326	39.626	0.0362	0.0373	0.0367	0.009	11.997	1.0807
紫金银行	1417.092	38.6025	34.9497	35.0818	30.1745	0.0238	0.0232	0.0237	0.0066	10.8827	0.7185
贵阳银行	5997.889	41.073	43.7404	43.2856	41.4069	0.0298	0.0261	0.0276	0.0074	15.7069	1.1277
苏农银行	915.027	31.5512	28.5125	28.4739	30.5327	0.0309	0.0297	0.029	0.0072	8.7295	0.7539

资料来源：Wind，新时代证券研究所

8、盈利预测及分析建议

我们认为受到疫情影响，公司净息差在 2020 年有进一步下滑风险，但随着公司贷款规模扩大、结构优化，净利息收入依旧有所增长。由于公司自上市以来大力发展大零售业务，形成较好的护城河，客户逐渐得以积累。而随着疫情之后复产复工进度加快，中小微企业有较大的贷款需求，央行在政策上也亦对该部分企业有所倾斜。因此预测，公司在 2020 年发放贷款及垫资规模将高于经济增速，虽受到净息差被压缩等因素影响，但公司以量换价，净利息收入保持增长态势。根据利息收入=生息资产*净息差，生息资产按照信贷增速，叠加净息差被压缩，两者相抵之后，预计净利息收入保持名义经济增速的规模。

表8：公司净利息收入预测

单位（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
吸收存款	192,610	218,805	249,438	286,854	332,751
发放贷款	130,756	170,995	205,966	269,453	352,622
净利息收入	6,529	7,090	8,154	9,531	11,498
净息差	2.49%	2.61%	2.59%	2.50%	2.47%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为公司随着公司贷款规模扩大，公司资产规模也随之增加，贷款占总资产比重也逐步提升，公司资产结构得到进一步的优化。公司负债端，随着央行货币端放松，公司付息负债成本有望下调。

表9：公司生息资产、付息负债情况

单位（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
生息资产	260,803	334,392	370,288	403,192	452,587
计息负债	266,354	312,468	344,471	383,350	430,811
生息资产平均收益率	4.60%	4.94%	4.95%	4.97%	5.00%
计息负债平均成本率	2.31%	2.19%	2.17%	2.15%	2.20%
总资产	294,141	341,667	377,845	419,992	471,445
贷款/总资产	46.57%	52.30%	54.51%	63.00%	65.00%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

9、公司分析与估值

9.1、绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型估值，以未来的三年作为高速增长期，而后十年作为过渡增长期，此后作为永续增长期。设定估值的假设条件为：

1、假设市场无风险利率为 3.45%，由过去一年的 10 年国开债利率均值得出；风险溢价为 4.65%，数据来源于过去三年年沪深 300 市盈率； β 值为 1.5，采用回归法，将过去两年公司的 β 值回归，求出长期 β 系数均回归值。由以上数据算出权益资本成本为 10.38%。

2、长期利润增长率：公司近几年净利润呈高速增长的态势，近两年增长率维持在 15% 左右。因此，我们保守估计，在短期的高速增长阶段，增长率为 14%，过渡阶段为 10%，永续期增长率可能有所下降，我们预测为 7.60%。

3、假设短期股利分红率为 30%，根据过去几年股利分红的数值取均值得出；过渡增长期和永续期的支付率随净利润的稳步增长可能不会有太大变动，我们预测的数值为 30%。

4、由于公司刚刚上市，且保持在农商行中的竞争优势，未来净利润可观。我们假定短期的 ROAE 为 14%，过渡期和永续期为 12.75% 和 10.92%。过渡期和永续期 ROAE 较短期较低的原因主要是长期以来银行业的整体估值偏低，且与其通常致于我国名义 GDP 的增速有关。

5、由于永续增长率和折现率对预测结果的影响较大，因此我们用这两个因素来做敏感性分析。

按照以上主要假设条件，采用绝对估值法敏感性分析得出的股价公允价值为 5.9-6.2 元/股，对应 PB 为 1.2-1.4 倍。

表10：关键性假设

关键性假设	数值
长期增长率	7.60%
无风险利率	3.40%
β (levered)	1.50
市场风险溢价	3.65%
COE	10.38%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表11：各阶段预测值

	详细预测期 (2020E-2022E)	过渡增长期 (2023E-2033E)	永续增长期 (2034E—)
净息差	2.83%	2.80%	2.50%
生息资产/总资产	97.29%	95.00%	90.00%
贷款总额/生息资产	64.19%	60.00%	60.00%
净非利息收入/营业收入	17.17%	18.00%	20.00%
成本收入比(含营业税)	31.58%	30.00%	30.00%

	详细预测期	过渡增长期	永续增长期
PPOP ROAA	2.27%	2.27%	1.97%
信用成本	1.90%	1.95%	2.00%
有效税率	9.55%	10.00%	9.00%
ROAA	0.98%	1.04%	0.81%
权益乘数	14.59	13.50	13.50
ROAE	14.00%	12.75%	10.92%
股利支付率	29.83%	30.00%	30.00%
增长率 g	10.05%	9.86%	7.60%

资料来源：新时代证券研究所

表12：敏感性分析

	折现率				
	9.4%	9.9%	10.4%	10.9%	11.4%
5.6%	5.50	4.87	4.37	3.96	3.62
永 6.1%	6.01	5.24	4.64	4.17	3.79
续 6.6%	6.72	5.72	4.99	4.43	3.99
增 7.1%	7.74	6.39	5.45	4.76	4.23
长 7.6%	9.35	7.35	6.08	5.19	4.54
率 8.1%	12.27	8.87	6.98	5.78	4.95
8.6%	19.16	11.62	8.41	6.64	5.51

资料来源：新时代证券研究所

9.2、相对估值

公司是农商行中的佼佼者，其业务构成和风控水平等各方面均非常优秀。从前述分析可以看出，公司无疑是发展前景较好的农商行，这与其特别注重前瞻性研究和布局扩张，保证战略引领有着很大的关系。因此，未来青农商行将依然保持高PE。我们预测，2020年公司的PE合理区间在10-11倍之间，PB在1.2-1.4倍之间，对应合理股价区间为6.0-6.2元。

表13：农商行参数比较

证券简称	净利润(百万元)			净利润同比增长率(%)			市盈率 PE		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
青农商行	2,824.80	3,227.10	3,673.45	14.40	14.24	13.82	10.80	9.47	7.17
渝农商行	9,759.89	10,370.25	11,058.00	7.75	6.25	6.63	6.05	5.69	5.34
贵阳银行	5,800.43	6,443.50	7,220.50	9.03	11.09	12.06	4.29	4.12	3.67
成都银行	5,550.90	6,439.50	7,416.00	19.17	16.01	15.16	5.47	4.72	4.10
长沙银行	5,080.25	5,700.40	6,399.00	8.63	12.21	12.26	5.84	5.39	4.80
郑州银行	3,285.12	3,542.00	3,837.00	7.40	7.82	8.33	7.36	6.82	6.30
西安银行	2,674.99	2,916.67	3,252.33	12.93	9.03	11.51	9.52	8.73	7.83
苏州银行	2,473.01	2,673.00	2,987.00	3.61	8.09	11.75	11.75	10.87	9.73
青岛银行	2,284.82	2,600.00	3,100.00	12.92	13.79	19.23	10.13	8.90	7.46
常熟银行	1,785.26	2,041.87	2,355.29	6.04	14.37	15.35	11.64	10.17	8.82

资料来源：Wind，新时代证券研究所

9.3、股价驱动因素

长期股价催化剂：中国长期的经济结构发展，金融市场的进一步完善，以及公司致力的经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂：按照“根植青岛、拓展山东、辐射华东六省”的市场布局战略，坚持支农支小市场定位，围绕服务实体经济的服务理念推广；聚焦小微客户，优质资产占比增加；金融投资、理财业务及手续费及佣金的收入有望增长。

10、风险提示

经营风险：业务转型带来的风险以及不良贷款率异常升高等。

政策风险：金融供给侧结构性改革后，我国对银行业监管政策趋严，限制了同业负债等业务发展。

市场风险：中国经济受疫情影响经济增速下行风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒使机构暂停营业。

附录：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	136,974	178,709	214,451	278,786	362,422	每股指标					
贷款减值准备	6,218	7,713	8,485	9,333	9,800	PE	11.37	10.82	9.47	8.32	7.17
债券投资	112,025	50,087	55,096	60,605	66,666	PB	1.34	1.25	1.20	1.10	0.99
存放央行	26,866	26,042	34,921	28,685	33,275	EPS	0.48	0.51	0.58	0.66	0.77
同业资产	16,970	15,594	16,609	17,386	18,242	BVPS	4.10	4.39	4.58	5.02	5.56
资产总额	294,141	341,667	377,845	419,992	471,445	每股拨备前利润	0.98	1.06	1.22	1.39	1.64
吸收存款	192,610	218,806	249,438	286,854	332,751	驱动性分析					
同业负债	21,656	27,472	28,842	30,305	31,869	生息资产增长	17.27%	14.19%	10.73%	8.89%	12.25%
发行债券	52,088	66,191	66,191	66,191	66,191	贷款增长	21.81%	30.47%	20.00%	30.00%	30.00%
负债总额	272,798	316,406	351,501	391,174	439,603	存款增长	10.74%	13.60%	14.00%	15.00%	16.00%
股东权益	21,343	25,262	26,344	28,818	31,842	净手续费收入/营业收入	2.01%	2.30%	2.41%	2.53%	2.58%
						成本收入比	32.45%	30.48%	30.00%	30.00%	30.00%
						实际所得税税率	19.64%	8.65%	10.00%	10.00%	10.00%
利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	盈利及杜邦分析					
净利息收入	6,530	7,090	8,154	9,531	11,498	净利息收入	2.40%	2.23%	2.27%	2.39%	2.58%
净手续费收入	149	199	239	286	344	净非利息收入	0.32%	0.49%	0.48%	0.45%	0.41%
其他非息收入	732	1,373	1,500	1,500	1,500	营业收入	2.72%	2.72%	2.75%	2.84%	2.99%
营业收入	7,411	8,663	9,893	11,318	13,342	营业支出	0.91%	0.86%	0.87%	0.90%	0.95%
税金及附加	(80)	(91)	(157)	(182)	(215)	拨备前利润	1.80%	1.86%	1.88%	1.94%	2.05%
业务及管理费	(2,405)	(2,640)	(2,968)	(3,395)	(4,002)	资产减值损失	0.71%	0.90%	0.87%	0.91%	0.97%
营业外净收入	(15)	(27)	0	0	0	税前利润	1.09%	0.96%	1.01%	1.03%	1.07%
拨备前利润	4,911	5,903	6,767	7,739	9,123	税收	0.21%	0.08%	0.10%	0.10%	0.11%
资产及信用减值损失	(1,932)	(2,859)	(3,145)	(3,617)	(4,341)	ROAA	0.88%	0.87%	0.91%	0.93%	0.97%
税前利润	2,978	3,044	3,622	4,122	4,782	ROAE	12.19%	11.93%	12.63%	13.45%	14.19%
税后利润	2,393	2,781	3,260	3,710	4,304	业绩年增长率					
归属母行净利润	2,419	2,825	3,227	3,673	4,261	净利息收入	12.81%	8.58%	15.00%	16.89%	20.63%
资本情况						净手续费收入	(8.61%)	33.37%	20.00%	20.00%	20.00%
核心一级资本充足率	10.60%	10.48%	9.59%	9.15%	8.66%	营业收入	24.42%	16.88%	14.20%	14.41%	17.88%
一级资本充足率	10.61%	10.49%	9.60%	9.16%	8.67%	拨备前利润	32.08%	20.22%	14.63%	14.37%	17.88%
资本充足率	12.55%	12.26%	12.26%	12.15%	12.04%	归属母行净利润	13.23%	16.78%	14.24%	13.82%	16.02%
风险加权系数	66.29%	68.65%	68.00%	67.00%	66.00%						

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话：010-69004649

邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕筱琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258

邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898

邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>