

紫金银行 (601860)

公司研究/动态报告

资产质量改善，负债成本优势显著

—详细解读紫金银行 2020 年半年报

动态研究报告/银行

2020 年 08 月 27 日

报告摘要：

● 利润、营收双双同比正增长

8月24日晚公司发布2020年半年报。即便受到疫情的影响，公司仍然实现了利润正增长，上半年公司的归母净利润同比增长1.95%，大幅领先于同期商业银行利润增速。营收和拨备前利润坚韧，上半年营收和拨备前利润分别同比增长2.53%和4.11%。

● 净息差小降，负债端成本率下降

公司上半年净息差为2.01%，分别较一季度和去年全年下降5bp和11bp，主要是受到资产定价下滑的影响。据测算，上半年生息资产收益率较去年全年下降40bp到3.88%。面对压力，公司加快调整资产负债结构，提高收益较高的贷款占比。另外把握住今年同业利率下行的机会，公司大幅减轻了负债成本。上半年公司计息负债成本率较去年全年下降32bp到1.98%，接近大行的定价水平，成本优势凸显。

● 资产质量稳定，关注率创新低

公司半年末的不良率为1.68%，季度环比持平，保持着疫情以前的不良率水平。资产质量相对优势非常明显。在一季度对不良贷款进行集中确认处置之后，二季度公司处置压力大大减轻，为利润释放创造了空间。关注类贷款指标创下上市以来的新低，为1.34%，环比大降26bp，资产质量得到夯实。风险抵御能力更上一层楼，拨备覆盖率和拨贷比分别为245%和4.12%，环比增加5pct和8bp，为上市以来的最高记录。

● 可转债落地及时补充资本

半年末公司资产同比增长3.41%，但是贷款同比增速高达15.60%。从去年上市以来公司加快资产和负债结构的转型，提高性价比突出的存贷业务占比，加强服务实体经济的能力。资产增速偏慢的情况预计在资本补充之后会得到改善。公司半年末的核心一级资本充足率为10.81%。虽然短期资本偏紧，不过公司适时推进资本补充工作。今年7月45亿元可转债落地，已经及时补足了资本“弹药”。

● 投资建议：看好公司长期发展空间

公司基本面稳健，在资本补充以后，预计公司业务转型加快，未来发展可期。我们看好公司长期发展空间。预测2020-2022年的归母净利润增速分别为3.08%、6.20%、8.03%。2020年BVPS为4.05元，对应PB1.07倍。维持“推荐”评级。

● 风险提示：

资产质量波动，利率中枢下降，经济复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,675	4,845	5,090	5,427
增长率（%）	10.54%	3.63%	5.06%	6.63%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,417	1,461	1,551	1,676
增长率（%）	13.03%	3.08%	6.20%	8.03%
每股收益（元）	0.39	0.40	0.42	0.46
PE（现价）	11.16	10.83	10.20	9.44
PB	1.15	1.07	0.99	0.91

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

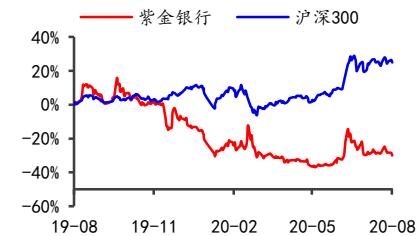
当前价格： 4.32 元

交易数据

2020-8-26

近12个月最高/最低(元)	7.13/3.89
总股本 (百万股)	3,661
流通股本 (百万股)	1,736
流通股比例 (%)	47.43
总市值 (亿元)	158
流通市值 (亿元)	75

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号： S0100519090001

电话： 0755-22662075

邮箱： guoqwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号： S0100119120002

电话： 0755-22662081

邮箱： liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 紫金银行(601860):PPOP 加速增长，资产质量保持稳健
2. 紫金银行(601860):ROA 保持稳健，资本补充持续推进

目录

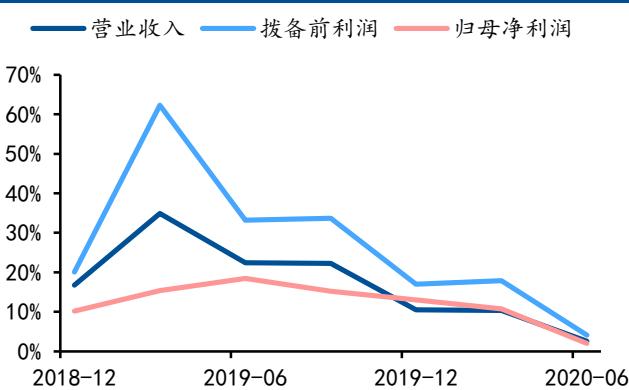
一、资产质量改善，负债成本优势显著	3
1、利润、营收双双同比正增长.....	3
2、净息差小降，负债端成本率下降.....	3
3、资产质量稳定，关注率创新低.....	4
4、可转债落地及时补充资本.....	5
二、看好公司长期发展空间.....	6
三、风险提示	6
插图目录	8
表格目录	8

一、资产质量改善，负债成本优势显著

1、利润、营收双双同比正增长

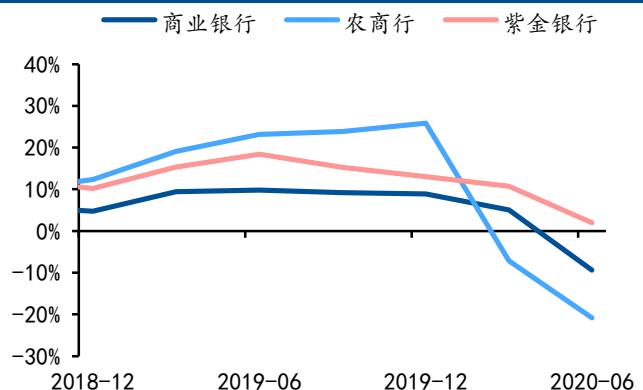
8月24日晚公司发布2020年半年报。即便受到疫情的影响，公司仍然实现了利润正增长，上半年公司的归母净利润同比增长1.95%，大幅领先于同期商业银行的净利润增速-9.41%。纵向比较，归母净利润增速较一季度下降8.76pct。营收和拨备前利润坚韧，上半年营收和拨备前利润分别同比增长2.53%和4.11%，增速分别较一季度回落7.79pct和13.81pct。盈利增速下降的主要原因是在二季度投资收益和有效所得税率贡献减少，但是拨备计提的贡献却边际加强。

图1：紫金银行营收、PPOP 及业绩同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：紫金银行业绩累计同比增速高于行业整体水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

表1：紫金银行归母净利润同比增长的归因分析

增速归因	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020H1 较 Q1 变化
生息资产规模	49.92%	6.10%	4.91%	4.80%	1.80%	4.10%	2.30pct
净息差	-12.25%	8.55%	11.67%	1.33%	-12.98%	-8.75%	4.22pct
非息收入	-2.81%	7.79%	5.64%	4.40%	21.50%	7.18%	-14.32pct
成本费用	27.48%	10.72%	11.45%	6.42%	7.59%	1.58%	-6.01pct
拨备	-51.55%	-14.96%	-18.93%	-6.01%	-10.14%	3.64%	13.77pct
营业外净收入	0.58%	0.27%	-0.38%	-0.19%	-0.58%	1.41%	1.99pct
税收	3.96%	-0.07%	0.86%	2.27%	3.51%	-7.20%	-10.72pct
少数股东损益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
净利润增长	15.34%	18.41%	15.22%	13.03%	10.71%	1.95%	-8.76pct

资料来源：WIND，民生证券研究院

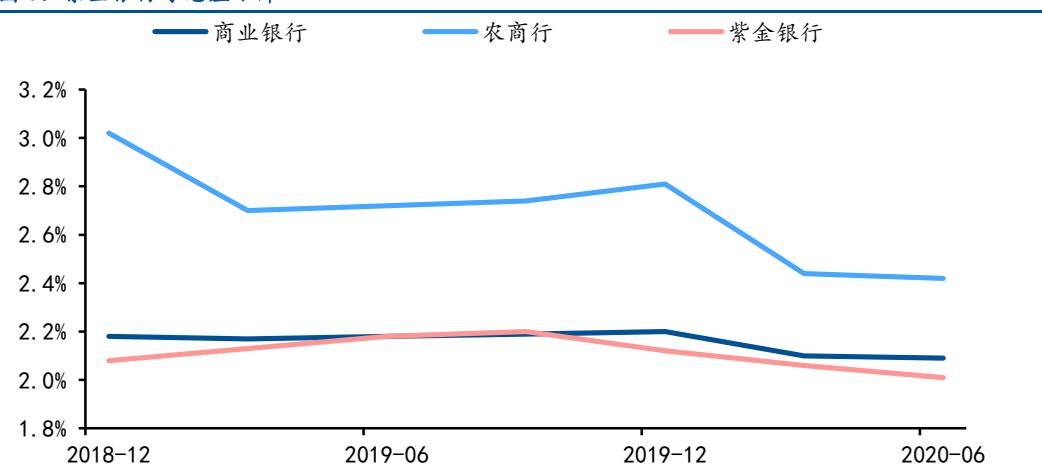
2、净息差小降，负债端成本率下降

公司上半年净息差为2.01%，分别较一季度和去年全年下降5bp和11bp，主要是受到资产定价下滑的影响。根据我们测算，上半年生息资产收益率较去年全年下降40bp到3.88%，其中贷款（含贴现）利率下降40bp。企业贷款、零售贷款、贴现利率分别下降31bp、11bp、93bp。面对全行业贷款价格下行的压力，公司加快调整资产负债结构，压缩低收益的非贷款资产，提高收益较高的贷款占比。贷款占生息资产的比例从年初的50.16%提高到半年末的

54.87%，资产进一步脱虚向实。

另外得益于相对较高的同业负债占比，把握住今年同业利率下行的机会，公司大幅减轻了负债成本。半年末公司同业负债和应付债券合计占计息负债的比例达到 26.06%。因此上半年公司计息负债成本率较去年全年下降 32bp 到 1.98%，接近大行的定价水平，成本优势凸显。其中存款利率微升 3bp 到 1.88%，上升幅度减少，吸存能力逐步增强。得益于公司深耕基层带来的个人客户资源，上半年零售存款日均额同比大增 20.03%。

图 3：紫金银行净息差小降

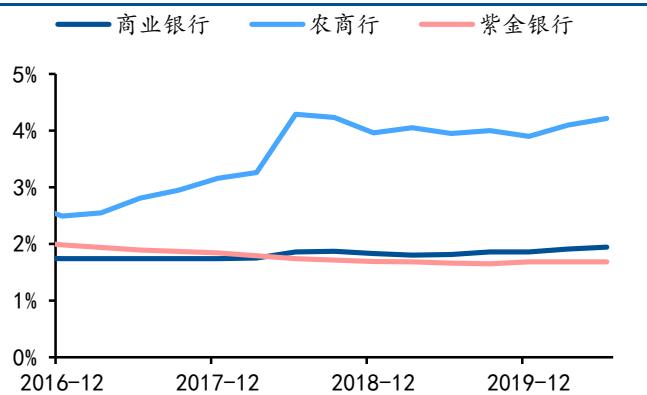


资料来源：WIND，民生证券研究院

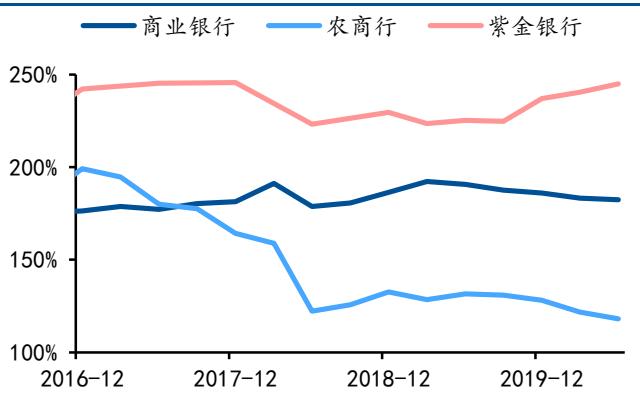
3、资产质量稳定，关注率创新低

公司半年末的不良率为 1.68%，季度环比持平，和疫情以前的不良率平齐。相比之下，全商业银行二季度末的不良率环比上升 3bp，公司的资产质量相对优势非常明显。在一季度对不良贷款进行集中确认处置之后，二季度公司处置压力大大减轻，为利润释放创造了空间。

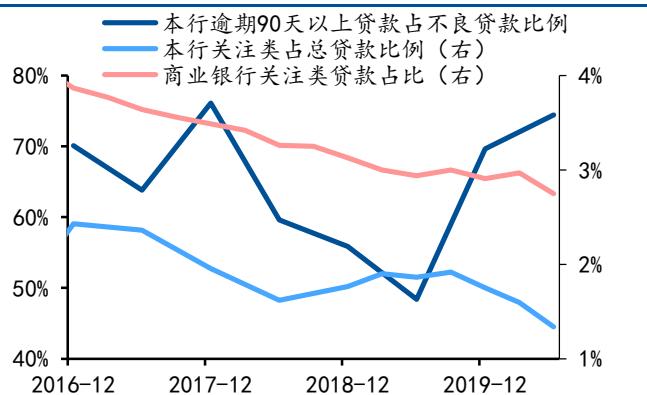
二季度不良贷款年化生成率环比下降 171bp 到 0.02%。年化信贷成本环比下降 143bp 到 1.05%。关注类贷款指标创下上市以来的新低，为 1.34%，环比大降 26bp，资产质量得到夯实。不良贷款偏离度 (=逾期三个月以上贷款/不良贷款) 为 74%，较上年末小幅提高 4.75pct，处于正常波动范围。分产品看，公司在对公方面的风险管理能力突出。上半年因为疫情的影响，零售贷款不良率提升 42bp 到 1.58%。但是同期公司类贷款（含贴现）不良率下降 15bp 到 1.71%，基本抵消了疫情对零售资产质量的冲击。风险抵御能力更上一层楼，拨备覆盖率达到 245% 和 4.12%，环比增加 5pct 和 8bp，创下上市以来的最高记录。

图 4：紫金银行不良贷款率环比持平


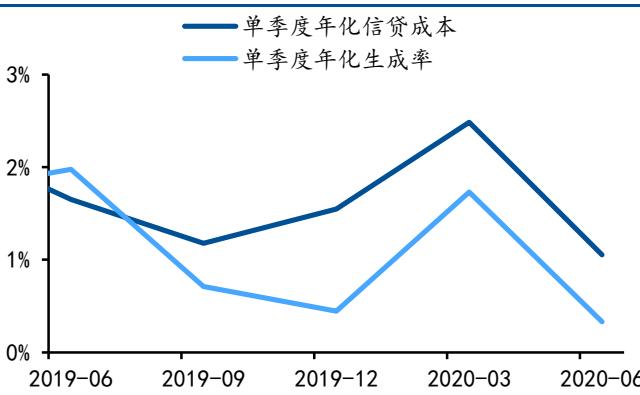
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：紫金银行拨备覆盖率环比提升创纪录


资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：紫金银行关注类贷款占总贷款比例


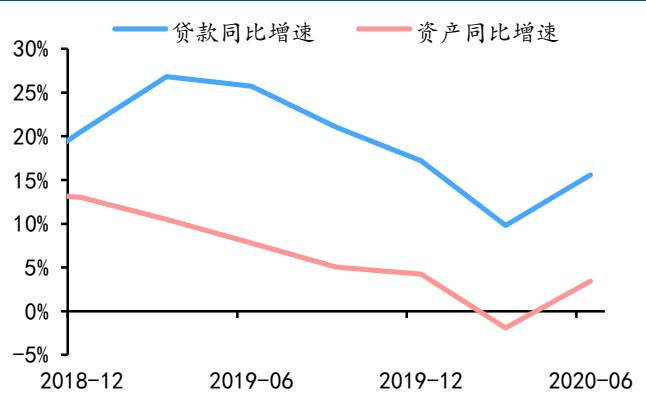
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：紫金银行年化信贷成本和不良贷款生成率


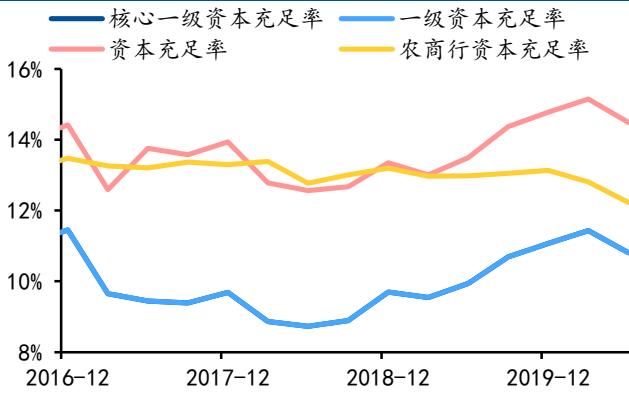
资料来源：WIND，民生证券研究院

4、可转债落地及时补充资本

虽然半年末公司资产同比增长 3.41%，但是贷款同比增速却高达 15.60%。上市以来公司加快资产和负债结构的转型，提高性价比突出的存贷业务占比，加强服务实体经济的能力。资产增速偏慢的情况预计在资本补充之后会得到改善。公司半年末的核心一级资本充足率为 10.81%，短期资本偏紧，不过公司适时推进资本补充工作。今年 7 月 45 亿元可转债落地，已经及时补足了资本“弹药”。

图 8：紫金银行贷款增速高于资产增速


资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：紫金银行各级资本充足率


资料来源：WIND，民生证券研究院

二、看好公司长期发展空间

总体看，公司基本面稳健，信用风险较低。资产负债结构调整得力，有效化解了疫情的负面影响。在资本补充以后，预计公司业务转型加快，未来发展可期。我们看好公司长期发展空间。预测 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 3.08%、6.20%、8.03%。2020 年 BVPS 为 4.05 元，对应 PB 1.07 倍。维持“推荐”评级。

三、风险提示

- 1、资产质量波动
- 2、利率中枢下降
- 3、经济复苏不及预期

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	201,319	213,360	230,309	253,130
贷款净额	98,161	117,247	132,280	151,727
债券投资	61,764	58,624	61,052	64,670
总负债	187,570	198,516	214,291	235,838
存款余额	133,512	148,044	164,096	185,333
同业负债	17,654	17,765	17,049	16,422
股东权益	13,749	14,844	16,018	17,293
盈利能力				
ROAA	0.72%	0.70%	0.70%	0.69%
ROAE	10.88%	10.22%	10.05%	10.06%
生息资产收益率	4.24%	3.80%	3.70%	3.60%
计息负债成本率	2.30%	1.96%	1.91%	1.86%
净息差 (NIM)	2.07%	1.95%	1.90%	1.85%
成本收入比	31%	31%	31%	31%
成长能力				
贷款	17.2%	19.4%	12.8%	14.7%
存款	16.4%	10.9%	10.8%	12.9%
净利润收入	6.1%	-0.7%	4.3%	6.2%
中间业务收入	3.1%	-5.0%	5.0%	5.0%
营业费用	-1.6%	3.6%	5.1%	6.6%
净利润	13.0%	3.1%	6.2%	8.0%
营业收入结构				
利息占比	85.4%	81.9%	81.3%	80.9%
手续费收入占比	5.6%	5.2%	5.2%	5.1%
业务费用占比	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
计提拨备占比	34.1%	34.2%	33.9%	33.4%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	3,993	3,967	4,137	4,392
手续费净收入	264	251	263	276
营业费用	1,443	1,496	1,571	1,675
拨备前利润	3,244	3,362	3,532	3,766
计提减值准备	1,592	1,659	1,724	1,812
所得税	235	242	257	278
净利润	1,417	1,461	1,551	1,676
资本管理				
核心资本	13,703	14,844	16,018	17,293
资本净额	18,292	19,707	21,268	23,063
风险加权资产	123,756	131,158	141,577	155,606
风险加权资产比重	61%	61%	61%	61%
核心一级资本充足率	11.1%	11.3%	11.3%	11.1%
一级资本充足率	11.1%	11.3%	11.3%	11.1%
资本充足率	14.8%	15.0%	15.0%	14.8%
资产质量				
贷款减值准备	3,795	4,161	4,489	4,807
不良贷款额	1,649	1,970	2,222	2,549
不良贷款率	1.68%	1.68%	1.68%	1.68%
拨备覆盖率	230%	211%	202%	189%
拨贷比	3.87%	3.55%	3.39%	3.17%
信用成本	1.90%	1.69%	1.47%	1.37%
估值分析				
PB	1.15	1.07	0.99	0.91
PE	11.16	10.83	10.20	9.44
EPS	0.39	0.40	0.42	0.46
BVPS	3.76	4.05	4.38	4.72
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.12
股息收益率	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 紫金银行营收、PPOP 及业绩同比增速.....	3
图 2: 紫金银行业绩累计同比增速高于行业整体水平.....	3
图 3: 紫金银行净息差小降.....	4
图 4: 紫金银行不良贷款率环比持平.....	5
图 5: 紫金银行拨备覆盖率环比提升创纪录.....	5
图 6: 紫金银行关注类贷款占总贷款比例.....	5
图 7: 紫金银行年化信贷成本和不良贷款生成率.....	5
图 8: 紫金银行贷款增速高于资产增速.....	6
图 9: 紫金银行各级资本充足率.....	6

表格目录

表 1: 紫金银行归母净利润同比增长的归因分析.....	3
公司财务报表数据预测汇总.....	7

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。