

张家港行 (002839)

证券研究报告
2021年04月30日

利润增速高居上市农商行之首

事件: 4月29日, 公司发布2020年报和2021一季报: 2021Q1归母净利润同比+14.20% (2020年同比+4.87%, 前三季度同比+4.82%), 营收同比+6.73% (2020年同比+8.87%, 前三季度同比+10.46%)。一季度年化加权ROE11.72% (2020年化加权ROE9.15%, 前三季度年化加权ROE9.48%), 同比+96bp。2020年公司拟每股派发现金红利0.16元(含税), 现金分红率28.91%。

点评

利润增速居上市农商行之首, 非息收入增速大幅转正

公司2021Q1归母净利润同比增速较2020年提升9.32pct至14.20%, 位居上市农商行之首。业绩释放的主要驱动力源自拨备反哺, 其次非息收入同比增速大幅提升和规模加速扩张也具有正面贡献, 从而抵消了净息差同比下降的影响。其中, 在基数较小的影响下, 2021Q1投资损益和手续费及佣金净收入的同比增速分别由2020年的-6.60%和-234.20%大幅提升至94.59%和143.29%, 带动整体非息收入同比增速由2020年-11.42%提升至67.97%。

Q1净息差环比下行, 对公贷款增速显著提升

公司2021Q1净息差2.46%, 处于上市银行较高水平。根据我们测算, Q1单季净息差环比下降20bp, 主要源于生息资产收益率下降17bp, 其次计息负债成本率小幅上行2bp。生息资产收益率下行一方面源自LPR转换等因素导致贷款利率下行, 另一方面源自公司加大对公贷款投放力度。Q1末对公贷款同比增速较2020年提升10.17pct至16.17%, 占贷款总额的比例环比提升3.66pct至53.38%。公司资产负债结构整体优化, 2021Q1末贷款占生息资产的比例和存款占计息负债的比例分别环比提升15bp和3.94pct, 一定程度上缓解了息差下行的压力。

资产质量全面改善, 隐性不良贷款生成压力减轻

2021Q1末不良双降、拨备覆盖率和拨贷比双升, 资产质量稳中向好, 位居上市银行前列。2021Q1末不良率为1.12%, 环比下降5bp, 创近七年以来新低; 不良贷款余额环比下降1.17%; 拨备覆盖率和拨贷比分别环比提升33.12pct和20bp至340.95%和3.81%, 抵御风险能力强劲, 拨备反哺利润空间充足。2021Q1末关注类贷款占总贷款的比例环比下降2bp至1.67%, 处于上市以来最低水平, 隐性不良贷款生成压力减轻。

投资建议: 关注新三年战略规划和资本补充进展, 重申“买入”评级

公司保持较快扩张, 2021Q1末总资产和总负债分别同比增长16.50%和17.62%, 核心一级资本充足率环比下降43bp至9.92%。截至Q1末, 公司尚有约24.98亿元可转债未转股, 近期又获人民银行批准发行不超过20亿元永续债, 未来资本补充可期, 有望进一步为规模扩打开空间。公司坚守支农支小战略定位, 2021-2023年新三年战略规划将推动“两小+驱动、四大促协同”的发展模式。我们看好其未来发展前景, 将21-22年业绩增速预测由12.2%/13.5%提高至14.4%/15.0%, 对应2021年BVPS为6.42元, 对应静态PB为0.85倍。我们重申“买入”评级。

风险提示: 经济复苏不及预期, 资产质量恶化, 政策出台不及预期等。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	39	42	47	52	59
增长率(%)	28.5	8.9	10.9	12.5	13.6
归属母公司股东净利润(亿元)	10	10	11	13	15
增长率(%)	14.3	4.9	14.4	15.0	16.2
每股收益(元)	0.53	0.55	0.63	0.73	0.85
市盈率(P/E)	10.32	9.85	8.61	7.48	6.44
市净率(P/B)	0.96	0.92	0.85	0.78	0.72

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	5.45元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,807.96
流通A股股本(百万股)	1,439.74
A股总市值(百万元)	9,853.37
流通A股市值(百万元)	7,846.61
每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	92.11
一年内最高/最低(元)	7.46/5.20

作者

郭其伟 分析师
SAC执业证书编号: S1110521030001

廖紫苑 联系人
liaoziyuan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

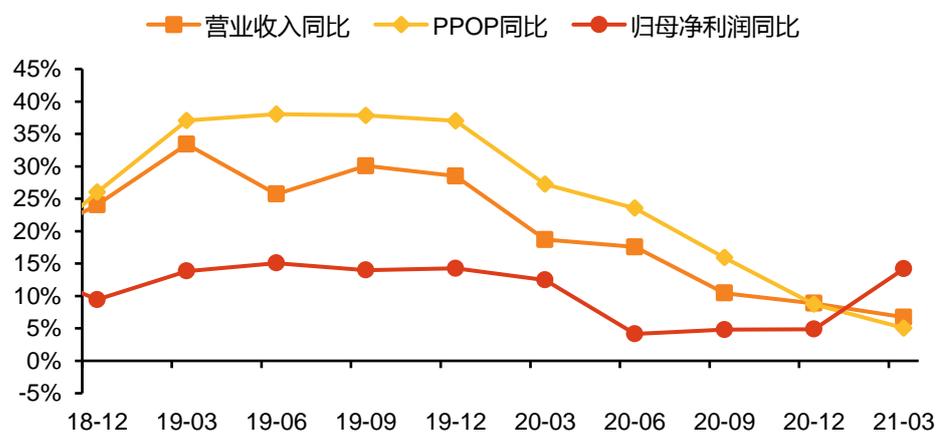
- 《张家港行-公司点评:业绩平稳, 拨备增幅较大》2021-01-25
- 《张家港行-季报点评:ROE提升, 资产质量向好》2020-10-27
- 《张家港行-半年报点评:存款增长提速, 拨备大幅提升》2020-08-25

表 1: 归母净利润同比增长的归因分析

增速归因	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021Q1 较 2020 年变化 pct
生息资产规模	6.90%	8.37%	9.46%	10.77%	15.42%	4.65
净息差	6.22%	-1.97%	0.97%	2.38%	-16.42%	-18.80
非息收入	5.58%	11.17%	0.03%	-4.27%	7.73%	12.01
成本费用	8.54%	5.98%	5.46%	-0.16%	-1.68%	-1.52
拨备	-14.96%	-23.41%	-16.07%	-5.42%	11.81%	17.23
营业外净收入	0.05%	0.97%	0.53%	0.59%	-0.39%	-0.98
税收	0.46%	1.22%	4.69%	2.34%	0.50%	-1.84
少数股东损益	-0.31%	1.82%	-0.26%	-1.34%	-2.76%	-1.43
净利润增长	12.47%	4.15%	4.82%	4.87%	14.20%	9.32

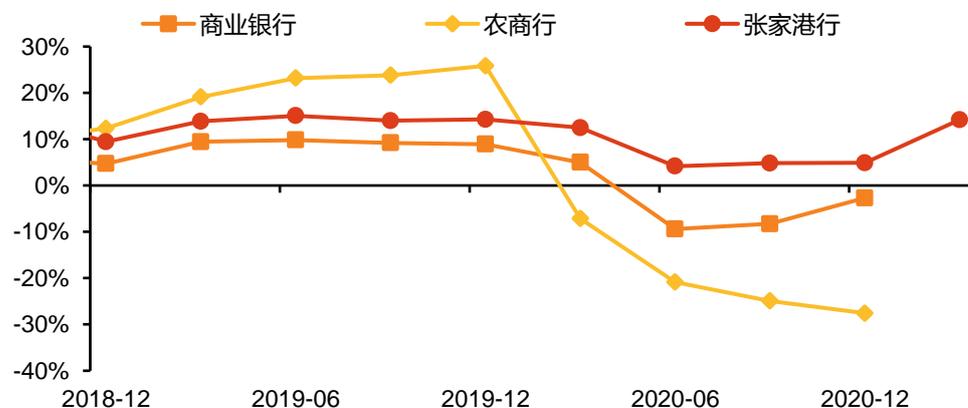
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 1: 公司的营收、PPOP、归母净利润同比增速



资料来源: WIND, 天风证券研究所

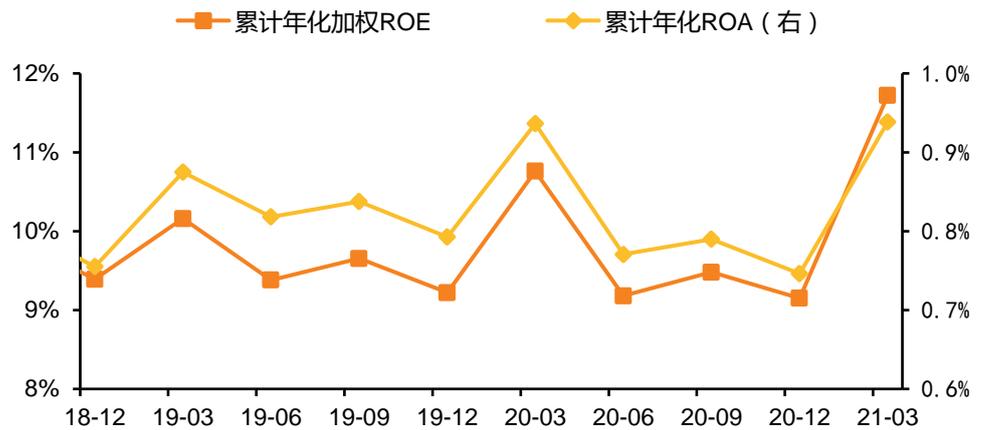
图 2: 公司净利润同比增速与行业整体对比



资料来源: WIND, 天风证券研究所

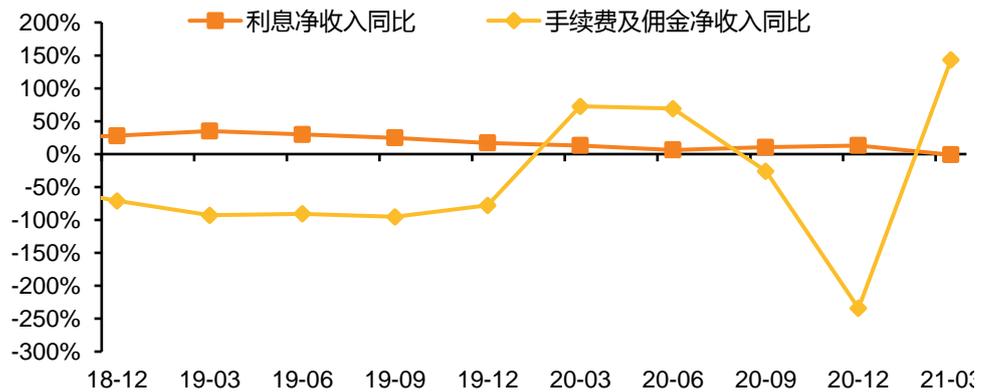
注: 这里的农商行口径为商业银行中除去大型商业银行、股份制商业银行和城市商业银行以外的其他部分

图 3: 公司年化加权 ROE 和 ROA



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 公司利息净收入和手续费及佣金净收入同比增速



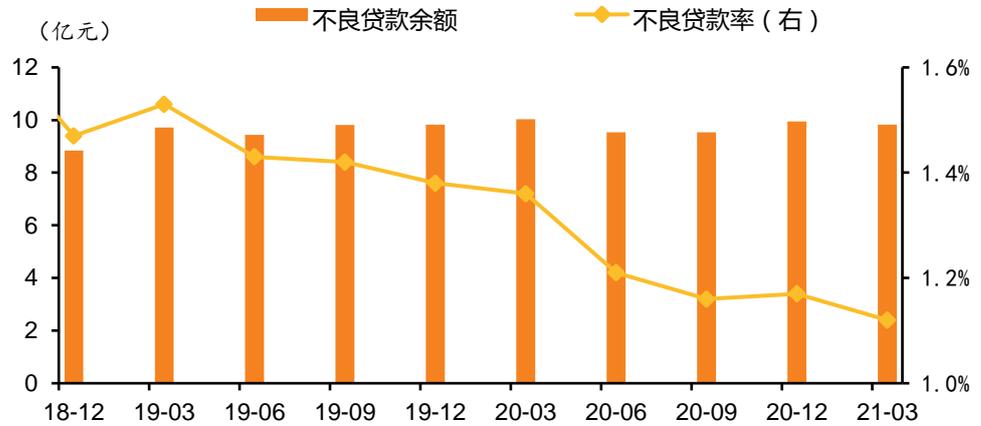
资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 2: 张家港行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表

项目	平均余额占比			平均收益 (成本) 率		
	2020A	2020H1	变动幅度 pct	2020A	2020H1	变动幅度 pct
生息资产						
贷款及垫款	59.52%	59.61%	-0.09	6.06%	6.08%	-0.02
债券投资	31.03%	29.98%	1.05	3.38%	3.43%	-0.05
买入返售金融资产	0.75%	1.11%	-0.36	1.20%	0.87%	0.33
存放及拆放同业、存放中央银行款项及其他	8.71%	9.30%	-0.59	1.35%	1.51%	-0.16
生息资产合计	100.00%	100.00%	-	4.78%	4.80%	-0.02
计息负债						
吸收客户存款	83.12%	86.07%	-2.95	2.19%	2.09%	0.10
同业存入及拆入、向中央银行借款及其他	16.88%	13.93%	2.95	2.56%	3.00%	-0.44
计息负债合计	100.00%	100.00%	-	2.25%	2.21%	0.04

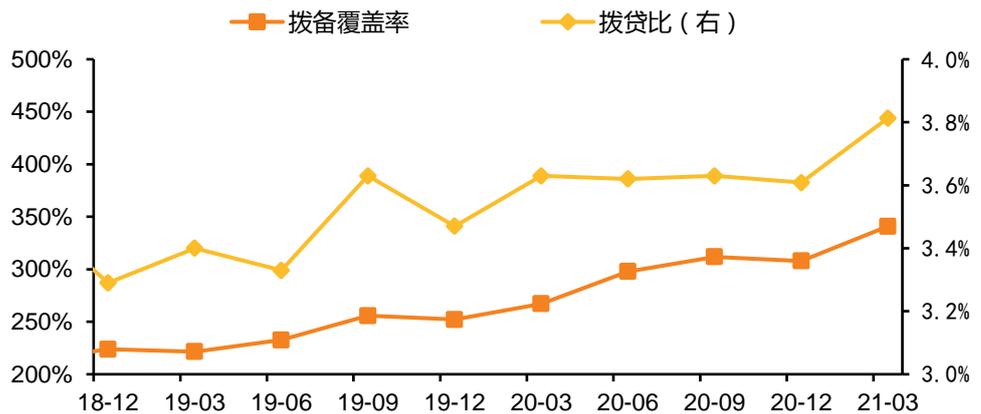
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 5：不良贷款和不良贷款率



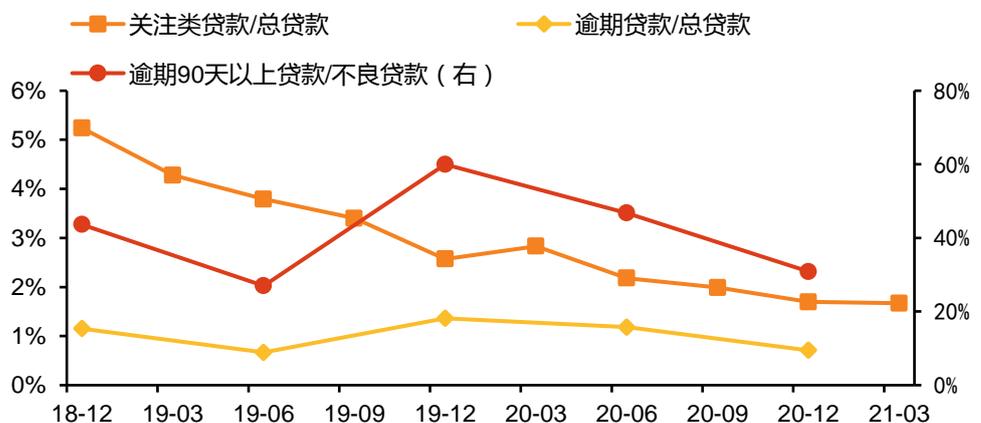
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：拨备覆盖率和拨贷比



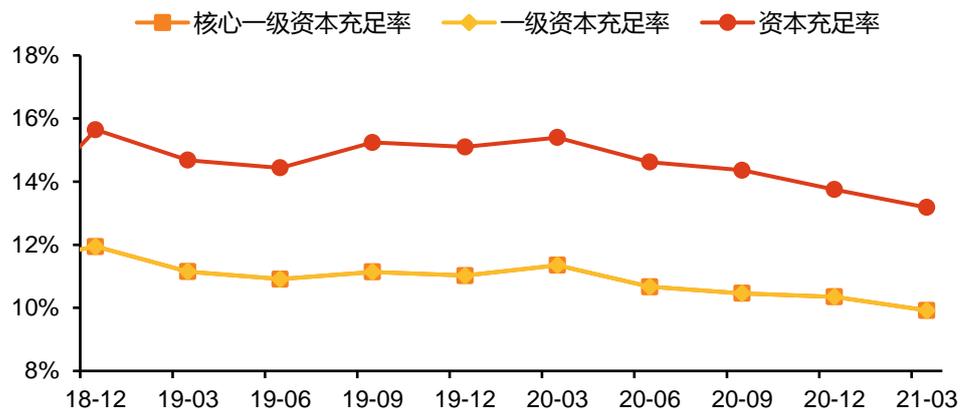
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：公司逾期和关注类贷款占比下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

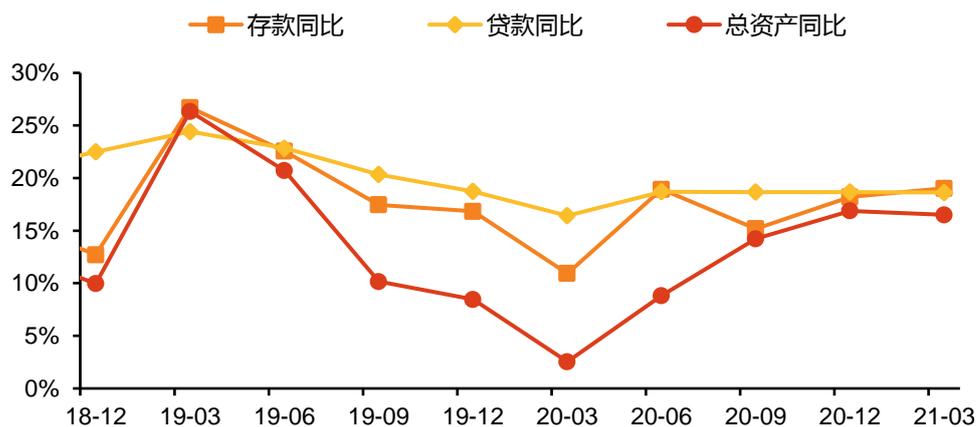
图 8: 公司的资本充足率



资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 核心一级资本充足率和一级资本充足率重合

图 9: 公司的存贷款、总资产同比增速



资料来源: WIND, 天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						收入增长					
净利息收入	32	36	39	44	50	净利润增速	14.3%	4.9%	14.4%	15.0%	16.2%
手续费及佣金	0	(0)	0	0	1	拨备前利润增速	36.9%	8.9%	10.9%	12.5%	13.6%
其他收入	7	6	8	8	9	税前利润增速	13.1%	3.9%	14.4%	15.0%	16.2%
营业收入	39	42	47	52	59	营业收入增速	28.5%	8.9%	10.9%	12.5%	13.6%
营业税及附加	0	0	0	0	0	净利息收入增速	17.0%	13.1%	7.7%	12.7%	14.0%
业务管理费	12	13	15	16	19	手续费及佣金增速	-77.9%	-234.2%	-300.0%	60.0%	60.0%
拨备前利润	26	29	32	36	41	营业费用增速	13.4%	9.2%	10.9%	12.5%	13.6%
计提拨备	17	19	20	22	25	规模增长					
税前利润	10	10	11	13	15	生息资产增速	9.0%	16.8%	17.0%	15.0%	14.0%
所得税	0	0	0	0	0	贷款增速	18.7%	18.7%	19.0%	16.9%	14.0%
净利润	10	10	11	13	15	同业资产增速	30.8%	135.9%	-28.2%	-57.3%	14.0%
资产负债表						证券投资增速	-4.1%	17.1%	17.0%	15.0%	14.0%
贷款总额	714	849	1010	1181	1346	其他资产增速	-9.7%	20.8%	15.0%	15.0%	15.0%
同业资产	15	36	26	11	13	计息负债增速	10.9%	18.1%	17.7%	15.5%	13.6%
证券投资	379	443	519	597	680	存款增速	16.8%	18.2%	25.5%	15.5%	141.3%
生息资产	1200	1401	1640	1886	2150	同业负债增速	-24.7%	34.9%	-15.6%	15.5%	1276.2%
非生息资产	30	37	42	49	56	股东权益增速	7.3%	5.3%	8.0%	8.7%	9.6%
总资产	1230	1438	1682	1934	2205	存款结构					
客户存款	929	1098	1378	1592	3841	活期	34.9%	34.02%	34.02%	34.02%	34.02%
其他计息负债	185	217	170	197	(1809)	定期	54.3%	58.06%	58.06%	58.06%	58.06%
非计息负债	9	10	11	13	28	其他	10.8%	7.91%	7.91%	7.91%	7.91%
总负债	1123	1325	1560	1801	2060	贷款结构					
股东权益	107	113	122	133	146	企业贷款(不含贴现)	60.9%	54.94%	54.94%	54.94%	54.94%
每股指标						个人贷款	39.1%	45.06%	45.06%	45.06%	45.06%
每股净利润(元)	0.53	0.55	0.63	0.73	0.85	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.45	1.58	1.75	1.97	2.24	不良贷款率	1.38%	1.17%	1.12%	1.11%	1.10%
每股净资产(元)	5.65	5.95	6.42	6.97	7.60	正常	96.05%	97.13%			
每股总资产(元)	68.06	79.55	93.03	106.98	121.99	关注	2.57%	1.70%			
P/E	10.32	9.85	8.61	7.48	6.44	次级	1.05%	0.97%			
P/PPOP	3.75	3.44	3.11	2.76	2.43	可疑	0.31%	0.19%			
P/B	0.96	0.92	0.85	0.78	0.72	损失	0.01%	0.01%			
P/A	0.08	0.07	0.06	0.05	0.04	拨备覆盖率	252.14%	307.83%	269.37%	287.02%	301.21%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.74%	2.74%	2.55%	2.48%	2.47%	资本充足率	15.10%	13.75%	13.53%	12.93%	12.50%
净利差(Spread)	2.51%	2.53%	2.41%	2.36%	2.35%	核心资本充足率	11.02%	10.35%	9.76%	9.21%	8.81%
贷款利率	6.20%	6.06%	6.07%	6.08%	6.08%	资产负债率	91.27%	92.14%	92.74%	93.13%	93.40%
存款利率	2.11%	2.19%	2.20%	3.20%	3.20%	其他数据					
生息资产收益率	4.84%	4.78%	4.75%	4.64%	4.65%	总股本(亿)	18.08	18.08	18.08	18.08	18.08
计息负债成本率	2.33%	2.25%	2.34%	2.28%	2.30%						
盈利能力											
ROAA	0.04%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%						
ROAE	9.69%	9.54%	10.24%	10.88%	11.62%						
拨备前利润率	2.22%	2.14%	2.03%	1.97%	1.96%						

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com