

苏农银行 (603323)

证券研究报告
2021年08月20日

规模加速扩张，资产质量显著改善

业绩增速创近五年新高，非息收入占比提升

上半年营收同比增速较一季度提升 2.66pct 至 1.84%；归母净利润同比增速较一季度提升 12.41pct 至 17.19%，创近五年以来新高。公司业绩加速释放，主要得益于成本费用管控、递延所得税以及拨备的正面贡献，其次规模加速扩张和中收增速走阔也具有一定正面贡献，从而抵消了营业外净收入、净息差等方面的负面影响。上半年理财业务蓬勃发展，理财业务收入同比增速较去年提升 83.18pct 至 104.81%，带动手续费及佣金净收入同比增速较一季度提升 88.56pct 至 90.16%，占营收的比例较一季度提升 4.02pct 至 8.19%。

净息差环比下行，资产负债两端向零售转型

根据我们测算，二季度单季净息差环比下降约 24bp，其中生息资产收益率下降 15bp、计息负债成本率上升 9bp。我们判断资产端收益率下行一方面是受到了一般贷款利率下行的影响，另一方面与公司加大了苏州市吴江以外地区的贷款投放有关。公司资产结构优化，二季末贷款净额占生息资产的比例环比上升 80bp，上半年零售贷款和中长期贷款的平均余额占比分别较 2020 年提升 2.96pct 和 1.73pct。负债端，上半年存款平均利率较 2020 年上升 5bp，主要是企业定期存款利率上行和储蓄定期存款占比上升所致。

资产质量显著改善，拨备覆盖率大幅提升

二季度公司不良贷款生成压力减轻，资产质量核心指标全面改善。二季末不良贷款余额环比下降 1.63%；不良率环比下降 11bp 至 1.14%，创近十年新低，处于上市银行较低水平。关注率环比下降 29bp 至 2.87%，逾期 60 天以上贷款占不良贷款比例较年初下降 61bp 至 33.54%，隐性不良贷款生成压力大幅减轻。二季末拨备覆盖率环比显著提升 40.60pct 至 360.01%，风险抵御能力增强，利润反哺空间明显增厚。

规模扩张加速，资本较为充裕

二季末贷款总额同比增速较一季末提升 3.18pct 至 18.15%，带动总资产同比增速较一季度提升 5.18pct 至 13.49%。核心一级资本充足率环比提升 5bp 至 10.70%，处于上市银行较高水平。由于截至二季末，公司尚有约 12.89 亿元可转债未转股，未来随着可转债逐步转股，公司核心一级资本有望得到进一步补充，充裕的资本为公司规模扩张打下了坚实的基础。

投资建议：看好未来规模扩张，维持“增持”评级

今年以来，公司秉持“五年再造一个苏农银行”的奋斗目标，坚守支农支小市场定位，持续深化改革转型。在资产质量显著改善的同时，以吴江作为“大本营”，加快融入苏州城区。此外，公司零售贷款占比相对较低，未来仍有较大提升空间。我们对公司未来的业绩成长性保持乐观，预测 2021-2022 年业绩增速由 7.5%/6.5% 调整为 15.2%/13.4%，给予其 2021 年 0.9 倍 PB 目标估值，对应目标价 6.34 元/股维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期；资产质量波动

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	35	38	41	46	52
增长率(%)	11.8	6.6	8.5	12.5	13.6
归属母公司股东净利润(亿元)	9	10	11	12	14
增长率(%)	13.8	4.2	15.2	13.4	12.9
每股收益(元)	0.51	0.53	0.61	0.69	0.78
市盈率(P/E)	9.71	9.32	8.09	7.13	6.32
市净率(P/B)	0.78	0.75	0.70	0.65	0.60

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	增持(维持评级)
当前价格	4.92 元
目标价格	6.34 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,803.07
流通 A 股股本(百万股)	1,439.99
A 股总市值(百万元)	8,871.11
流通 A 股市值(百万元)	7,084.76
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	91.64
一年内最高/最低(元)	5.65/4.28

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

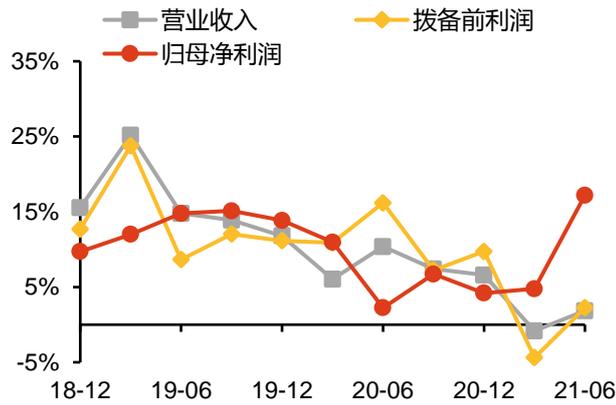


资料来源：贝格数据

相关报告

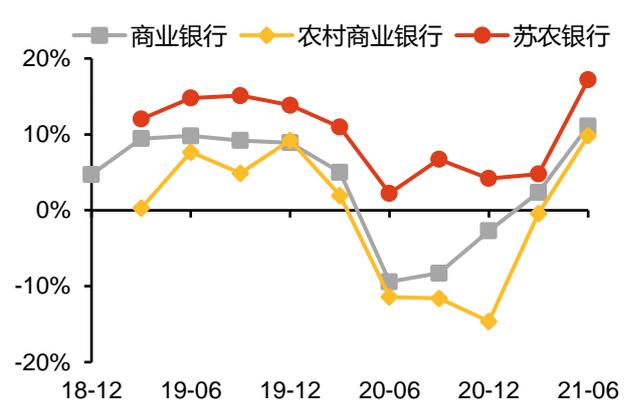
- 1 《苏农银行-公司点评:贷款增速回升，拨备增幅较大》 2021-01-19
- 2 《苏农银行-季报点评:息差回升，资产质量向好》 2020-10-30
- 3 《苏农银行-季报点评:零售发力，资产质量向好》 2020-04-25

图 1：苏农银行营收、PPOP 及业绩同比增速



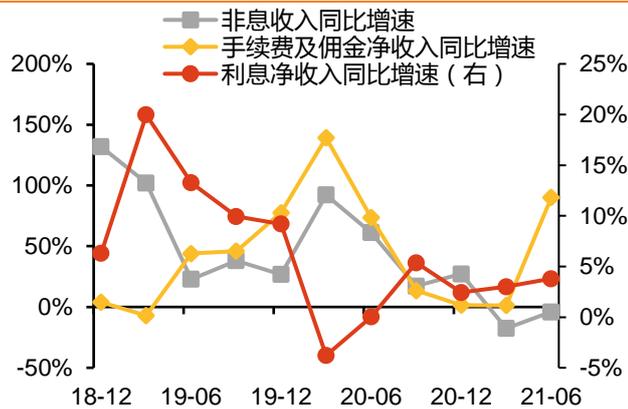
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：苏农银行业绩累计同比增速 VS. 行业整体水平



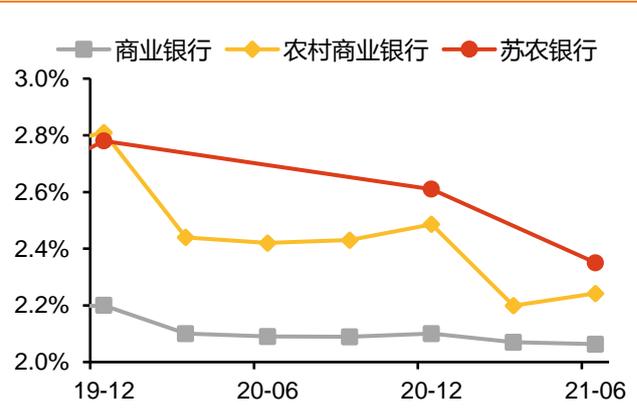
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：苏农银行利息净收入&非息收入累计同比增速



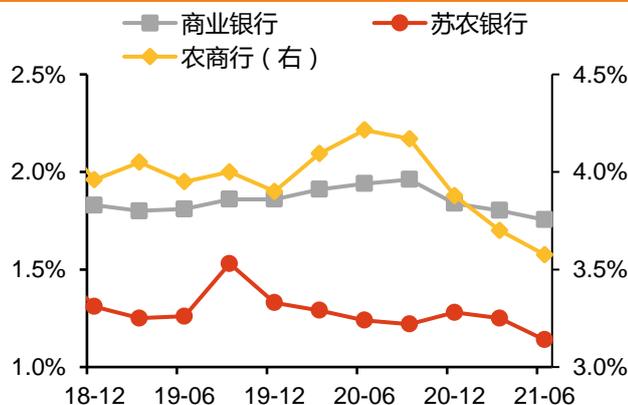
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：苏农银行累计净息差 (披露值) VS. 行业平均



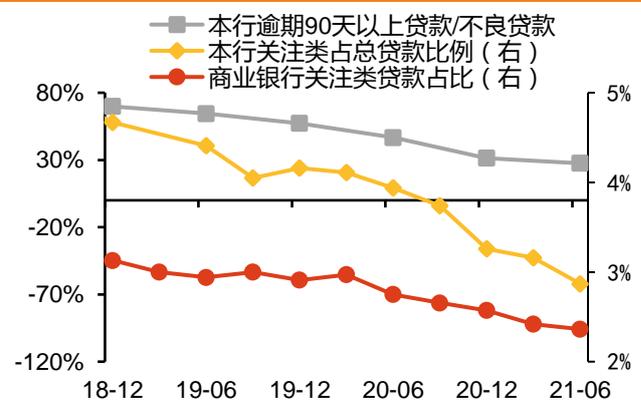
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：苏农银行不良率



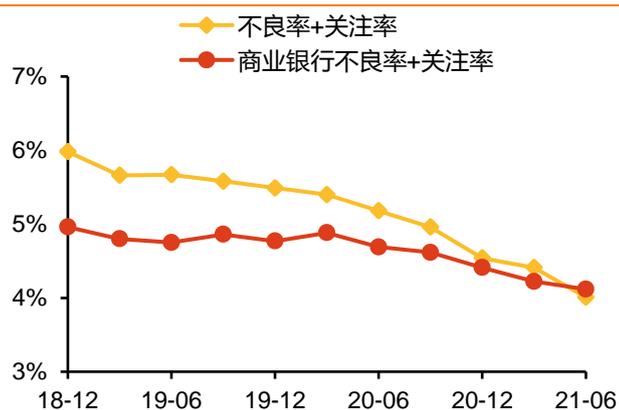
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：苏农银行关注率、不良贷款偏离度



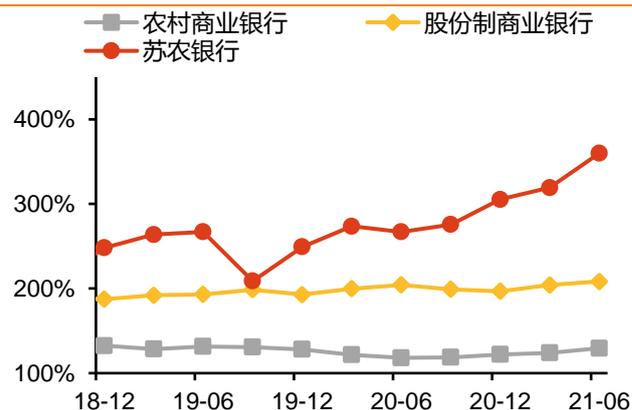
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：苏农银行不良率+关注率 VS. 行业



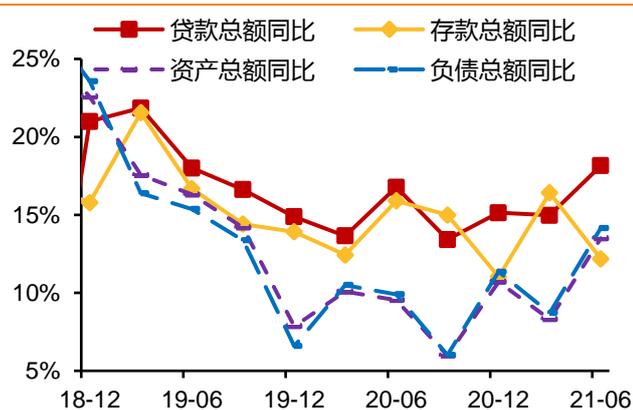
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：苏农银行拨备覆盖率 VS. 行业



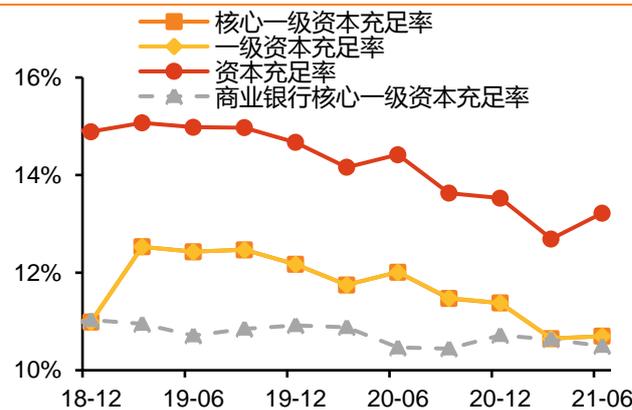
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：苏农银行存、贷款及资产同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：苏农银行各级资本充足率



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	29	30	32	35	39	净利润增速	13.8%	4.2%	15.2%	13.4%	12.9%
手续费及佣金	1	1	2	3	5	拨备前利润增速	11.5%	10.1%	8.5%	12.5%	13.6%
其他收入	5	6	7	8	8	税前利润增速	12.3%	7.3%	11.9%	13.4%	12.9%
营业收入	35	38	41	46	52	营业收入增速	11.8%	6.6%	8.5%	12.5%	13.6%
营业税及附加	0	0	0	0	0	净利息收入增速	9.2%	2.4%	5.5%	10.4%	11.9%
业务管理费	12	12	13	15	17	手续费及佣金增速	77.6%	1.6%	70.0%	50.0%	40.0%
拨备前利润	23	25	27	31	35	营业费用增速	13.0%	0.9%	8.5%	12.5%	13.6%
计提拨备	13	14	15	17	19	规模增长					
税前利润	10	11	12	14	15	生息资产增速	8.3%	10.2%	13.0%	14.0%	15.0%
所得税	1	1	1	1	1	贷款增速	15.3%	14.4%	13.0%	14.0%	15.0%
净利润	9	10	11	12	14	同业资产增速	-9.3%	-18.9%	13.0%	14.0%	15.0%
资产负债表						证券投资增速	7.7%	19.4%	13.0%	14.0%	15.0%
贷款总额	682	786	888	1012	1164	其他资产增速	-3.7%	27.8%	11.9%	12.3%	12.6%
同业资产	105	85	96	110	126	计息负债增速	7.6%	11.0%	13.7%	14.7%	15.7%
证券投资	335	400	452	515	593	存款增速	16.0%	11.2%	13.7%	14.7%	15.7%
生息资产	1222	1347	1522	1735	1995	同业负债增速	-6.9%	36.5%	13.7%	14.7%	15.7%
非生息资产	37	48	54	60	68	股东权益增速	22.1%	4.4%	6.9%	7.2%	7.6%
总资产	1260	1394	1575	1795	2063	存款结构					
客户存款	960	1067	1213	1391	1609	活期	45.6%	47.04%	47.04%	47.04%	47.04%
其他计息负债	171	187	212	243	282	定期	45.6%	44.11%	44.11%	44.11%	44.11%
非计息负债	13	19	20	21	22	其他	8.8%	8.85%	8.85%	8.85%	8.85%
总负债	1143	1273	1445	1656	1913	贷款结构					
股东权益	116	121	130	139	150	企业贷款(不含贴现)	68.8%	63.18%	63.18%	63.18%	63.18%
每股指标						个人贷款	21.1%	23.85%	23.85%	23.85%	23.85%
每股净利润(元)	0.51	0.53	0.61	0.69	0.78	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.26	1.39	1.51	1.69	1.92	不良贷款率	1.33%	1.28%	1.13%	1.12%	1.11%
每股净资产(元)	6.30	6.58	7.04	7.56	8.14	正常	94.51%	95.45%	95.66%	95.72%	95.78%
每股总资产(元)	69.86	77.33	87.36	99.54	114.39	关注	4.16%	3.26%	3.21%	3.16%	3.11%
P/E	9.71	9.32	8.09	7.13	6.32	次级	1.31%	1.12%			
P/PPOP	3.90	3.54	3.27	2.90	2.56	可疑	0.01%	0.11%			
P/B	0.78	0.75	0.70	0.65	0.60	损失	0.01%	0.05%			
P/A	0.07	0.06	0.06	0.05	0.04	拨备覆盖率	249.32%	305.31%	355.89%	379.10%	393.51%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.49%	2.34%	2.21%	2.15%	2.10%	资本充足率	14.67%	13.53%	13.70%	13.02%	12.33%
净利差(Spread)	2.35%	2.20%	2.08%	2.03%	1.99%	核心资本充足率	12.17%	11.38%	11.41%	10.75%	10.08%
贷款利率	5.53%	5.42%	5.39%	5.38%	5.38%	资产负债率	90.77%	91.29%	91.76%	92.25%	92.74%
存款利率	1.78%	1.87%	1.88%	1.88%	1.88%	其他数据					
生息资产收益率	4.30%	4.11%	4.13%	4.08%	4.08%	总股本(亿)	18.03	18.03	18.03	18.03	18.03
计息负债成本率	1.95%	1.91%	2.05%	2.05%	2.09%						
盈利能力											
ROAA	0.75%	0.72%	0.74%	0.74%	0.73%						
ROAE	8.92%	8.19%	8.93%	9.45%	9.92%						
拨备前利润率	1.87%	1.89%	1.83%	1.81%	1.80%						

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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