张家港行（002839）

公司研究/动态报告

不可忽视的业绩高成长性

—详细解读张家港行 2020 年半年报

动态研究报告/银行　　2020 年 08 月 25 日

报告摘要：

- **成长性凸显**

8 月 24 日晚公司发布 2020 年半年报。无惧疫情影响，公司拨备前的“真实”利润增速保持着相当好的成长性。上半年公司的归母净利润同比增长 4.15%，大幅领先于同期商业银行的净利润增速-9.41%。营业收入增速和拨备前利润增速分别高达 17.57%和 23.60%，增速较一季度只是小幅回落 1.13pct 和 3.02pct。

- **净息差较上年逆市上升**

公司上半年的净息差为 2.79%，较去年全年提升 5bp，据测算较一季度下降 11bp。净息差季度环比下降主要是因为贷款方向出现阶段性地调整。但结合连续四个季度数据看，公司的净息差扭转了下行的趋势，较去年下半年又上升了一个台阶。公司净息差较去年改善主要得益于成本支出减少。上半年计息负债成本率较去年下降 12bp。存款定价能力显著加强。生息资产收益率较去年仅仅下降 4bp 到 4.80%。公司通过资产结构调整，提高了贷款占生息资产的比例，减少了贷款利率下降的负面影响。其中作为战略重心的个人贷款定价平稳，根据测算利率较去年仅仅下降 3bp 到 7.95%。

- **资产质量领先**

公司半年末不良率为 1.21%，环比下降 15bp，创下上市以来的最低水平。资产质量逆市改善主要得益于公司在二季度加大了拨备计提和问题资产的处置力度，加快风险出清。关注类贷款占比为 2.18%，环比大降 65bp，处于行业较好水平，过往压制公司估值的信用风险包袱正式解除。不良贷款偏离度为 47%，较上年末下降 13.19pct，贷款确认更加严格，标准不降反升，资产质量更为扎实。风险抵御能力更上一层楼，拨备覆盖率为 298%，环比增加 31pct，达到历史新高。拨贷比为 3.60%，环比微降 3bp，保持平稳。

- **半年报表现好于同业**

信用风险出清，净息差逆市提升。因此基本面仅有的制约因素只剩下资产扩张能力。公司资本相对偏紧，半年末核心一级资本充足率为 10.67%。但是得益于公司提前准备的融资安排，公司当前股价已经超过可转债转股价，远期外源性资本补充可期。短期内为加快资本内生性补充，我们预期公司将表现出较高的利润释放规模，以及在业务上进一步向高收益、低资本损耗的小微贷款倾斜。看好公司小微业务发展潜力，预测 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 5.14%、9.35%、10.74%。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**

资产质量波动、利率中枢下行、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）	3,853	4,181	4,655	5,249
增长率（%）	28.48%	8.51%	11.34%	12.77%
归属母公司股东净利润（百万元）	954	1,003	1,097	1,215
增长率（%）	14.25%	5.14%	9.35%	10.74%
每股收益（元）	0.53	0.56	0.61	0.67
PE（现价）	11.99	11.40	10.43	9.42
PB	1.12	1.04	0.97	0.90

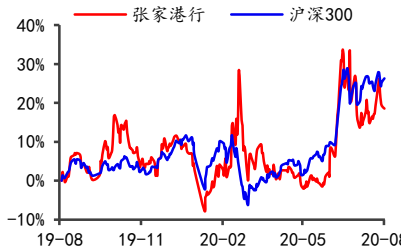
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　　首次评级

当前价格：　6.33 元

交易数据	2020-8-24
近 12 个月最高/最低（元）	7.14/4.93
总股本（百万股）	1,808
流通股本（百万股）	1,328
流通股比例（%）	73.49
总市值（亿元）	114
流通市值（亿元）	84

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：　guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：　S0100119120002

电话：　0755-22662081

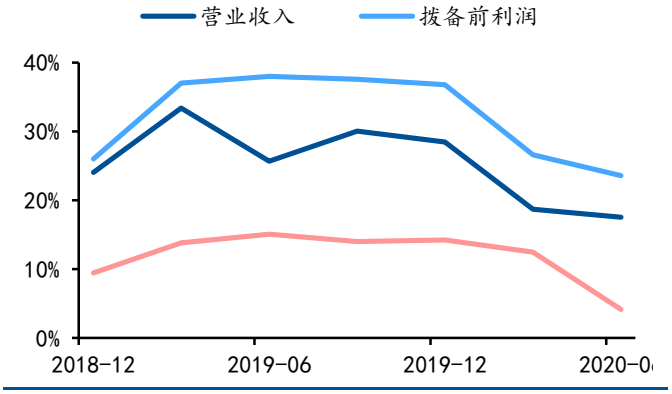
邮箱：　liaoziyuan@mszq.com

相关研究

一、不可忽视的业绩高成长性

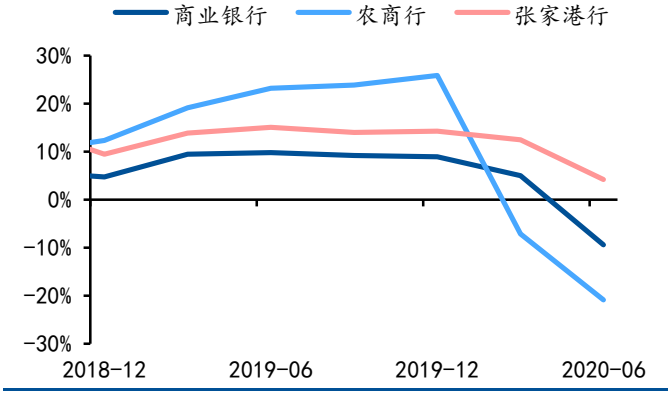
成长性凸显。8 月 24 日晚公司发布 2020 年半年报。无惧疫情影响，公司拨备前的“真实”利润增速保持着相当好的成长性。上半年公司的归母净利润同比增长 4.15%，大幅领先于同期商业银行的净利润增速-9.41%。营业收入增速和拨备前利润增速分别高达 17.57%和 23.60%，增速较一季度只是小幅回落 1.13pct 和 3.02pct。纵向比较，上半年归母净利润增速较一季度的 12.47%下降，主要原因是公司跟随行业阶段性地对不良贷款进行集中核销处置，以及净息差对营收的贡献边际下降。

图 1：张家港行营收、PPOP 及业绩同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：张家港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

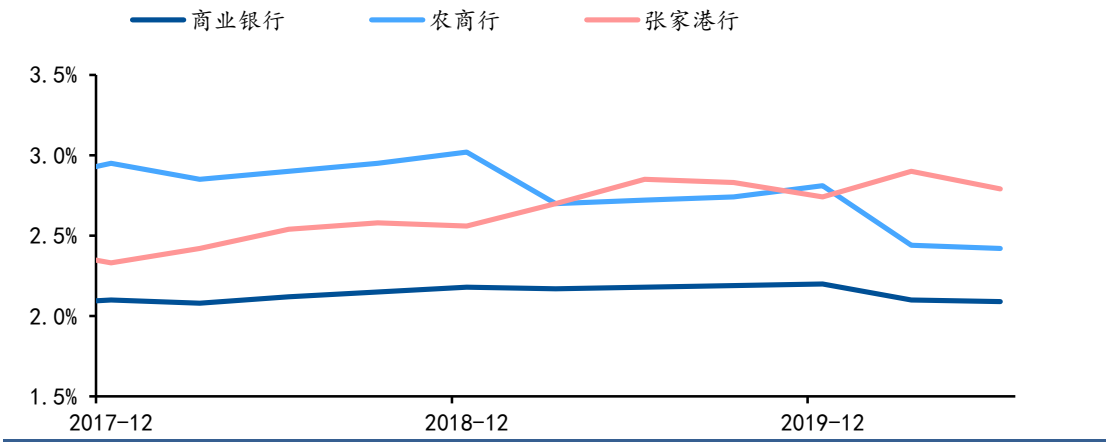
表1：张家港行归母净利润同比增长的归因分析

增速归因	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	H1 较 Q1 变化 pct
生息资产规模	15.71%	16.83%	15.20%	13.62%	6.90%	8.37%	1.46
净息差	19.24%	13.06%	9.64%	3.39%	6.22%	-1.97%	-8.19
非息收入	-1.55%	-4.19%	5.24%	11.47%	5.58%	11.17%	5.59
成本费用	3.65%	12.29%	7.54%	8.32%	7.92%	6.03%	-1.89
拨备	-22.75%	-19.25%	-20.45%	-23.49%	-14.34%	-23.45%	-9.11
营业外净收入	-1.46%	-0.51%	-0.16%	-0.21%	0.05%	0.97%	0.92
税收	0.64%	-1.55%	-3.77%	1.54%	0.46%	1.22%	0.76
少数股东损益	0.37%	-1.62%	0.76%	-0.38%	-0.31%	1.82%	2.13
净利润增长	**13.85%**	**15.07%**	**14.00%**	**14.25%**	**12.47%**	**4.15%**	**-8.32**

资料来源：WIND，民生证券研究院

净息差较上年逆市上升。公司上半年的净息差为 2.79%，较去年全年提升 5bp，据测算较一季度下降 11bp。净息差季度环比下降主要是因为贷款方向出现阶段性地调整。一季度的新增贷款主要投向高收益的个人贷款，二季度适当补充了部分低收益的对公贷款。但结合连续四个季度数据看，公司的净息差扭转了下行的趋势，较去年下半年又上升了一个台阶。

图 3：张家港行净息差



资料来源：WIND，民生证券研究院

公司净息差较去年改善主要得益于成本支出减少。上半年计息负债成本率较去年全年下降 12bp。不只是同业负债利率因为同业资金利率下行而降低，存款利率更是逆市触顶回落，上半年较去年全年下降 2bp 到 2.09%。存款定价能力显著加强。

生息资产收益率较去年全年仅仅下降 4bp 到 4.80%。公司通过资产结构调整，提高了贷款占生息资产的比例，降低了贷款利率下降的负面影响。贷款利率较去年下降 12bp 到 6.08%。其中作为战略重心的个人贷款定价平稳，根据测算利率较去年仅仅下降 3bp 到 7.95%。

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

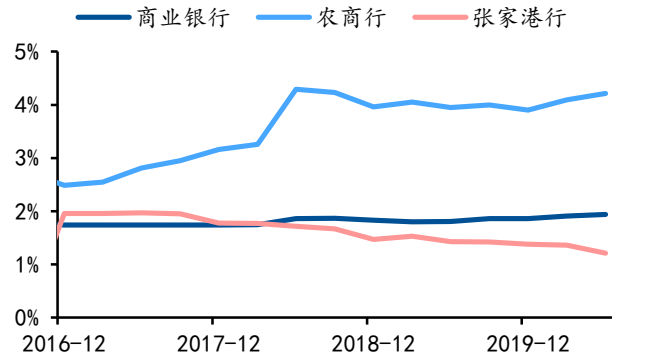
项目	日均余额（亿元）			累计平均利率		
	2019A	2020H1	变动幅度	2019A	2020H1	变动幅度 bp
生息资产						
贷款及垫款	630	749	119	6.16%	6.08%	-0.08
债券投资	400	377	-23	4.11%	3.43%	-0.68
买入返售金融资产	4	14	10	8.75%	0.87%	-7.88
存放及拆放同业、存放中央银行款项及其他	124	117	-7	1.45%	1.51%	0.06
生息资产合计	**1，159**	**1，257**	**98**	**4.96%**	**4.80%**	**-0.16**
计息负债						0.00
吸收客户存款	841	982	141	2.09%	2.09%	0.00
同业存入及拆入、向中央银行借款及其他	206	159	-47	3.34%	3.00%	-0.34
计息负债合计	1，047	1，140	94	2.34%	2.21%	-0.13
净利差（%）				2.62%	2.59%	-0.03
净利息收益率				**2.85%**	**2.79%**	**-0.06**

资料来源：WIND，民生证券研究院

资产质量领先。公司半年末不良率为 1.21%，环比下降 15bp，创下上市以来的最低水平。相比之下，全商业银行二季度末的不良率环比上升 3bp。公司资产质量逆市改善主要得益于公司在二季度加大了拨备计提和问题资产的处置力度，加快风险出清。二季度不良贷款年化生成率环比上升 143bp 到 2.23%，同比下降 61bp。信贷成本环比上升 139bp 到 3.26%，同比下降 5bp。隐性信用风险指标同步修复。关注类贷款占比为 2.18%，环比大降 65bp，处于行业较好水平，过往压

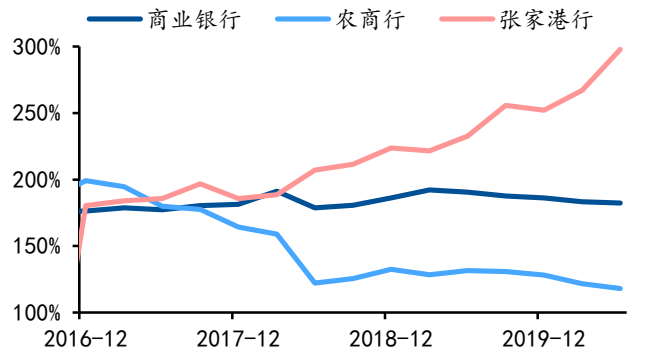
制公司估值的信用风险包袱正式解除。不良贷款偏离度(=逾期三个月以上贷款/不良贷款)为 47%，较上年末下降 13.19pct，贷款确认更加严格，标准不降反升，资产质量更为扎实。风险抵御能力更上一层楼，半年末拨备覆盖率为 298%，环比增加 31pct，达到历史新高。拨贷比为 3.60%，环比微降 3bp，保持平稳。

图 4：张家港行不良贷款率



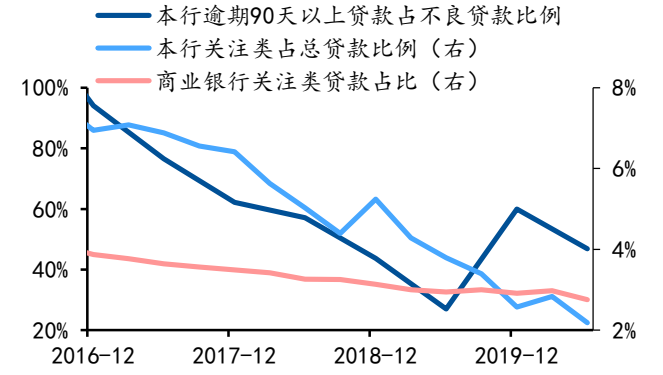
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：张家港行拨备覆盖率领先同业



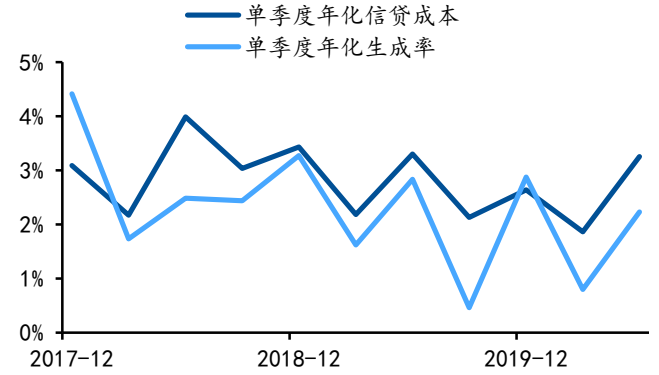
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：张家港行关注率、不良贷款偏离度



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：张家港行信贷成本、不良贷款生成率



资料来源：WIND，民生证券研究院

二、投资建议

公司半年报表现好于同业。过往影响公司基本面判断的信用风险基本出清，关注类指标和不良贷款指标改善，公司在经济复苏期率先实现了轻装上阵。净息差逆市提升，资产端定价稳定，负债端存款和同业负债成本同时下行。因此基本面仅有的制约因素只剩下资产扩张能力。公司资本相对偏紧，半年末核心一级资本充足率为 10.67%。但是得益于公司提前准备的融资安排，公司当前股价已经超过可转债转股价，远期外源性资本补充可期。短期内为加快资本内生性补充，我们预期公司将表现出较高的利润释放规模，以及在业务上进一步向高收益、低资本损耗的小微贷款倾斜。我们看好公司小微业务的发展潜力，预测 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 5.14%、9.35%、10.74%。首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示

1、资产质量波动

2、利率中枢下行

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	123,045	135,848	152,618	174,393
贷款净额	69,079	77,671	88,441	102,476
债券投资	35,557	32,363	35,280	39,393
总负债	112,307	124,396	140,368	161,249
存款余额	92,892	109,791	123,868	142,294
同业负债	12,245	11,102	12,526	14,389
股东权益	10,737	11,452	12,251	13,144
盈利能力				
ROAA	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
ROAE	9.69%	9.48%	9.66%	9.95%
生息资产收益率	4.97%	4.97%	4.90%	4.85%
计息负债成本率	2.31%	2.27%	2.14%	2.04%
净息差（NIM）	2.81%	2.81%	2.85%	2.88%
成本收入比	32%	32%	32%	32%
成长能力				
贷款	18.7%	12.4%	13.9%	15.9%
存款	16.8%	18.2%	12.8%	14.9%
净利息收入	17.0%	9.1%	12.6%	14.2%
中间业务收入	-77.9%	70.0%	5.0%	5.0%
营业费用	13.7%	8.5%	11.3%	12.8%
净利润	14.3%	5.1%	9.4%	10.7%
营业收入结构				
利息占比	82.6%	83.1%	84.0%	85.1%
手续费收入占比	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
业务费用占比	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%
计提拨备占比	43.0%	43.8%	44.2%	44.7%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	3,183	3,472	3,911	4,468
手续费净收入	7	12	13	14
营业费用	1,229	1,334	1,485	1,675
拨备前利润	2,623	2,846	3,169	3,573
计提减值准备	1,657	1,831	2,058	2,344
所得税	28	30	33	36
净利润	954	1,003	1,097	1,215
资本管理				
核心资本	9,926	10,950	11,762	12,665
资本净额	13,600	15,456	16,769	18,322
风险加权资产	90,052	99,422	111,696	127,632
风险加权资产比重	73%	73%	73%	73%
核心一级资本充足率	11.0%	11.0%	10.5%	9.9%
一级资本充足率	11.0%	11.5%	10.9%	10.3%
资本充足率	15.1%	15.5%	15.0%	14.4%
资产质量				
贷款减值准备	2,327	2,494	2,732	3,045
不良贷款额	953	932	973	1,025
不良贷款率	1.38%	1.20%	1.10%	1.00%
拨备覆盖率	244%	268%	281%	297%
拨贷比	3.37%	3.21%	3.09%	2.97%
信用成本	2.85%	2.65%	2.65%	2.65%
估值分析				
PB	1.12	1.04	0.97	0.90
PE	11.99	11.40	10.43	9.42
EPS	0.53	0.56	0.61	0.67
BVPS	5.65	6.06	6.51	7.01
每股股利	0.15	0.16	0.17	0.19
股息收益率	2.4%	2.5%	2.7%	3.0%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：张家港行营收、PPOP 及业绩同比增速 2
图 2：张家港行业绩累计同比增速高于行业整体水平 2
图 3：张家港行净息差 3
图 4：张家港行不良贷款率 4
图 5：张家港行拨备覆盖率领先同业 4
图 6：张家港行关注率、不良贷款偏离度 4
图 7：张家港行信贷成本、不良贷款生成率 4

表格目录

表 1：张家港行归母净利润同比增长的归因分析 2
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 3
公司财务报表数据预测汇总 6

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		
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。