

资本充裕 资产质量持续改善

——瑞丰银行（601528）首次覆盖

增持（首次）

2023年06月01日

投资要点:

83%的资产集中于绍兴市柯桥区: 瑞丰银行 83%的资产集中在柯桥区, 义乌区的资产占比 5%。从营收贡献的角度看, 柯桥区的营收占比 76.18%, 义乌区的营收占比为 11.82%。

对公信贷占比提升, 零售个人经营贷占比高: 截至 2022 年, 总资产达到 1596 亿元。过去 4 年, 贷款保持较快增长, 占总资产的比重持续提升至 62.6%。对公贷款和个人贷款占比分别为 40.9%和 51.6%。过去两年, 对公贷款同比大幅多增, 占比上升 8.3 个百分点。零售贷款中个人经营贷占比 49%, 而且个人经营性贷款的持续增长, 是零售贷款新增的主要贡献来源。

资本充裕, 资产质量持续改善: 瑞丰银行当前的核心一级资本充足率 14.4%, 仍处于较高水平, 此外仍有 50 亿元的可转债发行计划。较为充裕的资本, 为后续公司规模的增长提供了较强的支撑。另外, 过去几年, 公司的资产质量持续改善, 截至 2022 年末, 不良率下降至 1.08%, 关注率下降至 1.45%。

投资永康农商行优化战略布局: 由于永康农商行较高的盈利水平, 以及相对优质的资产质量, 投资永康农商银行不仅提升了瑞丰银行的资本使用效率, 也进一步优化了在金华地区的战略布局, 有利于与义乌支行形成良好的协同作用, 助力瑞丰银行异地发展。

盈利预测及投资建议: 瑞丰银行坚持“支农支小, 服务社区”定位, 采用业务创新, 模式创新, 数字化以及参股等多种方式不断的拓展服务范围, 使得规模保持较快增长。此外, 在良好的区位优势下, 不断的完善风险管理体系, 强化贷前贷中贷后“全流程”管理, 有效提升业务风险管理效果, 整体资产质量持续向好。我们测算的公司 2023 年-2025 年营收同比增速 13.92%/15.19%和 15.91%, 净利润同比增速为 18.7%/16.48%和 16.68%。按照最新股本计算的 EPS 分别为 0.92 元/1.08 元和 1.26 元。综合公司当前较低的估值以及公司未来几年规模有望保持较快扩张, 首次覆盖, 给予公司增持评级。

风险因素: 银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大, 经济以及相关政策的变动, 都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

基础数据

总股本(百万股)	1,962.16
流通A股(百万股)	788.94
收盘价(元)	5.02
总市值(亿元)	98.50
流通A股市值(亿元)	39.60

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

分析师:

郭懿

执业证书编号:

S0270518040001

电话:

01056508506

邮箱:

guoyi@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,525	4,016	4,626	5,362
增长比率(%)	6.49	13.92	15.19	15.91
净利润(百万元)	1,528	1,814	2,112	2,465
增长比率(%)	20.20	18.70	16.48	16.68
每股收益(元)	1.01	0.92	1.08	1.26
市盈率(倍)	4.99	5.46	4.69	4.02
市净率(倍)	0.51	0.60	0.54	0.48

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

正文目录

1 中小微客群是主要服务对象	3
1.1 瑞丰银行背景.....	3
1.2 83%的资产集中于绍兴市柯桥区.....	3
1.3 中小微客群是主要服务对象.....	5
2 资本充裕，资产质量持续改善	6
2.1 贷款占总资产的比重持续提升.....	6
2.2 近两年对公贷款新增较多，对公贷款占比上升.....	6
2.3 零售贷款占比高，个人经营性贷款占比接近一半.....	8
2.4 生息资产收益率下行，未来将向合理水平回升.....	9
2.5 充裕的资本为后续规模增长提供较强支撑.....	9
2.6 资产质量持续改善.....	9
2.7 存款成本有望逐步下行.....	10
2.8 参股永康农商，打开区域布局空间.....	11
3 盈利预测及投资建议	12
4 风险提示	13

图表 1: 瑞丰银行股东持股结构 (单位: %)	3
图表 2: 各区总资产占比 (单位: %)	4
图表 3: 按企业规模划分的对公贷款占比 (单位: %)	5
图表 4: 普惠个人经营贷和微贷业务户均规模对比 (单位: 万元)	6
图表 5: 瑞丰银行 2018-2022 年资产结构 (单位: %)	6
图表 6: 过去两年对公贷款占比明显提升 (单位: %)	7
图表 7: 对公贷款各行业占比 (单位: %)	7
图表 8: 瑞丰银行零售贷款结构 (单位: %)	8
图表 9: 零售信贷新增和个人经营贷新增规模对比 (单位: 百万元)	8
图表 10: 核心一级资本和一级资本充足率 (单位: %)	9
图表 11: 资产质量持续改善 (单位: %)	10
图表 12: 拨备覆盖率持续提升 (单位: %)	10
图表 13: 近两年零售贷款的不良略有上升 (单位: %)	10
图表 14: 存款占比及结构 (单位: %)	11
图表 15: 永康农商行 ROE 和 ROA (单位: %)	11
图表 16: 永康农商行不良率变动趋势 (单位: %)	12

1 中小微客群是主要服务对象

1.1 瑞丰银行背景

瑞丰银行前身是绍兴县信用合作社联合社。2005年，农信社改制背景下，在绍兴县信用合作社联合社基础上设立了绍兴县农村合作银行。2011年，再次改制为浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司。2021年登录上海证券交易所。

截至2022年末，瑞丰银行前十大股东合计持股比例为41.88%，其中，绍兴柯桥天圣投资管理公司是公司第一大股东，持股比例为6.72%。此外，其余股东均为当地民营企业，合计持股比例为35.16%。

图表1:瑞丰银行股东持股结构(单位: %)

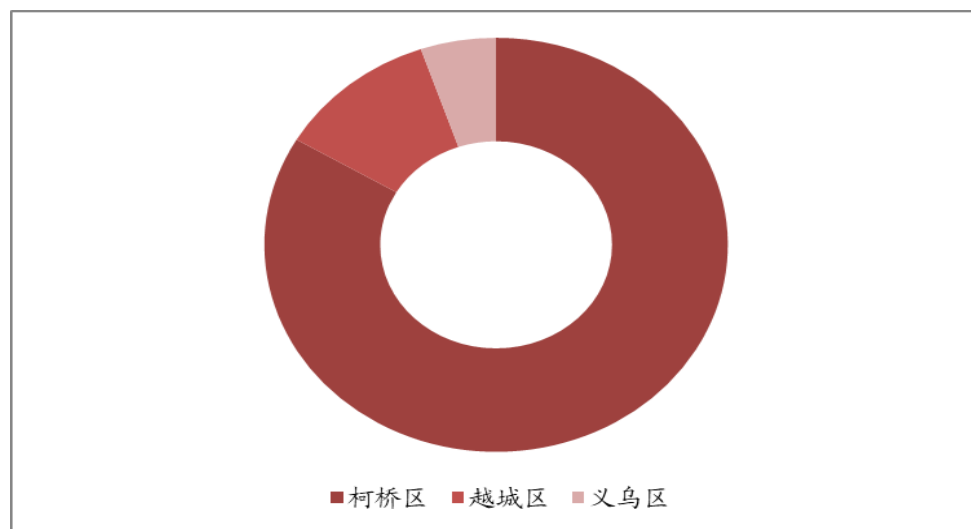
排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司	6.72
2	浙江明牌卡罗饰品有限公司	4.24
3	浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司	4.05
4	浙江上虞农村商业银行股份有限公司	4.05
5	浙江勤业建工集团有限公司	4.05
6	浙江华天实业有限公司	4.05
7	绍兴安途汽车转向悬架有限公司	4.05
8	浙江永利实业集团有限公司	3.97
9	长江精工钢结构(集团)股份有限公司	3.74
10	浙江蓝天实业集团有限公司	2.96
	合计	41.88

资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.2 83%的资产集中于绍兴市柯桥区

瑞丰银行共计108家网点，其中91家分布于绍兴市柯桥区，14家位于越城区，3家位于义乌区，83%的资产集中在柯桥区，义乌区的资产占比5%。从营收贡献的角度看，柯桥区的营收占比76.18%，义乌区的营收占比为11.82%。从营业利润贡献的角度看，柯桥区利润贡献比62.55%，义乌区为22.79%。

图表2:各区总资产占比(单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2022年绍兴全市生产总值(GDP)7351亿元,按可比价格计算,比上年增长4.4%,增速居全省第三位。绍兴市越城区、滨海新区重大项目签约、集中竣工投产项目63个,总投资近740亿元;绍兴市柯桥区全年规划实施330个政府及国有投资项目,总投资1944亿元。

绍兴民营经济具有较强活力,拥有包括“古越龙山”“会稽山”“海亮”“盾安”“明牌珠宝”“步森”“奥田”等多家国内著名民营企业。近日,绍兴市还发布了《绍兴市“十四五”规划和2025年经济社会发展目标》,其中预计到2025年,绍兴市的GDP将达到8500亿元。这样的经济沃土,能为瑞丰发展提供更多的养分。2022年新设市场主体11.77万户。其中,企业2.93万户,比上年下降8.8%;个体工商户8.83万户,增长6.5%。“个转企”2064家。年末在册市场主体73.33万户,比上年末增长6.3%。其中,企业23.81万户,增长6.3%。

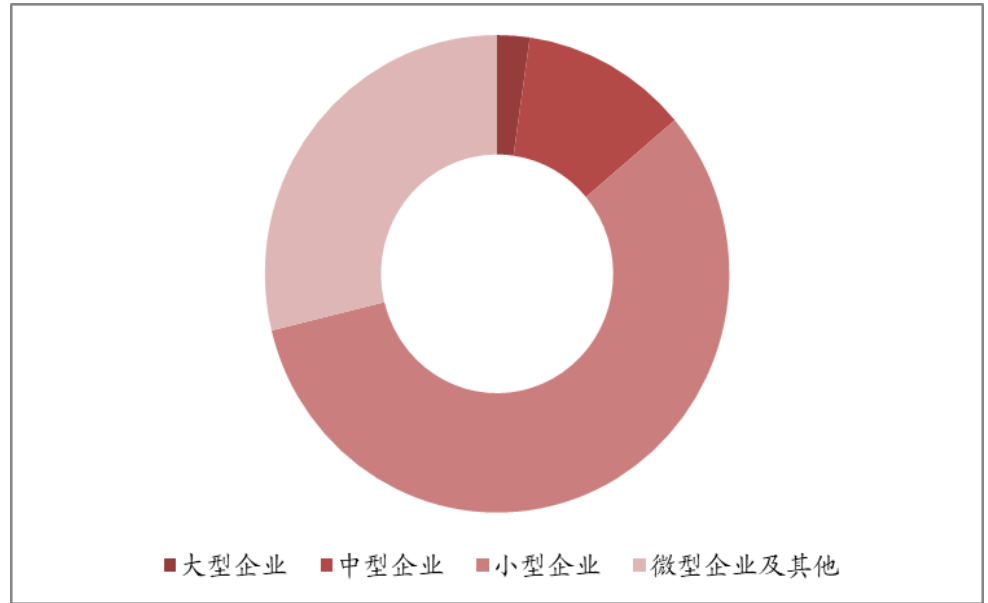
而柯桥区前身是绍兴市绍兴县,素有“东方威尼斯”之美称,是全国著名的水乡,桥乡,酒乡、书法之乡,戏曲之乡和名士之乡。柯桥区面积约1066平方公里,传统优势产业为纺织业和纺织业专业市场,辖内中国轻纺城为亚洲最大的布匹集散中心。同时,柯桥区装备制造、汽车汽配、机器联网、机器人等新兴产业也在近年来实现了较快发展。另外,柯桥区积极推进打造现代纺织国家先进制造业集群,推进黄酒,珍珠等历史经典产业传承创新,实施传统产业改造提升省级试点,高质量建设集成电路产业创新中心,逐步构建以现代纺织为主导,以新材料,生物医药,泛半导体为重点突破的“1+3”支柱产业体系。2022年末,柯桥区在册市场主体17.24万家,全年新设市场主体2.83万家。

另外,作为两大重点战略区域之一的义乌市,也是浙江省乃至全国经济活力最强的地区之一。义乌市在册市场主体已经突破90万户,占全省十一分之一,2022年新设市场主体18.06万家,这些都是天然的普惠小微金融沃土。

1.3 中小微客群是主要服务对象

瑞丰银行始终坚持差异化市场定位，大力支持中小微企业发展，通过充分利用本行在绍兴地区优势，网点优势和内部决策优势为中小企业提供全面丰富的金融服务。截至2022年9月30日，中小微企业贷款余额408.5亿元，占对公贷款的比重达到98%。其中，小型企业客户的占比最高，达到57%，微型企业客户的占比为29%，近年来的占比持续提升。

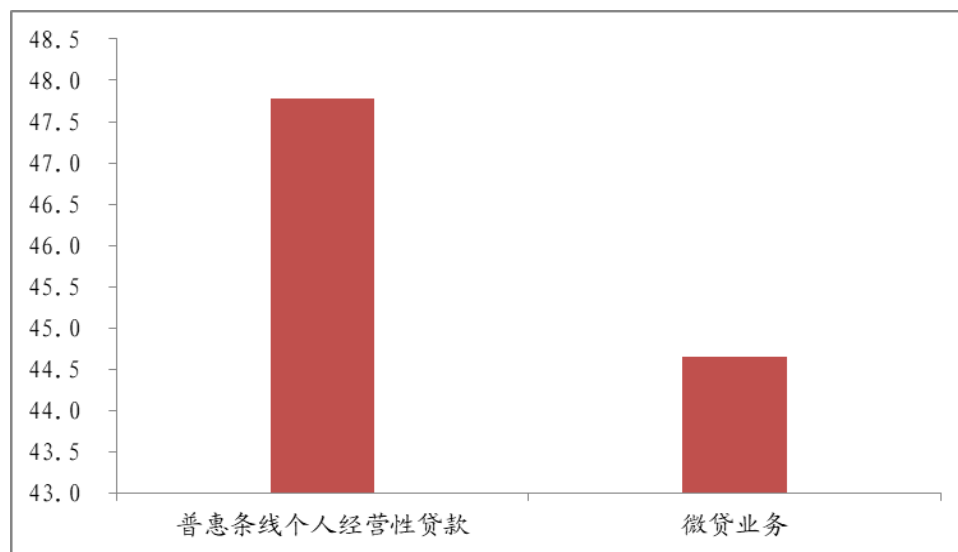
图表3:按企业规模划分的对公贷款占比（单位：%）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

个人经营贷方面，2022年，在深化数字化改革的同时，对符合准入条件的个体工商户，农户推出了“瑞商快贷”“丰收信农贷”等。截至2022年末，普惠条线个人经营性贷款客户共计30105户，贷款余额143.85亿元，同比增长17.5%。此外，瑞丰银行从2012年起设立微小贷中心，2015年成立微贷事业部以来，专注扶持小企业，小作坊，小个体，小摊贩等“四小”群体，通过多年的积累，重点打造了一套与客户层级相适应的产品体系，树立了一个闪亮的“瑞丰星星贷”品牌。报告期，微贷业务存量客户31956户，贷款余额142.67亿元，其中，个人经营性贷款余额115.66亿元。按照上述数据测算，户均贷款余额在45-50万元之间。

图表4:普惠个人经营贷和微贷业务户均规模对比 (单位: 万元)



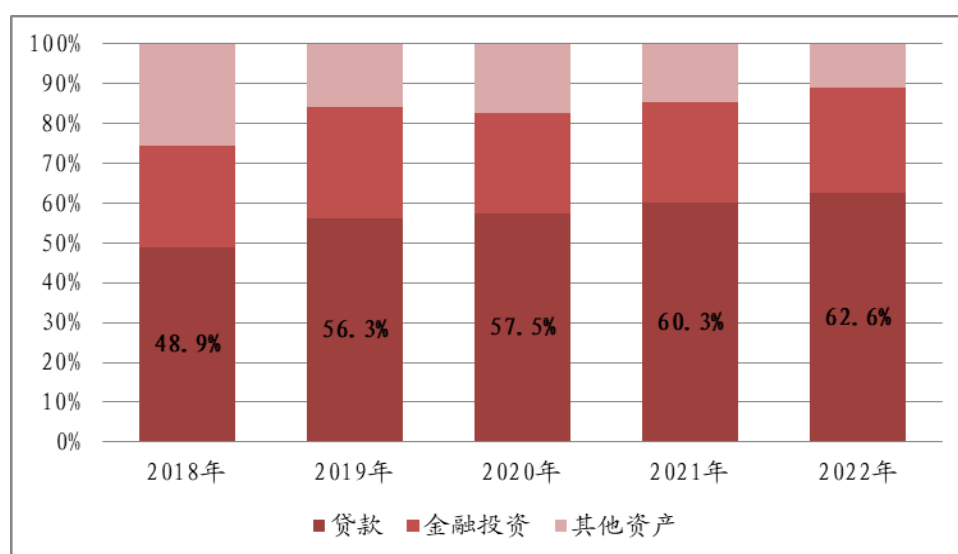
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2 资本充裕, 资产质量持续改善

2.1 贷款占总资产的比重持续提升

截至2022年, 总资产达到1596亿元, 其中, 贷款占比62.6%, 金融投资占比26.4%。过去4年, 贷款保持较快增长, 占总资产的比重也持续提升, 占比从2018年的48.9%上升到2022年的62.6%, 升幅达到13.7个百分点。

图表5:瑞丰银行 2018-2022 年资产结构 (单位: %)

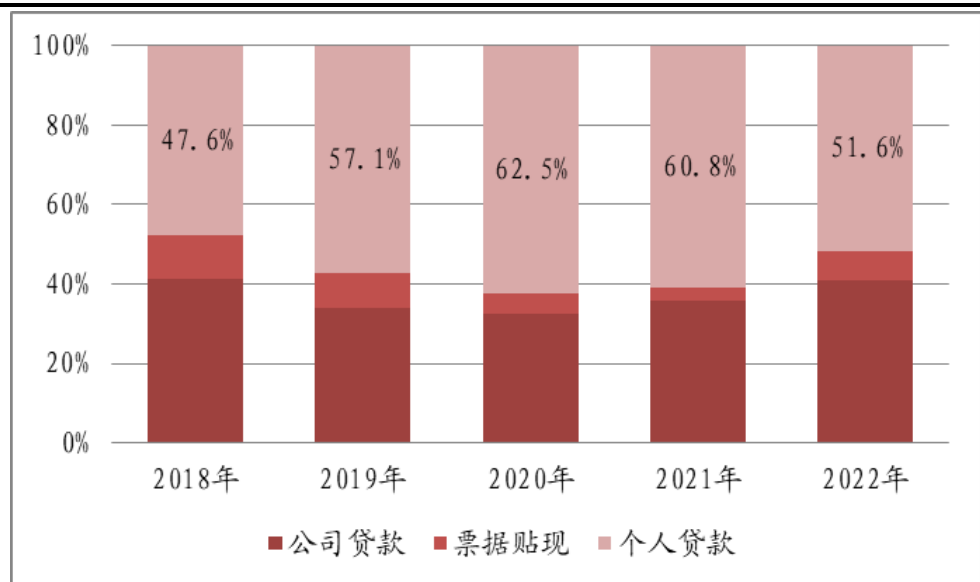


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.2 近两年对公贷款新增较多, 对公贷款占比上升

从贷款的内部结构看，截至2022年末，对公贷款占比40.9%，而个人贷款占比为51.6%。2021年和2022年，对公贷款同比大幅多增，在新增贷款中的贡献度分别达到64.2%和65.4%，使得对公贷款的占比明显上升8.3个百分点。

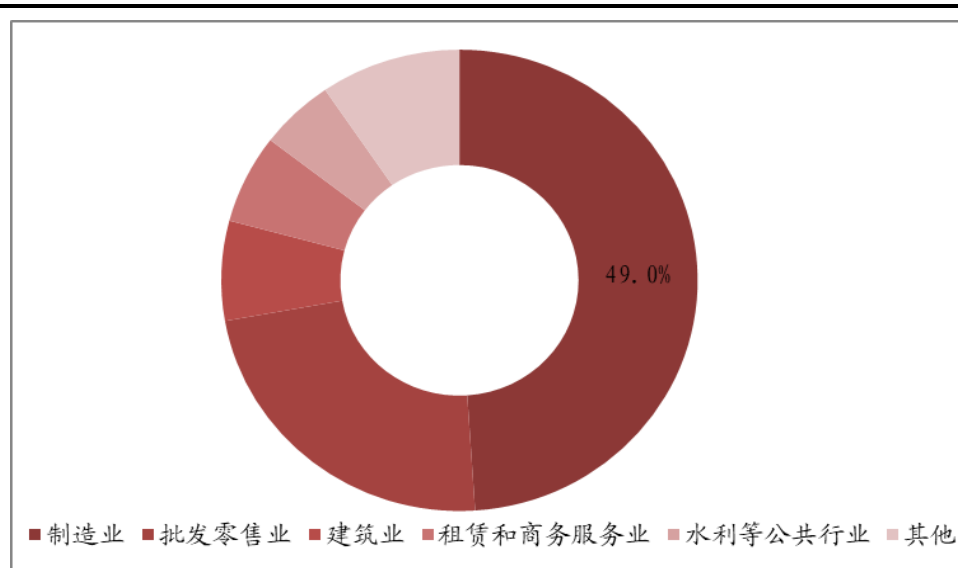
图表6:过去两年对公贷款占比明显提升(单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

对公贷款中, 按各行业分布数据看, 制造业占比49%, 批发零售业占比23.2%, 建筑业占比7%, 租赁和商务服务业占比6.2%。从过去三年的数据看, 新增贷款主要集中于制造业、批发零售业、建筑业、水利环境以及租赁商业服务业, 占比分别为31.5%、31.3%、10.7%、8.45%和7.4%。

图表7:对公贷款各行业占比(单位: %)



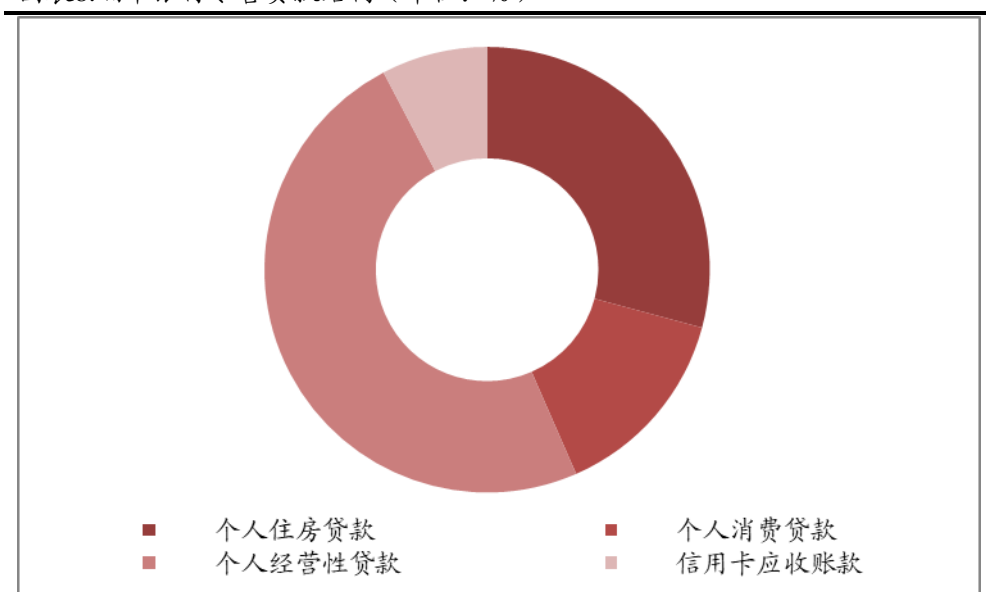
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.3 零售贷款占比高，个人经营性贷款占比接近一半

近两年,由于零售贷款的新增有所下降,使得零售贷款占比下滑。截至2022年末,零售贷款占贷款总额的比重为51.6%。不过,横向比较看,零售贷款的占比仍处于相对高位,在农商行中仅次于常熟银行。

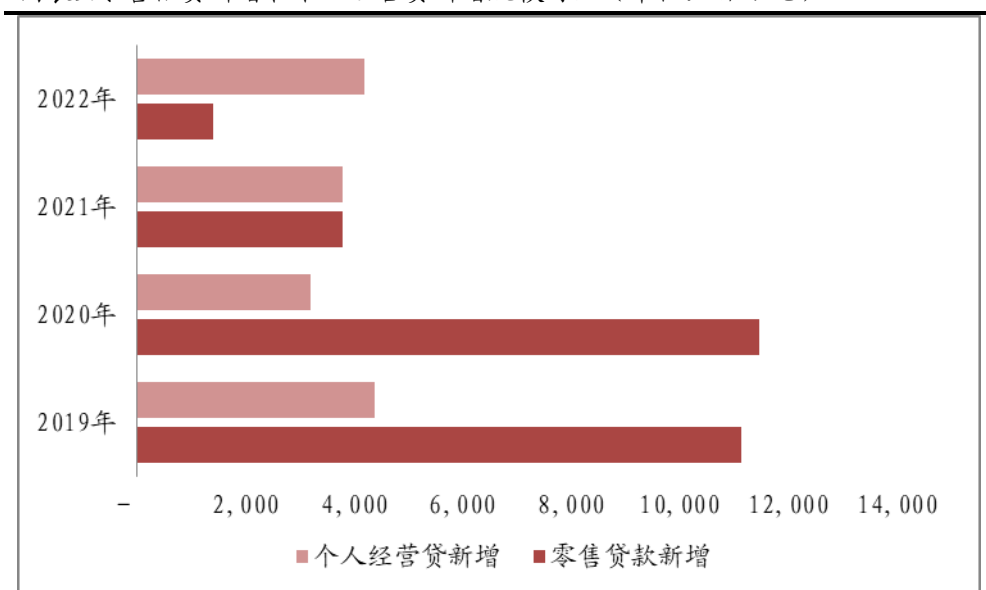
从零售贷款的内部结构看,个人经营贷占比49%,住房贷款占比29%,消费贷占比14%,信用卡贷款占比8%。其中,个人经营性贷款的持续增长,是零售贷款新增的主要贡献来源。

图表8:瑞丰银行零售贷款结构(单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表9:零售信贷新增和个人经营贷新增规模对比(单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

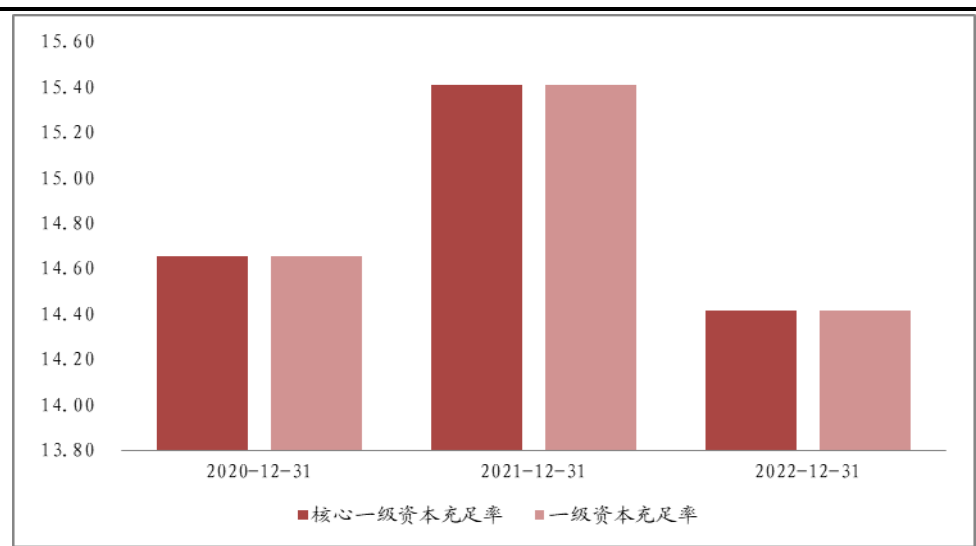
2.4 生息资产收益率下行，未来将向合理水平回升

从瑞丰银行公布的生息资产相关数据看，2022年，以平均余额计算的贷款收益率为5.42%，同比下降了22BP。其中，企业贷款的平均利率为4.53%，零售贷款的平均利率为6.24%。除了受到行业整体融资利率下行的影响外，新增贷款中企业贷款的占比上升，也对贷款综合收益率的下行产生了一定的影响。未来随着新增贷款结构的改善以及市场竞争环境趋向均衡，整体的收益率水平会向合理水平回升。

2.5 充裕的资本为后续规模增长提供较强支撑

随着公司规模的扩张，相应风险加权资产也快速增长，2022年末已经达到1041亿元。同期，核心一级资本充足率14.4%，仍处于较高水平。此外，公司仍有50亿元的可转债发行计划。较为充裕的资本，为后续公司规模的增长提供了较强的支撑。

图表10:核心一级资本和一级资本充足率（单位：%）

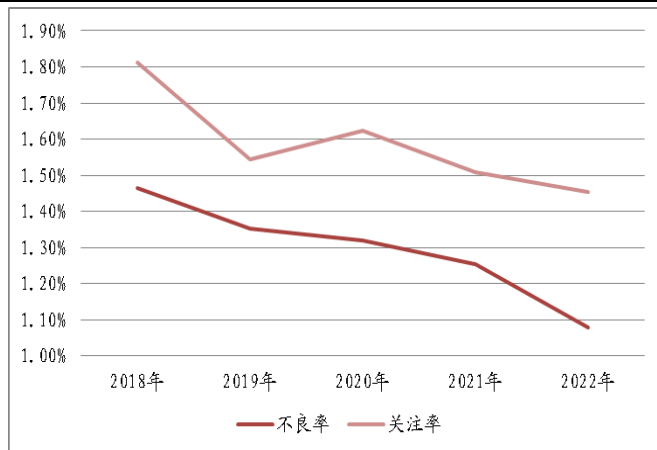


资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

2.6 资产质量持续改善

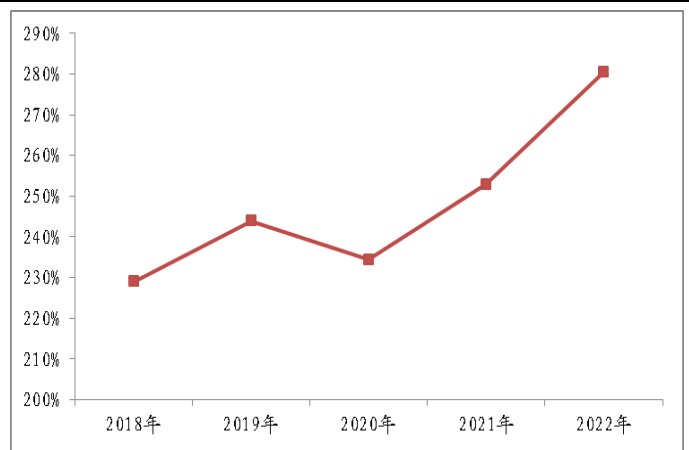
过去几年，公司的资产质量持续改善，截至2022年末，不良率下降至1.08%，关注率下降至1.45%。从不同规模企业的不良数据看，截至2022年9月30日，中型企业的不良率为3.75%，小型企业的不良率为0.78%，微型企业及其他不良率为1.64%，而大型企业不良率为0。其中，微型企业的不良率较2021年略有上升，大中小型企业的不良率持续改善。

图表11:资产质量持续改善(单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

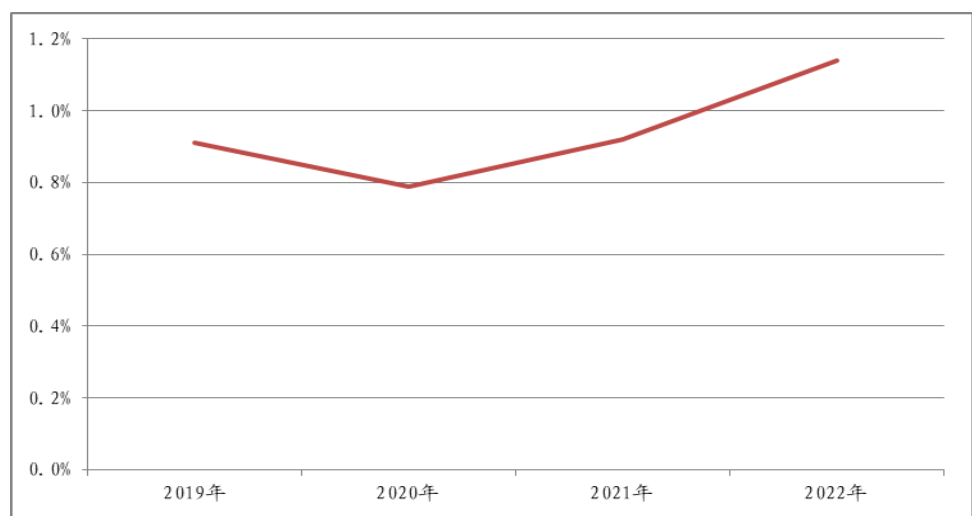
图表12:拨备覆盖率持续提升(单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

受宏观环境以及结构性因素的影响,近两年零售贷款的不良率略有上升。不过从公司未来零售业务的发展规划,以及宏观环境的逐步转暖,零售贷款的不良或将迎来拐点。

图表13:近两年零售贷款的不良略有上升(单位: %)

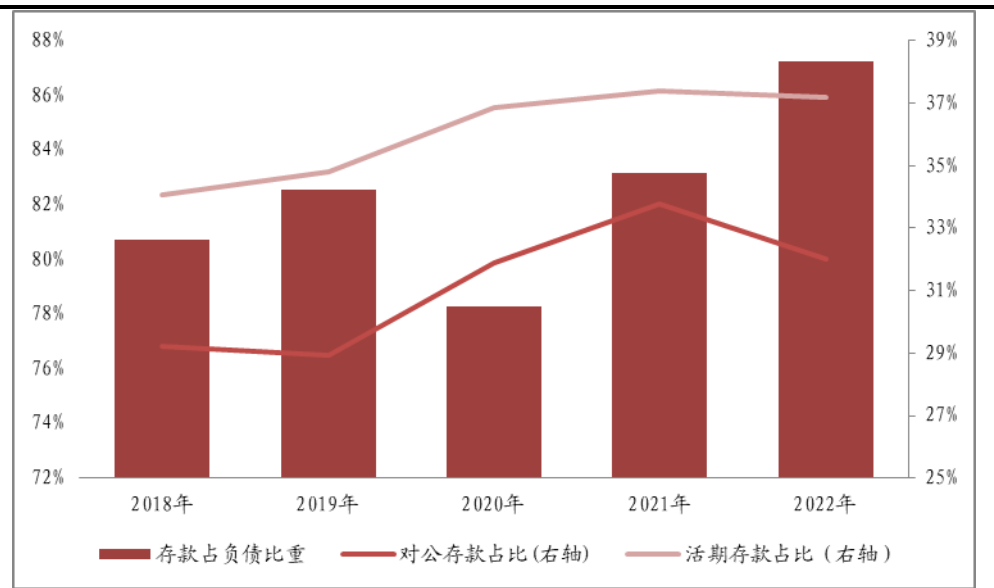


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.7 存款成本有望逐步下行

截至2022年末,瑞丰银行存款占总负债的比重达到87.3%,处于农商行中较高水平。在存款总额中,对公贷款的占比32%,而活期存款的占比为37.2%,活期存款的占比在农商行板块也处于前列,但是由于零售定期存款占比相对较高,总体存款端的成本优势并不明显。不过,随着存款利率的调整,以及高息存款的不断到期重新定价,存款成本有望逐步下行。

图表14:存款占比及结构 (单位: %)



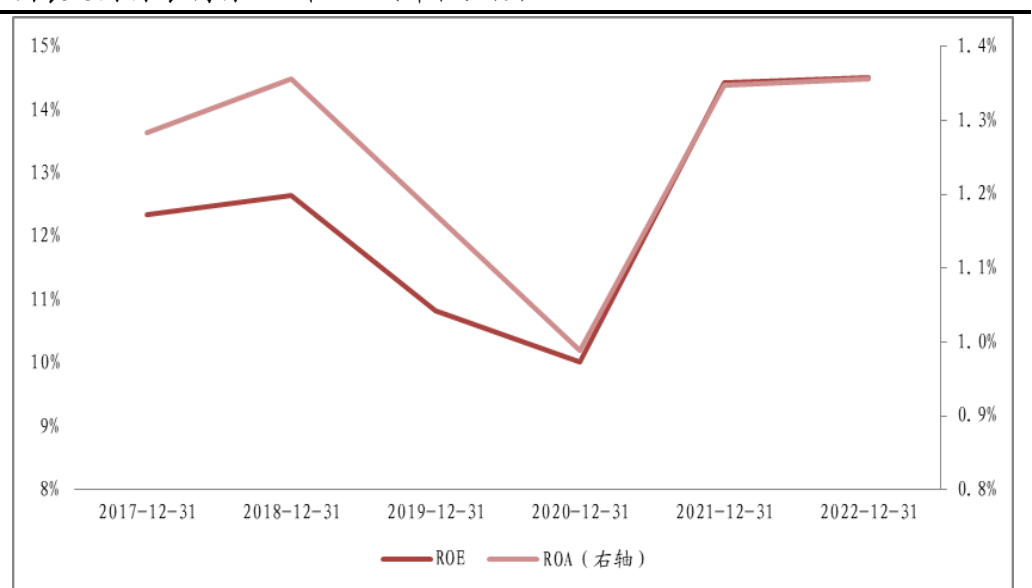
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.8 参股永康农商, 打开区域布局空间

近期, 瑞丰银行通过协议受让股份, 司法拍卖等方式共计受让永康农商行5.16%的股权, 成为其第一大股东。瑞丰银行表示, 参股永康农商行, 将继续践行“支农、支小”职责, 全力支持区域经济发展, 不断深化零售银行转型战略。

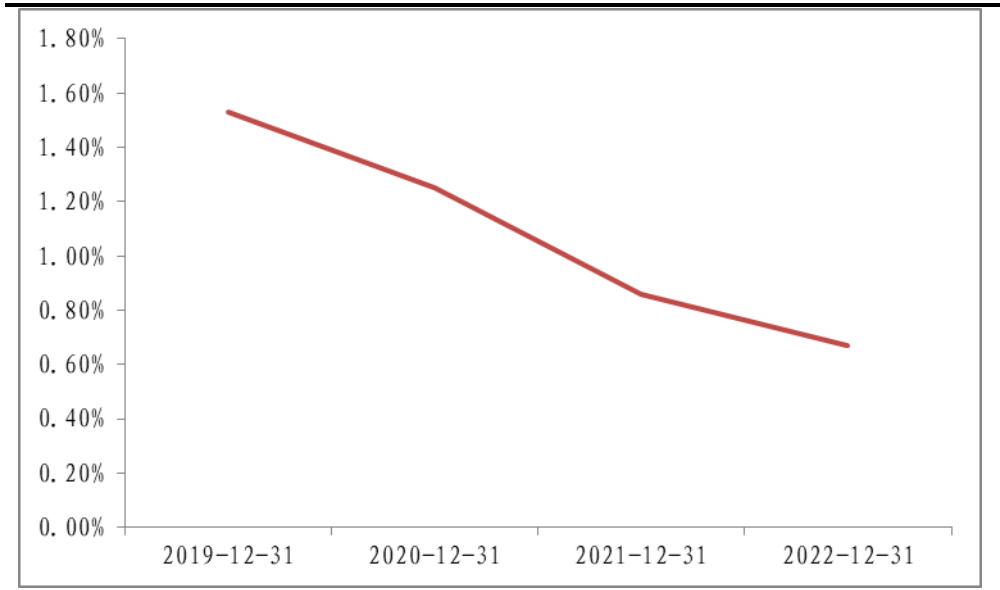
截至2022年末, 永康农商行注册资本为8.8亿元, 总资产587.5亿元, 总负债532.9亿元, 归母净资产为54.6亿元。2022年实现营收16亿元, 净利润7.5亿元。2022年不良率降至0.67%, 关注率降至1.5%, 拨备覆盖率达到795%。核心一级资本充足率14.18%。ROE为14.5%, ROA为1.36%。

图表15:永康农商行 ROE 和 ROA (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表16:永康农商行不良率变动趋势(单位:%)



资料来源:公司财报,万得资讯,万联证券研究所

由于永康农商行较高的盈利水平,以及相对优质的资产质量,投资永康农商银行不仅提升了瑞丰银行的资本使用效率,也进一步优化了在金华地区的战略布局,有利于与义乌支行形成良好的协同作用,助力瑞丰银行的异地发展。

3 盈利预测及投资建议

瑞丰银行坚持“支农支小,服务社区”定位,采用业务创新,模式创新,数字化以及参股等多种方式不断的拓展服务范围,使得规模保持较快增长,资产结构不断优化,盈利能力稳步提升。此外,在良好的区位环境优势下,不断的完善风险管理体系,强化贷前贷中贷后“全流程”管理,有效提升业务风险管理效果,整体资产质量持续向好。

盈利预测假设:

生息资产增速保持稳定。充裕的资本为未来三年的发展提供支撑,服务范围的不断拓展也为规模的增长提供了保障。我们保守的预估未来三年生息资产增速保持在15%左右。

净息差方面,2022年净息差2.21%。当前资产端的定价仍处于下行通道,不过由于竞争环境的逐步改善,公司贷款定价将逐步向合理水平回归,生息资产端的定价收窄幅度也将逐步缩小;而负债端随着高息存款的逐步到期,整体负债端成本或略有上升,综合考虑,我们预计未来整体净息差在小幅收窄后逐步回升。

近年来公司资产质量逐步向好,拨备计提力度下降。当前对公贷款历史问题已经逐步出清,零售贷款不良或将迎来拐点,按照我们的测算,2023-2025年的不良率为

1.02%、0.96%和0.94%。

基于以上假设及预判，我们测算的公司2023年-2025年营收同比增速13.92%/15.19%和15.91%，净利润同比增速为18.7%/16.48%和16.68%。按照最新股本计算的EPS分别为0.92元/1.08元和1.26元。综合公司当前较低的估值以及公司未来几年规模有望保持较快扩张，首次覆盖，给予公司增持评级。

4 风险提示

银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022 年 A	2023 年 B	2024 年 B	2025 年 E
净利息收入	3,188	3,567	4,133	4,820
利息收入	6,310	7,273	8,346	9,574
利息支出	-3,122	-3,706	-4,213	-4,754
非息收入	336	449	493	542
营业收入	3,525	4,016	4,626	5,362
业务及管理费	-1,173	-1,337	-1,540	-1,785
拨备前利润	2,440	2,762	3,164	3,648
信用及其他减值损失	-822	-826	-910	-1,021
税前利润	1,618	1,936	2,254	2,628
所得税	-66	-97	-113	-131
归母净利润	1,528	1,814	2,112	2,465

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022 年 A	2023 年 B	2024 年 B	2025 年 E
贷款总额	102,896	120,388	139,650	160,597
债券投资	42,228	46,451	51,096	57,228
存放央行	9,575	11,107	12,440	14,057
同业资产	4,646	5,343	6,144	7,373
资产总额	159,623	184,945	208,100	236,300
存款	126,052	146,220	163,766	185,056
非存款负债	18,395	21,967	25,687	30,397
负债总额	144,447	168,187	189,453	215,453
所有者权益总额	15,176	16,758	18,646	20,847

资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场