

相关研究

《二永债市场行情：复盘、总结、展望》
2023.12.28
《二永债下沉行情演绎》2023.12.19
《二永债供给或放量，关注利差扰动风险》2023.03.14
《九江银行事件风波暂平，后续市场风险怎么看？》2023.01.08
《动不失时，票息为盾——2024年债市展望》2023.12.02

城农商行二永债下沉如何抉择？

——金融债系列研究之七

投资要点：

- **二永债行情走到什么阶段了？**近一年二永债收益率与利差走势呈现出四个明显阶段：1) 23年初至2月初，收益率、利差快速上行至高位。2) 2月至7月中下旬，开启震荡下行。3) 7月中下旬至10月下旬，政策转向推动债市调整，收益率、利差震荡上行，局部表现为向上倾斜的W型。4) 10月下旬至今收益率与利差再度震荡下行，城农商行二永债配置价值凸显。
- **城农商行二永债全景梳理。**1) 23年城农商行二永债供给较前两年偏弱，城商行和农商行二永债存量规模合计超万亿。2) 不同隐含评级和剩余期限的收益率表现有所分化，随着隐含评级降低，永续债和二级资本债品种利差普遍走阔。3) 地区特征明显，城农商行二永债存量大多集中于江浙、山东、广东等地区，主体挖掘空间较大；除山东外，其他存量大省利差偏低。
- **城农商行二永债下沉如何抉择？**
- **城农商行打分模型构建：**建立区域资源禀赋分析、定性分析、财务分析三维信用资质分析框架，结合数据可得性，选取了6个一级指标、18个二级指标，在此基础上将评价模型量化，从主体角度给出信用资质排序。
- **城农商行打分结果分析：**1) 各主体信用利差与打分排序二者相关系数高达81.61%，得分区间分布基本符合正态分布规律。2) 得分较高的城商行资产质量较高、资本较充足，区域资源禀赋较强，抵御风险的能力较强；得分较高的农商行所处区域经济较为发达，资产质量大多较高，资本充足率较高。3) 结合模型评分结果，分区域梳理了信用资质得分较高、有一定存量二永债规模的城农商行主体名单，详见正文。
- **风险提示：**基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

分析师:张紫睿

Tel:(021)23185652

Email:zsr13186@haitong.com

证书:S0850522120001

目 录

1.	二永债行情走到什么阶段了?	5
2.	城农商行二永债全景梳理.....	8
3.	城农商行信用资质如何判断?	10
3.1	城农商行打分模型构建.....	10
3.2	城农商行打分结果分析.....	11

图目录

图 1	二永债在阶段转换中变动幅度较信用债更大 (%)	5
图 2	2023 年二永债行情经历三次主要转折点	6
图 3	二级资本债等级利差走势 (BP)	6
图 4	二级资本债期限利差走势 (BP)	6
图 5	二永债月换手率在 15% 以上, 流动性较高	7
图 6	基金和保险对二永债配置力量增强 (亿元)	7
图 7	2019-2023 年二永债总发行量与存量规模 (亿元)	8
图 8	2023 年城农商行二永债发行规模较往年降低	8
图 9	存量二永债发行人类型分布 (%)	8
图 10	城农商行二永债到期/行权分布情况	9
图 11	2024 年城农商行二级资本债到期/行权分布情况	9
图 12	各主体信用资质得分 (分) 与信用利差 (BP)	12
图 13	城农商行量化得分区间分布 (家)	12

表目录

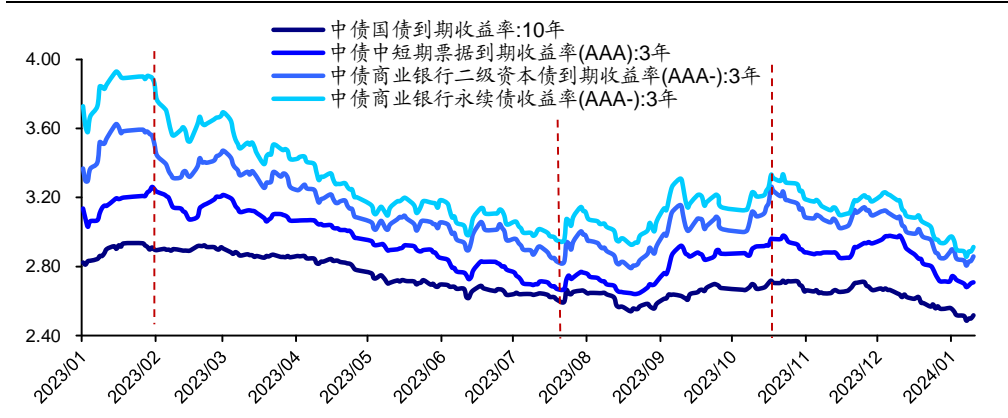
表 1	当前二永债利差水平行至历史低位 (%)	7
表 2	不同隐含评级和剩余期限的城农商行二永债收益率表现有所分化	9
表 3	各地区城农商行二永债分布与信用利差	10
表 4	城农商行量化评价模型概览.....	11
表 5	得分排名前十城商行部分指标情况.....	12
表 6	得分排名前十农商行部分指标情况.....	13
表 7	建议关注的城商行汇总.....	13
表 8	建议关注的农商行汇总.....	14

2023年下半年以来，市场上兼具安全性和收益性的优质资产规模收缩，结构性资产荒逻辑持续演绎，我们在《二永债市场行情：复盘、总结、展望》专题里已对二永债今年供需格局进行讨论，认为24年二永债供给端或充裕、需求端仍强，依然是机构用于增厚收益的主要优质品种之一。考虑到国股行二永债利差已经被较为充分地定价，本文主要聚焦城农商行层面，目前二永债整体格局如何？城农商行基本面分化明显，哪些城农商行二永债值得挖掘？本文将对此开展分析，以期为投资者提供参考。

1. 二永债行情走到什么阶段了？

2023年年初至今，商业银行二永债表现与债市整体保持一致，我们通过10年国债到期收益率来观察债市的阶段转换，可以看到，二永债相较于信用债在行情阶段转换中的反应幅度更大，对资金面更为敏感。

图1 二永债在阶段转换中变动幅度较信用债更大（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所整理，截至2024年1月12日

阶段一：23年初至2月初，收益率、利差快速上行至高位。该阶段中，22年四季度理财赎回潮余波仍在，加之疫情后市场对经济修复预期较强，债市整体经历牛熊转换。二永债方面，1月5日九江银行不提前赎回公告引发市场关注，使市场对二永债的风险偏好更为谨慎，二永债尤其是弱资质债券利差再度走阔。

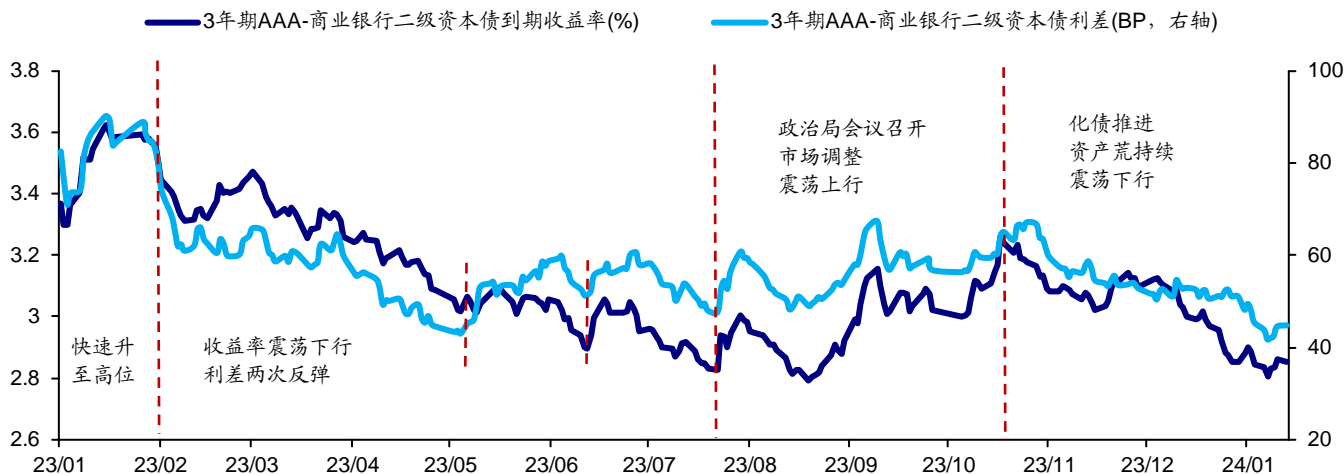
阶段二：2月至7月中下旬，开启震荡下行。春节假期后，农商行和保险开门红配置强劲、资金面改善、基本面预期调整，叠加二季度理财、基金、保险机构的债券配置需求放量，市场“结构性资产荒”格局持续，机构积极配置推动二永债收益率持续走低，且前期受冲击更大的弱资质、长久期债券利差修复幅度也更大。期间，二永债收益率与利差有两次短暂上行后恢复走低：其一为5月中上旬，彼时利率点位偏低、机构交易拥挤，信用利差回调；其二为央行下调7天逆回购操作利率，SLF、MLF、1年期及5年期以上LPR均随之下行，机构存在止盈需求，导致利差走阔且中低等级更为明显。

阶段三：7月中下旬至10月下旬，政策风向转变带来债市调整，收益率、利差震荡上行，局部表现为向上倾斜的W型。7月24日政治局会议释放稳增长信号，二永债收益率随债市整体变动上行。进入8月，市场对于降息降准的预期有所升温，二永债利差压缩且3Y期幅度更大。8月中旬至10月末，二永债收益率跟随债市有所调整。一方面，市场对于二级资本债供给放量的担忧升温；另一方面，地产行业提振、活跃资本市场等政策密集出台导致资金面边际收紧，市场风险偏好提振推动利率触底回升。此外，市场存有对22年四季度行情的学习效应，对负反馈有所警惕。总之，该阶段资金面整体偏紧，债市情绪受压制，中长久期二级资本债信用利差明显走阔，期限利差整体先下后上，AA较AAA-等级利差整体先上后下。

阶段四：10月下旬至今（截至2024年1月12日），收益率与利差再度震荡下行。

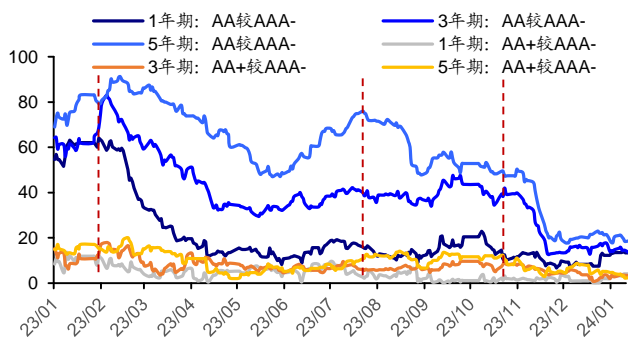
受“一揽子化债政策”及其之后各类措施推进的影响，地方债务风险缓释、部分地区现城投债认购热潮，加之城投债供给减少，市场“资产荒”格局有所加剧。相较之下，二永债尤其是低资质二永债的配置价值受投资者高度关注，收益率再度进入下行阶段。11月下旬以来，资金面转松推动短端无风险利率下降，各等级短久期二级资本债利差被动走阔，长久期、弱资质二级资本债利差压缩斜率也有所放缓。

图2 2023年二永债行情经历三次主要转折点



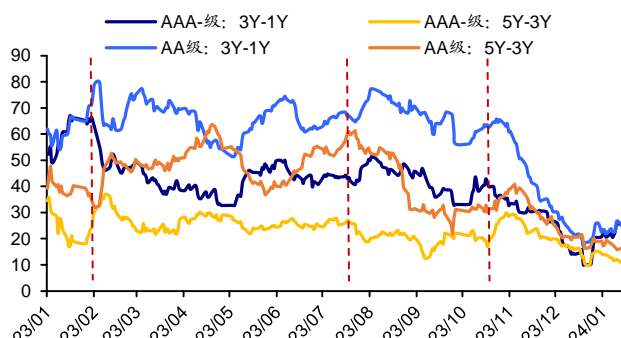
资料来源：Wind，海通证券研究所整理，截至2024年1月12日

图3 二级资本债等级利差走势（BP）



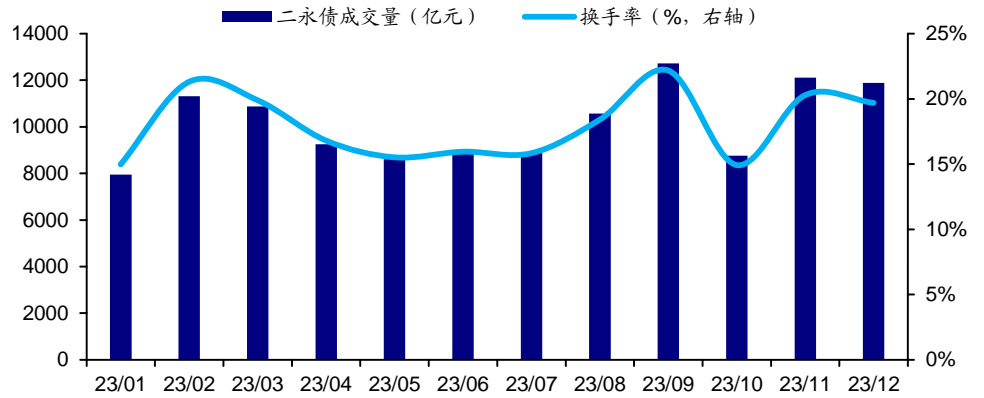
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2024年1月12日

图4 二级资本债期限利差走势（BP）

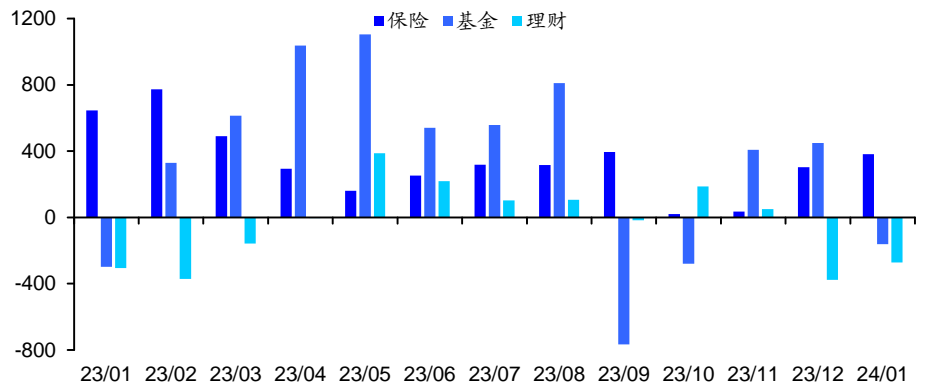


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2024年1月12日

2023年二永债流动性较好，月换手率基本在15%以上，2/3/9/11/12月换手率超20%。各类机构对二永债的配置情况明显分化，**2023年二永债的主要配置力量为保险和基金**，二者全年净买入分别达到4008亿元、4510亿元。从节奏上看，保险机构的增配集中于年初和年末，且每个月都维持净买入状态；基金的增配集中于4月至8月，9、10月出现一轮净卖出。

图5 二永债月换手率在15%以上，流动性较高


资料来源：Wind，海通证券研究所整理，截至2023年12月31日

图6 基金和保险对二永债配置力量增强（亿元）


资料来源：CFETs，海通证券研究所；数据截至24年1月12日；使用数据口径为CFETs的“其他”债券类别

当前非金融信用债供给难以放量，配置力量不减，信用债市场结构性资产荒大概率延续，二永债或仍有下沉挖掘机会。21年来国股行二永债流动性较好且有一定溢价空间，23年四季度开始信用资产荒格局推动市场进一步向城农商行二永债下沉挖掘，当前二永债整体利差已行至低位，伴随年初机构配置开门红，资金面维持宽松，二永债配置力量不减，我们认为利差大幅调整的概率不大，城农商行二永债下沉仍可为。

表1 当前二永债利差水平行至历史低位 (%)

1月12日	二级资本债			永续债			
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	
当前利率水平	1年期	2.60	2.64	2.74	2.70	2.71	2.80
	2年期	2.73	2.77	2.86	2.81	2.82	2.91
	3年期	2.86	2.89	3.00	2.91	2.94	3.06
	4年期	2.95	2.99	3.12	3.01	3.03	3.20
	5年期	2.98	3.00	3.16	3.04	3.06	3.35
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	26.80	31.20	21.60	32.10	25.10	8.90
	2年期	23.80	28.10	17.90	21.10	17.50	6.90
	3年期	25.20	23.80	15.60	16.50	15.30	3.10
	4年期	12.70	11.40	5.80	8.20	5.90	1.30
	5年期	4.70	3.30	0.20	2.30	0.90	0.10
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	32.00	35.60	28.40	36.00	26.00	9.60
	2年期	4.80	4.40	1.20	2.40	2.40	1.60
	3年期	2.80	1.60	1.20	1.60	1.20	0.80
	4年期	1.20	1.20	1.60	1.60	0.40	0.00
	5年期	1.20	0.80	0.80	1.60	1.20	0.40

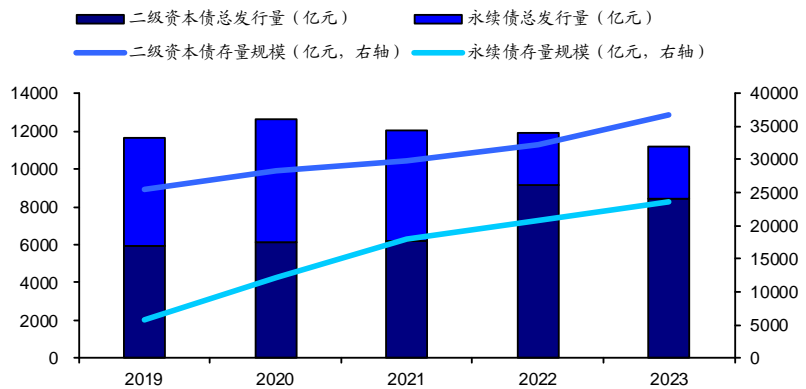
 注：数据分别为滚动三年分位数和滚动一年分位数，永续债利差滚动三年分位数为2021年8月16日以来。
 资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 城农商行二永债全景梳理

23年城农商行二永债供给较前两年偏弱。2020年银行信贷投放扩张，二永债配合发行以缓解资本约束，全年发行规模达1.26万亿元，同比上升8.46%。此后二永债发行规模逐年递减，2023年全年共发行二永债124只，发行规模1.12万亿元，同比下降了6.56%。其中2023年城农商行共发行二级资本债53只，发行规模770.9亿元，仅为22年的一半；共发行永续债30只，发行规模812亿元，略高于22年。此外，二级资本债和永续债中农商行发行占比有所上升。

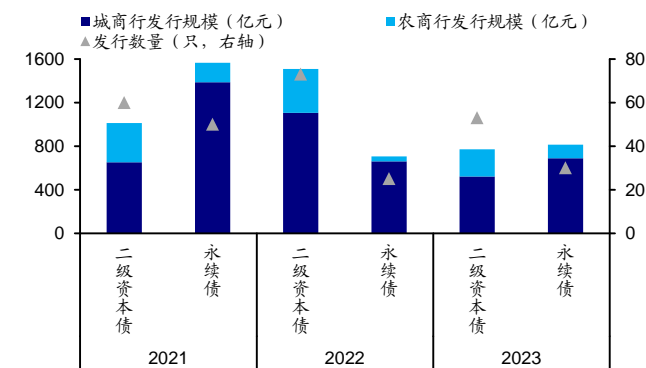
从存量来看，二永债发行主体以国有行为主，城农商行占比约17%。截至2023年末，二级资本债存量规模达3.68万亿元，同比上升13.82%；永续债存量规模达2.36万亿元，同比上升13.06%。从银行类型来看，国有行二永债存量规模3.75万亿元，占比达62.10%；股份行次之，二永债存量规模1.25万亿元，占比达20.68%；城商行和农商行二永债存量规模分别为8156亿元和2057.85亿元，占比分别为13.51%和3.41%，合计占比16.92%。

图7 2019-2023年二永债总发行量与存量规模（亿元）



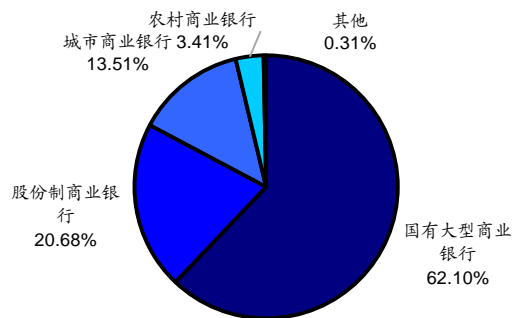
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023年12月31日

图8 2023年城农商行二永债发行规模较往年降低



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023年12月31日

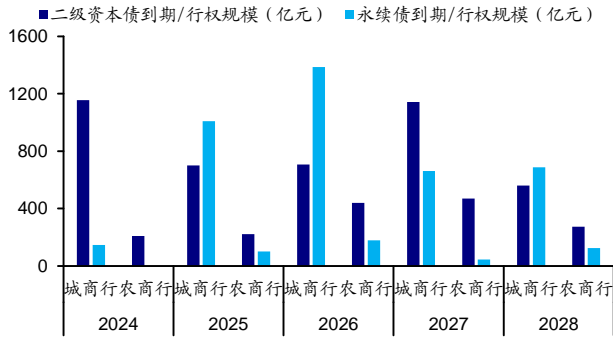
图9 存量二永债发行人类型分布（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2024年1月12日

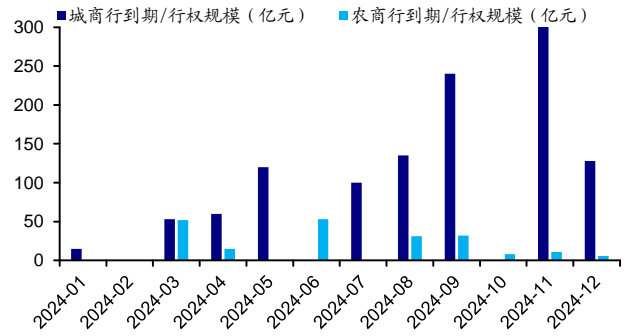
城农商行的到期规模分布有所差别。城商行二级资本债到期（行权）集中于2024、2027年，永续债集中于2025、2026年；农商行存续永续债较少，其二级资本债的到期（行权）规模在2024至2027年逐年上升。单独看2024年，永续债方面，仅有城商行有146亿规模集中于11、12月到期（行权）；二级资本债方面，城商行的到期（行权）规模逐月上升，9、11、12月压力较大，农商行的到期（行权）主要分布于3月和6月。

图10 城农商行二永债到期/行权分布情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 1 月 12 日

图11 2024 年城农商行二级资本债到期/行权分布情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 1 月 12 日

不同隐含评级和剩余期限的收益率表现有所分化，随着隐含评级降低，永续债和二级资本债品种利差普遍走阔。从各隐含评级、各剩余期限城农商行二永债收益分布来看，隐含评级越低、剩余期限越长，二级资本债和永续债的收益率普遍越高。此外，从条款设计上看，由于永续债的清偿顺序位于二级资本债之后，本身无固定期限，同时发行人有权部分或全部取消债券派息，且不构成违约事件，因此永续债的收益率高于二级资本债。品种利差上，隐含评级越低，二永债的品种利差普遍越大；具体来看，隐含评级为 A+ 且剩余期限在 1-2 年、3-5 年的二永债品种利差较大，均在 70BP 以上；而隐含评级为 AA+ 且剩余期限在 1-4 年的二永债品种利差较小，均不超过 8.5BP。

表2 不同隐含评级和剩余期限的城农商行二永债收益率表现有所分化

	AA+					AA					AA-					A+				
	[0,1]	(1,2]	(2,3]	(3,4]	(4,5]	[0,1]	(1,2]	(2,3]	(3,4]	(4,5]	[0,1]	(1,2]	(2,3]	(3,4]	(4,5]	[0,1]	(1,2]	(2,3]	(3,4]	(4,5]
二级资本债收益率 (%)	2.64	2.76	2.88	2.98	-	2.73	2.88	2.98	3.13	3.31	3.11	3.19	3.37	3.53	3.94	4.35	4.46	4.83	4.93	5.11
永续债收益率 (%)	2.75	2.78	2.96	3.06	3.18	2.93	3.03	3.31	3.36	3.39	3.45	3.85	3.78	4.01	4.21	-	5.17	5.33	5.74	5.90
品种利差 (BP)	10.44	2.62	8.29	7.23	-	20.34	14.50	33.56	22.88	8.56	33.86	65.54	41.39	47.91	26.84	-	70.80	49.92	81.56	79.50

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024 年 1 月 12 日

地区特征明显，城农商行二永债存量大多集中于江浙、山东、广东等地区，主体挖掘空间较大。细分区域来看，截至 2024 年 1 月 12 日，浙江、江苏城农商行二永债的存量规模最大，均在 1000 亿元以上；山东、广东、北京、四川、上海次之，在 500-1000 亿元之间；河北、福建、安徽在 300-500 亿元之间；其余区域则不足 300 亿元。

从地区利差表现来看，城农商行二级资本债信用利差最高的地区为宁夏、青海、辽宁，永续债信用利差最高的地区为海南、云南、内蒙古；浙江、江苏、广东等存量大省利差偏低。

表3 各地区城农商行二永债分布与信用利差

地区	二永债存量规模 (亿元)	城商行存量规模 (亿元)		农商行存量规模 (亿元)		信用利差 (BP)	
		二级资本债	永续债	二级资本债	永续债	二级资本债	永续债
浙江	1970	1073	402	400	95	96.29	106.11
江苏	1079	430	466	70	113	54.56	72.54
山东	814.07	274	420	70.07	50	137.96	159.20
广东	809	365	139	260	45	74.62	83.33
北京	700		600	100		57.36	55.11
四川	603	321	97	105	80	89.26	108.65
上海	525	425		100		49.01	
河北	449	110	320	19		175.72	188.87
福建	395	198	162	35		90.55	96.63
安徽	383.3	140	200	43.3		116.16	62.91
河南	265	20	240	5		115.06	103.82
重庆	257	50	97	50	60	52.56	91.34
辽宁	256	180	50	26		337.60	158.17
江西	217.63		210	7.63		256.41	132.25
湖北	217.5	95	80	42.5		148.84	123.20
湖南	216.35	125	53	38.35		105.27	78.93
广西	191	108	82	1		93.44	144.27
黑龙江	169	50	117	2		266.06	289.60
陕西	140	70	30	40		80.92	131.72
天津	140	70		70		144.15	
贵州	111	45	35	31		165.21	160.99
吉林	100	40		60		255.24	
山西	68.5	41		27.5		265.63	
甘肃	50		50				178.45
云南	35	15	20			84.92	314.53
海南	20		20				326.85
新疆	19	15		4		224.93	
宁夏	6	6				635.68	
内蒙古	5				5		302.85
青海	2.5			2.5		415.35	

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 1 月 12 日

3. 城农商行信用资质如何判断?

2019 年, 包商银行事件打破同业刚兑, 市场对于商业银行基本面分化情况的关注度提升; 2021 年以来城投、地产融资进一步收紧, 与城投地产业务绑定较深的城农商行信用分化进一步加大。在此背景下, 构建城农商行打分模型、区分不同主体资质差异的重要性不言而喻。因此, 我们针对城农商行构建了区域资源禀赋分析、定性分析、财务分析三维信用资质分析框架, 在此基础上将评价模型量化, 从主体角度给出信用资质排序。

3.1 城农商行打分模型构建

区域资源禀赋分析方面, 不同于国股行的全国展业, 城农商行虽然也有一定的跨区域业务拓展, 但整体上还是立足于本地, 区域资源禀赋对其基本面影响较大。因此, 我们以各城农商行所处的地级市为分析对象, 通过 GDP、一般公共预算收入、债务率(宽口径)、城镇居民人均可支配收入 四个指标衡量所在区域的资源禀赋。**定性分析方面**, 我们共选取了四个定性分析指标, 分别为 是否国有企业、是否上市、是否更新 2023 年三季报、是否一级交易商。**财务分析方面**, 我们从 资产、负债、资本、盈利能力与经营效率、流动性 五个角度定量分析城农商行财务基本面。

整体而言, 区域资源禀赋分析与财务分析为定量分析, 我们对具体指标赋予不同的权重进行量化打分, 并在此基础上, 企业为国企、上市、是一级交易商、更新 2023 年三季报的发行主体会给予一定的加分。最终我们结合数据可得性, 选取了 6 个一级指标、18 个二级指标对城农商行进行打分。设置的指标整理如下:

表4 城农商行量化评价模型概览

一级分类	二级分类	指标说明
区域资源禀赋 (20%)	GDP	国内生产总值
	一般公共预算收入	地方各级一般公共预算收入=地方本级收入+上级政府对本级政府的税收返还和转移支付+下级政府的上解收入
	宽口径债务率	债务率(宽口径)=(地方政府债务余额+地区融资平台有息债务余额)/地方政府综合财力*100% 其中: 地方政府综合财力=一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营预算收入
	城镇居民人均可支配收入	人均可支配收入=(家庭总收入-缴纳的所得税-个人缴纳的社会保障支出-记账补贴)/家庭人口, 统计范围为城镇居民
评价资产 (24%)	资产规模	总资产规模
	不良贷款率	(次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款)/年末各项贷款余额*100%
	不良贷款拨备覆盖率	不良贷款拨备覆盖率=(一般准备+专项准备+特种准备)/(次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款)*100%
评价资本 (18%)	资本充足率	资本充足率=(总资本-对应资本扣减项)/风险加权资产*100%
	一级资本充足率	一级资本充足率=(一级资本-对应资本扣减项)/风险加权资产*100%
	核心一级资本充足率	核心一级资本充足率(核心一级资本-对应资本扣减项)/风险加权资产*100%
	资本净额	资本净额=核心资本+附属资本-资本扣减项
评价负债 (13%)	同业负债占比	同业负债占比=(同业和其他金融机构存放款项+拆入资金+卖出回购金融款项)/总负债*100%
	负债规模	总负债规模
评级盈利能力与经营效率 (18%)	净息差	净息差=净利息收入/平均生息资产规模*100%=(利息收入-利息支出)/平均生息资产规模*100%
	ROE	净资产收益率=净利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]*100%
	ROA	总资产净利率=净利润/[(期初总资产+期末总资产)/2]*100%
	成本收入比	成本收入比=业务及管理费用/营业收入
评价流动性 (7%)	存贷款比率	存贷款比率=贷款余额/存款余额*100%
定性分析	是否国有企业	债券发行人是否为国有企业
	是否上市	债券发行人是否为上市公司
	是否更新2023年三季报	债券发行人是否更新了2023年三季报
	是否一级交易商	债券发行人是否入选2023年公开市场业务一级交易商名单

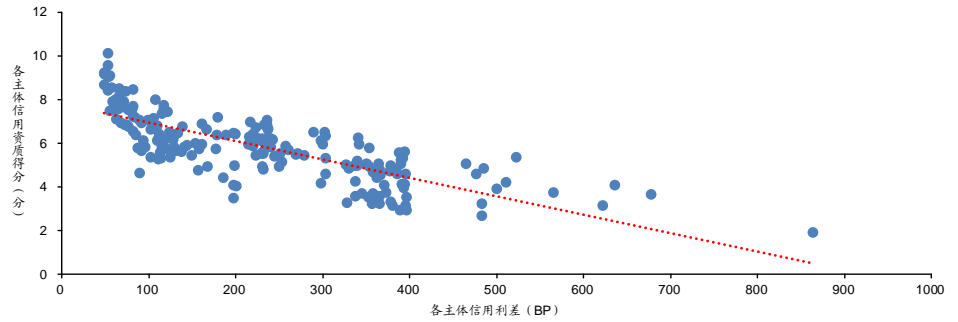
资料来源: Wind, 海通证券研究所

样本选择: 截至 2024 年 1 月 12 日, 有存续二永债的城农商行共有 258 家。基于上述量化评价模型, 结合数据可得性和完整性, 剔除未披露 2022 年年报和 2022 年财务指标有所缺失的城农商行之后, 我们对其中 206 家城农商行进行量化分析 (包括 82 家城商行, 124 家农商行)。

赋分过程: 以城农商行 2022 年年报数据为基础, 对除定性分析之外的 18 个二级指标进行样本统计。观察二级指标的数据特征, 并结合监管要求, 我们对每个指标均设置打分区间。同时, 为区分同一个得分区间内差距较大的样本, 我们对区间内的指标得分进一步执行上下边界线性插值处理, 以获取区分度更高的细化得分。通过打分卡为 206 家城农商行的二级指标进行赋分之后, 结合模型设置的指标权重, 计算出各城农商行的打分排序结果, 满分为 12 分 (其中, 定量分析满分 10 分, 定性分析满分 2 分)。

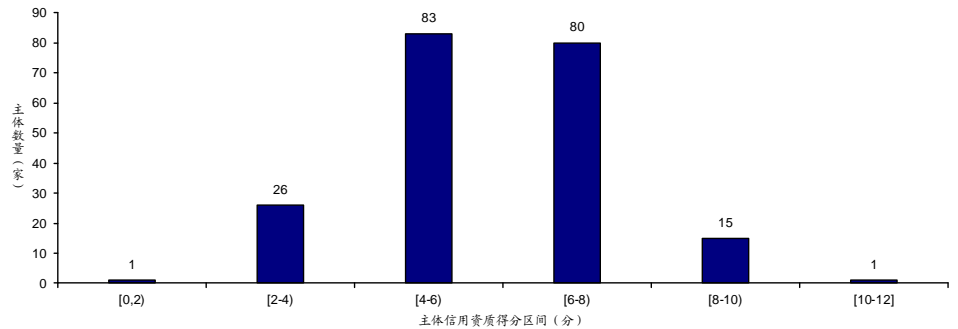
3.2 城农商行打分结果分析

为了进一步验证量化评价模型的有效性, 我们结合各主体信用利差与打分结果进行回归性分析, 可以看出我们构建的量化模型评价得分与市场给予的债券估值呈现明显相关性, 二者相关系数高达 81.61%。趋势线左下方表示市场对该银行主体的认可度较高, 其估值相对于基本面表现有更高的溢价, 右上方则反之, 表示市场认可度相对其基本面更低。

图12 各主体信用资质得分（分）与信用利差（BP）


资料来源：Wind，企业预警通，中国人民银行官网，海通证券研究所测算

从得分区间分布来看，绝大部分银行得分位于4-8分区间内。得分在0-2分、2-4分、4-6分、6-8分、8-10分、10-12分的银行数量分别为1家、26家、83家、80家、15家、1家，数量占比分别为0.49%、12.62%、40.29%、38.83%、7.28%、0.49%，基本符合正态分布规律。

图13 城农商行量化得分区间分布（家）


资料来源：Wind，企业预警通，中国人民银行官网，海通证券研究所测算

得分较高的城商行资产质量较高、资本较充足，区域资源禀赋较强，抵御风险的能力较强。整体来看，得分居前的城农商行大多位于一二线城市，如北京、上海、南京等，区域资源禀赋较强；其中得分排名前十的城商行的最新主体评级均为AAA，全部上市，融资渠道较为通畅，信息披露也更加规范；同时也均被纳入一级交易商名单，有助于构建同业市场声誉、获取成本较低的资金。财务指标上，排名前十的城商行不良贷款率均不超过1.5%，不良贷款拨备覆盖率均在200%以上，远超监管要求，资产质量较优；资本充足率位于12.84%-15.18%之间，普遍高于同业平均水平。此外，虽然得分排名前十银行的资产规模参差不齐，但资产规模较小的银行其他指标表现出色，拉高整体分数。

表5 得分排名前十城商行部分指标情况

银行简称	地级市	主体最新评级	主体信用利差 (BP)	是否上市	资产规模 (亿元)	不良贷款率 (%)	不良贷款拨备覆盖率 (%)	资本充足率 (%)	ROE (%)	存贷比率 (%)
南京银行	南京市	AAA	52.57	是	20594.84	0.90	397.20	14.31	13.26	76.44
上海银行	上海市	AAA	48.18	是	28785.25	1.25	291.61	13.16	10.45	81.22
江苏银行	南京市	AAA	49.36	是	29802.95	0.94	362.07	13.07	12.67	93.08
长沙银行	长沙市	AAA	48.49	是	9047.33	1.16	311.09	13.41	11.82	70.25
宁波银行	宁波市	AAA	49.26	是	23660.97	0.75	504.90	15.18	14.56	79.79
北京银行	北京市	AAA	55.11	是	33879.52	1.43	210.04	14.04	8.21	93.94
成都银行	成都市	AAA	54.11	是	9176.50	0.78	501.57	13.15	17.73	77.57
杭州银行	杭州市	AAA	48.99	是	16165.38	0.77	565.10	12.89	12.38	74.77
贵阳银行	贵阳市	AAA	73.39	是	6459.98	1.45	260.86	14.16	11.20	74.36
西安银行	西安市	AAA	66.00	是	4058.39	1.25	201.63	12.84	8.55	66.67

资料来源：Wind，企业预警通，中国人民银行官网，海通证券研究所测算

得分较高的农商行所处区域经济较为发达，资产质量大多较高，资本充足率较高。得分排名前十的农商行大多数位于北上广地区和江浙两省，这些区域经济实力较强，信贷需求旺盛，可以为当地农商行带来较好的发展机遇。主体评级大多为AAA级，不良贷款率基本不高于1.5%；资本充足率位于12.59%-15.98%之间，普遍高于同业平均水平。

表6 得分排名前十农商行部分指标情况

银行简称	地市	主体最新评级	主体信用利差 (BP)	是否上市	资产规模 (亿元)	不良贷款率 (%)	不良贷款拨备覆盖率 (%)	资本充足率 (%)	ROE (%)	存贷比率 (%)
上海农商银行	上海市	AAA	52.54	是	12813.99	0.94	445.32	15.46	11.22	71.08
渝农商行	重庆市	AAA	53.64	是	13518.61	1.22	357.74	15.62	9.44	76.69
北京农商银行	北京市	AAA	57.36	否	11194.58	1.06	310.97	15.68	10.82	54.62
成都农商行	成都市	AAA	65.50	否	7212.86	1.48	285.37	13.98	10.27	69.96
东莞农商银行	东莞市	AAA	81.48	是	6576.90	0.90	373.83	15.98	12.04	72.37
深圳农商行	深圳市	AAA	53.06	否	6712.86	0.90	318.50	15.31	11.97	68.16
无锡银行	无锡市	AA+	107.63	是	2116.03	0.81	552.74	14.75	11.38	74.48
浙江杭州余杭农商行	杭州市	AA+	117.18	否	1920.39	0.88	412.28	15.01	10.48	64.80
广州农商银行	广州市	AAA	82.06	是	12334.54	2.11	156.93	12.59	4.34	76.00
杭州联合农商行	杭州市	AAA	60.27	否	4156.30	0.87	532.87	13.61	12.16	88.19

资料来源: Wind, 企业预警通, 中国人民银行官网, 海通证券研究所测算

结合模型评分结果，我们分区域梳理了信用资质得分较高、有一定存量二永债规模的城农商行主体名单汇总如下。

表7 建议关注的城商行汇总

省份	银行简称	银行类型	地级市	主体评级	二永债存量规模 (亿元)	主体信用利差 (BP)	量化得分
浙江省	杭州银行	城市商业银行	杭州市	AAA	270	48.99	8.6733
	嘉兴银行	城市商业银行	嘉兴市	AA+	30	105.58	6.7905
	宁波通商银行	城市商业银行	宁波市	AA+	40	109.60	6.7898
	宁波银行	城市商业银行	宁波市	AAA	615	49.26	9.1279
	绍兴银行	城市商业银行	绍兴市	AA+	58	111.20	6.2302
	台州银行	城市商业银行	台州市	AAA	52	65.18	7.5873
	温州银行	城市商业银行	温州市	AA+	110	132.88	6.4752
江苏省	浙江泰隆商业银行	城市商业银行	台州市	AAA	99	89.65	7.0765
	江苏银行	城市商业银行	南京市	AAA	400	49.36	9.2164
	南京银行	城市商业银行	南京市	AAA	345	52.57	9.5805
山东省	苏州银行	城市商业银行	苏州市	AAA	145	61.66	7.9799
	莱商银行	城市商业银行	济南市	AA	30	303.33	6.3294
	齐鲁银行	城市商业银行	济南市	AAA	135	70.77	7.9175
	青岛银行	城市商业银行	青岛市	AAA	124	71.68	7.6510
北京	威海银行	城市商业银行	威海市	AAA	98	105.66	7.1423
	北京银行	城市商业银行	北京市	AAA	600	55.11	9.1276
广东省	东莞银行	城市商业银行	东莞市	AAA	152	54.98	7.4972
	广州银行	城市商业银行	广州市	AAA	200	59.30	7.5650
	珠海华润银行	城市商业银行	珠海市	AAA	50	71.86	6.8488
河北省	河北银行	城市商业银行	石家庄市	AAA	130	114.85	7.3579
	唐山银行	城市商业银行	唐山市	AAA	55	179.59	7.2012
上海	上海银行	城市商业银行	上海市	AAA	425	48.18	9.2501
四川省	成都银行	城市商业银行	成都市	AAA	278	54.11	9.0695
	泸州银行	城市商业银行	泸州市	AA+	40	236.67	6.2656
福建省	福建海峡银行	城市商业银行	福州市	AA+	50	123.44	6.5219
	厦门国际银行	城市商业银行	厦门市	AAA	170	84.39	7.1986
安徽省	厦门银行	城市商业银行	厦门市	AAA	105	62.13	7.0942
	徽商银行	城市商业银行	合肥市	AAA	340	58.52	7.9154

资料来源: Wind, 企业预警通, 中国人民银行官网, 海通证券研究所测算

表8 建议关注的农商行汇总

省份	银行简称	银行类型	地级市	主体评级	二永债存量规模(亿元)	主体信用利差(BP)	量化得分
浙江省	杭州联合农商行	农村商业银行	杭州市	AAA	120	60.27	7.6160
	浙江杭州余杭农商行	农村商业银行	杭州市	AA+	51	117.18	7.7371
广东省	东莞农商银行	农村商业银行	东莞市	AAA	40	81.48	8.4745
	顺德银行	农村商业银行	佛山市	AAA	55	65.92	7.5966
	广州农商银行	农村商业银行	广州市	AAA	150	82.06	7.7111
	深圳农商行	农村商业银行	深圳市	AAA	50	53.06	8.4183
四川省	成都农商行	农村商业银行	成都市	AAA	180	65.50	8.5200
江苏省	江苏江南农商行	农村商业银行	常州市	AAA	90	67.97	6.9147
	无锡银行	农村商业银行	无锡市	AA+	28	107.63	7.9968
山东省	青农商行	农村商业银行	青岛市	AAA	70	91.00	6.9309
重庆	渝农商行	农村商业银行	重庆市	AAA	110	53.64	9.0459
北京	北京农商银行	农村商业银行	北京市	AAA	100	57.36	8.5649
上海	上海农商银行	农村商业银行	上海市	AAA	100	52.54	10.1231

资料来源: Wind, 企业预警通, 中国人民银行官网, 海通证券研究所测算

风险提示: 基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

张紫睿 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。