

江苏银行 (600919.SH) 银行业

评级: 中性 首次评级

公司深度研究

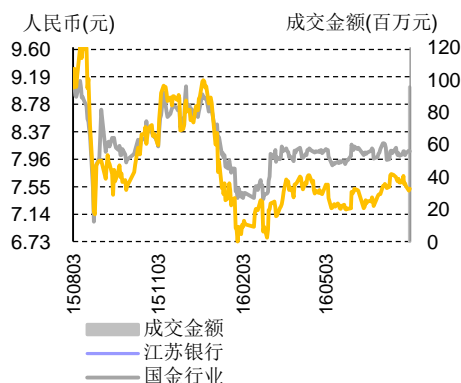
市场价格(人民币): 9.93元

融资及时雨, 向规模要回报

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,154.45
总市值(百万元)	104,246.38
年内股价最高最低(元)	9.03/9.03
沪深 300 指数	3189.05
上证指数	2971.28



刘志平 联系人
(8621)61038229
liuzhiping@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

投资看点

- **江苏地区最大、全国第三大城市商业银行, 省内市场占有率绝对领先:** 截至 2015 年底, 按资产规模计公司是中国第三大城市商业银行, 江苏省最大的城商行。根据人民银行统计, 截至 2015 年底, 在江苏地区中小商业银行中各项存贷款余额市场份额排名均列中小商业银行之首, 省内市场占有率绝对领先。
- **小企业服务突出, 品牌和专营模式助力:** 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司江苏省内小企业贷款余额占公司贷款余额的 51%、贷款总额的 35%。该比例显著超出其他城商行。品牌服务和专营模式助力小企业金融服务业务发展。推出小企业金融服务两大品牌: 融智达和苏科贷。公司已在江苏省内所有分行设立了小企业专营机构。
- **零售业务全方位推进, 消费贷快速发展:** 以“网点全面转型”、“消费金融推进”和“渠道效能提升”为主线, 持续扩大财富管理和消费金融客户基础, 打造零售业务特色品牌。2015 年底公司的消费贷“卡易贷”产品业务余额已达 165 亿元, 占零售贷款的 16.8%, 超过信用卡和个人经营贷款, 成为零售贷款第二大主力品种。
- **IPO 融资补充资本金后, 规模将以量补价, 业绩增速保持平稳:** 此次 IPO 融资方案为以每股 6.27 元的价格募集资金约 72 亿补充资本金。IPO 融资补充资本金后, 规模将以量补价, 未来业绩会有所表现, 高于同业平均水平, 有能力保持平稳。
- **利润业务结构改善, 资产质量仍承压:** 从公司的业务结构来看, 前几年利润来源中 70%以上依赖于公司银行业务, 2015 年出现明显的改善。从公司关注类贷款和逾期贷款来看, 未来公司的不良压力还将持续。
- **中收占比低, 资产运营杠杆较高:** 公司的利润来源主要来源于利息收入, 非息收入占比近五年虽然不断提升, 但在上市银行中仍处于最低水平。公司的权益倍数行业最高, 此次融资后缓解了公司资产规模扩张瓶颈, 也及时补充了核心一级资本。

盈利预测和估值

- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母将利润分别增长 11.3%、13.7%。目前北京银行、南京银行、宁波银行的静态估值水平分别为 1.05 倍、1.15 倍、1.26 倍。最近三年城商行的估值均值在 1.12 倍。结合江苏银行的公司基本面、未来几年的业绩表现, 目前行业的估值水平, 我们给予公司静态合理估值 1.3-1.4 倍, 对应股价在 8.5 左右。首次覆盖, 考虑到目前上市初期估值较高, 暂给予公司中性投资评级。

风险

- 经济持续低迷, 信用风险集中爆发; 公司运营风险等。

内容目录

公司基本情况.....	4
深耕江苏、立足长三角、辐射全国	4
江苏地区最大、全国第三大城市商业银行，省市场占有率绝对领先	4
股权结构非常分散，但国有股东占比高	5
投资要点.....	6
江苏省经济实力强，金融生态环境优.....	6
小微企业服务突出，品牌和专营模式助力	8
零售业务全方位推进，消费贷快速发展	9
利润业务结构改善，资产质量承压	10
中收占比低，资产运营杠杆较高	12
盈利预测和估值	15
IPO 融资补充资本金后，规模将以量补价，业绩增速保持平稳.....	15
短期估值有优势，合理估值将回归	16

图表目录

图表 1: 省内网点占比达 88%.....	4
图表 2: 按资产规模计，公司是全国第三大城商行.....	5
图表 3: 公司在江苏省内存贷款市场份额最高	5
图表 4: 2015 年末公司省内贷款占比 83.5%.....	5
图表 5: 2015 年末公司存款中来自省内占 82%.....	5
图表 6: 公司股权非常分散，国有股东持股比例高	6
图表 7: 江苏省 GDP 总量全国占比 10.2%.....	6
图表 8: 江苏省 GDP 增速名列前茅	6
图表 9: 江苏省内金融机构存款规模占比较高	7
图表 10: 江苏省内金融机构贷款规模占比较高	7
图表 11: 江苏省金融机构数量保持稳定增长	7
图表 12: 单体金融机构的规模较大.....	7
图表 13: 金融机构中大型和股份制银行占比较高.....	7
图表 14: 城商行机构数较少，但单体规模较大	7
图表 15: 小微企业贷款规模占公司贷款的半壁江山.....	8
图表 16: 小微企业贷款的省内市场占有率高.....	8
图表 17: 四家城商行的小企业服务业务种类	9
图表 18: 卡易贷成为个人贷款中的第二大品种	10
图表 19: 未来消费信贷还将保持较快增长.....	10
图表 20: 公司银行的利润贡献占 70%以上.....	11
图表 21: 宁波银行的利润来源多元化.....	11
图表 22: 传统行业贷款占据公司贷款的半壁江山.....	11

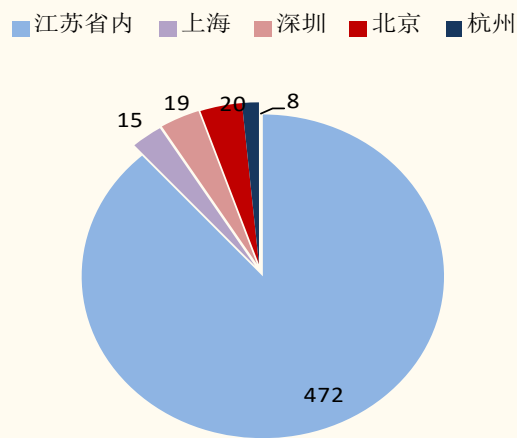
图表 23: 城商行中小企业贷款占比很高	11
图表 24: 制造业和批发零售业的不良率较高	11
图表 25: 小企业不良率较高	11
图表 26: 公司的不良率在城商行中最高	12
图表 27: 关注类贷款和逾期贷款占比较高	12
图表 28: 不良确认较为宽松	12
图表 29: 2014 年开始业绩增速下滑明显	13
图表 30: 业绩增速处城商行较低水平	13
图表 31: 近五年公司的非息收入占比逐渐提升	13
图表 32: 中间业务收入占比行业最低	13
图表 33: 2012 年以来净息差持续下滑	14
图表 34: 2015 年的净息差同业最低	14
图表 35: 资产定价弹性较低	14
图表 36: 负债端的成本相对较高	14
图表 37: 活期存款占比较低	14
图表 38: 整体盈利能力低于其他上市城商行	14
图表 39: 总资产回报率较低	15
图表 40: 权益倍数行业最高	15
图表 41: 近几年资本充足率下滑明显	15
图表 42: 公司资本水平处行业较低水平	15
图表 43: 主要假设	16
图表 44: 万得城商行估值水平	16

公司基本情况

深耕江苏、立足长三角、辐射全国

- 公司由原江苏省内的无锡、苏州、南通等十家城商行合并重组设立，成立之初，业务范围主要集中在十个地市的城区，后快速成长为一家综合实力和市场竞争力较强的区域性银行。
- 公司坚持“深耕江苏、立足长三角、辐射全国”，持续优化网点布局，网点布局省外和县域分支机构并重。公司主要业务布局在长江三角洲地区，包括江苏、上海、浙江地区。截至 2015 年 12 月 31 日，公司在江苏省内设立了 12 家分行，拥有 472 个网点，全覆盖省内所有县域。在江苏省外，在上海拥有 15 个网点，深圳拥有 19 个网点，北京拥有 20 个网点，杭州拥有 8 个网点。公司积极推进跨区域经营，分别于 2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年设立了上海分行、深圳分行、北京分行和杭州分行。

图表 1: 省内网点占比达 88%



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

江苏地区最大、全国第三大城市商业银行，省市场占有率绝对领先

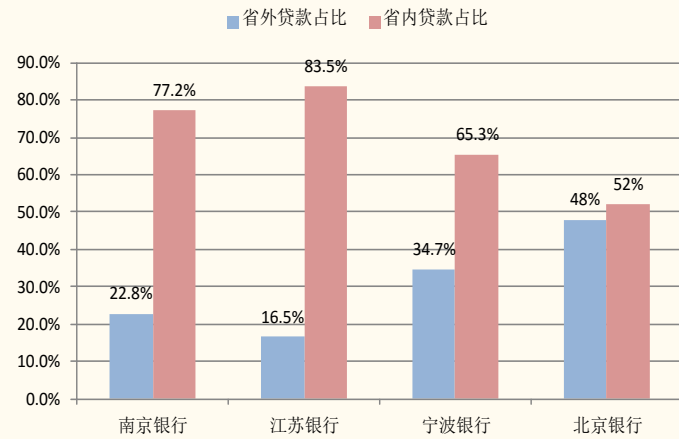
- 公司市场地位：截至 2015 年 12 月 31 日，按资产规模计公司是中国第三大城市商业银行，江苏省最大的城商行。
- 根据人民银行统计，截至 2015 年 12 月 31 日，公司在江苏地区存款、贷款余额的市场份额分别为 6.10%和 5.78%。截至 2014 年 12 月 31 日和 2015 年 12 月 31 日，公司在江苏地区中小商业银行中各项存款余额的市场份额分别为 12.28%和 12.25%，各项贷款余额的市场份额分别为 12.89%和 12.63%，排名均列中小商业银行之首。
- 从公司角度来说，公司主要的业务定位在省内，存贷款中约 80%以上在省内，省外占比较其他上市城商行低。

图表 2: 按资产规模计, 公司是全国第三大成商行

排名	银行	省份	总资产规模 (亿元)
1	北京银行	北京	18449
2	上海银行	上海	14491
3	江苏银行	江苏	12903
4	南京银行	江苏	8050
5	宁波银行	浙江	7165
6	盛京银行	辽宁	7016
7	徽商银行	安徽	6361
8	天津银行	天津	5657
9	杭州银行	浙江	5453
10	厦门国际银行	福建	4592

来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 4: 2015 年末公司省内贷款占比 83.5%



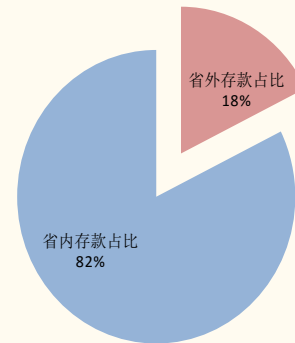
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 3: 公司在江苏省内存贷款市场份额最高

中小商业银行	存款市场份额		贷款市场份额	
	2015	2014	2015	2014
江苏银行	12.3%	12.3%	12.6%	12.9%
南京银行	7.3%	6.1%	4.6%	4.2%
浦东发展	6.0%	6.1%	5.9%	6.3%
中信银行	5.9%	6.3%	6.3%	6.6%
民生银行	5.3%	5.0%	4.7%	4.7%
招商银行	4.6%	4.8%	5.7%	5.8%
兴业银行	3.9%	3.5%	3.6%	3.2%
华夏银行	3.6%	3.5%	3.8%	3.9%
光大银行	3.3%	3.4%	3.9%	3.8%

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 5: 2015 年末公司存款中来自省内占 82%



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

股权结构非常分散, 但国有股东占比高

- 新股发行后前三大股东的持股比例分别为 7.7%、7.6%、5.5%，持股比例很接近，前三大股东合计占比才 18.8%，股权结构很分散。但由于大部分股东是国有性质，发行前国有股东持股比例达 58.8%。
- 江苏信托为第一大股东。发行前江苏信托持有公司 8.76% 的股份，为公司第一大股东，新股发行完成后股权比例下降至 7.7%。江苏信托成立于 1981 年，是经江苏省人民政府、人民银行和中国银监会批准、核准设立的金融机构。江苏省国信资产管理集团有限公司持有其 81.5% 的股权。江苏省国信资产管理集团有限公司是于 2001 年 8 月经省政府批准，在江苏省国际信托投资公司和江苏省投资管理有限责任公司基础上组建的大型国有独资企业集团。
- 凤凰集团为第二大股东。发行前凤凰集团持有公司 8.57% 的股份，为公司第二大股东，新股发行完成后股权比例下降至 7.6%。凤凰集团是江苏省人民政府下属全资子公司。

图表 6: 公司股权非常分散, 国有股东持股比例高

	前十大股东	发行前	发行后
1	江苏省国际信托有限责任公司	8.76%	7.70%
2	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	8.57%	7.60%
3	华泰证券股份有限公司	6.16%	5.50%
4	无锡市建设发展投资有限公司	5.36%	4.70%
5	江苏沙钢集团有限公司	3.37%	3.00%
6	中国东方资产管理公司	2.90%	2.60%
7	苏州国际发展集团有限公司	2.65%	2.30%
8	江苏省广播电视集团有限公司	2.44%	2.20%
9	江苏华西村股份有限公司	2.39%	2.20%
10	南通国有资产投资控股有限公司	2.14%	1.90%

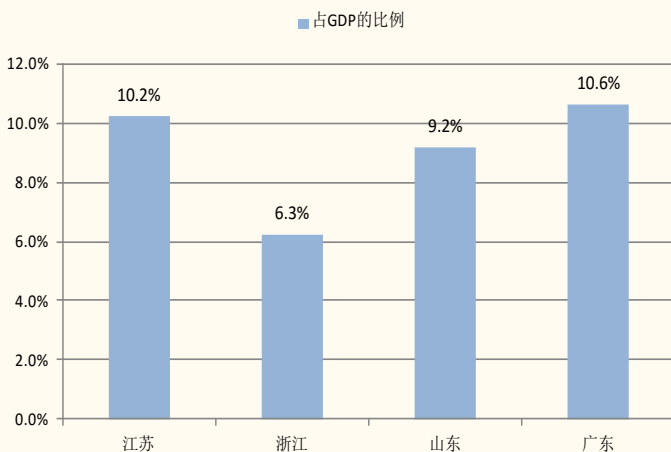
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

投资要点

江苏省经济实力强, 金融生态环境优

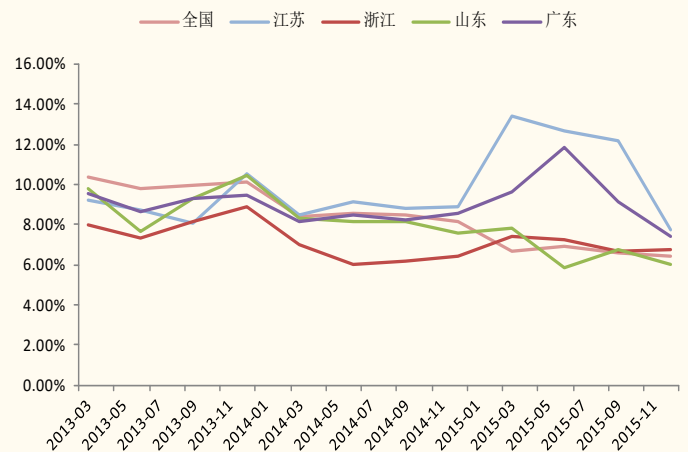
- 江苏省一直是全国 GDP 贡献的大省, 2015 年底其省内 GDP 总量占全国规模的 10.2%, 仅次于广东省 (GDP 贡献率 10.6%)。近年 GDP 的增速水平也在全国名列前茅。
- 近期央行发布上半年地区社会融资规模增量统计数据。江苏以 1.19 万亿元排名第一; 广东以 1.17 万亿元人民币, 屈居亚军; 北京位列第三, 为 6991 亿元。存贷款规模看, 江苏省金融机构的存贷款规模占金融机构总存贷款规模的 7.9%、8.2%, 该比例仅低于广东省。
- 截至 2015 年末, 江苏省内共有金融机构数 13381 家, 近几年增速较为稳定。虽然金融机构总数低于山东省和广东省, 但单个金融机构的存贷款规模高于山东、贷款规模高于广东省。其中城商行的机构数全国排第二, 低于浙江省, 但资产规模较大, 前五名城商行中江苏省占两席。

图表 7: 江苏省 GDP 总量全国占比 10.2%



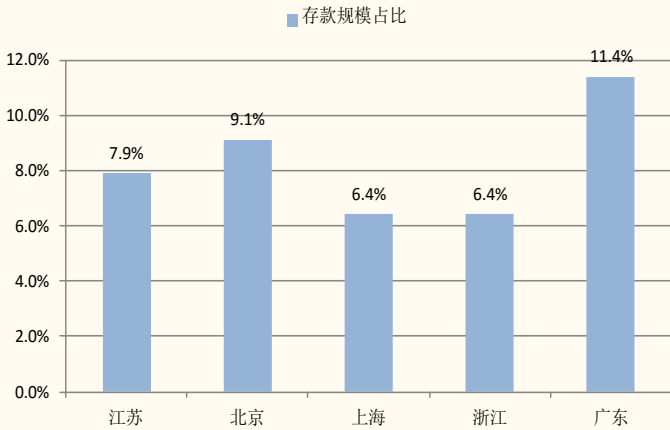
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 8: 江苏省 GDP 增速名列前茅



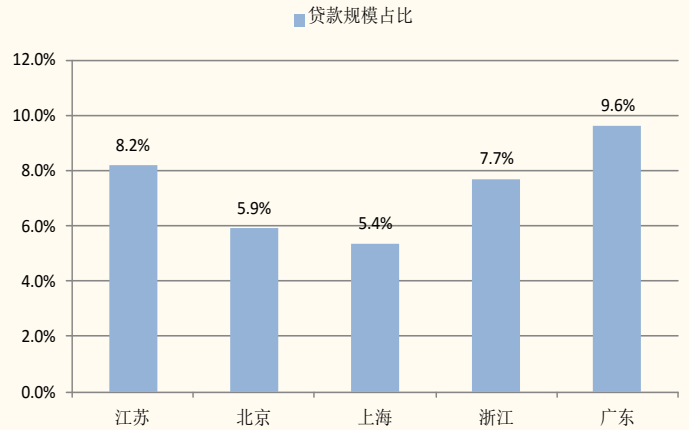
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 9: 江苏省内金融机构存款规模占比较高



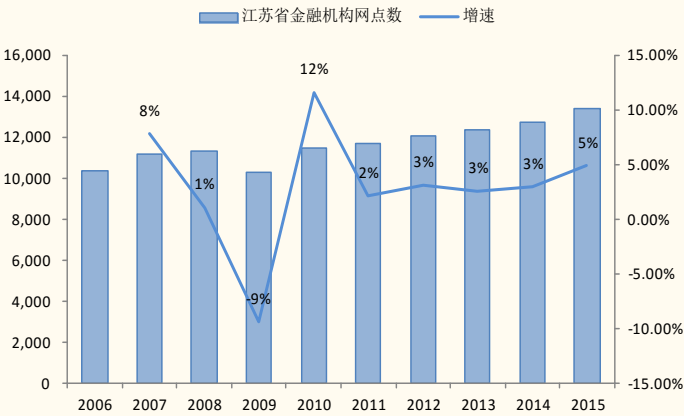
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 10: 江苏省内金融机构贷款规模占比较高



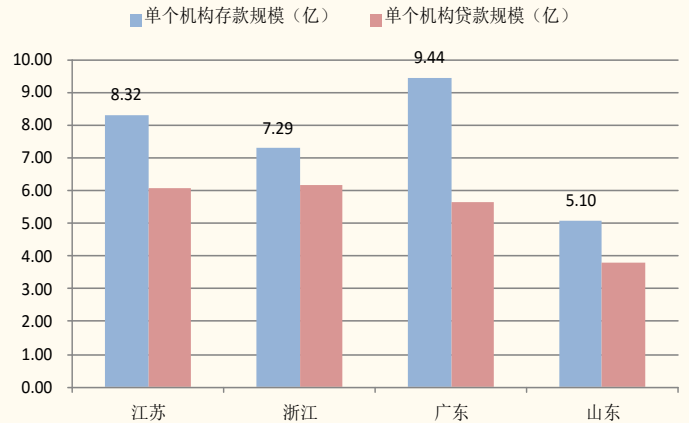
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 11: 江苏省金融机构数量保持稳定增长



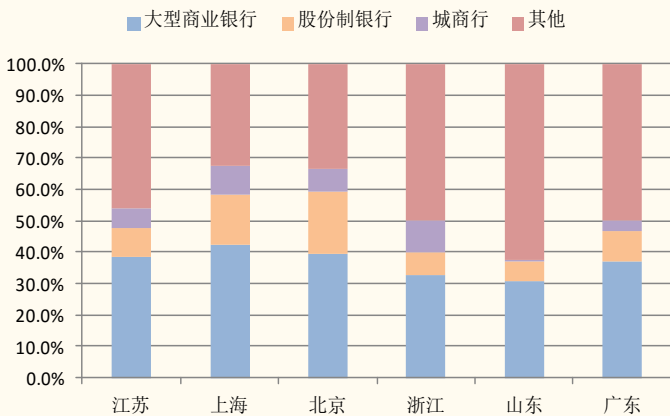
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 12: 单体金融机构的规模较大



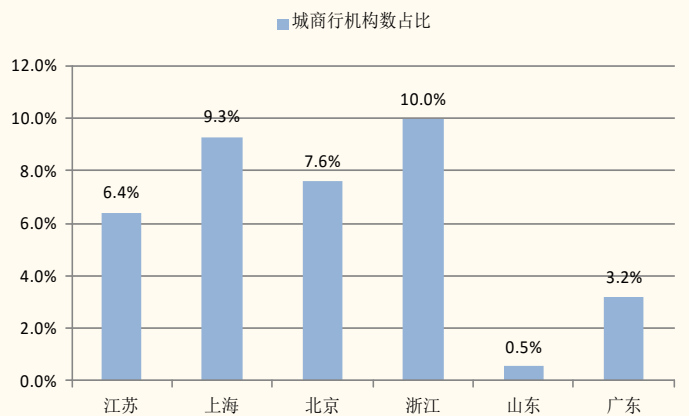
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 13: 金融机构中大型和股份制银行占比较高



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 14: 城商行机构数较少, 但单体规模较大

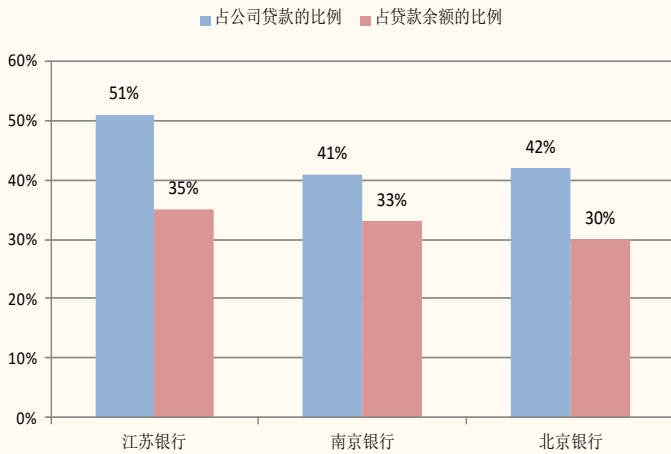


来源: WIND 资讯、国金证券研究所

小企业服务突出，品牌和专营模式助力

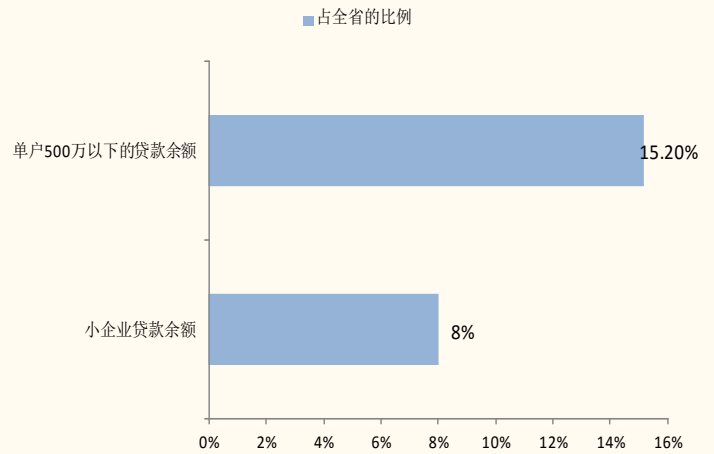
- 公司已在江苏省内所有分行设立了小企业专营机构。截至 2015 年 12 月 31 日，公司江苏省内小企业贷款余额（含票据贴现）1,944.79 亿元，占公司贷款余额的 51%、贷款总额的 35%。该比例显著超出其他城商行。全省来看，占全省小企业贷款余额的 8.0%。其中江苏省内单户 500 万元（含）以下小企业贷款余额 303.44 亿元，占全省同类贷款的 15.2%。
- 推出小企业金融服务两大品牌：融智达和苏科贷。目前在“融智达”品牌项下共有九大融资解决方案、四十余项小企业金融产品，以融资产品为核心，包含结算、理财、电子银行、咨询顾问等各类金融产品。同时自 2009 年起公司与江苏省科技厅合作，独家承办了“苏科贷”专项贷款项目，为江苏省内科技型企业提供金融服务。在全辖实现了科技金融服务中心和科技支行的全覆盖，牵头负责分行辖区内科技金融业务的营销推广，构建了科技金融专业化经营体系。

图表 15: 小企业贷款规模占公司贷款的半壁江山



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 16: 小企业贷款的省内市场占有率高



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 17: 四家城商行的小企业服务业务种类

银行	四家银行的小企业服务品牌		
江苏银行	“e融”小微网贷	“税e融”	江苏银行与江苏国税联手，为正常缴税的小微客户打造的一款“以无担保纯信用为主，可采取各种方式组合为一体”的信贷产品——“税e融”。借助互联网渠道，小微客户仅凭缴税记录即可申请办理，并在线获得贷款额度，实现“在线申请、网上用款、随借随还”。
		“商e融”	江苏银行与银联商务合作，为POS交易流水正常的小微客户打造的一款“无担保、纯信用”信贷产品——“商e融”。借助互联网渠道，小微客户仅凭POS收单流水记录即可申请办理，在线获得贷款额度，实现“在线申请、网上用款、随借随还”。
		“创e融”	“创e融”业务是经江苏省金融办指导，由江苏银行和江苏金创信用再担保股份有限公司合作推出，面向江苏省内小微企业主的保证类人民币贷款业务。借助互联网渠道，小微企业主通过个人信用申请，经由江苏银行与江苏金创共同在线审核通过，即可在线获得授信额度，实现在线随借随还。
	小快灵	“小快灵·增额贷”	小快灵·增额贷业务是一款旨在提高小微企业（含个体工商户或个人经营性质的借款人）不动产融资额度的信贷业务。客户可选择专业担保机构、保险公司等第三方机构合作模式，也可凭房产抵押直接提高额度办理。
		“小快灵·快易贷”	小快灵·快易贷业务是指为满足小企业客户快速、便利的融资需求，江苏银行主要依据借款人提供足额抵押或保证担保情况，通过快速审批通道为客户办理的贷款业务。
	“科技之星”小企业贷款业务	本业务是指由江苏银行向科技主管部门推荐的科技型小企业发放专项贷款。对象是符合国家高科技行业扶持政策，具备独立法人资格，产权清晰的小型企业，企业应主要从事高新技术产品的研制、开发、生产和服务业务，技术创新性强，技术水平领先。	
宁波银行	税务贷	税务贷是宁波银行联合各个省市国家税务局为正常缴税的小微企业打造的一款“信用贷款”。小微企业仅凭纳税信用及缴税记录即可申请办理，在线获得信用贷款额度。	
	金色池塘，分融资服务和现金管理两大类	是宁波银行专门为小企业量身定做的一种集融资、理财于一体的综合金融服务模式，旨在为小企业客户提供便捷的融资渠道和现金流增值方式。	
北京银行	小巨人，分为核心基本产品包和行业特色产品包	北京银行“小巨人”中小企业成长融资方案包括“创融通”、“及时予”、“腾飞宝”三大核心基本产品包和“高科技类”、“文化创意类”、“节能减排类”三大行业特色附加产品包。除产品外，提供包括渠道、服务、条款及定价等服务，构成针对中小企业的全面融资方案。	
	腾飞宝	为快速成长的中小型企业提供的，包括财务融资顾问、债务重组、及上市财务顾问和并购贷款、中小企业短期融资券及集合票据等升级专属产品服务。	
	高科技类行业特色产品	针对高科技类企业担保不足，资金需求旺盛而推出的系列融资产品。	
	文化创意类行业特色产品	“创意贷”文化创意系列产品是北京银行专为支持文化创意企业及文化创意集聚区建设而量身定制的特色金融组合产品，旨在满足不同行业文化创意企业的各项融资需求。	
	节能减排类行业特色产品	针对节能减排类中小企业推出的，支持企业在能源效率领域实施节能减排项目的融资服务产品。	
南京银行	鑫活力	创新推出包括倍增贷、税联贷、保联贷、投联贷等在内的多个特色产品，尝试开展了国内信保融资、商铺经营权贷款、联保基金项目等多项创新业务。	
	鑫智力	对科技型企业，给予优惠，降低企业融资成本；专门服务于科技型企业的“鑫智力”系列产品，根据不同科技型企业的不同发展阶段为客户量身定制差异化的金融产品和全方位金融服务。	
	鑫微力	“鑫微力”提供快捷审批通道，在申请材料齐全的情况下，最快2天就可放款的金融服务，将有效缓解微型企业燃眉之急，符合一定条件的微型客户可直接通过纯信用方式进行融资，灵活多变的还款结构，使客户能真正将资金用到实处。	
	鑫动文化	倡导“助力文企鑫高度，贷动文化鑫未来”的核心价值观，一次性推出演艺贷、出版贷、影视贷等八大文化金融产品，为文企客户设计独具特色的金融服务方案。	

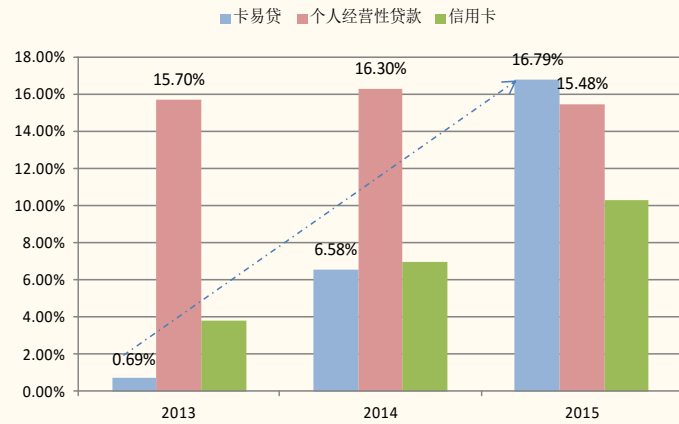
来源：公司网站、国金证券研究所

零售业务全方位推进，消费贷快速发展

- 以“网点全面转型”、“消费金融推进”和“渠道效能提升”为主线，持续扩大财富管理和消费金融客户基础，打造零售业务特色品牌。公司的消费贷“卡易贷”产品已成为江苏银行消费贷款的品牌产品。
- 卡易贷业务在 2011 年完成研发，该产品具有的“一次授信、三年有效、随借随还”的特点，在消费信贷市场形成了良好口碑。2014-2015 年该业务余额分别同比增长了 10.7 倍、2.4 倍，2015 年底该业务余额已达 165 亿元，占零售贷款的 16.8%，超过信用卡和个人经营贷款，成为零售贷款的第二大主力品种。

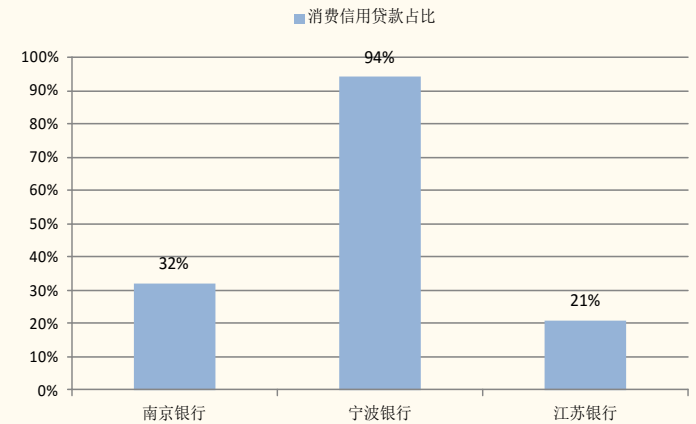
- 目前各家银行基本都推出了自己的消费贷或者信用贷产品，例如宁波银行的白领通，北京银行的短贷宝等，规模在个人贷款中的占比都比较高，未来公司的卡易贷还将会保持快速的发展。

图表 18: 卡易贷成为个人贷款中的第二大品种



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 19: 未来消费信贷还将保持较快增长

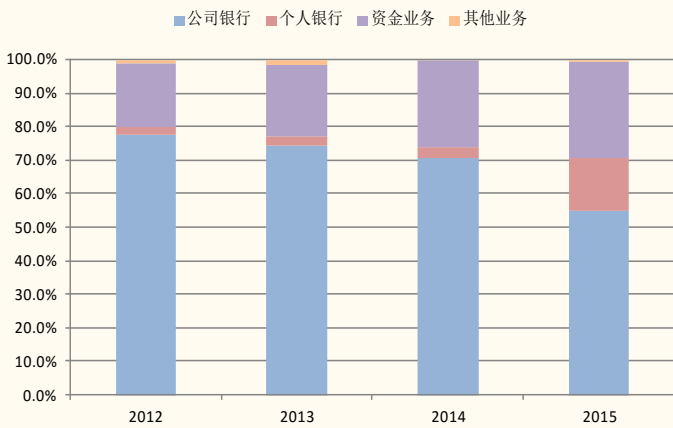


来源：公司公告、国金证券研究所

利润业务结构改善，资产质量承压

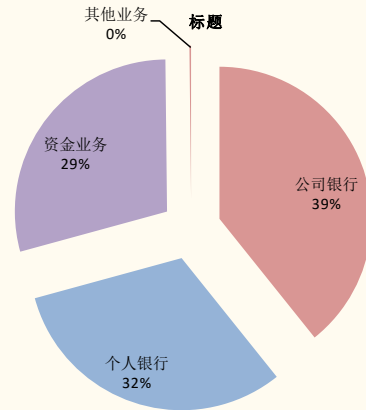
- 从公司的业务结构来看，近几年利润来源中 70%以上依赖于公司银行业务，利润来源不够多元化，2015 年公司的利润业务结构出现了改善。城商行中宁波银行较好的实现了利润来源的多元化，实现了业绩的稳定性。利润来源单一在信用风险较高的市场环境中不可避免的会受到更大的冲击。
- 信用风险的控制需要业务的精细化、前瞻性。一方面，公司传统产业存量资产占比很高。从行业分布来看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司的贷款中批发零售业和制造业，占贷款和垫款总额的比例分别为 21.11%和 21.03%，这两个行业占公司贷款总的比例已经接近 50%。另一方面，传统产业和小企业贷款的不良率还远高于其他银行，资产管理能力需要更加的精细和前瞻。截至 2015 年 12 月 31 日，制造业不良贷款额占不良贷款总额的比重为 52.7%，不良贷款率为 4.0%；批发与零售业不良贷款额占不良贷款总额的比重为 35.5%，不良贷款率为 3.6%。从规模来看，公司银行业务中 50%以上是小企业贷款，而小企业的不良率高企也使公司的不良率要远高于其他上市城商行。
- 从公司关注类贷款和逾期贷款来看，未来公司的不良压力还将持续，关注类贷款和逾期贷款占比都处于上市银行中较高水平，而且公司的不良确认还较为宽松，65%的逾期 90+以上的贷款规模归为不良贷款。

图表 20: 公司银行的利润贡献占 70% 以上



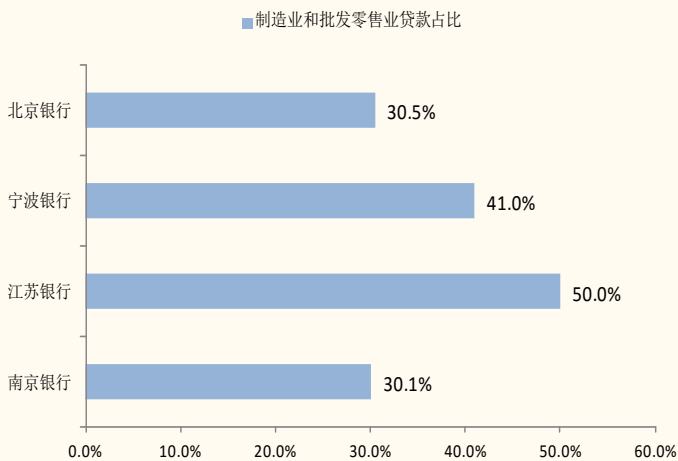
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 21: 宁波银行的利润来源多元化



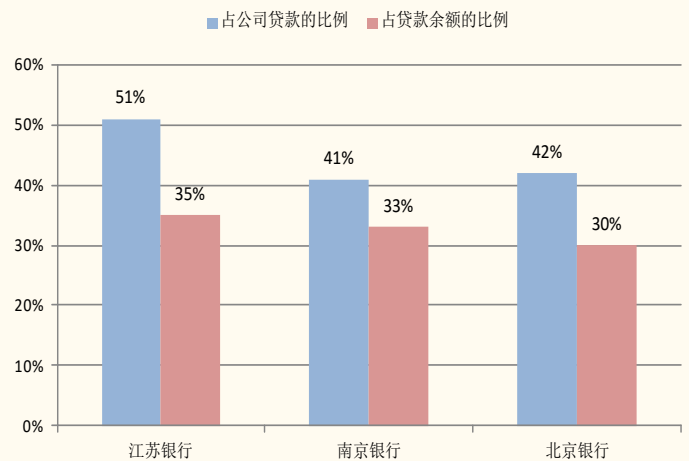
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 22: 传统行业贷款占据公司贷款的半壁江山



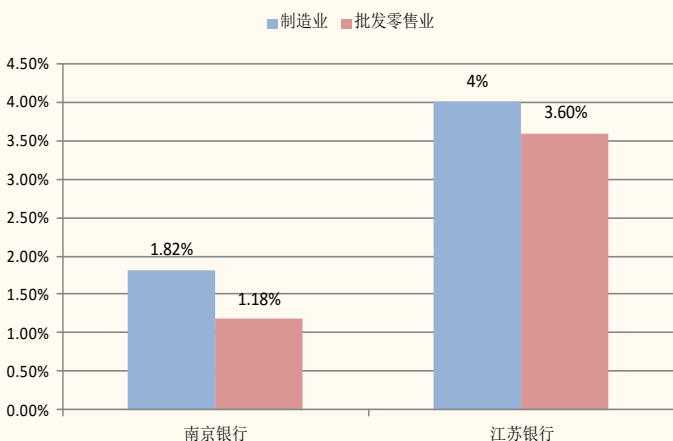
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 23: 城商行中小企业贷款占比很高



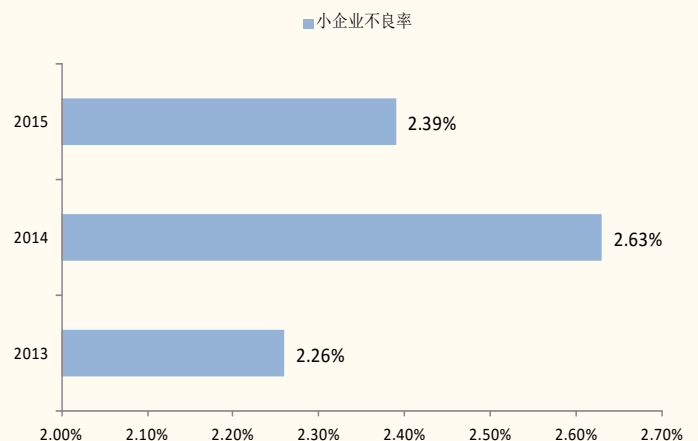
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 24: 制造业和批发零售业的不良率较高



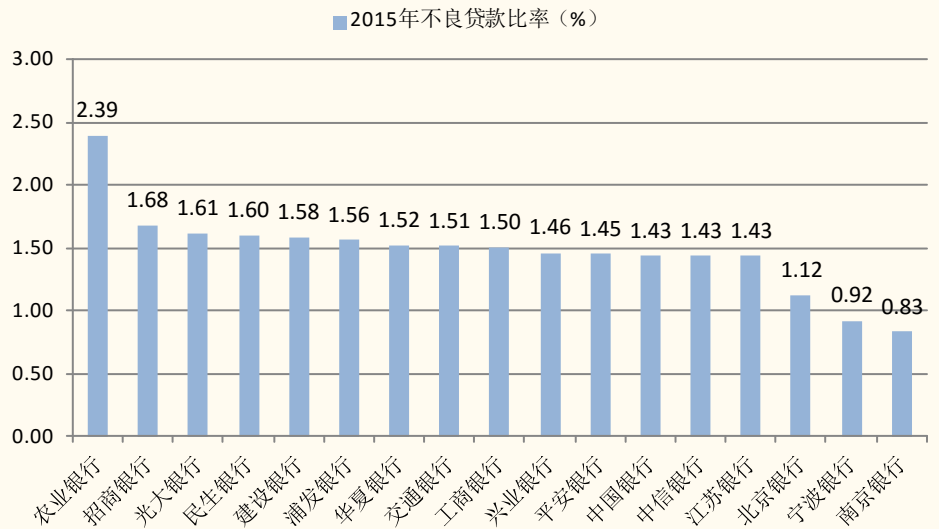
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 25: 小企业不良率较高



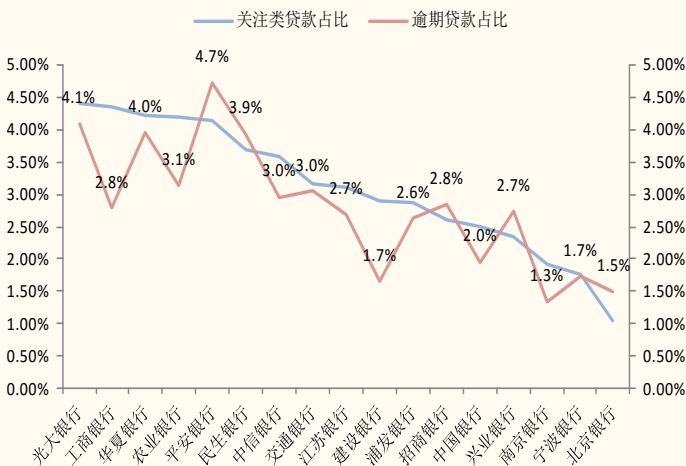
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 26: 公司的不良率在城商行中最高



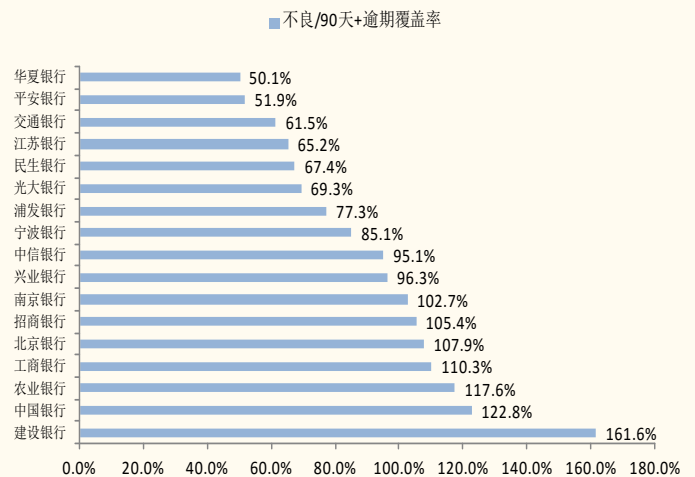
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 27: 关注类贷款和逾期贷款占比较高



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 28: 不良确认较为宽松



来源: 公司公告、国金证券研究所

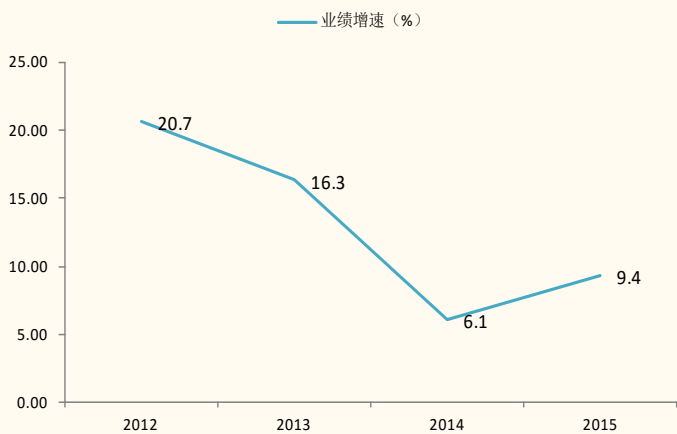
中收占比低, 资产运营杠杆较高

- 受经济环境以及监管政策的影响, 2014 年开始公司的业绩增速出现明显的下滑, 2015 年公司归母净利润同比增长 9.4%, 增速超过北京银行, 但远低于南京银行和宁波银行。
- 公司的利润主要来源于利息收入, 占营业收入比例 80%以上; 非息收入占比近五年虽然不断提升, 从之前的 10%提升 14.5%, 但在上市银行中仍处于最低的水平。
- 受 2014-2015 年央行降息以及利率管制取消的影响, 公司的息差水平持续下降, 2015 年公司的息差水平下降至 1.94%, 下降速度快于同业, 目前处于上市银行最低的水平。主要原因我们认为主要有两个方面, 一个是对占

公司贷款绝大多数的小企业贷款，在没有丰富的中间业务配套的基础上资产的定价没有向上的弹性，导致资产端的收益率偏低；另一方面，虽然低成本存款占负债的比例处行业平均水平，但是存款结构中低成本的活期存款占比低于同业，负债端的成本难降。未来公司将更快的发展中间业务，增加客户的粘性从而提高存贷款的议价能力。

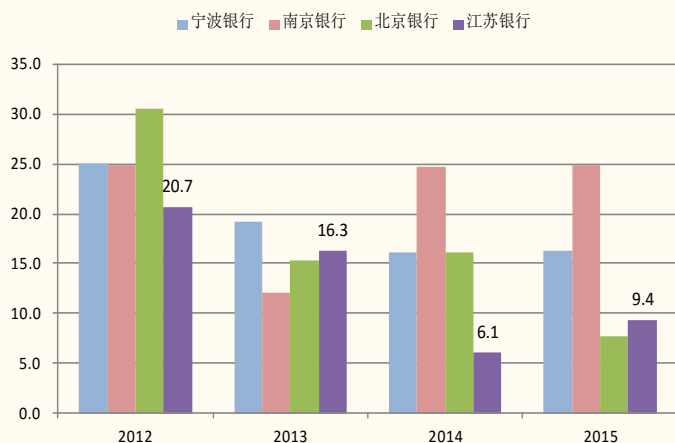
- 从盈利能力来看，公司的 ROE 水平居于同业中等水平，但总资产的回报率行业最底，权益倍数行业最高，此次融资后可以说缓解了公司的资产扩张的瓶颈，也及时的补充了核心一级资本，较快的规模扩张致公司的资本充足率下滑很快，2015 年末公司的核心一级资本充足率处于行业较低的水平。资本补充后，未来公司的更多重心应放在资产的有效运营方面，一方面提高资产盈利能力，另一方面资产配置上轻资产化。

图表 29: 2014 年开始业绩增速下滑明显



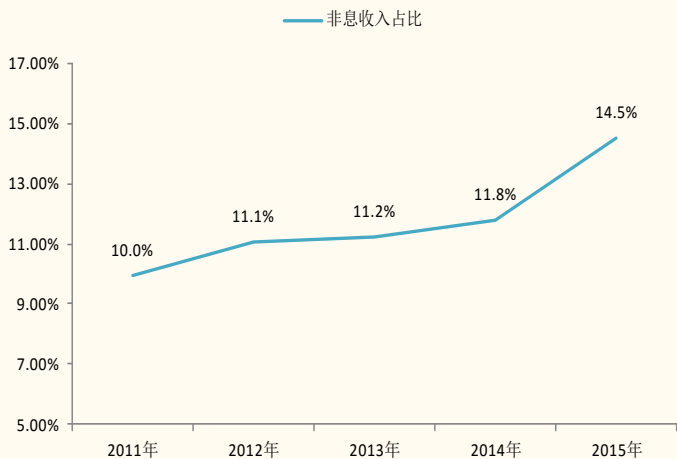
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 30: 业绩增速处城商行较低水平



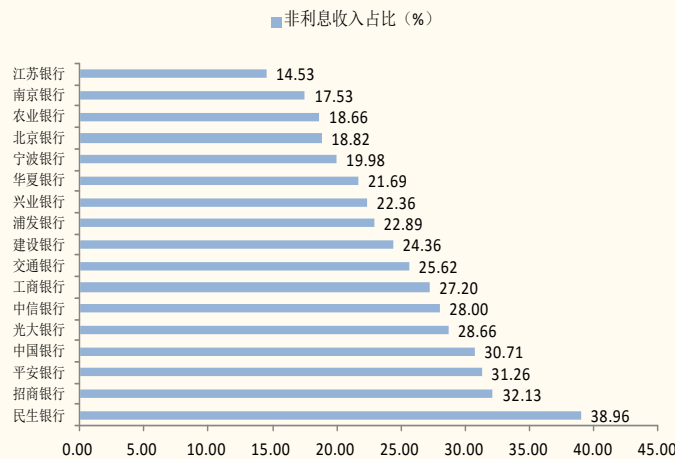
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 31: 近五年公司的非息收入占比逐渐提升



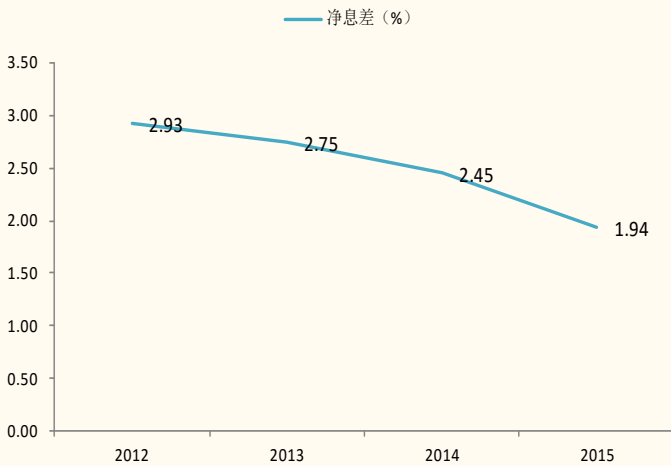
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 32: 中间业务收入占比行业最低



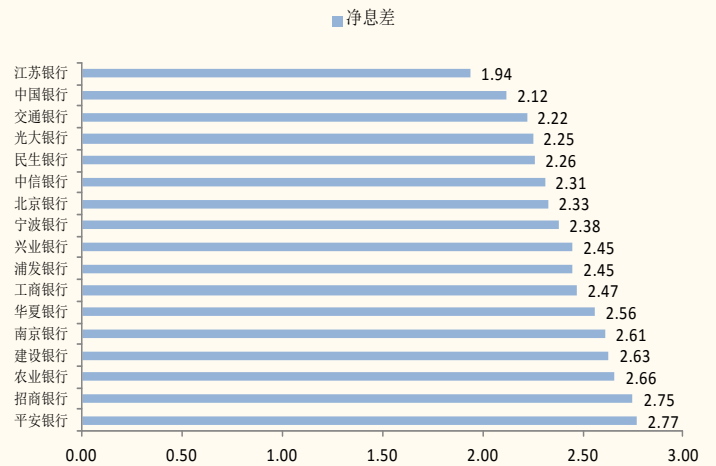
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 33: 2012 年以来净息差持续下滑



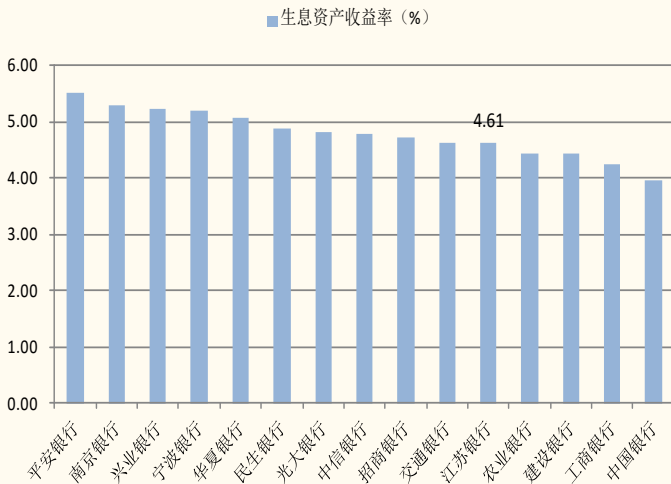
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 34: 2015 年的净息差同业最低



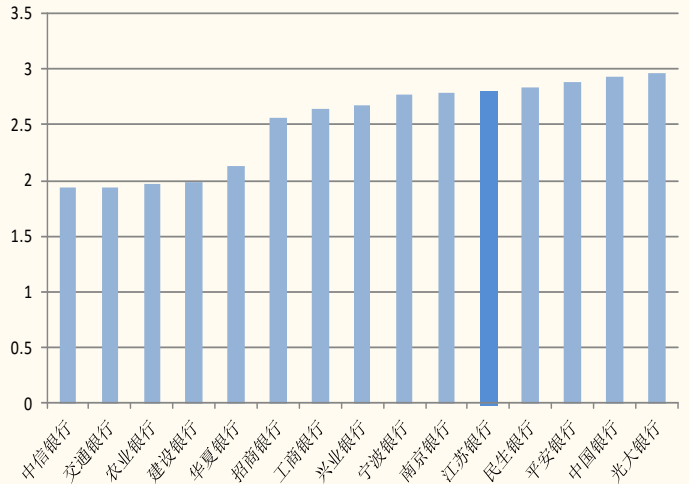
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 35: 资产定价弹性较低



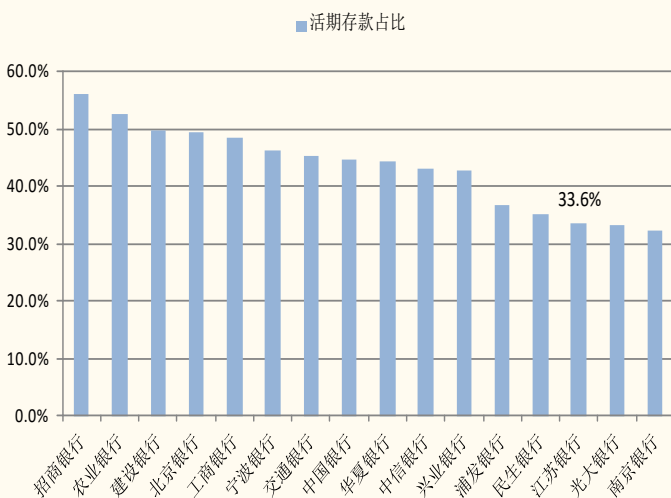
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 36: 负债端的成本相对较高



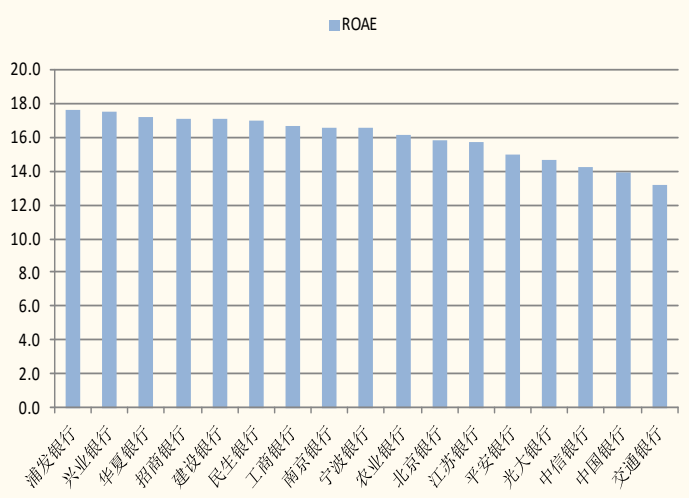
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 37: 活期存款占比较低



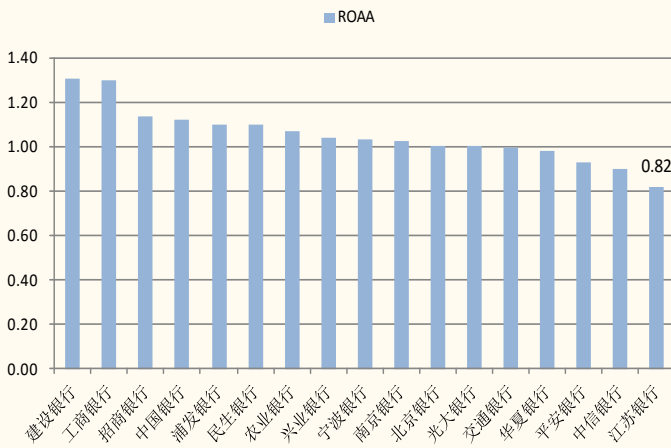
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 38: 整体盈利能力低于其他上市城商行



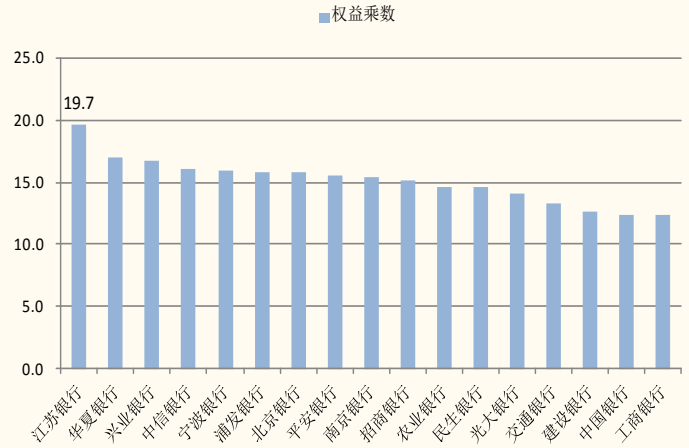
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 39: 总资产回报率较低



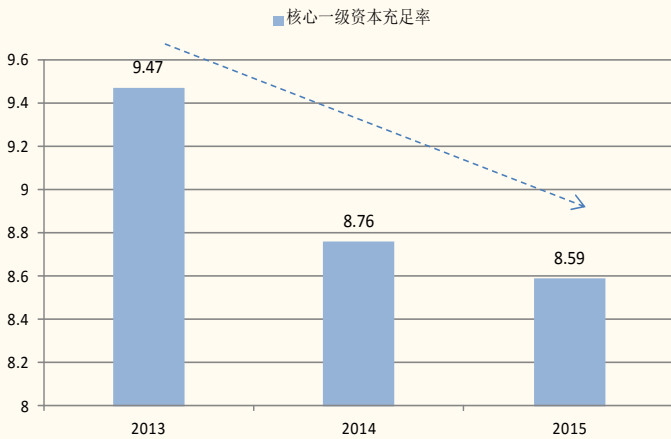
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 40: 权益倍数行业最高



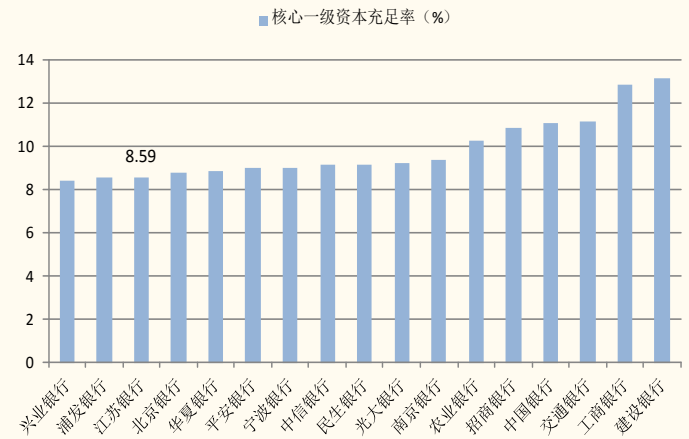
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 41: 近几年资本充足率下滑明显



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 42: 公司资本水平处行业较低水平



来源: 公司公告、国金证券研究所

盈利预测和估值

IPO 融资补充资本金后, 规模将以量补价, 业绩增速保持平稳

- 本周二公司已经上市, 此次 IPO 的融资方案为以每股 6.27 元的价格募集资金约 72 亿补充资本金。
- 我们的主要假设: 1) 2016 年息差继续下滑; 2) 中间业务保持较快增长; 3) 由于公司的不良压力没有明显缓解, 不良率持续上升; 4) IPO 融资后资产规模增速提高。具体请见下表。
- IPO 融资补充资本金后, 规模将以量补价, 业绩有望保持平稳。我们预计 2016-2017 年公司实现归母将利润同比分别增长 11.3%、13.7%。

图表 43: 主要假设

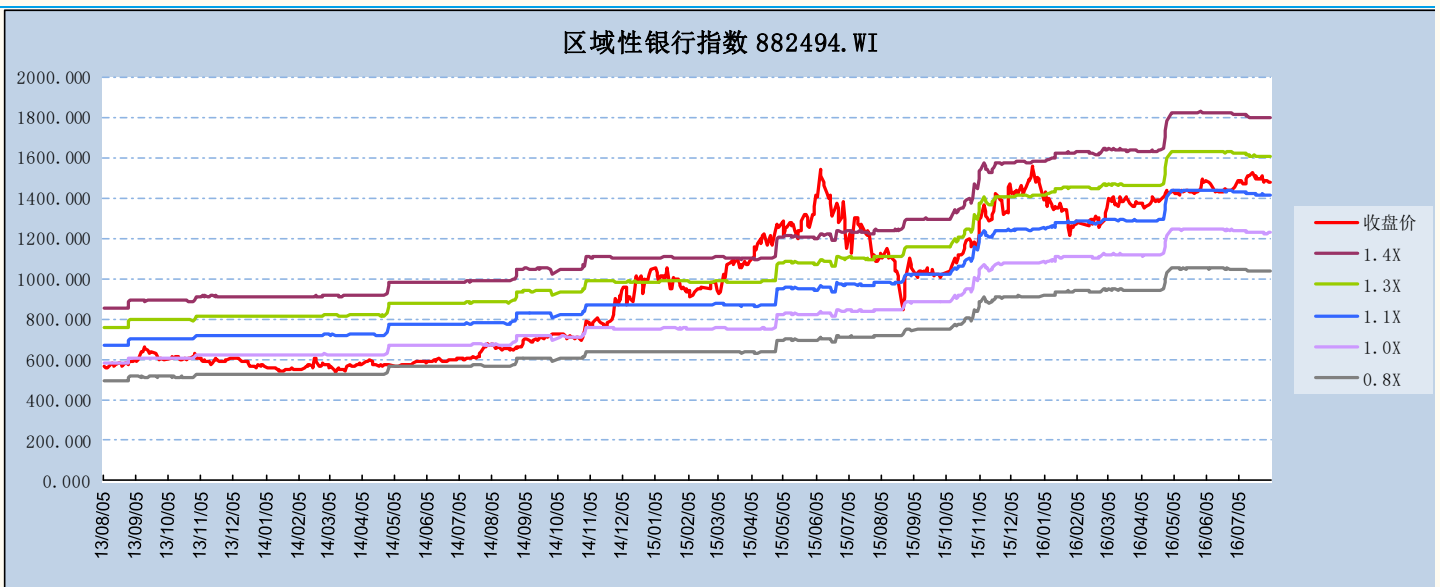
主要假设/%	2013	2014	2015	2016	2017
贷款规模增速	10.7	11.9	6.5	8.0	11.0
存款规模增速	12.0	14.2	14.0	12.0	11.0
净息差	2.75	2.45	1.85	1.77	1.79
中间业务收入增速	14.1	19.1	36.4	32.1	34.2
信贷成本	0.69	1.01	1.01	1.04	1.26
成本收入比	39.1	36.6	36.5	35.4	35.0
不良贷款率	1.15	1.30	1.43	1.58	1.70
拨备覆盖率	224.8	207.0	192.1	184.0	196.0

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

短期估值有优势，合理估值将回归

- 公司发行按 1 倍 2015 年末净资产的价格。作为次新股，公司的流通市值仅有 115 亿，享受流动性估值溢价；并且公司的融资 72 亿后，未来业绩会有所表现，高于同业平均水平，有能力保持平稳，享受业绩估值溢价。
- 目前北京银行、南京银行、宁波银行的静态估值水平分别为 1.05 倍、1.15 倍、1.26 倍。宁波银行最高。最近三年城商行的估值均值在 1.12 倍。结合江苏银行的公司基本面、未来几年的业绩表现，目前行业的估值水平，我们给予公司静态合理估值 1.3-1.4 倍，对应股价在 8.5 左右。
- 首次覆盖，考虑到目前上市初期估值较高，暂给予公司中性的投资评级。

图表 44: 万得城商行估值水平



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

利润表							指标和估值						
百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元：元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
平均生息资产	703,687	896,684	1,156,994	1,382,640	1,590,373	1,805,216	ROAA (%)	1.16	0.96	0.82	0.76	0.76	0.78
净息差	2.75	2.45	1.85	1.77	1.79	1.87	ROAE (%)	19.99	16.75	15.69	14.38	13.78	14.10
利息收入	37,755	48,679	58,788	63,095	76,873	92,588	每股净资产	4.60	5.38	6.27	7.09	8.02	9.11
利息支出	17,937	26,340	34,816	37,153	46,584	56,754	EPS	0.79	0.84	0.91	0.92	1.04	1.21
净利息收入	19,818	22,339	23,971	25,942	30,289	35,834	股利	831.20	831.20	0.00	1056.58	1201.39	1394.33
贷款减值准备	2,712	4,672	5,773	6,180	8,398	11,356	DPS	0.08	0.08	0.00	0.09	0.10	0.12
拨备后净利息收入	17,106	17,667	18,199	19,763	21,891	24,478	股息支付率	10.15	9.57	0.00	10.00	10.00	10.00
非息收入							发行股份	10390	10390	10390	11544	11544	11544
手续费和佣金收入	2,383	2,802	3,899	5,051	6,313	7,537	业绩数据						
交易性收入	-27	77	-6	-6	-6	-6	增长率 (%)						
其他收入	21	16	58	214	792	2,925	净利息收入	12.3	12.7	7.3	8.2	16.8	18.3
非息总收入	2,508	2,987	4,076	5,383	7,223	10,580	非利息收入	14.1	19.1	36.4	32.1	34.2	46.5
非息费用							非利息费用	9.1	6.2	10.2	8.5	18.4	25.7
业务管理费	7,209	7,488	8,237	8,938	10,485	13,251	净利润	16.3	6.1	9.4	11.2	13.7	16.1
其他费用	3	3	2	2	2	2	平均生息资产	62.8	27.4	29.0	19.5	15.0	13.5
营业税金及附加	1,522	1,787	1,991	2,155	2,646	3,251	总付息负债	16.6	34.3	22.5	15.4	14.8	13.0
非息总费用	8,734	9,279	10,230	11,095	13,133	16,504	风险加权资产	(24.5)	26.5	19.7	6.5	10.5	14.6
税前利润	11,042	11,415	12,082	14,088	16,019	18,591	营业收入分解 (%)						
所得税	2,843	2,716	2,577	3,522	4,005	4,648	净利息收入占比	88.8	88.2	85.5	82.8	80.7	77.2
净利润	8,186	8,685	9,497	10,566	12,014	13,943	佣金手续费收入占比	10.7	11.1	13.9	16.1	16.8	16.2
资产负债表数据							营业效率 (%)						
总资产	763,652	1,038,309	1,282,603	1,484,217	1,692,270	1,903,728	成本收入比	39.1	36.6	36.5	35.4	35.0	35.6
总流动资产	139,775	151,080	135,929	100,855	87,634	97,775	总资产营业费用率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9
贷款总额	411,691	488,512	561,783	632,200	703,934	804,553	流动性 (%)						
客户存款	596,554	681,297	776,428	869,600	965,256	1,061,781	贷款占生息资产比	54.3	50.2	45.4	43.2	42.0	41.8
其他付息负债	71,504	104,593	282,437	420,729	503,420	603,554	流动资产占生息资产	17.3	15.9	11.7	8.1	5.6	4.8
股东权益	47,763	55,935	65,156	81,794	92,607	105,156	平均存贷比	67.7	70.4	72.1	72.5	72.8	74.4
资产质量							贷款占存款和权益比	63.1	65.2	66.5	66.6	66.5	67.8
不良贷款	4,723	6,352	8,015	10,011	11,998	13,603	期末存贷比	69.0	71.7	72.4	72.7	72.9	75.8
不良率	1.15	1.30	1.43	1.58	1.70	1.69	资本 (%)						
贷款损失拨备	10,617	13,148	15,394	18,419	23,516	31,287	核心一级资本充足率	8.8	8.8	8.6	10.1	10.3	10.3
拨备覆盖率	225	207	192	184	196	230	资本充足率	10.9	12.2	11.5	13.1	13.4	13.6
拨贷比	2.58	2.69	2.74	2.91	3.34	3.89							
信用成本	2,645	4,526	5,315	6,180	8,398	11,356							
信用成本 (%)	0.69	1.01	1.01	1.04	1.26	1.51							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD