

2017年07月27日

张家港行 (002839)

——首次覆盖，不良认定趋严，存款优势助力脱颖而出

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2017年07月26日

收盘价(元)	14.27
一年内最高/最低(元)	30.51/4.37
市净率	3.2
息率(分红/股价)	0.70
流通A股市值(百万元)	2580
上证指数/深证成指	3247.68/10297.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	4.52
资产负债率%	90.95
总股本/流通A股(百万)	1808/181
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

毛可君 A0230115080010
maokj@swsresearch.com

联系人

郑庆明
(8621)23297818×7597
zhengqm@swsresearch.com

● 我国农村信用社改革后的首家农商行，当地中小微企业的领衔金融服务商。我国于2000年开始农村信用合作社改革，张家港行成为我国开始农村信用社改革以来的首家农商行。张家港行深耕当地中小微企业，兼具地缘和客户关系的双重优势，16年公司中小微企业贷款占公司贷款比重为91.6%，小微贷款余额同比提升8.2%。凭借本土化的先天信息优势，公司传统存贷业务占有率稳居当地市场前茅。截止16年上半年，张家港行存、贷款总额在张家港市银行业金融机构中均处于第2位，市占率分别为21.0%和14.9%。公司目前已成为张家港网点最多、覆盖面最广的银行业金融机构。

● 信贷业务平稳增长，存款优势助力息差企稳回升。受益于张家港经济的逐步回暖，公司16年贷款余额同比增长11.2%，一季度贷款占总资产比重已回升至50.3%，贷存比亦提升至67.2%。在金融去杠杆环境下，企业融资愈发回归信贷渠道，预计未来公司信贷业务平稳增长。从负债端来看，16年存款增速同比显著提高10个百分点至15.7%，远高于其他4家上市农商行，带动总负债增长10%。而在16年存款利率降低的情况下存款占比依然显著提升至78.9%，彰显公司较强的吸收存款能力。从存款结构来看，活期存款占比高达69.5%，处于上市农商行的最优水平。负债端优势使得一季度公司息差显著回升至2.45%。

● 资产质量企稳迹象明显，不良认定显著趋严。受益于江苏地区资产质量企稳和公司贷款结构的改善（不良贷款率较高的“制造业+批发零售业”的贷款占比由15年的50.4%下降至16年的44.3%，而个人贷款占比提升至17年一季度的19.3%），张家港行一季度不良率维稳在1.96%，与16年末持平。关注类贷款占比和逾期贷款率分别同比降低1.7个百分点和1.2个百分点至7.0%、1.3%，边际改善明显。不良认定更加趋严，“不良贷款/逾期90天以上”指标由15年的77.7%大幅提高至16年的106.2%。信贷结构持续优化、不良认定趋严以及5月份江苏地区不良率同比的大幅降低将缓释拨备计提压力，公司拨备覆盖率逐年提高，一季度拨备覆盖率达到183.9%。

● 投资建议：我们预计张家港行2017-2019年的归母净利润增速分别为7.0%、10.1%、15.4%，对应每股EPS分别为0.45、0.50、0.58元/股。考虑到：（1）活期存款占比为上市农商行最高；（2）息差领先企稳回升；（3）不良认定显著趋严，相对估值法下给予3.26XPB，对应目标价15.81元。我们认为张家港行省内扩张潜力依然较大，随着当地经济的逐步回暖，中小微企业经营状况有望持续改善，进一步降低资产质量风险，驱动拨备反哺利润。因此我们认为绝对估值法更为合理。当前股价14.27元，绝对估值法下目标价16.14元，对应13.1%的上行空间，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示：张家港经济回暖不及预期；公司资产质量恶化超预期

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,429	603	2,483	2,732	3,021
同比增长率(%)	0.98	-6.16	7.94	13.17	13.93
净利润(百万元)	689	204	738	812	937
同比增长率(%)	2.45	6.12	7.00	10.06	15.40
每股收益(元/股)	0.42	0.11	0.45	0.50	0.58
ROE(%)	9.4	2.5	9.7	9.9	10.6
市盈率	33.7		31.5	28.6	24.6
市净率	3.2		2.9	2.7	2.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预计张家港行 2017-2019 年的归母净利润增速分别为 7.0%、10.1%、15.4%，对应每股 EPS 分别为 0.45、0.50、0.58 元/股。绝对估值法下测算公司目标价为 16.14 元，当前股价 14.27 元，对应 13.1% 的上行空间，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

我们分别从以下五个方面做出假设：**(1) 规模增速**：在今年金融去杠杆总基调下，企业更多转向信贷融资。预计 2017-2019 年贷款增速分别为 11.7%、10.5%、9.5%；存款增速分别为 15%、12%、12%；**(2) 净息差**：张家港行存款活期化显著，负债端融资成本优势凸显。预计 2017-2019 年公司净息差水平分别为：2.29%、2.30%、2.34%；**(3) 手续费及佣金净收入**：预计 2017-2019 年公司手续费及佣金收入增速分别为 29%、23%、20%；手续费佣金净收入占比分别为 6.5%、7.2%、7.8%。**(4) 不良生成率**：考虑到信贷结构的持续优化以及江苏资产质量的不断改善，预计 2017-2019 年公司不良生成率分别为 1.26%、1.12%、1%；**(5) 信贷成本**：基于不良生成放缓、不良率企稳降低的假设，预计 17-19 年信贷成本分别为 1.78%、1.78%、1.75%。

有别于大众的认识

市场可能认为农商行受限于优质客户资源、县域经济体量而成长空间不足。张家港行作为省内首批设立异地支行的农村商业银行，具备跨区域经营的先发优势。同时，张家港连续 4 年稳居全国县域经济百强前三甲，经济根基扎实。公司仍处于上市晚、基数低的起步阶段，我们看好由公司跨区域发展战略、地方经济回暖带来的规模扩张。

张家港行同业负债（不含同业存单）占比在上市农商行中较高（16.4%），市场担忧严监管环境下公司可能面临的监管压力较大，而在今年同业利率上行环境下，息差水平或将承压。但我们认为，公司同业负债占比在 A 股上市银行中依然处于较低水平，即使将同业存单纳入同业负债的统计口径，公司“同业负债+同业存单”占比仍然远低于 1/3，仅为 18.5%。其次，张家港行活期存款占比（69.5%）达到上市农商行最高水平，公司负债端融资成本优势凸显。我们认为张家港行息差水平企稳回升为大概率事件。

张家港行不良率在上市农商行中处于较高水平，市场担忧公司资产质量可能会进一步恶化。但综合不良指标的边际变化来看，资产质量边际改善态势明确，16 年信贷成本增幅仅为 1BP，一季度不良率与年末持平。我们认为公司未来不良率将稳中有降。

股价表现的催化剂

公司跨区域发展战略成效显著；存贷款市占率持续提升。

核心假设风险

张家港经济回暖不及预期；资产质量恶化超预期。

目录

1	
1. 张家港行：我国农村信用社改革的首家农商行，深耕中小微企业	6
1.1 最早由农村信用社向农商行华丽转变	6
1.2 民营企业积极参股，股权结构较分散	8
1.3 致力成为中小微企业信贷市场的主导者	8
2. 信贷平稳扩张，存款活期化显著	11
2.1 资产端：地方经济回暖驱动信贷增长，贷款结构持续优化	11
2.2 负债端：活期存款率同业最高，存款优势凸显	13
2.3 资本端：资本实力仍较充足，短期内再融资需求不大	15
3. 息差企稳回升，中收占比有望进一步提高	16
4. 资产质量企稳趋势渐显，不良认定显著趋严	18
5. 首次覆盖给予“增持”评级	21
5.1 估值模型关键假设	21
5.2 相对估值法下给予 2017 年 3.26X PB	22
5.3 绝对估值法下合理目标价为 16.14 元，对应 13.1%的上行空间	23
6. 附件：上市银行行情数据及行业不良率	25

图表目录

图 1: 张家港为沿海、长江交汇的新兴港口城市, 毗邻江阴、常熟等各县市	7
图 2: 和其他上市农商行相比, 张家港行分支机构仍有较大扩容空间	7
图 3: 张家港行的存款市场份额稳步提升	9
图 4: 截止 2016 年上半年, 存款总额在张家港市银行业机构中位居第二	9
图 5: 截止 2016 年上半年, 贷款总额在张家港市银行业机构中位居第二	9
图 6: 上市农商行存款市占率普遍高于贷款市占率	10
图 7: 中小微企业贷款余额上升	10
图 8: 张家港经济增速在 2014 年触底后缓慢回升	11
图 9: 张家港工业增速与经济增速高度吻合	11
图 10: 一季度张家港行贷存比提升至 67.2%, 高于上市农商行平均水平 66.7%	11
图 11: 张家港行主要增配投资类科目	12
图 12: 张家港行“同业存单+同业理财”占总资产比重在上市农商行中较高	12
图 13: 张家港行“制造业+批发零售业”贷款占比有所降低	13
图 14: 16 年张家港行存款增速稳步提升, 而同业负债呈现负增长	13
图 15: 16 年张家港行活期存款占总存款比重将近 70%, 位居上市农商行之首	14
图 16: 公司资本仍较充足	15
图 17: 16 年公司归母净利润实现正增长, 17 年一季度同比增长 6.12%	17
图 18: 公司息差水平处于同业中游水平, 一季度息差企稳回升	17
图 19: 张家港行手续费及佣金净收入占比逐年提升	18
图 20: 江苏省资产质量逐季降低企稳	18
图 21: 张家港行不良率持续企稳	19
图 22: 张家港行不良生成率降幅大于其他上市农商行	19
图 23: 张家港行拨备覆盖率逐年提高至 184%	20
图 24: 张家港行“不良+关注”贷款占比连续两年降低	21
表 1: 张家港行归母净利润位居上市农商行前三 (截止 17 年一季度)	6
表 2: 公司前十大股东中国有企业持股比例为 15.4%, 总体股权结构较为分散 (截止 2017 年一季度)	8

表 3: 张家港行同业负债占比高于上市农商行平均水平.....	15
表 4: 从理论上来看, 在基准情形下, 当“不良+关注类”贷款占比达到 14.33%时公司才 会出现再融资需求.....	16
表 5: 张家港行各项不良指标边际显著企稳.....	20
表 6: 可比公司估值表.....	23
表 7: CAPM 测算贴现率为 6.97%.....	23
表 8: 运用多阶段 DDM 测算张家港行的内在价值为 16.14 元.....	24
表 9: A 股 25 家上市银行基础数据一览表 (基于 2017 年 7 月 26 日收盘价)	25
表 10: 银行不良率主要集中在批发零售业、制造业和采矿业.....	25

1. 张家港行：我国农村信用社改革的首家农商行，深耕中小微企业

农商行是农信社的改革成果。回顾农信社历史改革，历史沿革大致分为三个阶段：农信社正式成立（1951年—1997年）；农信社向农商行、农村合作银行、省级农村信用社联合社改制阶段（2000年—2008年）；农信社和农村合作银行向农商行改革阶段（2009年至今）。2009年起，农商行成为改革方向的主流，而张家港农村商业银行（以下简称：张家港行）正是改革洪流中的受益者。

1.1 最早由农村信用社向农商行华丽转变

我国农村信用社改革后的首家农商行。张家港行前身为张家港市农村信用合作社联合社，自2000年开始，我国开始农村信用合作社改革。2001年，张家港行、常熟银行和江阴银行三家试点农商行相继成立，张家港行成为我国开始农村信用社改革以来的首家农商行。通过数十年来的稳健经营，张家港行于2017年1月24日成功在A股上市。2007-2016年公司总资产复合增长率达到14%。截至2017年一季度，张家港行总资产规模为916亿元，实现归属于母公司净利润2.04亿元，在上市农商行中排名第三。

表 1：张家港行归母净利润位居上市农商行前三（截止17年一季度）

代码	农商行	上市时间	区域	总资产 (亿元)	总股本 (亿股)	净资产 (亿元)	归母净利 润(亿元)
601128.SH	常熟银行	2016-09-30		1,377.86	22.23	107.00	3.16
600908.SH	无锡银行	2016-09-23		1,297.32	18.48	90.25	2.38
002839.SZ	张家港行	2017-01-24	江苏	916.23	18.08	82.90	2.04
002807.SZ	江阴银行	2016-09-02		1,043.40	17.67	91.03	1.75
603323.SH	吴江银行	2016-11-29		825.59	11.14	80.34	1.70

资料来源：Wind，申万宏源研究

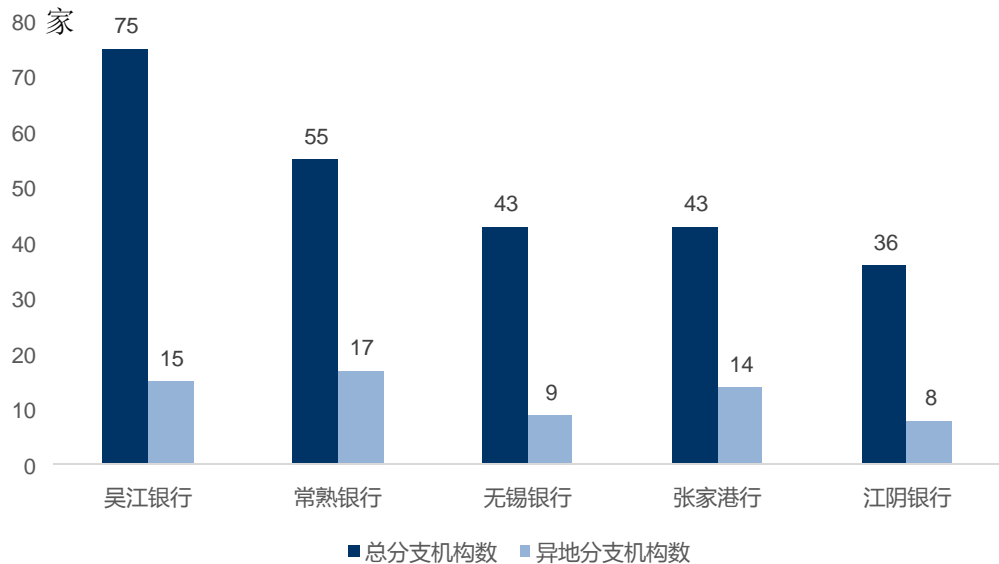
由点及面，辐射异地，未来分支机构扩张空间依然较大。张家港行是江苏省内首批设立异地支行的农村商业银行，具备跨区域经营先发优势。截至2016年底，除了深耕张家港地区，公司已在江苏南通、无锡设立2家异地分行，在江苏省内地区（南通市、连云港市、宿迁市、徐州市、镇江市、苏州市）及山东省青岛市共设立39家支行。和其他上市农商行相比，张家港行分支机构数量处于行业中游水平，不及吴江银行和常熟银行。我们认为，公司目前正处于上市晚、基数小的起步阶段，16年南通、无锡首批两家异地分行的开业足以表明公司跨区域发展战略的显著成效。展望未来，较强的跨区域延伸能力将赋予张家港行在江阴、常熟、靖江等毗邻县域更大的成长空间。

图 1：张家港为沿海、长江交汇的新兴港口城市，毗邻江阴、常熟等各县市



资料来源：百度地图，申万宏源研究

图 2：和其他上市农商行相比，张家港行分支机构仍有较大扩容空间



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

注：各银行分支机构数的统计口径不包含支行下辖机构

1.2 民营企业积极参股，股权结构较分散

张家港行形成“国有企业领衔，民营积极参股”的多元化股权结构。从张家港行股本结构来看，国有企业持股比例达 20.83%，仍然发挥着主导领衔作用。两大国有企业（张家港市直属公有资产经营有限公司和江苏国泰国际集团）在公司前十大股东中分别位居第二和第三，合计持股 15.4%。此外，当地民营企业亦积极参股，从公司前十大股东结构来看，共包含 7 家民企，民营企业江苏沙钢集团位居第一大股东，持股比例为 8.18%。我们认为，分散化的股权结构、多元化民营企业布局利于张家港行深耕当地企业，对未来形成“民营企业-农商行相互促进”的良性循环有所裨益。

表 2: 公司前十大股东中国有企业持股比例为 15.4%，总体股权结构较为分散(截止 2017 年一季度)

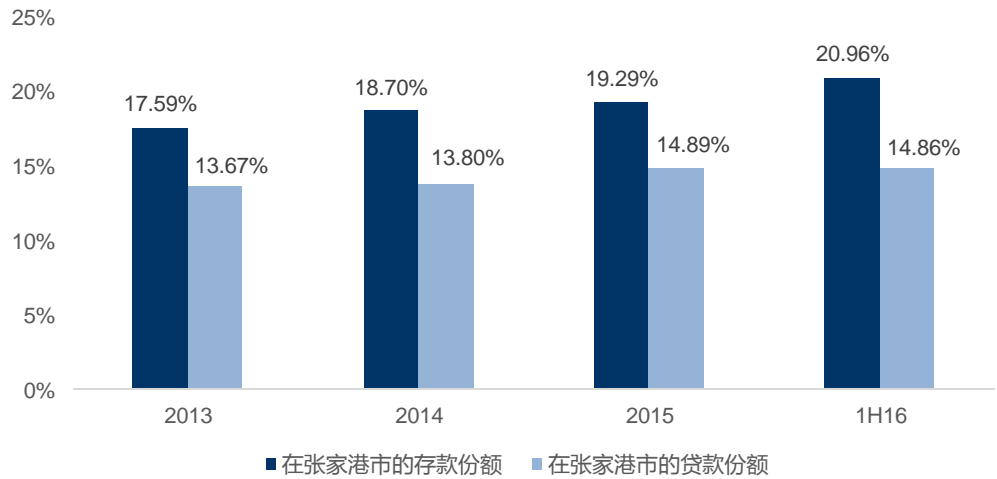
十大股东	股东性质	持股数量(百万股)	持股比例
江苏沙钢集团有限公司	民营	148	8.18%
张家港市直属公有资产经营有限公司	国有	140	7.75%
江苏国泰国际集团有限公司	国有	138	7.64%
华芳集团有限公司	民营	81	4.47%
江苏联峰实业股份有限公司	民营	69	3.82%
张家港市锦丰镇资产经营公司	民营	48	2.66%
张家港市杨舍镇资产经营公司	民营	48	2.65%
全国社会保障基金理事会转持一户	/	18	1%
张家港市工业发展有限公司	民营	18	0.97%
江苏华尔润集团有限公司	民营	15	0.81%
合计		722	39.95%

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 致力成为中小微企业信贷市场的主导者

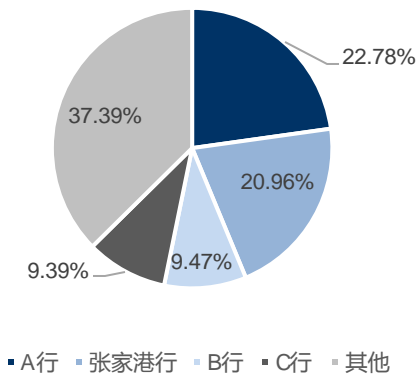
深耕张家港，存贷款业务市占率位居市场前茅。张家港行为当地企业、居民提供金融服务已有五十余年的历史，对当地企业的经营状况、居民的金融需求有了较为深入的了解。凭借本土化的先天信息优势，公司传统存贷业务占有率稳居当地市场前茅。截止 2016 年上半年，张家港行存、贷款总额在张家港市银行业金融机构中均处于第 2 位，市占率分别为 20.96%和 14.86%。存款市占率的稳步提升彰显公司负债端吸收存款能力进一步增强，助力提高存款稳定性，在各银行争夺存款的竞争格局中张家港行有望以更低的融资成本脱颖而出。

图 3：张家港行的存款市场份额稳步提升



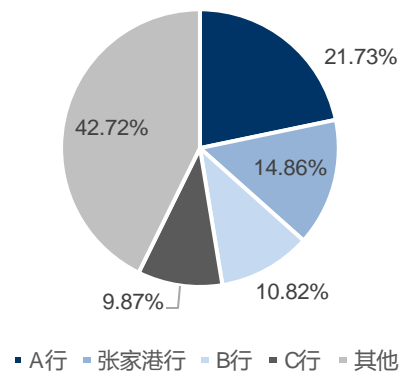
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 4：截止 2016 年上半年，存款总额在张家港市银行业机构中位居第二



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

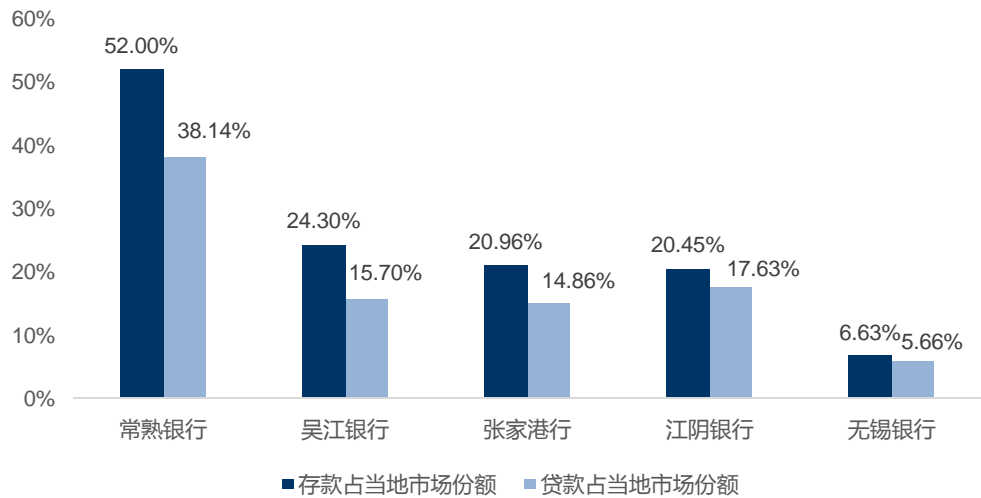
图 5：截止 2016 年上半年，贷款总额在张家港市银行业机构中位居第二



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

张家港行存贷市占率处于行业中游水平，总体来看农商行资产端配置能力较弱。张家港行存款市占率不及常熟银行（52%）和吴江银行（24.3%），而贷款市占率逊于常熟银行（38.14%）、江阴银行（17.63%）和吴江银行（15.70%）。从存款、贷款市占率两者之差来看，农商行存款市占率普遍高于贷款市占率，我们认为区域经济发展、客户结构制约了农商行资产配置能力。在 16 年经济低迷背景下，中小微企业经营承压，农商行风险偏好降低从而使得贷款投放更为保守，增配投资类科目，包括理财产品、资管计划等非标投资。

图 6：上市农商行存款市占率普遍高于贷款市占率

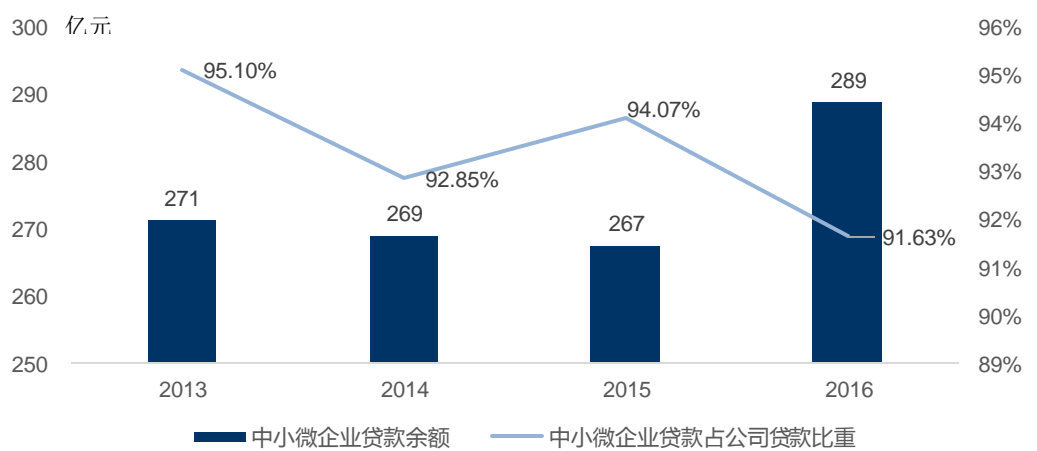


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

注：除了江阴银行为 15 年底统计数据外，其他四家农商行的统计数据均截止至 16 年上半年。

专注中小微，“地缘+客户关系”优势赋予较强的竞争优势。公司前身为农村信用社，由历史发展积累下来的客户逐步由乡镇企业、农村个体工商户向中小微企业演变。由于五大行和股份行更加关注于规模大、市占率高的大型企业，对于信息透明度较低的中小微企业而言往往不会投入过多资源。因此，对于县域而言，中小微企业成为小银行的重要客户资源。张家港行专注中小微企业具备**地缘、客户关系的双重优势**：（1）**地缘优势**。公司扎根于张家港地区，是当地最大的一级法人金融机构，管理架构扁平，适合中小微企业“短、频、急”的融资需求；（2）**客户关系优势**。公司客户经理队伍庞大且多为当地人，有利于深入开发当地市场，做透中小微企业业务。公司目前已成为**张家港网点最多、覆盖面最广的银行业金融机构**。2016 年张家港行中小微企业贷款占公司贷款比重同比小幅回落至 91.63%，但中小微企业贷款余额依然保持正增长，同比提升 8.24%。

图 7：中小微企业贷款余额上升



资料来源：招股说明书，公司年报，申万宏源研究

2. 信贷平稳扩张，存款活期化显著

2.1 资产端：地方经济回暖驱动信贷增长，贷款结构持续优化

工业增长疲软拖累张家港地区经济发展，2016年经济平稳回暖。张家港作为长三角地区重要的新兴港口工业城市之一，以发展第二产业（工业）为主，16年工业GDP占张家港GDP总值的52.4%。2012年张家港工业GDP增速跌破10%，2014年更是负增长，拖累整体经济发展，2012年以来张家港GDP增速显著放缓，处于历史底部水平。但从2015年开始，经济缓慢复苏迹象渐显，16年张家港GDP增速回升至3.92%。

图 8：张家港经济增速在 2014 年触底后缓慢回升

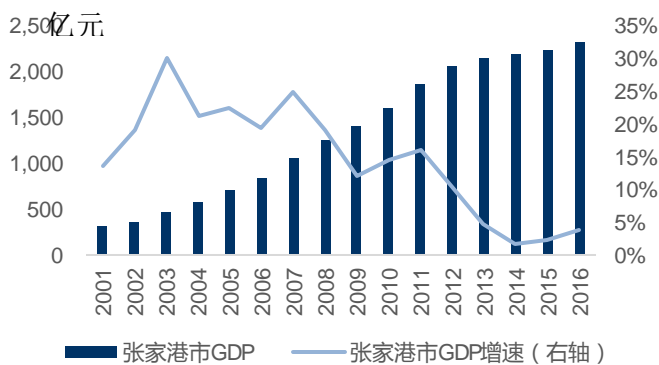
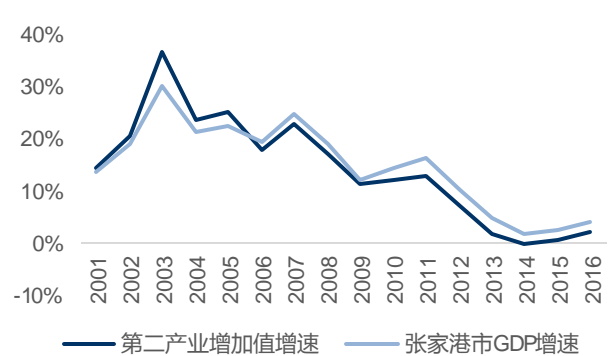


图 9：张家港工业增速与经济增速高度吻合

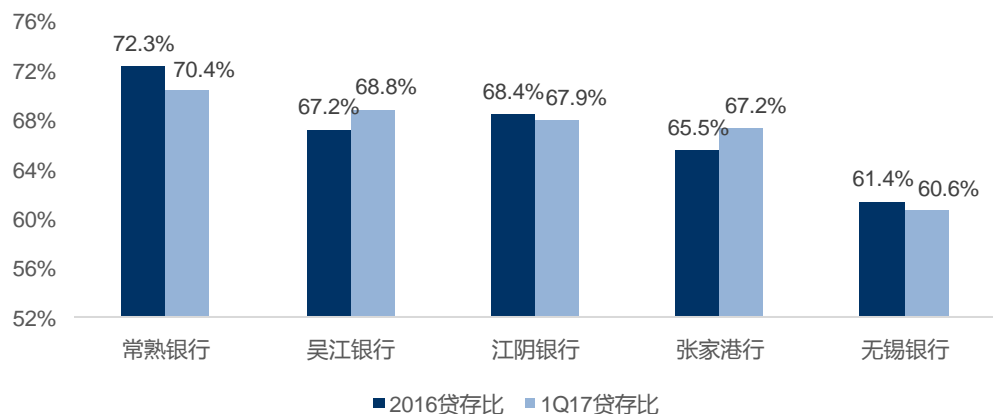


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

地方经济回暖驱动张家港行贷款增速回升。受益于16年张家港经济的企稳回暖，张家港行16年贷款同比增长11.2%（15年同比增长4%），高于上市农商行平均水平10.3%。一季度贷存比由16年底的65.5%提升至67.2%，反映经济回暖形势下公司积极的信贷投放态度。我们认为，在去产能持续推进、国内经济稳中趋升（制造业和非制造业PMI双双提升、二季度经济数据超预期）的背景下，张家港经济企稳向好态势亦将更加明朗，从而刺激当地中小微企业的信贷需求，预计贷款仍将保持平稳增长。

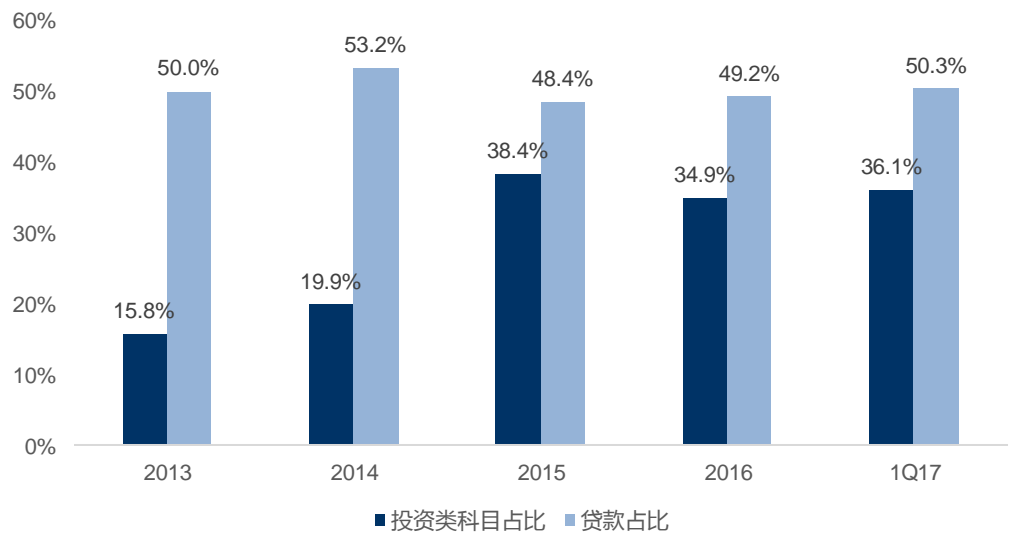
图 10：一季度张家港行贷存比提升至 67.2%，高于上市农商行平均水平 66.7%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

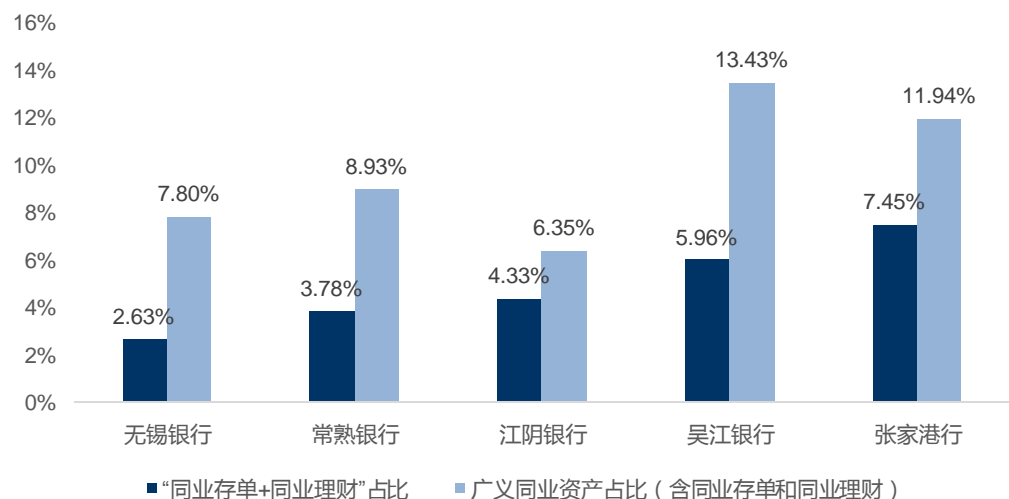
公司投资类科目规模扩张较快，同业资产持续缩减。从资产结构来看，近年来张家港行逐步加大对投资类科目的配置，投资类科目占总资产比重由 13 年底的 16% 上升至 17 年一季度进一步提升至 36%，其中资产端“同业存单+同业理财”占总资产比重由 15 年的 4.2% 提高至 7.5%。由于公司 2016 年保持买入返售金融资产零头寸，而存放同业款项亦显著缩减，使得同业资产同比下降 12.3%，但降幅有所收敛（15 年同比降低 31.2%）。

图 11：张家港行主要增配投资类科目



资料来源：招股说明书，公司年报，申万宏源研究

图 12：张家港行“同业存单+同业理财”占总资产比重在上市农商行中较高



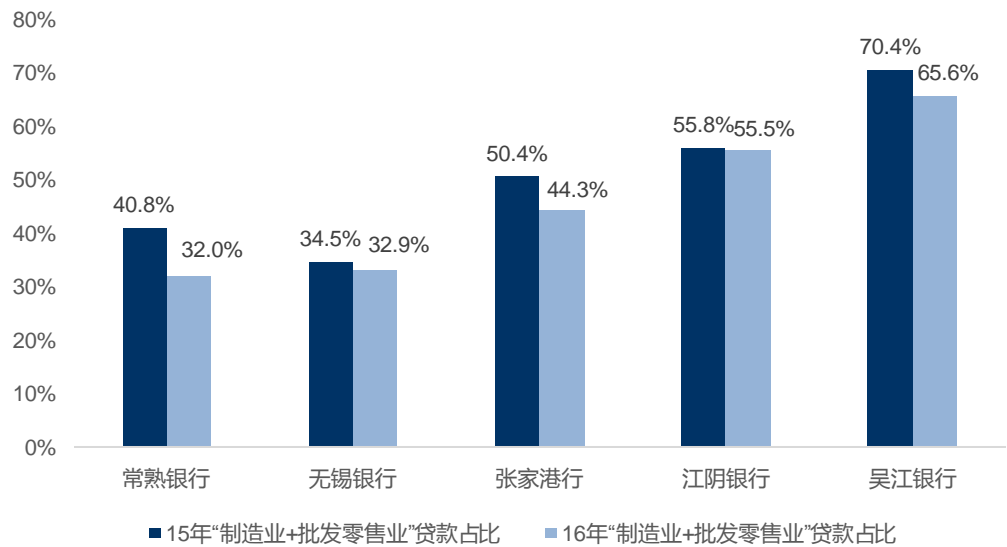
资料来源：公司年报，申万宏源研究

附注：广义同业资产包含狭义同业资产统计口径（存放同业、拆出资金及买入返售金融资产）和资产端同业存单、同业理财余额

对公贷款占比远高于同业，“制造业+批发零售业”贷款占比有所降低。张家港行重点拓展当地中小微企业信贷市场，对公贷款占据主要部分。16 年对公贷款占比高达 71.1%，

高于上市农商行平均水平 66.9%。从结构来看，对公贷款主要集中在制造业和批发零售业，这与张家港地区行业发展相吻合。从行业贷款占比边际变化来看，制造业、批发零售业等前期风险暴露较多行业的贷款占总贷款比重由 15 年底的 50.4% 下降至 16 年底的 44.3%，优于江阴银行和吴江银行。

图 13：张家港行“制造业+批发零售业”贷款占比有所降低

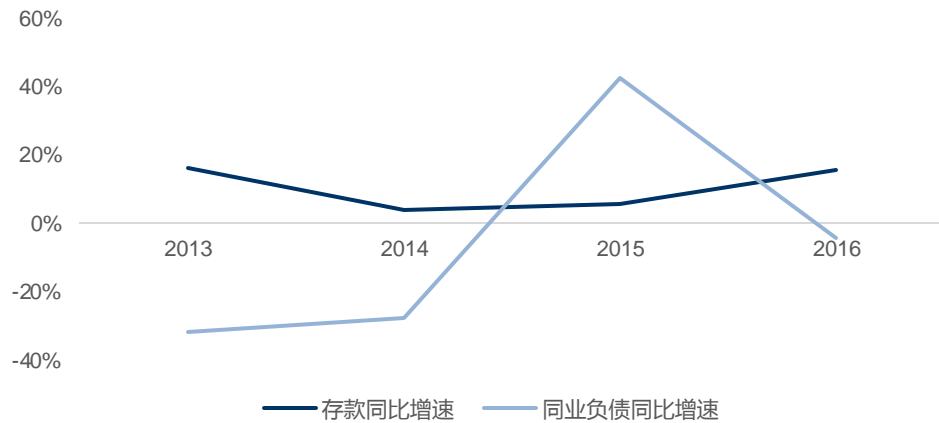


资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.2 负债端：活期存款率同业最高，存款优势凸显

利率上行环境下，具备存款优势的银行更具吸引力。从负债端来看，张家港行 2016 年存款增速同比显著提高 10 个百分点至 15.7%，远高于其他 4 家上市农商行，带动总负债增长 10%。在 16 年货币宽松周期中，张家港行存款平均成本率由 15 年的 2.60% 显著降低至 16 年的 2.04%，而存款占比由 15 年的 74.9% 提升至 16 年的 78.9%，足以彰显公司的存款优势。在金融去杠杆叠加严监管环境下，我们认为中小银行难以持续依靠同业负债来实现扩张，而公司长期深耕当地中小微企业，客户稳定性和忠诚度更高，未来存款有望依然保持较快增长。

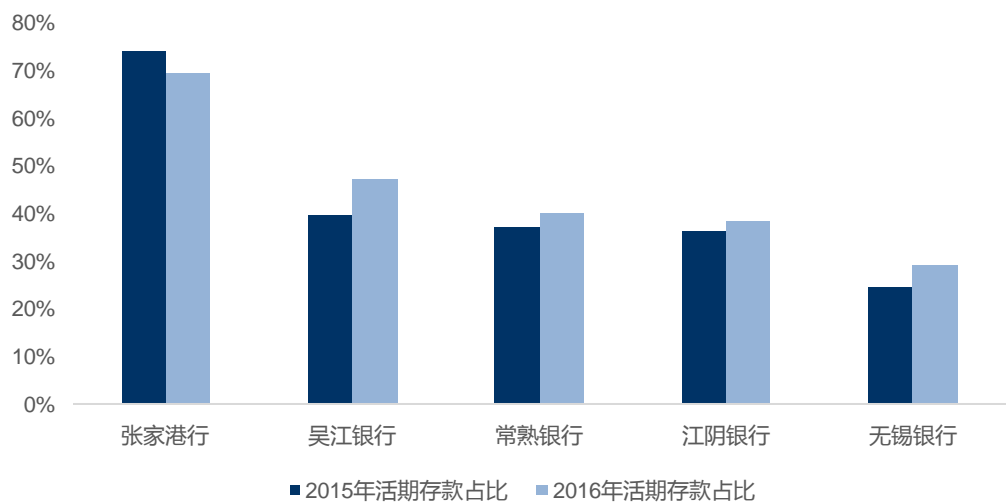
图 14：16 年张家港行存款增速稳步提升，而同业负债呈现负增长



资料来源：公司年报，申万宏源研究

活期存款占比达到上市农商行最优水平。从存款结构来看，上市农商行16年平均活期存款占比仅为44.8%。张家港行活期存款占比高达69.5%，虽然较15年小幅下降，但依然处于上市农商行的最优水平。由于活期存款是银行融资成本最低的资金来源，高活期存款率将使得公司息差压力小于其他上市农商行。

图 15：16 年张家港行活期存款占总存款比重将近 70%，位居上市农商行之首



资料来源：公司年报，申万宏源研究

强监管环境下同业负债规模或将略有缩减。货币紧缩周期下同业利率上行将提升银行负债端融资成本，银行息差水平承压。按照传统同业负债统计口径，16年上市农商行同业负债占总负债比重为13.3%，一季度持续降低至11.6%。随着央行MPA考核趋严，部分投资者预期更强的监管，即：将负债端应付债券中的同业存单纳入同业负债的统计口径，两者合计占比不应超过1/3。对此，我们根据2017年农商行一季报及截止6月30日各农商行同业存单的存续余额，测算上市农商行“同业存单+同业负债”占比为16.2%，其中张家港行该占比为18.5%，高于上市农商行平均水平。从此前两个月监管层频繁发文来看，严监管的决心和力度毋庸置疑，预计张家港行未来将适当压缩同业负债规模，缓解监管压力。

表 3： 张家港行同业负债占比高于上市农商行平均水平

上市银行	同业负债 (亿元)	同业存单 (亿元)	同业负债+同业存单 (亿元)	总负债 (亿元)	同业负债占比	“同业负债+同业存单”占比
常熟银行	139	179	318	1,271	11.0%	25.0%
无锡银行	101	18	119	1,207	8.4%	9.9%
江阴银行	142	17	159	952	14.9%	16.7%
张家港行	137	18	154	833	16.4%	18.5%
吴江银行	62	0	62	745	8.3%	8.3%
五大行	92,241	1,029	93,270	873,330	10.6%	10.7%
股份行	84,093	29,844	113,936	367,687	22.9%	31.0%
城商行	14,693	11,416	26,109	83,466	17.6%	31.3%
农商行	581	232	812	5,009	11.6%	16.2%
合计	191,608	42,521	234,128	1,329,491	14.4%	17.6%

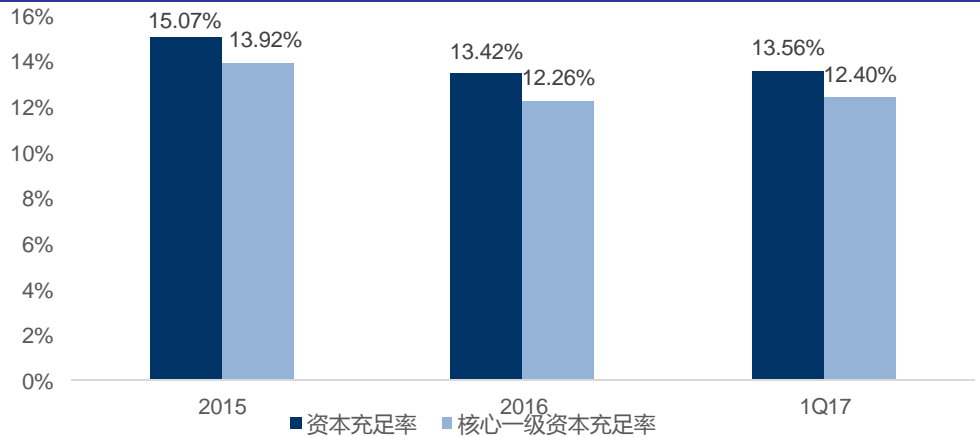
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：表中同业负债为传统同业负债统计口径，同业存单为银行负债端应付债券中同业存单在 6 月 30 日的存续余额。

2.3 资本端：资本实力仍较充足，短期内再融资需求不大

从 16 年全年来看，公司资本充足率、核心一级资本充足率分别由 15 年底的 15.07%、13.92%降低至 16 年底的 13.42%、12.26%，但与监管要求相比仍有充足的缓冲空间，主要是因为业务扩张较快。17 年一季度张家港行资本充足率为 13.56%，较 16 年底有所提升。

图 16： 公司资本仍较充足



资料来源：公司年报，申万宏源研究

我们试图通过对比张家港行的不良指标来测算张家港行的再融资水平：

(1) “不良贷款+关注贷款”占比：张家港行 17 年一季度不良率为 1.96%，但由于银行对信贷风险的披露存有一定的可操作性，我们认为名义不良率并不能真实反映银行的资产质量。为了尽可能地还原银行的实际不良率，我们将“不良贷款+关注类贷款”占比视为实际不良率。一季度张家港行“不良贷款+关注类贷款”占比为 7.09%。

(2) 隐含不良率：我们定义由银行超额拨备、超额资本对应的不良率为一级隐含不良率。假设银行的实际不良率超过一级隐含不良率，那么张家港行今年将存在补充拨备压力；假设张家港行的拨备前利润全部用于补充拨备，则可测算二级隐含不良率。当实际不良率超过二级隐含不良率时，那么张家港行今年的拨备覆盖率将低于监管红线 150%。在最悲观情形下，假设张家港行消耗全部的法定拨备，则可测算三级隐含不良率。当实际不良率超过三级不良率时，那么我们认为张家港行出现再融资将是大概率事件。

(3) 情景分析：我们设定乐观、基准、悲观三种情景来测算张家港行 2017 年隐含不良率，即分别对应 1.05%、1.26%、1.8% 的信贷成本。根据我们对公司风险资产、资本以及拨备前利润的预测，**在基准情况下**，测算由超额拨备和超额资本对应的隐含不良率为 8.16%。当前张家港行“不良+关注类”贷款占比为 7.09%，低于初级隐含不良率，预计今年拨备压力不大。根据 (2) 中的定义，当且仅当公司“不良+关注类”贷款占比高于 14.33% 时，张家港行将出现再融资需求。

表 4：从理论上来看，在基准情形下，当“不良+关注类”贷款占比达到 14.33% 时公司才会出现再融资需求

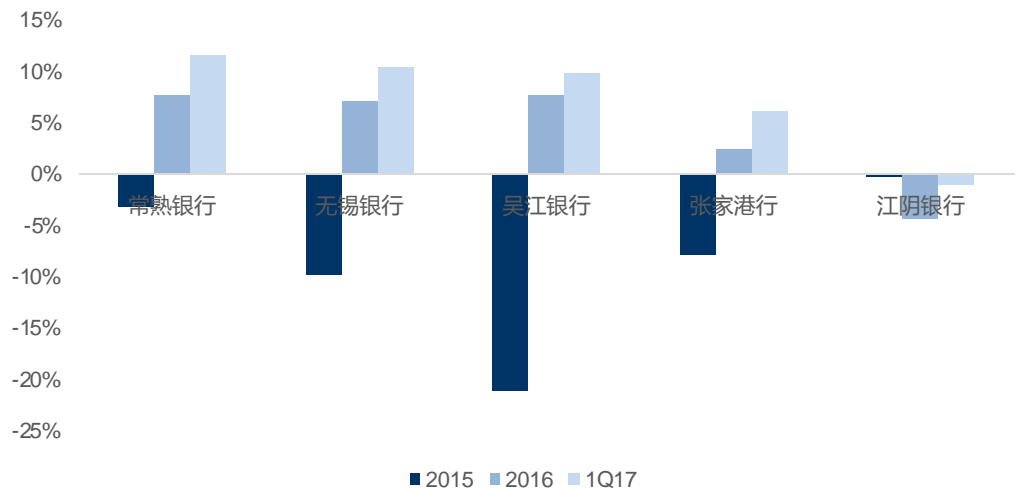
	乐观情形	基准情形	悲观情形
2017E 名义不良率	1.83%	1.94%	3.46%
2017E 不良余额 (百万元)	908	963	1,718
2017E 拨备覆盖率	220%	198%	160%
2017E 超额拨备 (百万元)	636	458	172
(1) 超额拨备隐含不良率	1.28%	0.92%	0.35%
2017E 加权风险资产净额 (百万元)	71,435	64,941	58,447
2017E 核心一级资本充足率	7.10%	7.10%	7.10%
2017E 核心一级资本 (百万元)	9,023	8,203	7,383
2017E 超额核心一级资本 (百万元)	3,951	3,592	3,233
(2) 超额资本隐含不良率	7.96%	7.24%	6.51%
一级隐含不良率	8.52%	8.16%	7.58%
拨备前利润	1,619	1,619	1,613
拨备前利润隐含不良率	3.26%	3.26%	3.25%
二级隐含不良率	11.78%	11.42%	10.84%
2017E 拨备水平	1,999	1,903	2,748
拨备隐含不良率	4.03%	3.83%	5.54%
三级隐含不良率	14.52%	14.33%	16.03%

资料来源：申万宏源研究

3. 息差企稳回升，中收占比有望进一步提高

16 年货币宽松环境叠加风险偏好下行使得公司净息差下降，拖累净利润增长。16 年公司净息差同比大幅收窄 56BP 至 2.24%，对净利润有所拖累。公司 16 年净利润增速反转负增长态势，同比增长 2.45%，低于上市农商行平均水平，但 17 年一季度已提升至 6.12%。

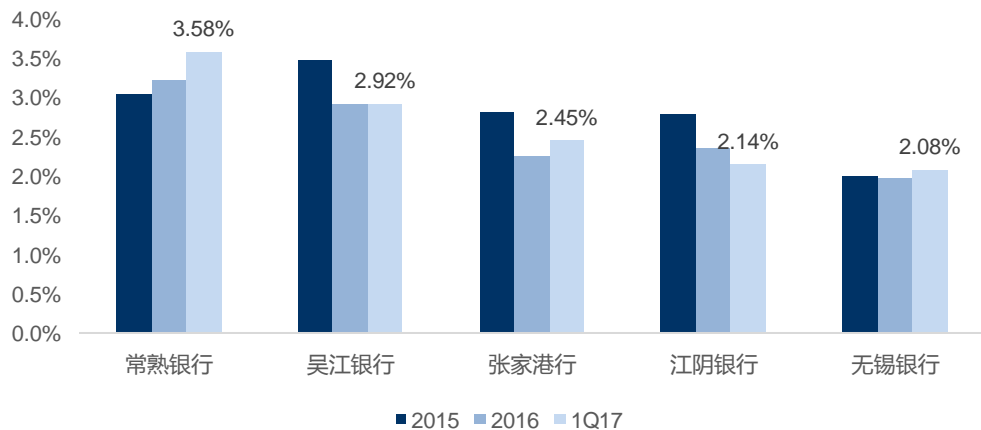
图 17：16 年公司归母净利润实现正增长，17 年一季度同比增长 6.12%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

受益于公司更为优化的负债端结构，一季度息差企稳回升。从上节我们对公司负债分析中可以看到，张家港行存款增速稳步提升而同业负债在逐渐压缩，低成本的活期存款占比达到上市农商行最高水平。优化的负债结构将赋予公司更具竞争力的融资成本，公司一季度息差水平显著回升至 2.45%。

图 18：公司息差水平处于同业中游水平，一季度息差企稳回升

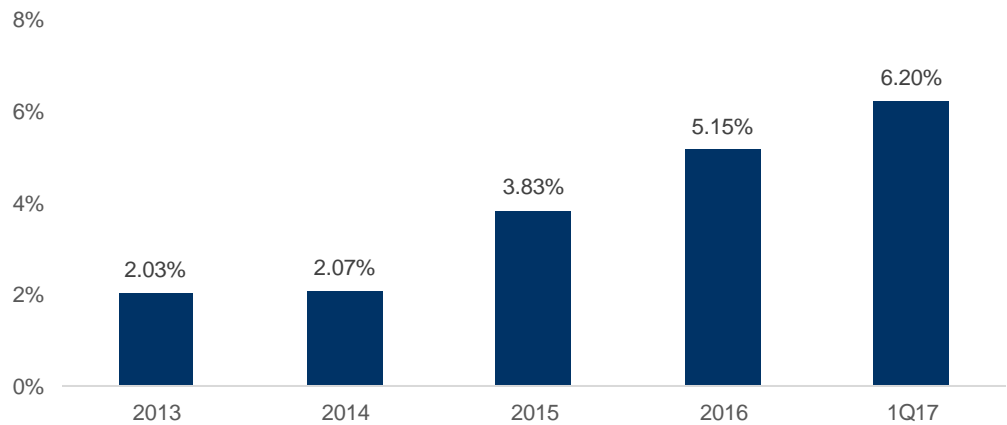


资料来源：招股说明书，公司年报，申万宏源研究

注：由于常熟银行、吴江银行和无锡银行一季报未披露净息差，故采用 Wind 测算的息差数据

手续费及佣金净收入增速有所放缓，但占比迈入上升通道。16 年公司实现手续费及佣金净收入 1.25 亿元，同比增长 35.7%（15 年同比增长 88.1%），增速有所放缓，但依然高于无锡、江阴和吴江三家农商行。从营收占比来看，公司对利息净收入的依赖性低于其他上市农商行，手续费及佣金净收入占比仍处于上升通道，由 13 年的 2.03% 持续提升至 16 年的 5.15%，17 年一季度进一步提升至 6.2%。手续费及佣金净收入占比的稳步提升主要源自代理业务手续费收入，16 年公司代理委托理财业务资产同比增长 71.2%，但考虑到今年对银行理财业务监管趋严，强监管环境下公司开展理财业务或将受限，未来仍需拓展手续费收入来源以支撑中间业务发展。

图 19：张家港行手续费及佣金净收入占比逐年提升

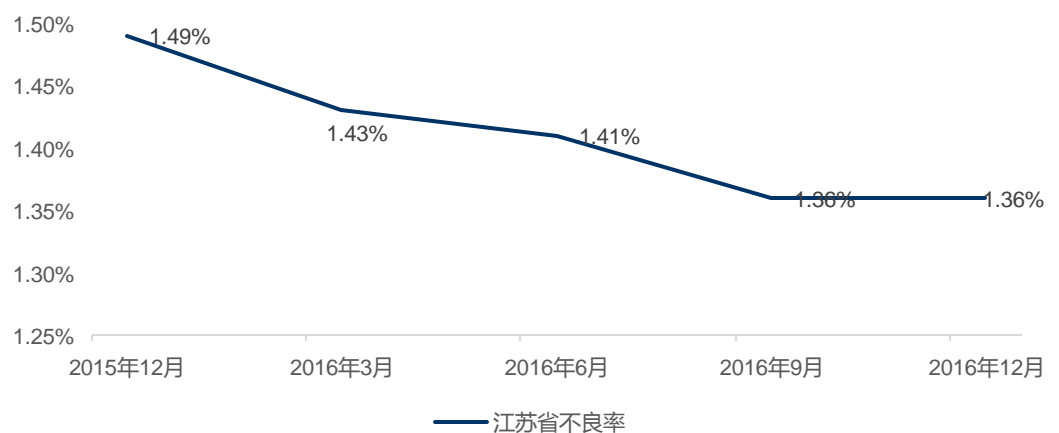


资料来源：招股说明书，公司年报，申万宏源研究

4. 资产质量企稳趋势渐显，不良认定显著趋严

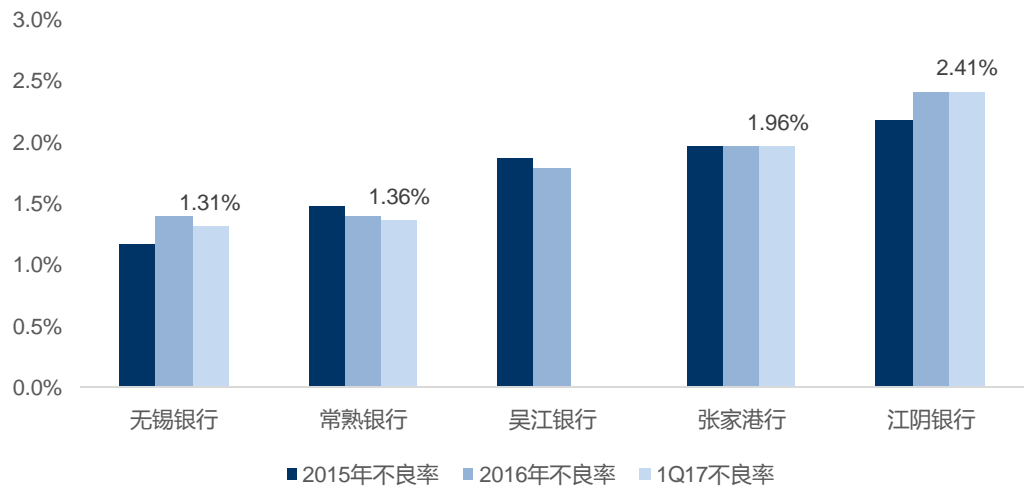
贷款结构和区域资产质量的改善驱动公司不良率开始企稳。16年一季度张家港行不良率为1.96%，与15年末持平，17年一季度持续维稳在1.96%。我们认为公司不良率的企稳主要受益于贷款结构的显著改善，16年“制造业+批发零售”业贷款占比由15年底的50.4%下降至16年底的44.3%，而个人贷款占比逐年小幅提升（15年：17.6%、16年：18.9%、1Q17：19.3%）。另一方面，16年末江苏省不良率由15年的1.49%降低13BP至1.36%，地方总体资产质量的明显改善带动公司不良率企稳。虽然公司不良率仍高于上市农商行平均水平，但从不良生成速度来看，我们认为未来公司资产质量仍将持续优化，16年不良生成率由2015年的2.16%显著放缓至1.29%，降幅位居上市农商行之首。

图 20：江苏省资产质量逐季降低企稳



资料来源：Wind，申万宏源研究

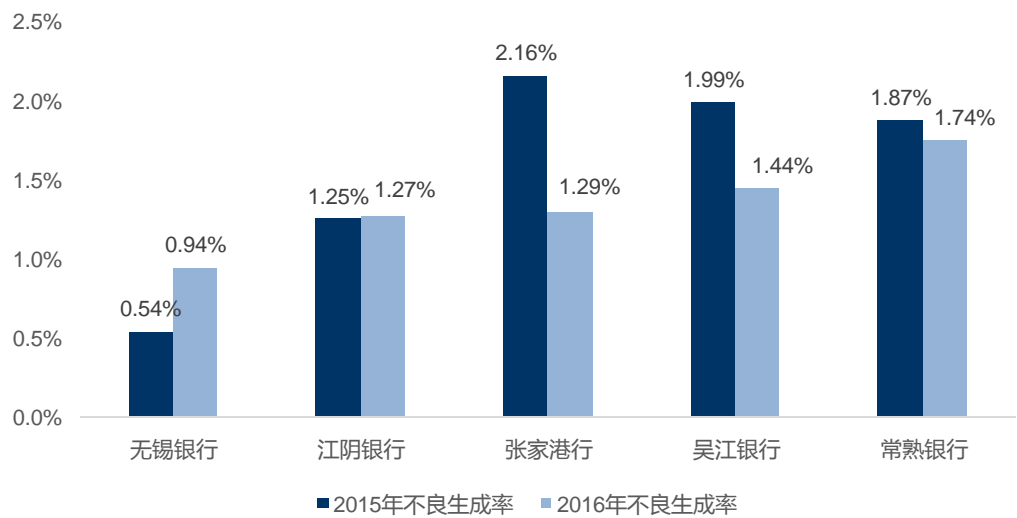
图 21：张家港行不良率持续企稳



资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：吴江银行一季报未披露不良率，故此项缺失

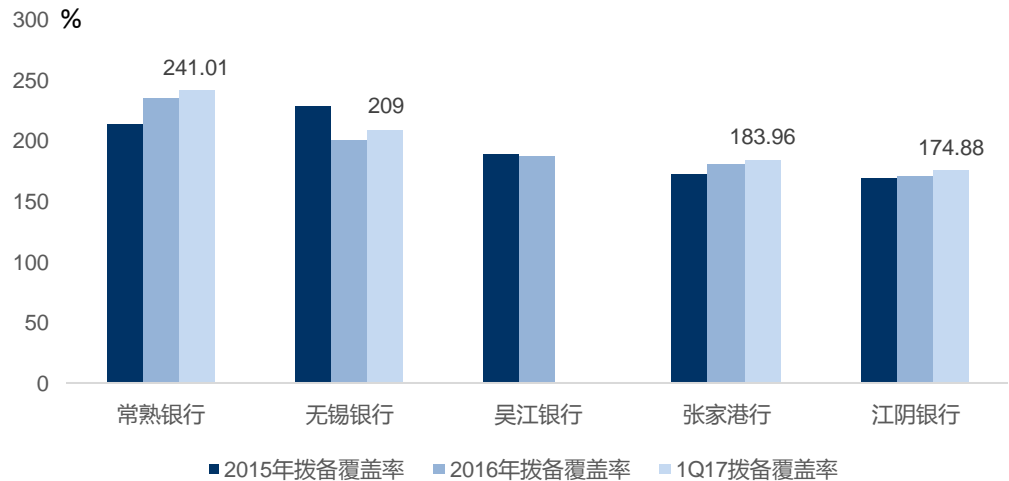
图 22：张家港行不良生成率降幅大于其他上市农商行



资料来源：Wind，申万宏源研究

不良认定显著趋严，拨备覆盖率逐步提升。从不良认定来看，“不良贷款/逾期 90 天以上”指标由 15 年的 77.7%大幅提高至 16 年的 106.2%，不良认定标准更加趋严。在供给侧改革持续推动产能出清过程中，我们认为公司更为审慎严谨的不良处理态度有助于化解公司存量资产质量风险，助力资产质量的进一步企稳，缓释未来拨备计提压力。一季度公司拨备覆盖率已提升至 183.96%，总体拨备水平仍较充足。

图 23： 张家港行拨备覆盖率逐年提高至 184%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：吴江银行一季报未披露拨备覆盖率，故此项缺失

不良先行指标边际向好。从不良先行指标来看，张家港行关注类贷款占比和逾期贷款率呈现“双降”，分别同比降低 1.73 个百分点和 1.2 个百分点至 6.95%、1.29%，边际改善明显。同时，公司“不良+关注”贷款占比在 2015 年达到峰值后开始下滑，17 年一季度“不良+关注”贷款占比已降低至 7.09%，达到 2011 年同等水平。

表 5： 张家港行各项不良指标边际显著企稳

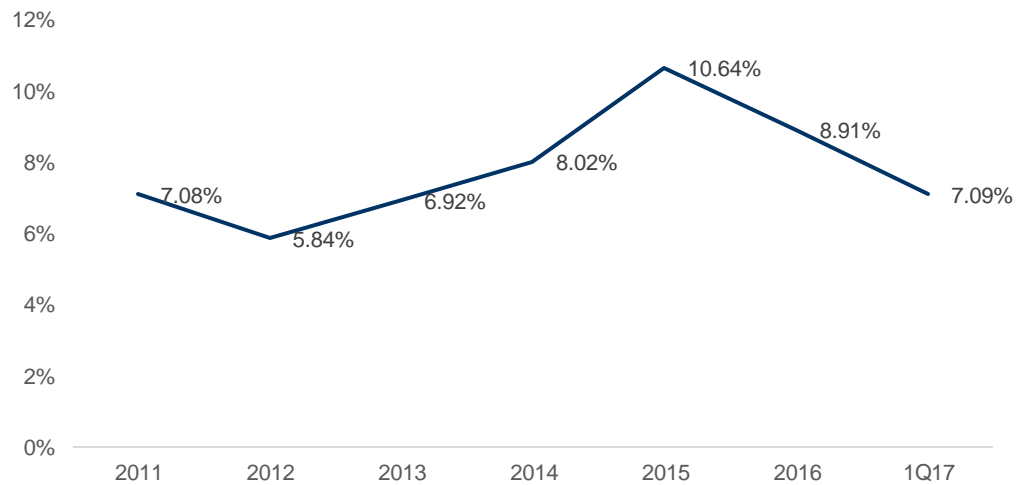
上市农商行	不良贷款率		关注类贷款占比		逾期贷款占比	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
无锡银行	1.17%	1.39%	1.39%	1.61%	1.56%	1.64%
江阴银行	2.17%	2.41%	2.75%	/	2.54%	3.03%
吴江银行	1.86%	1.78%	21.43%	15.89%	5.07%	2.64%
张家港行	1.96%	1.96%	8.68%	6.95%	3.38%	2.19%
常熟银行	1.48%	1.40%	3.92%	3.42%	1.96%	1.61%

上市农商行	加回核销不良率		不良生成率		不良贷款/逾期 90 天以上	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
无锡银行	1.56%	1.98%	0.54%	0.94%	104.40%	108.28%
江阴银行	3.09%	3.30%	1.25%	1.27%	108.56%	96.22%
吴江银行	3.48%	3.05%	1.99%	1.44%	82.40%	129.82%
张家港行	3.56%	2.99%	2.16%	1.29%	77.68%	106.21%
常熟银行	2.51%	2.81%	1.87%	1.74%	94.72%	109.61%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：江阴银行 2016 年年报尚未披露关注类贷款占比

图 24：张家港行“不良+关注”贷款占比连续两年降低



资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 首次覆盖给予“增持”评级

我们分别运用相对估值法（PB 估值）和绝对估值法（股利贴现模型）对公司进行盈利预测及估值。

5.1 估值模型关键假设

考虑到当前银监会对银行理财业务的强监管力度以及张家港行较为单一的手续费收入结构，我们认为非息收入对公司未来净利润增长的驱动力有限，依然由利息收入为主导。此外，随着金融去杠杆的持续推进，企业融资逐渐偏向银行信贷渠道，预计未来规模扩张主要依靠传统信贷拉动。为使绝对估值法更加合理科学，我们作出如下核心假设：

（1）规模增速假设

16 年张家港行贷款、存款分别同比增长 11%和 15.7%，增速较 15 年大幅提升。在今年金融去杠杆总基调下，利率曲线上行抬高企业发债成本，从而转向银行信贷渠道。张家港连续 4 年稳居全国县域经济百强前三甲，经济根基扎实。而随着经济回暖向好，中小微企业经营状况亦将逐步改善，从而刺激信贷需求，我们认为张家港行有望持续实现规模扩张。预计 2017-2019 年贷款增速分别为 11.7%、10.5%、9.5%；存款增速分别为 15%、12%、12%。

（2）净息差假设

受 2015 年底至 2016 年央行多次降息影响，2016 年张家港行净息差同比大幅收窄 56BP 至 2.24%，但 17 年一季度已回升至 2.45%。我们认为 17 年公司净息差水平企稳态势明确，主要基于以下两点原因：（1）从行业环境来看，今年货币政策边际紧缩推动利率上行，对银行净息差形成利好；（2）从公司基本面来看，张家港行存款活期化显著（活期存款占总

存款的 69.5%)，负债端融资成本优势凸显。预计 2017-2019 年公司净息差水平分别为：2.29%、2.30%、2.34%。

(3) 手续费及佣金净收入假设

16 年公司手续费及佣金收入增速显著放缓，同比增长 34.7% (15 年同比增长 78.7%)。受年初以来强监管冲击，银行理财产品规模逐步缩减，理财业务手续费收入亦将受此影响，叠加 16 年底银行卡新规出台（取消异地取款手续费、一类账户仅能持有一张借记卡等）的后期效应，我们认为未来银行手续费收入高增长态势不可持续，公司手续费收入增速仍将放缓。从营收结构来看，虽然公司手续费收入占比逐年上升，但其绝对水平依然较低（17 年一季度仅为 6.2%），未来有望进一步提升。我们预计 2017-2019 年公司手续费及佣金收入增速分别为 29%、23%、20%，手续费佣金净收入占比分别为 6.5%、7.2%、7.8%。

(4) 不良生成率及不良率假设

我们测算 16 年公司不良生成率为 1.29%，考虑到公司信贷结构的持续优化以及江苏地区资产质量的不断改善，17 年一季度不良率与 16 年末持平，未来公司不良生成速度将逐步放缓。我们预计 2017-2019 年公司不良生成率分别为 1.26%、1.12%、1%，不良率分别为 1.94%、1.90%、1.86%。

(5) 信贷成本假设

16 年张家港行信贷成本同比小幅提升 1BP 至 1.93%，延续上升趋势但增幅趋缓。目前信贷成本处于历史高位，基于不良生成放缓、不良率企稳降低的假设，我们认为未来张家港行信贷成本或将逐年小幅下行，预计 17-19 年信贷成本分别为 1.78%、1.78%、1.75%。

根据上述假设，我们预计张家港行 2017-2019 年的归母净利润增速分别为 7.0%、10.1%、15.4%，对应每股 EPS 分别为 0.45、0.50、0.58 元/股。

5.2 相对估值法下给予 2017 年 3.26X PB

我们选取了其他四家上市农商行作为可比公司，运用 PB 估值法进行估值。根据 2017 年 7 月 26 日收盘价，目前 4 家可比公司 2017-2019 年的平均 PB 分别为 2.04X/1.89X/1.74X。考虑到：（1）张家港行活期存款占比为同业最高水平，同业利率上行环境下公司负债端融资成本优势凸显，息差水平进一步企稳回升；（2）张家港行 17 年一季度不良率与 16 年末持平，由于公司信贷结构持续优化、不良认定趋严幅度大于同业，叠加 17 年以来江苏地区资产质量边际改善明显，预计公司不良率将稳中有降。基于负债端活期存款占比为上市农商行最高、息差领先企稳回升及不良认定显著趋严逻辑，给予 2017 年 3.26XPB，对应目标价为 15.81 元。

表 6：可比公司估值表

代码	可比公司	最新收盘价（7月26日，元）	每股净资产（元）			动态PB（倍）		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600908.SH	无锡银行	11.03	5.20	5.61	6.15	2.12	1.96	1.79
601128.SH	常熟银行	10.19	4.91	5.43	5.92	2.08	1.88	1.72
603323.SH	吴江银行	10.90	5.82	6.20	6.70	1.87	1.76	1.63
002807.SZ	江阴银行	11.08	5.25	5.66	6.03	2.11	1.96	1.84
	可比平均		5.30	5.73	6.20	2.04	1.89	1.74
002839.SZ	张家港行	14.27	4.85	5.21	5.64	2.94	2.74	2.53

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：无锡银行、常熟银行、吴江银行、江阴银行每股净资产采用万得一致预测

5.3 绝对估值法下合理目标价为 16.14 元，对应 13.1% 的上行空间

由于银行具备分红率高而稳的先天特性，适合用股利贴现模型进行估值。基于 5.1 节中规模、息差、手续费及佣金收入、不良率及信贷成本的关键假设，我们分别定义：

(1) 2017-2019 年为显性阶段、2020-2029 年为第二阶段、2030-2035 年为第三阶段，而后假定净利润增长率不变的永续阶段。

(2) 以 2017 年以来十年期国债平均收益率作为无风险收益率，2016 年前上市的 16 家银行的平均贝塔值为 0.71。同时，根据我们关键假设表得到市场风险溢价为 5%。

表 7：CAPM 测算贴现率为 6.97%

CAPM	假设依据
无风险利率	3.44% 年初以来十年期国债平均收益率
市场风险溢价	5.00% 关键假设表
Beta	0.71 16 家上市银行平均 Beta 值
贴现率	6.97%

资料来源：Wind，申万宏源研究

根据多阶段股利贴现模型求得张家港行目前合理内在价值为 16.14 元/股。我们认为张家港行省内扩张潜力依然较大，随着当地经济的逐步回暖，中小微企业经营状况有望持续改善，进一步降低资产质量风险，驱动拨备反哺利润。因此，与因此我们认为绝对估值法较相对估值法更为合理。当前股价 14.27 元，绝对估值下目标价 16.14 元，对应 13.1% 的上行空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8：运用多阶段 DDM 测算张家港行的内在价值为 16.14 元

DDM估值											
	历史阶段			显性阶段			二阶段		三阶段		永续阶段
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2029E	2030E	2035E	
归母净利润	731	674	689	738	812	937	1,026	2,322	2,473	3,388	3,524
归母净利润增长率	-27.09%	-7.84%	2.36%	7.00%	10.06%	15.40%	9.50%		6.50%		4.00%
现金分红率	30.2%	23.6%	26.2%	26.2%	30.0%	30.0%	35.0%	35.0%	48.0%	48.0%	60.0%
现金分红	203	163	181	193	244	281	359	813	1,187	1,626	2,114
折现值				181	213	230	274	339	462	452	
各阶段现值				623			3,055		2,745		19,840
股权价值				26,263							
最新股本				1,627							
每股价值				16.14							

资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 附件：上市银行行情数据及行业不良率

表 9：A 股 25 家上市银行基础数据一览表（基于 2017 年 7 月 26 日收盘价）

代码	上市银行	总股本 (亿股)	流通A股 (亿股)	总市值 (亿元)	流通A股市 值 (亿元)	日换手率 (%)	PE			PB			股息率		ROAE (%)		分红率	
							2015	2016	2017E	2015	2016	2017E	2015	2016	2015	2016	2015	2016
601398.SH	工商银行	3,564	2,696	19,306	15,098	0.1	7.3	7.3	7.2	1.2	1.1	1.0	4.2%	4.2%	16.7	14.8	30%	30%
601939.SH	建设银行	2,500	96	14,720	649	1.7	7.4	7.3	7.2	1.2	1.1	1.0	4.1%	4.1%	17.0	15.4	30%	30%
601988.SH	中国银行	2,944	2,108	11,043	8,220	0.1	7.0	7.2	7.1	1.0	0.9	0.9	4.5%	4.3%	14.0	12.1	33%	33%
601288.SH	农业银行	3,248	2,941	11,993	10,998	0.1	6.8	6.8	6.6	1.1	1.0	0.9	4.5%	4.5%	16.1	14.6	30%	30%
601328.SH	交通银行	743	393	4,515	2,547	0.4	7.2	7.3	7.1	0.9	0.8	0.8	4.2%	4.2%	13.2	11.5	30%	30%
600036.SH	招商银行	252	206	6,264	5,252	0.2	11.1	10.3	9.4	1.8	1.6	1.4	2.7%	2.9%	17.1	16.3	30%	30%
601998.SH	中信银行	489	319	3,135	2,131	0.2	7.6	7.9	8.0	1.0	0.9	0.9	3.2%	3.2%	14.3	11.9	25%	25%
600000.SH	浦发银行	281	281	3,760	3,760	0.2	5.0	5.6	5.4	0.9	0.9	0.7	3.8%	1.5%	17.6	15.5	20%	8%
600016.SH	民生银行	365	296	3,054	2,538	0.5	6.6	6.6	6.4	1.0	0.9	0.8	1.9%	1.9%	17.0	14.9	15%	19%
601818.SH	光大银行	467	398	1,963	1,708	0.6	6.8	6.8	6.9	1.0	0.9	0.7	4.4%	2.3%	14.7	12.8	30%	15%
000001.SZ	平安银行	172	169	1,844	1,817	1.0	6.9	8.1	8.3	1.0	1.0	0.9	1.4%	1.5%	15.0	12.4	10%	10%
601166.SH	兴业银行	208	191	3,683	3,378	0.6	6.7	6.4	5.9	1.2	1.0	0.9	3.4%	3.4%	17.6	16.2	23%	24%
600015.SH	华夏银行	128	128	1,281	1,281	0.5	5.6	5.4	5.3	0.9	0.8	0.7	3.6%	1.8%	17.2	14.6	22%	21%
601009.SH	南京银行	85	81	679	646	0.9	3.6	6.0	7.4	0.6	0.9	1.0	5.0%	3.3%	16.6	14.5	19%	19%
002142.SZ	宁波银行	51	45	793	704	0.5	9.3	8.0	9.2	1.5	1.3	1.4	2.9%	2.2%	16.5	16.4	27%	17%
601169.SH	北京银行	182	182	1,451	1,451	0.4	6.0	6.9	7.1	0.9	1.0	0.9	3.1%	3.1%	15.9	13.8	19%	21%
601229.SH	上海银行	78	8	1,542	154	1.7	8.0	7.6	9.8	1.2	1.0	1.2		2.5%	15.6	13.7	0%	21%
600919.SH	江苏银行	115	12	1,092	109	4.6	10.4	9.7	9.0	1.5	1.3	1.2		1.9%	15.7	14.4	0%	19%
600926.SH	杭州银行	37	4	549	55	3.5	9.1	8.9	12.0	1.1	1.0	1.3		2.0%	12.8	11.4	0%	20%
601997.SH	贵阳银行	23	5	361	79	4.9	8.8	8.4	8.3	2.0	1.7	1.4		1.7%	26.3	20.8	0%	16%
601128.SH	常熟银行	22	2	226	23	2.9	21.2	20.0	19.8	2.5	2.3	2.1		1.8%	12.7	11.6	0%	38%
002839.SZ	张家港行	18	2	258	26	7.6	34.8	34.0	34.9	3.3	3.2	2.9	0.7%	0.7%	10.1	9.6	24%	26%
600908.SH	无锡银行	18	2	204	20	5.9	22.1	21.2	20.9	2.5	2.3	2.1		1.4%	12.2	11.2	0%	31%
603323.SH	吴江银行	14	1	158	16	4.1	18.2	17.0	22.2	1.7	1.6	1.9		0.9%	9.6	9.1	17%	10%
002807.SZ	江阴银行	18	2	196	23	4.9	21.2	23.2	24.6	2.4	2.2	2.1		1.4%	12.1	9.7	0%	34%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：上海银行、江苏银行、杭州银行、贵阳银行、常熟银行、无锡银行、吴江银行、江阴银行 2017 年 PE/PB 采用万得一
致预测。

表 10：银行不良率主要集中在批发零售业、制造业和采矿业

上市银行	批发零售业	制造业	采矿业	其他不良率较高的行业
工商银行	9.28%	4.29%	1.96%	建筑业、住宿餐饮业
建设银行	9.01%	5.92%	5.10%	建筑业、房地产业
中国银行	/	4.29%	2.10%	建筑业、商业及服务业
农业银行	15.62%	6.29%	5.77%	建筑业、房地产业
招商银行	4.63%	6.38%	16.50%	建筑业、房地产业
中信银行	5.21%	3.76%	/	建筑业、电力及燃气等供应业
浦发银行	5.48%	4.87%	5.93%	农林牧渔、文体娱乐业
民生银行	2.66%	3.18%	1.46%	农林牧渔、交通运输及仓储业
光大银行	7.29%	4.38%	4.13%	建筑业、交通运输及仓储业
平安银行	/	3.10%	1.04%	建筑业、商业及服务业
兴业银行	5.03%	3.59%	3.33%	住宿餐饮业、科学研究和技术服务业
华夏银行	4.53%	3.55%	2.95%	
南京银行	1.88%	1.83%	/	建筑业、居民服务和其他服务业
上海银行	3.85%	4.42%	/	建筑业、住宿餐饮业
江苏银行	4.46%	4.55%	/	建筑业、住宿餐饮业
杭州银行	3.03%	2.51%	/	建筑业、住宿餐饮业
贵阳银行	4.40%	1.51%	0.53%	软件业、技术服务业

常熟银行	3.01%	2.02%	/	
张家港行	2.76%	3.68%	/	
无锡银行	3.54%	2.93%	/	建筑业、租赁和商务服务业
吴江银行	5.55%	1.46%	/	教育业、农林牧渔
江阴银行	2.34%	2.85%	/	居民服务和其他服务业、住宿和餐饮业

资料来源：公司年报，招股说明书，申万宏源研究

注：各银行披露口径存在差异，但不影响主要结论。常熟银行、吴江银行、张家港行为 2016 年中报数据；无锡银行为 2016 年一季报数据，江阴银行为 2015 年底数据；其余银行均为 2016 年年报数据

合并利润表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	3,795	3,837	4,146	4,591	5,141
利息支出	(1,795)	(1,856)	(2,035)	(2,216)	(2,445)
净利息收入	2,000	1,981	2,112	2,375	2,696
手续费及佣金收入	102	137	177	217	261
手续费及佣金支出	(10)	(12)	(15)	(20)	(26)
净手续费及佣金收入	92	125	161	198	235
主营业务净收入	2,092	2,106	2,273	2,572	2,931
其他营业净收入	314	324	210	160	90
营业收入	2,406	2,429	2,483	2,732	3,021
业务及营业费用	(847)	(905)	(832)	(902)	(967)
营业税金及附加	(100)	(48)	(52)	(58)	(65)
营业利润	1,459	1,476	1,599	1,773	1,989
营业外收支净额	7	23	20	20	15
拨备前利润	1,466	1,500	1,619	1,793	2,004
资产减值准备	(752)	(811)	(836)	(932)	(1,013)
税前净利润	714	688	783	861	992
所得税	(32)	7	(35)	(39)	(45)
税后利润	682	696	748	822	947
少数股东损益	(8)	(6)	(10)	(10)	(10)
归属母公司所有者净利润	674	689	738	812	937

资料来源：公司年报，申万宏源研究

银行财务指标汇总1

银行财务指标汇总2

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						经营管理 (%)					
每股净利润	0.41	0.42	0.45	0.50	0.58	贷款增长率 (毛额)	4.04%	11.23%	12.00%	11.00%	10.00%
每股净利润 (扣除优先股)	0.41	0.42	0.45	0.50	0.58	生息资产增长率	14.47%	9.50%	11.74%	12.10%	12.16%
每股净资产	4.32	4.50	4.85	5.21	5.64	总资产增长率	14.43%	9.50%	11.28%	11.63%	11.71%
每股净资产 (扣除优先股)	4.32	4.50	4.85	5.21	5.64	存款增长率	5.75%	15.73%	15.00%	12.00%	12.00%
每股股利	0.13	0.10	0.11	0.14	0.15	付息负债增长率	14.86%	9.66%	11.82%	11.89%	11.90%
股息派发率	23.59%	26.22%	26.20%	30.00%	30.00%	净利息收入增长率	-4.68%	-0.94%	6.60%	12.47%	13.51%
资产负债表 (人民币百万元)						手续费及佣金净收入增长率	88.05%	35.65%	29.10%	22.34%	18.89%
贷款余额 (净额)	38,504	42,754	47,737	52,765	57,763	营业收入增长率	-2.57%	0.67%	7.94%	13.17%	13.93%
其他生息资产	36,754	39,802	44,510	50,640	58,212	拨备前利润增长率	-1.47%	2.30%	7.99%	10.72%	11.78%
总资产	82,354	90,178	100,354	112,029	125,149	税前利润增长率	-12.29%	-3.57%	13.75%	9.93%	15.21%
存款余额	56,387	65,257	75,045	84,050	94,136	净利润增长率	-7.84%	2.36%	7.00%	10.06%	15.40%
其他付息负债	16,688	14,650	14,308	15,929	17,745	非息收入占比	3.83%	5.15%	6.50%	7.23%	7.78%
总负债	75,210	82,729	92,339	103,413	115,829	成本收入比	35.20%	37.25%	33.50%	33.00%	32.00%
总股本	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627	信贷成本	1.92%	1.93%	1.78%	1.78%	1.75%
股东权益	7,027	7,326	7,883	8,474	9,167	有效税率	11.40%	4.51%	4.51%	4.51%	4.51%
利润表 (人民币百万元)						盈利能力 (%)					
净利息收入	2,000	1,981	2,112	2,375	2,696	平均贷款收益率	6.76%	6.32%	6.08%	5.88%	5.92%
手续费及佣金净收入	92	125	161	198	235	平均生息资产收益率	5.08%	4.59%	4.49%	4.45%	4.46%
营业收入合计	2,406	2,429	2,483	2,732	3,021	平均存款付息率	2.60%	2.04%	2.06%	2.04%	2.00%
营业费用	-847	-905	-832	-902	-967	平均付息负债付息率	2.63%	2.43%	2.40%	2.34%	2.31%
拨备前利润	1,466	1,500	1,619	1,793	2,004	存贷利差	4.16%	4.28%	4.02%	3.84%	3.92%
资产减值准备	-752	-811	-836	-932	-1,013	净利差	2.45%	2.17%	2.09%	2.11%	2.15%
税前利润	714	688	783	861	992	净息差	2.68%	2.37%	2.29%	2.30%	2.34%
净利润 (归属母公司)	674	689	738	812	937	拨备前ROA	1.78%	1.66%	1.61%	1.60%	1.60%
资本状况 (%)						拨备前ROE	20.86%	20.47%	20.54%	21.16%	21.86%
核心一级资本充足率	13.92%	12.26%	12.63%	12.14%	11.73%	拨备前ROAA	1.90%	1.74%	1.70%	1.69%	1.69%
一级资本充足率	13.93%	12.26%	12.63%	12.14%	11.74%	拨备前ROAE	21.93%	20.89%	21.29%	21.92%	22.72%
资本充足率	15.07%	13.42%	12.35%	11.89%	11.52%	ROAA	0.87%	0.80%	0.77%	0.76%	0.79%
资产风险权重平均系数	61.40%	64.71%	64.71%	64.71%	64.71%	ROAE	10.08%	9.61%	9.70%	9.93%	10.62%
资产质量 (%)						ROAE (扣除优先股)	0.87%	0.80%	0.77%	0.76%	0.79%
正常	-	-	-	-	-	ROAE (扣除优先股)	10.08%	9.61%	9.70%	9.93%	10.62%
关注	-	-	-	-	-	流动性 (%)					
次级	-	-	-	-	-	准备金率	16.45%	13.90%	14.00%	14.00%	14.00%
可疑	-	-	-	-	-	存贷比例 (含贴现)	70.67%	67.92%	66.15%	65.56%	64.39%
损失	-	-	-	-	-	存贷比例 (不含贴现)	62.84%	61.10%	58.05%	56.85%	55.83%
不良贷款比例	1.96%	1.96%	1.94%	1.90%	1.86%	贷款/总资产	46.75%	47.41%	47.57%	47.10%	46.16%
不良贷款余额 (亿元)	782	871	963	1,049	1,128	债券投资/总资产	27.79%	29.59%	29.78%	29.88%	29.95%
逾期贷款比例	-	-	-	-	-						
贷款减值准备覆盖率	172%	180%	198%	223%	253%						
拨贷比	3.38%	3.54%	3.84%	4.24%	4.70%						

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

估值比较表

		收盘价	EPS				每股净资产			
		2017/7/26	2015年A	2016年A	2017年E	2018年E	2015年A	2016年A	2017年E	2018年E
工商银行	601398	5.6	0.77	0.77	0.78	0.81	4.80	5.29	5.83	6.40
建设银行	601939	6.76	0.91	0.91	0.94	1.01	5.50	6.07	6.73	7.43
中国银行	601988	3.9	0.56	0.54	0.55	0.61	3.85	3.87	4.24	4.63
农业银行	601288	3.74	0.55	0.56	0.57	0.60	3.48	3.81	4.21	4.63
交通银行	601328	6.49	0.90	0.91	0.92	0.98	7.00	7.67	8.31	9.01
招商银行	600036	25.46	2.29	2.46	2.70	2.99	14.31	15.95	17.91	20.09
中信银行	601998	6.68	0.84	0.85	0.83	0.87	6.49	7.04	7.65	8.31
民生银行	600016	8.59	1.26	1.31	1.35	1.45	8.26	9.12	10.19	11.37
兴业银行	601166	17.73	2.59	2.77	3.00	3.36	15.10	17.01	19.34	22.00
浦发银行	600000	13.38	2.66	2.38	2.47	2.68	15.29	15.64	17.90	20.07
光大银行	601818	4.29	0.63	0.65	0.62	0.67	4.79	5.37	5.88	6.43
华夏银行	600015	9.99	1.77	1.76	1.87	2.07	11.01	12.37	14.06	15.94
平安银行	000001	10.74	1.53	1.32	1.29	1.39	11.29	10.61	11.74	12.98
北京银行	601169	7.95	1.33	1.17	1.12	1.25	8.81	7.85	8.72	9.70
南京银行	601009	8	2.08	1.36	1.08	1.24	15.46	10.22	8.20	9.16
宁波银行	002142	15.65	1.68	2.00	1.71	2.01	11.54	12.89	11.35	13.07
		投资评级	PE				PB			
			2015年A	2016年A	2017年E	2018年E	2015年A	2016年A	2017年E	2018年E
工商银行	601398	买入	7.26	7.29	7.22	6.90	1.17	1.06	0.96	0.87
建设银行	601939	买入	7.41	7.42	7.20	6.69	1.23	1.11	1.00	0.91
中国银行	601988	增持	6.91	7.20	7.12	6.36	1.01	1.01	0.92	0.84
农业银行	601288	增持	6.82	6.69	6.61	6.28	1.07	0.98	0.89	0.81
交通银行	601328	增持	7.24	7.17	7.06	6.60	0.93	0.85	0.78	0.72
招商银行	600036	买入	11.13	10.34	9.43	8.52	1.78	1.60	1.42	1.27
中信银行	601998	增持	7.94	7.85	8.01	7.67	1.03	0.95	0.87	0.80
民生银行	600016	增持	6.80	6.55	6.36	5.91	1.04	0.94	0.84	0.76
兴业银行	601166	增持	6.83	6.41	5.92	5.28	1.17	1.04	0.92	0.81
浦发银行	600000	增持	5.02	5.63	5.43	5.00	0.87	0.86	0.75	0.67
光大银行	601818	增持	6.78	6.60	6.95	6.41	0.90	0.80	0.73	0.67
华夏银行	600015	增持	5.65	5.67	5.36	4.83	0.91	0.81	0.71	0.63
平安银行	000001	增持	7.03	8.16	8.32	7.70	0.95	1.01	0.91	0.83
北京银行	601169	增持	5.98	6.79	7.12	6.35	0.90	1.01	0.91	0.82
南京银行	601009	增持	3.85	5.87	7.40	6.45	0.52	0.78	0.98	0.87
宁波银行	002142	增持	9.33	7.81	9.18	7.79	1.36	1.21	1.38	1.20
A股平均			7.00	7.09	7.17	6.55	1.05	1.00	0.94	0.84
国有银行			7.13	7.15	7.04	6.57	1.08	1.00	0.91	0.83
股份制银行			7.15	7.15	6.97	6.41	1.08	1.00	0.89	0.80
城商行			6.39	6.82	7.90	6.86	0.93	1.00	1.09	0.96

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。