

城商行

苏州银行 (002966.SZ)

买入-A(首次)

资本充足、扩张较快、资产质量向好的优质城商行

2023年5月16日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年5月16日

收盘价(元):	7.42
总股本(亿股):	36.67
流通股本(亿股):	35.42
流通市值(亿元):	262.82

基础数据：2023年3月31日

每股净资产(元):	9.97
每股资本公积(元):	2.86
每股未分配利润(元):	3.48

资料来源：最闻

分析师:

崔晓雁

执业登记编码: S0760522070001

邮箱: cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理:

王德坤

邮箱: wangdekun@sxzq.com

投资要点:

➤ **苏行概况:** 苏州当地唯一法人城商行及唯一社保发卡行，苏州地区贷款投放占比超 60%。立足产业优势开展对公，聚焦制造业、小微企业、科创企业等。依靠民生金融切入零售，聚焦小微客户服务、消费贷和财富管理。2021 年、2022 年及 Q123 归母净利润增速为 20.8%、26.1%及 20.8%，2021 年以来增速赶超可比公司均值，营收稳健增长&信用成本下行是主因。此外，可转债 50 亿元目前仅极少量转股，全部转股后资本实力将明显增强。

➤ **业务发展:** 零售贷款占比渐升至 Q123 末的 36.8%。零售经营贷占比为 43.4%，可比公司中最高，业务增速较高且质量稳健。消费贷因疫情冲击一度低迷，现已逐步回暖，2022 年增速回正至 28.5% (vs2020 年-18.7%/2021 年-2.6%)，同时不良率未再恶化。疫情冲击减弱&经济秩序恢复，经营贷及消费贷可保持良好增速。对公贷款聚焦制造业 (2022 年占比 32.1%，上市城商行中最高)。苏州市近年来第二产业投资占比提升，设备制造业投资占比较高 (约占制造业投资的 60%)，对公受益苏州资本密集型产业发展。财富管理收入占比稳步升至 12.1%，待公募+托管牌照发力有望再提升。

➤ **资产质量:** Q123 末不良贷款率 0.87%、较年初-1BP。Q123 信用成本仅 0.76%、同比-52BP，较为优秀。不良降低主因不良生成率降低而非核销，2022 年不良生成率仅 0.04%，资产质量实打实改善。零售消费贷&对公制造业及房地产等不良波动较大的业务，有望在经济复苏下延续改善趋势。

➤ **投资建议:** 预计公司 2023-25 年归母公司净利润增速为+20.72%、+19.31%、+17.51%，BVPS 为 10.28、11.01、12.17 元，ROE 维持 11%以上。参考公司历史估值及可比公司估值，我们认为 2023E PB 应处 0.80x 附近，当前仅 0.72x，估值上升空间较大。首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示: 资产质量恶化，规模扩张不及预期，成本收入比超预期等。

财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,829	11,763	12,839	14,333	16,021
YoY(%)	4.49	8.62	9.15	11.63	11.77
归母净利润(百万元)	3,107	3,918	4,730	5,644	6,632
YoY(%)	20.79	26.13	20.72	19.31	17.51
ROE(%)	9.96	11.52	10.83	11.17	11.64
EPS(元)	0.93	1.07	1.24	1.36	1.60
BVPS(元)	9.68	9.59	10.28	11.01	12.17
P/E(倍)	8.01	6.96	6.01	5.48	4.66
P/B(倍)	0.77	0.78	0.72	0.68	0.61

资料来源：Wind，山西证券研究所

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



目录

1. 苏州银行概况及与可比公司比较分析.....	3
1.1 业务布局：立足产业优势开展对公，依靠民生金融切入零售.....	3
1.2 业绩简述：信用成本下行，中收稳健，规模增速较高.....	5
1.3 可比公司比较分析.....	7
2. 业务发展：扩表有空间，零售、对公贷款均较快增长.....	13
2.1 零售业务：规模扩张可期，财富管理贡献逐步提升.....	13
2.1.1 零售贷款：消费贷复苏，按揭贷&经营贷稳健.....	14
2.1.2 零售存款：占比提升，成本率下行.....	15
2.1.3 财富管理：重要性日渐提升.....	16
2.2 对公业务：发展战略契合苏州产业发展趋势.....	17
3. 资产质量持续改善，资本实力有望提升.....	20
3.1 资产质量：不良生成率持续下行.....	20
3.2 资本充足率：可转债转股提升扩表能力.....	22
4. 盈利预测与投资建议.....	24
4.1 盈利预测.....	24
4.2 投资建议.....	26
风险提示.....	28

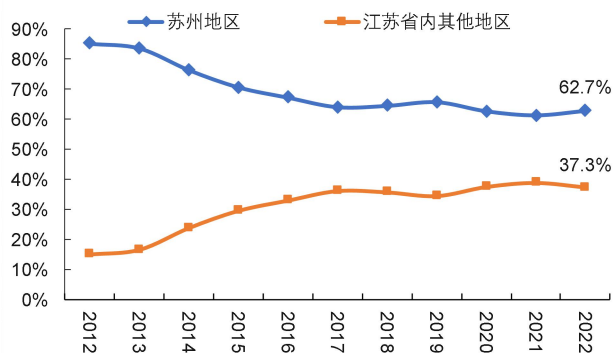
1. 苏州银行概况及与可比公司比较分析

1.1 业务布局：立足产业优势开展对公，依靠民生金融切入零售

苏州银行前身为由苏州市农村信用联社组建的江苏东吴农村商业银行，东吴农商行于 2004 年 12 月对外挂牌营业，为全国第 5 家股份制农商行。2010 年，东吴农商行更名为苏州银行，并于 2011 年升格调整至中小银行监管序列，所属细分行业由农商行转变为城商行。

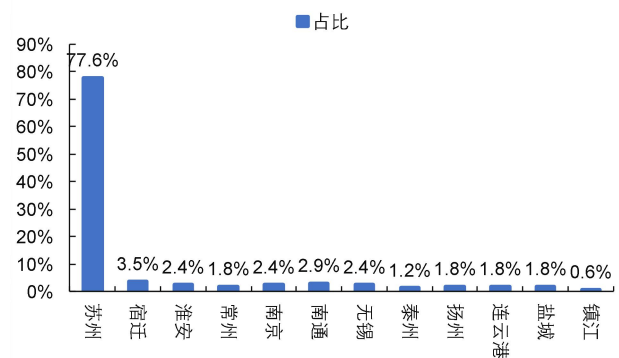
苏州银行现为苏州地区唯一一家法人城商行，公司坚持深耕苏州地区，同时也逐步向江苏省内其他地区拓展，2022 年末公司苏州地区投放贷款占比 62.7%，江苏省其他地区投放贷款占比 37.3%。截至 2022 年末，公司共有 13 家分行、170 家网点，其中 77.6% 的点位于苏州，其余网点散布在江苏其他地市。整体来看，苏州仍然是公司经营基本盘所在。

图 1：公司历年贷款分地区投向



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 2：2022 年末公司网点数量分地区占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司于 2015 年启动事业部改革，当前分为零售银行、公司银行、金融市场和数字银行四大事业部，重点业务包括零售存贷款、对公存贷款、财富管理、金融市场和民生金融业务等。其中民生金融主要指公司利用社保卡发卡行优势，与政府部门合作，运用科技手段打造惠民服务。**民生金融是公司个人客户导入的主渠道。**苏州银行业务发展规划的重点包括：

零售存贷：消费贷加强在苏南、苏中地区的推广；经营贷聚焦小微客户，并逐步由产品营销转为综合金融服务；加强人才金融、小微金融业务开展。存款端既注重规模提升，也注重成本管理。

公司存贷：立足区域产业优势，以提升考核系数等方式深耕制造业、科创企业、绿色金融和小微企业贷款领域。存款端注重成本管理，做大托管及结算资金规模，提高活期占比。

财富管理：增加合作伙伴，积极扩大产品供给，细化客群分层经营，中收贡献持续提升，2022 年公司

获得公募基金牌照，2023 年公司获得基金托管牌照，财富管理业务布局持续深入。

金融市场业务：同业业务资产结构优化，投资交易注重投研能力提升，资管业务注重产品创新。

表 1：苏州银行各年度业务发展规划

业务条线	2019	2020	2021	2022
个人存款	<ul style="list-style-type: none"> ● 利用代发沉淀，扩大存款规模 ● 利用理财沉淀活期资金，优化存款成本 	<ul style="list-style-type: none"> ● 深入优化存款结构，兼顾存款规模提升 	<ul style="list-style-type: none"> ● 存款规模提升，成本稳中有降 	--
个人贷款	<ul style="list-style-type: none"> ● 按揭贷：准入一手楼盘 139 个，与优质中介合作二手房业务 ● 经营贷：坚持普惠，做强小微，用税银时贷、网商房抵贷获客 ● 消费贷：依托场景串联，合理发展消费贷 	<ul style="list-style-type: none"> ● 按揭贷：维护大型一手开发商和大房产中介，实现批量获客 ● 经营贷：支持小微客户复工复产 ● 消费贷：大力推广拳头产品“市民贷”，针对医护人员推出“天使贷” 	<ul style="list-style-type: none"> ● 按揭贷：执行差异化住房贷款政策，支持首套刚需购房者 ● 经营贷：丰富小微贷款产品体系 ● 消费贷：重点业务，加大“市民贷”在苏南、苏中地区的推广 	<ul style="list-style-type: none"> ● 小微普惠：贷款突破 300 亿元、同比+28% ● 人才金融：深化政银合作，为高层次人才定制专属产品 ● 按揭贷一城一策，优化产品流程。消费贷重点推广市民贷
财富管理	<ul style="list-style-type: none"> ● 增加合作伙伴，提升中收。当年代销理财中收突破 6200 万 	<ul style="list-style-type: none"> ● 坚持代销理财和自营理财双轮驱动，进一步提升中收贡献 ● 加大引入权益产品 	<ul style="list-style-type: none"> ● 细化客群分层经营，做好高净值客户资产配置，丰富普惠型金融产品 	<ul style="list-style-type: none"> ● 优化产品和服务体系，细化客群分层经营
公司存款	<ul style="list-style-type: none"> ● 加深政企合作，参加政府&机关团体专项资金、保证金专户招标。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 拓展低成本的结算资金 ● 将部分高成本负债引导至理财产品 	--	<ul style="list-style-type: none"> ● 对公存款增速高于全省平均 2.18pct，高于全市平均 6.63pct
公司贷款	<ul style="list-style-type: none"> ● 提升制造业贷款考核权重，提高对科技、小微行业贷款的绩效提拔引导系数 	<ul style="list-style-type: none"> ● 继续优化小微、民企、制造业和科创企业贷款的权重 	<ul style="list-style-type: none"> ● 持续加大小微企业金融支持力度，发展科创金融、绿色金融 	<ul style="list-style-type: none"> ● 坚持普惠金融、科创金融、绿色金融和供应链金融
金市业务	<ul style="list-style-type: none"> ● 向轻转型，提升资产配置能力，提高资本使用效率 	<ul style="list-style-type: none"> ● 强化交易能力及产品创新能力 	<ul style="list-style-type: none"> ● 强化交易能力，提升自营理财创利能力 	<ul style="list-style-type: none"> ● 同业业务坚持资产结构调优，投资交易加强投研能力建设，资管业务做好产品创新及结构优化
民生金融	<ul style="list-style-type: none"> ● 苏州本地唯一社保发卡行，携手政府部门打造惠民服务，个人客户获客主渠道 	<ul style="list-style-type: none"> ● 继续建设惠民服务，仍为个人客户导入的主渠道 	<ul style="list-style-type: none"> ● 江苏省保障卡在当年 5 月 20 日发行，省社保卡苏州市市占率超 98% 	<ul style="list-style-type: none"> ● 持续推进江苏省第三代社保卡发行，省内开业地区全覆盖。不断开拓民生金融服务场景

资料来源：公司各年度公告，山西证券研究所

1.2 业绩简述：信用成本下行，中收稳健，规模增速较高

在良好的业务发展规划之下，公司 2022 年及 Q123 取得了良好的业绩表现。细分来看：

2022 年及 Q123，利息净收入的增长及拨备计提的减少是公司净利润增长的主因。2022 年利息净收入 83.41 亿元、同比+10.7%。细分来看，生息资产余额 4860 亿元、同比+15.4%，净息差 1.87%、同比-4BP，规模扩张带动 2022 年利息净收入较快增长。Q123 利息净收入 21.37 亿元、同比+11.1%，生息资产余额 5167 亿元、同比+11.5%，净息差 1.77%、同比持平，规模扩张同时息差表现稳健带动 Q123 利息净收入较快增长。拨备计提方面，2022 年信用减值损失 27.64 亿元、同比-17.3%，主因贷款减值少计提 11.41 亿元、占当期信用减值损失减少金额的 197.7%。Q123 信用减值损失 5.09 亿元、同比-30.5%，公司资产质量持续改善。

图 3：2022 年公司业绩归因分析

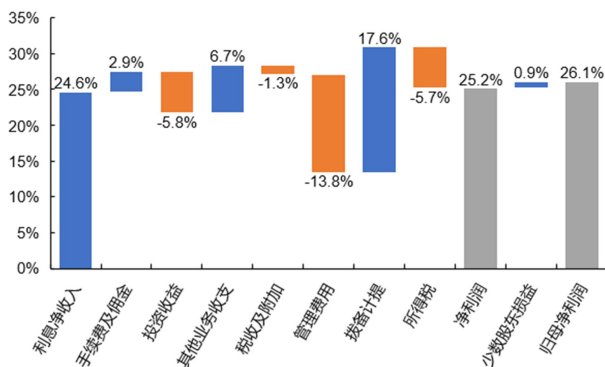
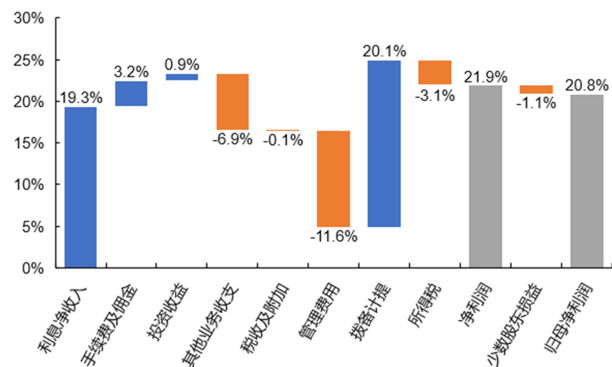


图 4：Q123 公司业绩归因分析



资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

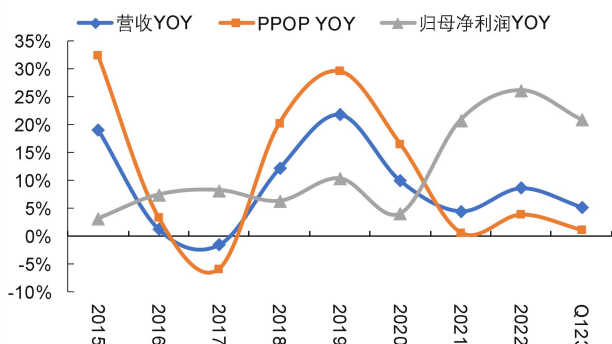
注：蓝柱为正贡献，橙柱为负贡献，灰柱为同比

自 2021 年起，在营收稳步增长及拨备计提减少的影响下，公司净利润呈现加速增长趋势，增速明显领先营收增速及 PPOP 增速。

净利润的快速增长带动公司盈利能力明显增强。公司年化 ROE 及 ROE (TTM) 在 2020 年达到近年来的阶段低点，并自 2021 年起快速提升。2021 年、2022 年、Q123 公司年化 ROE 分别为 9.96%、11.01%、13.21%，ROE (TTM) 分别为 9.96%、11.01%、10.80%。

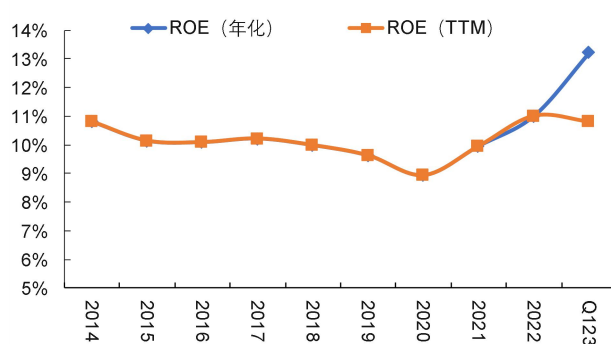
依据杜邦分析，ROE 的提升来自净利率提升和权益乘数提升的共振。净利率和权益乘数均在 2020 年达到阶段低点，并自 2021 年起提升。其中净利率改善，主因拨备计提减少，信用成本下降。权益乘数提升，主因公司在 2019 年上市，当年净资产大幅增加，致使 2019-20 年权益乘数处于低位。上市以后，公司逐步加大资产投放，权益乘数在 2021 年达到 13.48，超过上市以前高点，2022 年、Q123 分别达到 13.73、13.76。

图 5：2021 年以来归母净利润增速快速提升



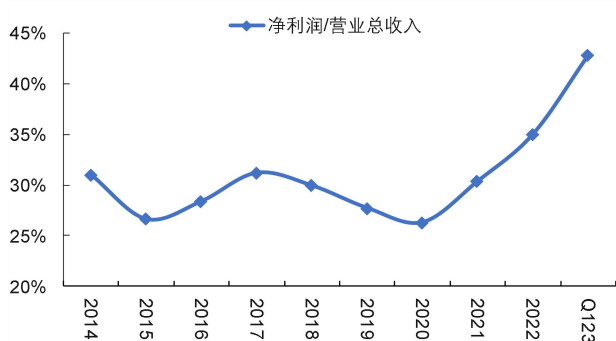
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 6：2021 年以来盈利能力明显提升



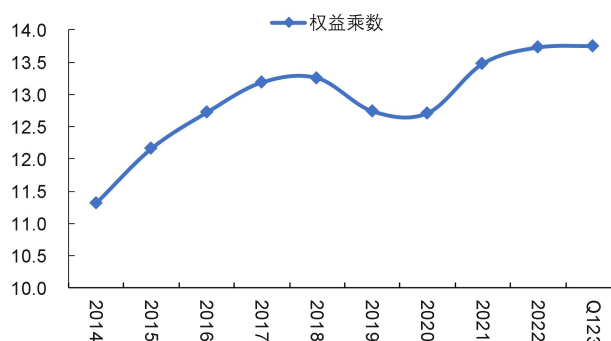
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：2021 年以来净利率明显提升



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：2021 年以来权益乘数明显提升



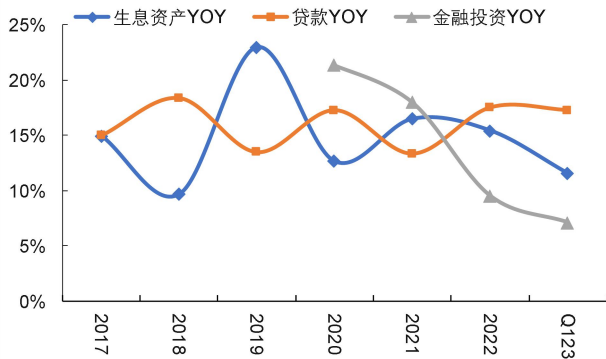
资料来源：Wind，山西证券研究所

业务发展方面，公司对公贷款、零售贷款均增长较快，并且资产质量均呈现改善趋势。

首先，生息资产规模增长主要由贷款增长推动。2021 年、2022 年、Q123 公司贷款余额增速分别为 13.4%、17.5%、17.3%。在贷款规模高增的带动下，2021 年、2022 年、Q123 公司生息资产余额增速分别达到 16.5%、15.4%、11.5%，其中 Q123 增速降低主因金融投资增速较低（Q123 增速仅 7.1%，较上年同期增速-6.8pct）。

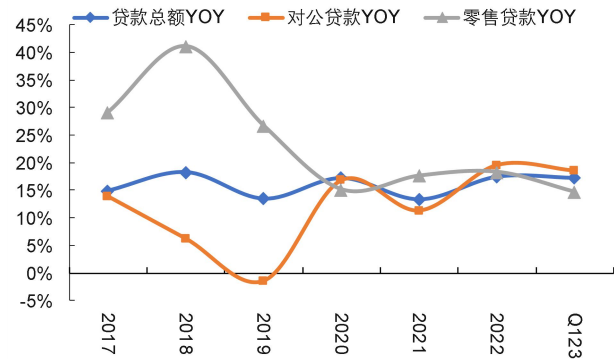
第二，对公贷款、零售贷款均保持良好增速。2017-19 年公司零售贷款增速明显快于贷款整体，主因互联网贷款余额快速增长，后续因为互联网贷款新规及疫情后风险暴露，公司对该业务规模有所压缩，零售贷款增速有所下降。2021 年、2022 年、Q123 公司对公贷款增速分别为 11.4%、19.6%、18.6%，零售贷款增速分别为 17.7%、18.3%、14.7%。

图 9：2022 年以来贷款增速显著领先生息资产增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

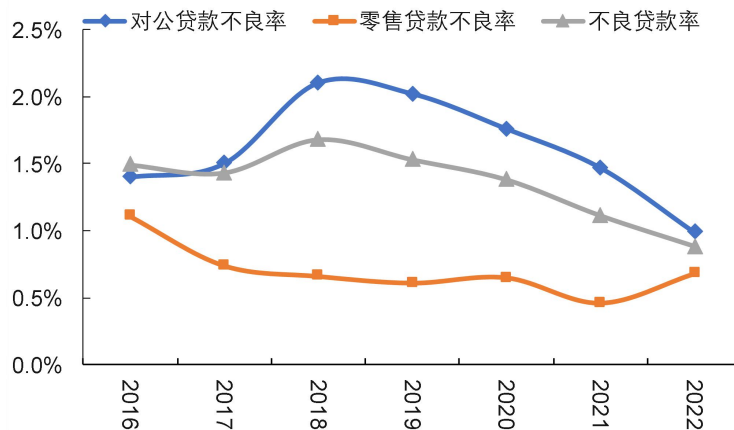
图 10：2021 年以来零售贷款增速显著领先



资料来源：公司公告，山西证券研究所

第三，对公贷款、零售贷款的不良率总体呈现下降趋势。公司零售贷款不良率一直低于整体不良率，2022 年因零售经营贷不良率有所上升，带动零售贷款不良率略有上升，但仍低于整体不良率。对公贷款不良率虽一直高于整体不良率，但自 2018 年以来保持下行趋势。2022 年末，公司整体、对公、零售贷款的不良率分别为 0.88%、0.99%、0.68%，资产质量处于良好水平。Q123 整体贷款不良率 0.87%、较年初-1BP。

图 11：零售贷款不良率长期处于低位，对公贷款不良率呈现下行趋势，资产质量持续改善



资料来源：公司公告，山西证券研究所

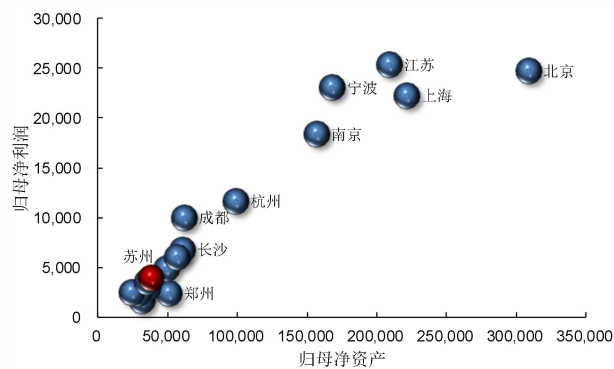
1.3 可比公司比较分析

在上市城商行中，公司归母净资产及归母净利润规模相对偏小。2022 年末公司净资产规模 385.29 亿元、2022 年归母净利润 39.18 亿元，与青岛、齐鲁等银行接近。在江浙沪上市城商行中，公司规模亦处于较低位置。公司 2010 年正式拥有城商行经营资质、2019 年上市，在上市城商行中起步较晚，相对于江浙沪城商

行则更晚，因此资产规模和净利润规模较小。

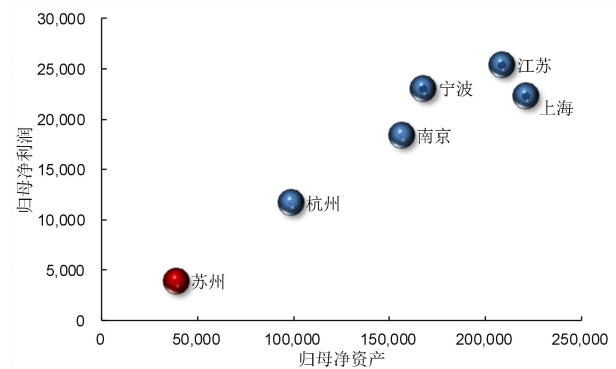
由于城商行经营具有较强的地域性，而江浙沪地区经济良好、人民富庶，经济一体化趋势日渐深厚，辖区内城商行所具备的发展资源大致相似，因此我们选取同为江浙沪地区上市城商行的杭州银行、南京银行、宁波银行、江苏银行、上海银行作为可比公司来进行详细对比。

图 12：净资产/净利润与上市城商行对比（百万元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 13：净资产/净利润与江浙城商行对比（百万元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

归母净利润增速对比：公司归母净利润增速在 2021 年之前长期低于可比公司平均值。2022 年起公司归母净利润增速明显提升，大幅领先可比公司平均值。2022 年仅江苏银行、Q123 仅杭州银行和江苏银行的归母净利润增速领先公司。前文已述公司 2021 年以来归母净利润增速提升的原因。

我们拟从生息资产规模及结构、净息差、中间收入、成本收入比及信用成本的角度来详细比较公司与可比公司之间归母净利润增速差异的形成原因。

表 2：苏州银行历年归母净利润增速与可比公司对比

银行	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q123
苏州银行	3.1%	7.4%	8.2%	6.3%	10.3%	4.0%	20.8%	26.1%	20.8%
杭州银行	5.6%	8.5%	13.2%	18.9%	22.0%	8.1%	29.8%	26.1%	28.1%
上海银行	14.3%	10.0%	7.1%	17.7%	12.6%	2.9%	5.5%	1.1%	3.2%
江苏银行	9.4%	11.7%	11.9%	10.0%	11.9%	3.1%	30.7%	28.9%	24.8%
宁波银行	16.3%	19.3%	19.5%	19.9%	22.6%	9.7%	29.9%	18.1%	15.3%
南京银行	24.8%	18.0%	17.0%	14.5%	12.5%	5.2%	21.0%	16.1%	8.2%
可比平均	14.1%	13.5%	13.7%	16.2%	16.3%	5.8%	23.4%	18.0%	15.9%
苏行-平均	-11.0pct	-6.1pct	-5.5pct	-9.9pct	-6.0pct	-1.8pct	-2.6pct	+8.1pct	+4.9pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

规模扩张对比：公司生息资产增速与可比公司平均值的差距逐渐缩小，自 2021 年起与平均值已基本接近，增速差异在 3 个百分点以内。Q123 公司生息资产增速稍低于平均值，主因金融投资增速较低，公司 Q123 贷款增速为 17.3%，高于可比公司平均值 15.2%。

表 3：苏州银行历年生息资产规模增速与可比公司对比

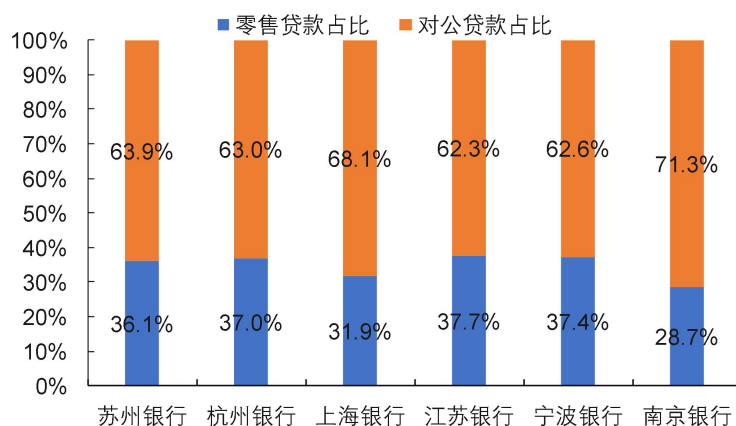
银行	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q123
苏州银行	3.7%	17.2%	15.0%	9.7%	23.0%	12.6%	16.5%	15.4%	11.5%
杭州银行	32.5%	31.0%	9.3%	10.2%	27.5%	13.0%	19.6%	15.9%	16.3%
上海银行	17.9%	32.3%	10.3%	13.6%	17.5%	9.1%	8.3%	9.0%	7.0%
江苏银行	20.0%	21.2%	3.4%	15.4%	22.8%	12.9%	11.9%	13.8%	15.3%
宁波银行	33.8%	20.3%	16.3%	6.8%	34.9%	22.0%	25.7%	18.7%	15.1%
南京银行	39.6%	41.6%	5.4%	11.7%	36.4%	12.6%	15.7%	17.7%	14.2%
可比平均	28.8%	29.3%	8.9%	11.6%	27.8%	13.9%	16.2%	15.0%	13.6%
苏行-平均	-25.1pct	-12.0pct	+6.0pct	-1.9pct	-4.8pct	-1.3pct	+0.3pct	+0.4pct	-2.0pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

贷款结构对比：零售/对公贷款占比方面，公司及江苏银行、宁波银行零售贷款占比稍高，上海银行及南京银行对公贷款占比稍高。主要贷款品种细分来看，对公贷款中，公司制造业贷款占比 32.1%，在可比公司中居第一；基建贷款占比 37.9%，在可比公司中居最末。零售贷款中，公司的住房贷款、经营贷款占比较高，消费贷款¹占比较低，其中经营贷款占比在可比公司中居第一。**贷款结构体现了公司业务聚焦制造业和小微客户。**可比公司中，宁波银行的消费贷款占比高达 62.2%，较为突出。

净息差对比：公司 2020 年之前一直领先可比公司平均，2021 年起有所落后，但是落后幅度逐步减小。公司 2021 年生息资产收益率下行幅度较大，而同期计息负债成本率相对平稳，净利差下行拖累净息差下行，主因让利实体幅度较大。截至 Q123，公司净息差已反超可比公司平均值。

图 14：2022 年末对公贷款²/零售贷款占比

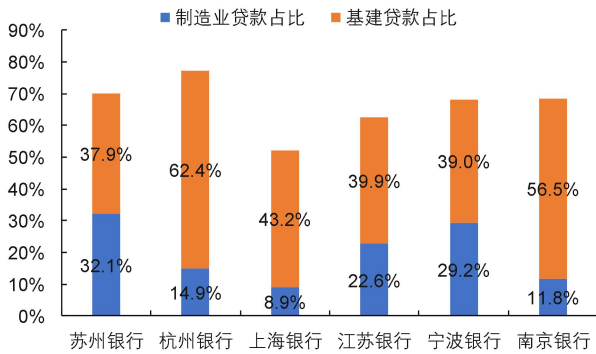


资料来源：公司公告，山西证券研究所

¹ 为便于对比，此处将信用卡贷款、汽车贷款等计入消费贷款。

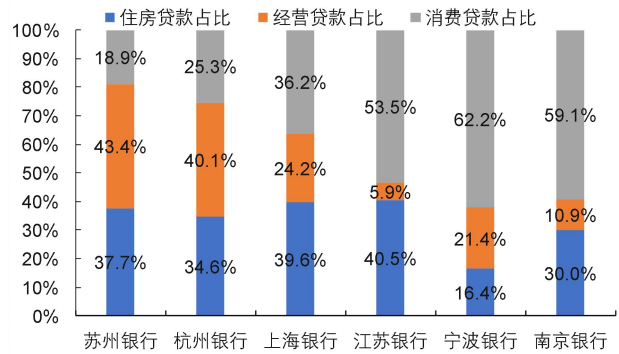
² 此处将票据贴现计入对公贷款。

图 15：2022 年末制造业/基建贷款占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 16：2022 年末个人住房/经营/消费贷款占比



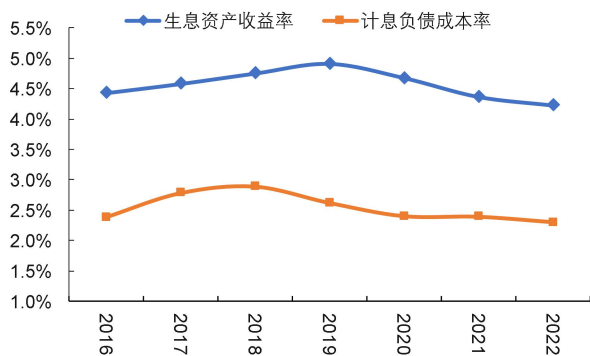
资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 4：苏州银行历年净息差与可比公司对比（单位：%）

银行	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q123
苏州银行	2.75	2.25	2.01	2.11	2.09	2.22	1.91	1.87	1.77
杭州银行	--	1.98	1.65	1.71	1.83	1.98	1.83	1.69	1.61
上海银行	2.02	1.73	1.25	1.76	1.71	1.82	1.74	1.54	1.31
江苏银行	1.94	1.70	1.58	1.59	1.94	2.14	2.28	2.32	1.95
宁波银行	2.38	1.95	1.94	1.97	1.84	2.30	2.21	2.02	2.00
南京银行	2.61	2.16	1.85	1.89	1.85	1.86	1.88	2.19	1.72
可比平均	2.24	1.90	1.65	1.78	1.83	2.02	1.99	1.95	1.72
苏行-平均	+96BP	+35BP	+36BP	+33BP	+26BP	+20BP	-8BP	-8BP	+5BP

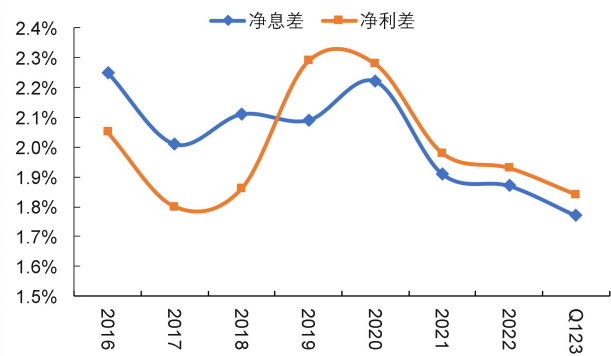
资料来源：公司公告，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

图 17：公司生息资产收益率及计息负债成本率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 18：公司净息差及净利差变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

中间收入对比：2022年以来，公司中收增速领先可比公司均值10pct以上。公司中收主要由代客理财类及代理类业务收入构成，二者合计值在2022年同比+12.1%，增速在可比公司中较为亮眼。公司中收业务已经涵盖理财、代销、银团贷款、债券承销等，并已取得公募基金及基金托管牌照，业务布局持续推进。

表5：苏州银行历年手续费及佣金净收入增速与可比公司对比（单位：%）

银行	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q123
苏州银行	36.2%	39.3%	-14.1%	3.6%	17.3%	-12.0%	29.4%	7.8%	6.5%
杭州银行	-10.5%	73.5%	-21.6%	-26.8%	40.8%	81.0%	19.7%	29.5%	-7.0%
上海银行	39.6%	11.8%	1.6%	-4.4%	9.8%	-14.6%	61.3%	-28.2%	-15.7%
江苏银行	39.2%	49.3%	-0.7%	-9.6%	15.3%	-11.1%	39.8%	-16.5%	-16.6%
宁波银行	60.6%	51.6%	-2.4%	-1.8%	34.3%	-18.5%	30.3%	-9.6%	2.9%
南京银行	66.5%	17.5%	-8.7%	2.8%	12.7%	22.8%	16.8%	-7.9%	-42.3%
可比平均	39.1%	40.7%	-6.4%	-8.0%	22.6%	11.9%	33.6%	-6.5%	-15.7%
苏行-平均	-2.9pct	-1.4pct	-7.7pct	+11.5pct	-5.3pct	-23.9pct	-4.2pct	+14.3pct	+22.2pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

成本收入比对比：公司成本收入比常年处于30%以上，2022年为33.33%、Q123为32.71%，高于可比公司均值4.5pct、7.7pct。相较于可比公司，公司起步时间较晚，扩张过程中人员配置、固定资产等成本投入较大。需要注意的是，宁波银行成本收入比也处于较高水平，这主要是因为宁波银行近年来持续加大零售小微、财富管理业务等人员配置投入和金融科技投入。

表6：苏州银行历年成本收入比与可比公司对比（单位：%）

银行	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q123
苏州银行	32.20	35.91	38.04	37.73	31.68	29.74	32.02	33.33	32.71
杭州银行	31.53	30.23	31.74	29.91	28.71	26.35	27.30	29.64	24.87
上海银行	22.99	22.89	24.47	20.52	19.98	18.93	21.52	23.02	20.79
江苏银行	29.37	29.21	28.80	28.68	25.64	23.46	22.44	24.52	20.29
宁波银行	34.03	34.26	34.63	34.44	34.32	37.96	36.95	37.29	33.74
南京银行	24.10	24.80	29.20	28.61	27.39	28.46	29.22	29.75	25.37
可比平均	28.40	28.28	29.77	28.43	27.21	27.03	27.49	28.84	25.01
苏行-平均	+3.8pct	+7.6pct	+8.2pct	+9.3pct	+4.5pct	+2.7pct	+4.5pct	+4.5pct	+7.7pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

信用成本对比：公司信用成本在2021年及之前处于较高水平，但在2022年改善明显，2022年全年仅有1.10%，低于可比公司平均值5.9BP，可比公司中仅南京银行（0.93%）、宁波银行（1.00%）低于公司。信用成本降低的主因是公司资产质量持续改善，2022年末不良贷款率0.88%、同比-23BP。信用成本持续降低是公司优于可比公司的突出亮点。Q123年化信用成本仅0.76%，进一步下降。

表 7：苏州银行历年信用成本与可比公司对比

银行	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q123
苏州银行	2.12%	1.80%	1.24%	1.45%	1.90%	2.05%	1.57%	1.10%	0.76%
杭州银行	1.44%	1.82%	1.59%	1.71%	1.87%	2.06%	1.78%	1.40%	1.13%
上海银行	1.46%	1.73%	1.31%	1.80%	1.76%	1.66%	1.63%	1.25%	1.03%
江苏银行	1.03%	1.20%	1.33%	1.15%	1.65%	1.86%	1.59%	1.23%	0.95%
宁波银行	1.48%	1.76%	1.76%	1.68%	1.41%	1.26%	1.43%	1.00%	1.35%
南京银行	2.63%	2.55%	1.36%	1.35%	1.42%	1.26%	1.15%	0.93%	1.16%
可比平均	1.61%	1.81%	1.47%	1.54%	1.63%	1.62%	1.52%	1.16%	1.12%
苏行-平均	+52BP	-0.8BP	-23.2BP	-8.9BP	+27BP	+43BP	+4.8BP	-5.9BP	-37BP

资料来源：公司公告，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

总结：与可比公司相比，公司 2021 年以来的归母净利润增速逐步赶上并超越可比公司均值，主要源于公司中收业务的稳健增长和信用成本的降低。规模增速和净息差表现，公司与可比公司均值基本接近，并不突出。成本收入比，公司因为起步较晚，因扩张需要使得成本收入比高于可比公司。贷款结构方面，公司零售贷款占比高于可比公司均值，零售贷款中经营贷款占比领先所有可比公司，对公贷款中制造业贷款领先所有可比公司，公司立足地区优势、业务聚焦小微和制造业的特点有所反映。

我们认为苏州银行归母净利润的增速将有望保持相对高位，理由在于：

- 1) 规模扩张有空间。所处地区经济发达，信贷需求旺盛。公司可转债转股增厚资本，可支持规模扩张。
- 2) 息差难再大幅下滑。2022 年公司净息差已呈现逐步企稳态势，伴随经济秩序恢复和贷款需求复苏，我们认为公司净息差难以再出现 2021 年时的大幅下滑。
- 3) 中收贡献提升。苏州地区人民富足，有发展财富管理业务的充分条件。
- 4) 资产质量改善。不良生成率持续走低，信用成本有望保持低位。

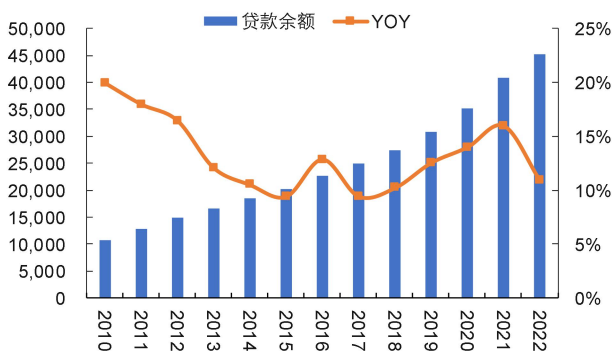
我们将在后文详细分析。

2. 业务发展：扩表有空间，零售、对公贷款均较快增长

公司超 60% 贷款投放于苏州，苏州地区仍是公司基本盘所在。截至 2022 年末，苏州地区金融机构贷款余额 4.53 万亿元、同比+10.9%，增速较 2021 年的 15.9% 略有下降。截至 2022 年末，苏州银行在苏州地区投放的贷款为 1570 亿元、市占率 3.47%，占苏州银行贷款总额的 62.7%。同理，2022 年末宁波银行、杭州银行、南京银行在所属城市的贷款市占率分别为 11.22%、5.10%、5.59%，苏州银行的市占率远低于可比公司。市占率低的原因可能有两方面：1) 苏州银行作为一家较为年轻的城商行，起步时间晚；2) 苏州作为经济发达之地，金融机构竞争较为激烈。

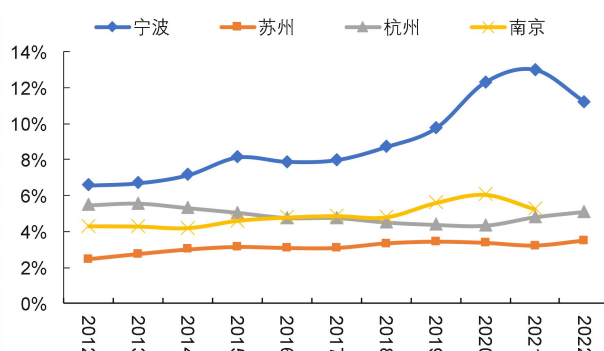
公司市占率上升空间较大，并且转债转股后资本实力增强，扩张动能也较足，市占率有望逐步提升。我们以 2022 年数据为基础，假设公司市占率达到杭州银行（即 5.10%）、南京银行（即 5.59%）的水平，且苏州地区投放贷款占总贷款比例保持不变（即 62.7%），则贷款规模将较 2022 年末提升 47.0%、61.1%。

图 19：苏州金融机构贷款规模及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 20：可比公司在所属城市贷款市占率比较



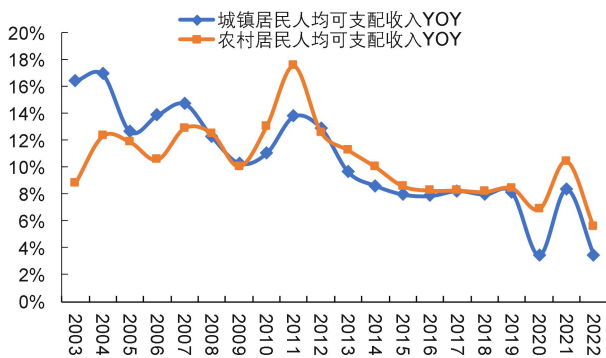
资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.1 零售业务：规模扩张可期，财富管理贡献逐步提升

苏州银行是苏州本地唯一的社保卡发卡行，并在 2021 年成为江苏省第三代社保卡发卡行之一，当前省社保卡发卡业务在苏州市范围内的市占率超 90%。公司凭借发卡行优势，深耕民生金融，携手政府部门，通过平台合作，运用科技手段建设了完善的惠民服务体系。民生金融已成公司获取个人客户的主渠道。

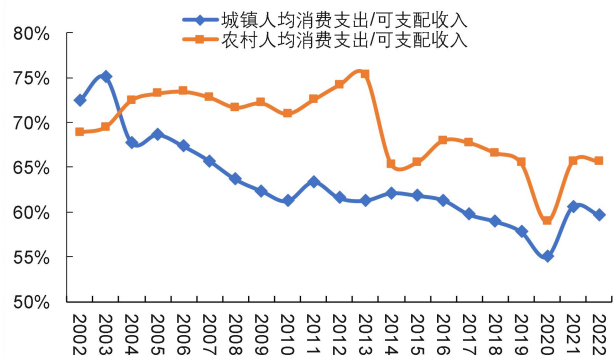
苏州地区人民较高的收入水平为公司业务拓展提供了较高的资源。截至 2022 年，苏州市城镇/农村居民人均可支配收入分别为 79537 元、43785 元，均高于全国居民人均可支配收入 36883 元。此外，苏州地区农村居民的边际消费倾向比城镇居民高 6pct 左右，公司疫情期间承压的消费贷业务，如果能做好信用下沉，或将收获良好表现。

图 21：苏州市城镇/农村居民可支配收入同比增速



资料来源：苏州市统计局，山西证券研究所

图 22：苏州市城镇/农村居民消费支出占收入比重³



资料来源：苏州市统计局，山西证券研究所

2.1.1 零售贷款：消费贷复苏，按揭贷&经营贷稳健

零售贷款占比从 2015 年的 19.5% 升至 2022 年的 36.1%，在 Q123 进一步升至 36.8%。我们注意到，零售贷款占比自 2020 年达到 34.5% 以后，增速便趋缓。结合零售贷款细分品种增速，我们判断这主因消费贷款在互联网贷款新规和疫情后风险暴露，规模有所压缩，消费贷 2020 年、2021 年的增速分别为 -18.7%、-2.6%。2022 年消费贷规模增速达 28.5%，或将带动零售业务逐步复苏。

公司零售贷款业务主要分为按揭贷、消费贷及经营贷。分品种来看：

1) **按揭贷**：公司注重维护大型一手开发商，获取一手楼盘准入资质，实现批量获客。同时，公司还积极与头部房产中介合作二手房业务。截至 2022 年末，公司按揭贷余额 341.49 亿元、同比+5.6%，占零售贷款比重 37.7%、同比-4.6pct。按揭贷款不良率常年保持在极低位，2022 年末时为 0.24%。按揭贷业务发展与房地产市场紧密相关，贷款规模增速提升还需等待市场回暖。

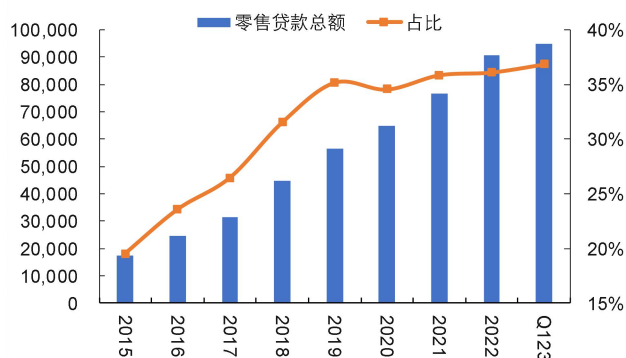
2) **消费贷**：公司持续坚持消费贷产品创新，2017 年下半年起与第三方合作互联网贷款业务，2018 年贷款规模迅速扩大，当年贷款余额 149.62 亿元、同比+171.9%，占零售贷款比重也一举由 2017 年的 17.4% 升至 2018 年的 33.6%。2020 年因疫情冲击，消费贷发展受到较大影响，贷款余额大幅减少且质量明显恶化。由于疫情反复、居民收入减缓等因素，消费贷在 2021 年未见明显增长，不良率也仍维持 1% 以上，高于疫情前水平。虽受冲击明显，但公司对消费贷的推动力度一直较大，2020 年大力推广拳头产品“市民贷”、2021 年加大“市民贷”在苏南及苏中地区的推广、2022 年结合第三代社保卡发行推广全线上信用消费贷款及加大对科创人才和企业中高层的授信，公司消费贷或将形成可观增量，2022 年末消费贷增速已回升至 28.5%。

3) **经营贷**：是公司最稳健的业务之一，2019 年以来占比逐年提升。公司聚焦普惠、支持小微的经营特

³ 2014 年，农村人均消费支出/可支配收入的骤降，苏州市统计局披露原因为农村居民可支配收入统计口径变化。

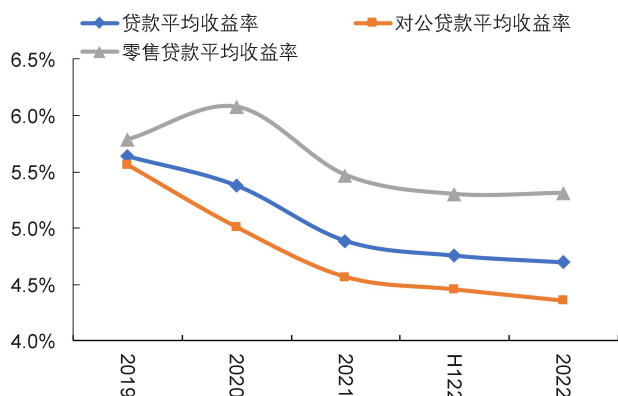
点在经营贷发展上充分体现。2020年疫情期间，公司支持小微客户复工复产，当年发放经营贷235.45亿元、同比+25.9%，而当年零售贷款整体增速为15.2%。公司对经营贷的发展思路逐步由单一的产品营销转变为综合的金融服务，2021年公司摸索出针对农贸市场商户服务的综合解决方案，取得良好口碑。公司经营贷业务不仅增速快，质量也保持稳健。2022年末经营贷不良率0.95%、高于零售贷款整体不良率的0.68%，主因疫情爆发三年以来，部分个体工商户及小微企业抗风险能力已明显减弱，叠加2022年疫情再冲击，造成经营贷不良率提升。伴随经济秩序恢复，经营贷质量有望稳中有降。

图 23：零售贷款占比提升（单位：百万元）



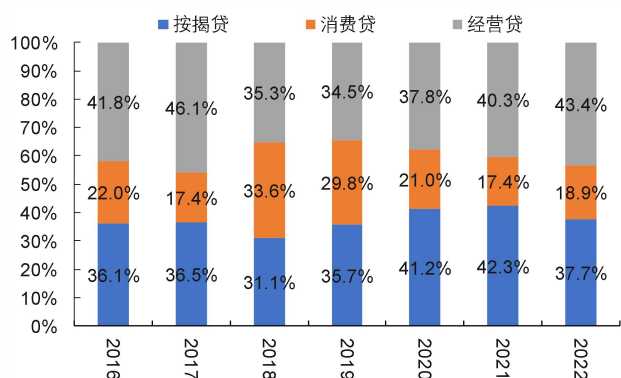
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 24：零售贷款生息收益率虽有下滑但仍较高



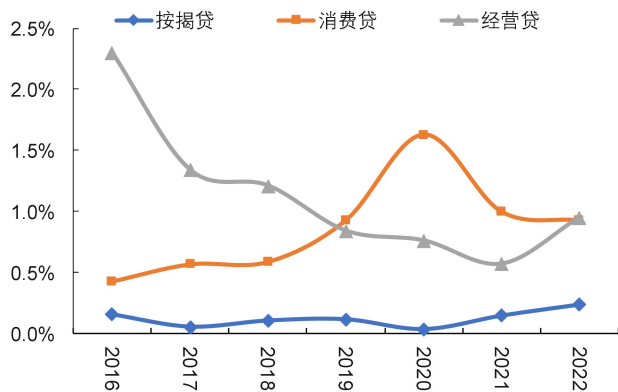
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 25：零售贷款细分品种占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 26：零售贷款细分品种不良率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

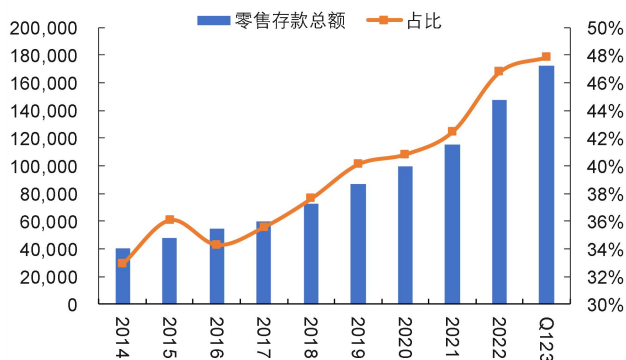
2.1.2 零售存款：占比提升，成本率下行

以社保卡发卡为代表的民生金融，使得公司零售存款占比稳步提升。截至 Q123 末，公司零售存款总额 1726 亿元、占比 47.9%。从公司存贷比变化可以发现，公司零售存贷比低于对公存贷比，并且二者差距还

在扩大。

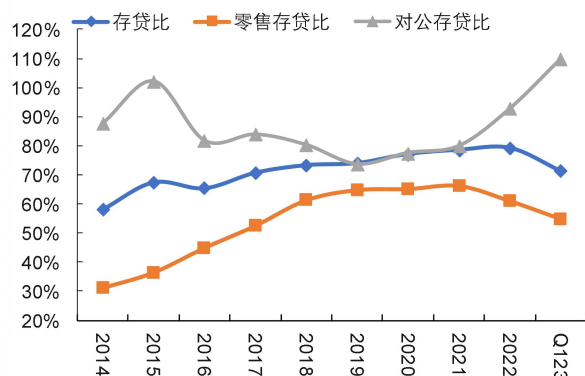
零售存款占比的提升及零售存款成本率的较快下行，驱动了公司整体存款成本率的下行。2020年、2021年及2022年，整体存款平均成本率分别为2.34%、2.25%、2.22%，同比+1BP、-13BP、+1BP，而同期零售存款平均成本率分别为2.80%、2.68%、2.56%，同比-2BP、-22BP、-12BP。细分来看，零售活期存款成本率基本稳定在0.30%上下，零售定期存款成本率则在2020年、2021年及2022年同比+2BP、-20BP、-14BP，零售定期存款成本率下行是零售存款及整体存款成本率下行的主要动力。

图 27：零售存款占比提升（单位：百万元）



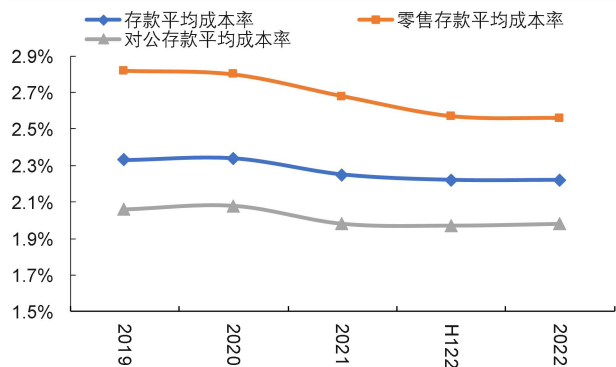
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 28：存贷比变化



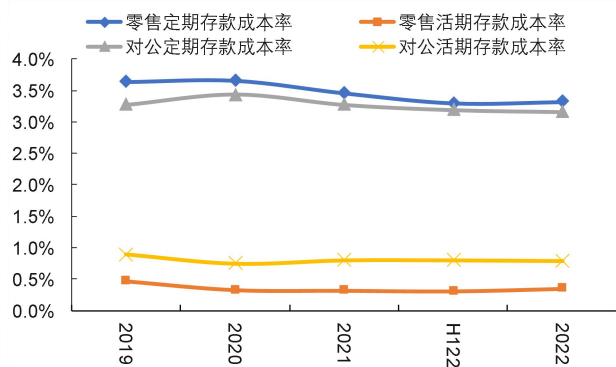
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 29：存款平均成本率比较



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 30：活期/定期存款成本率比较



资料来源：公司公告，山西证券研究所

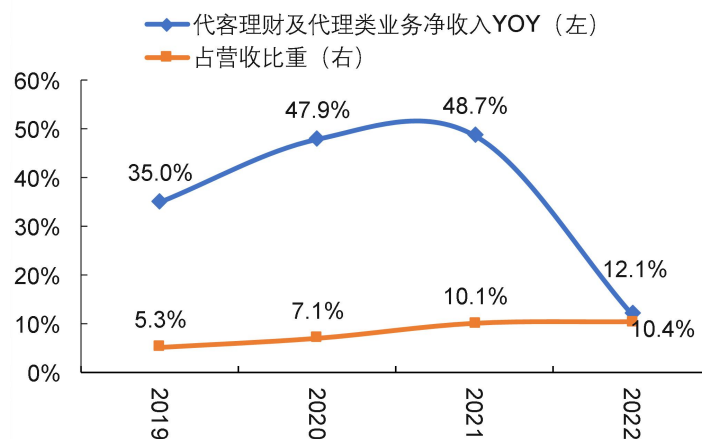
2.1.3 财富管理：重要性日渐提升

财富管理业务在公司整体业务中的重要性日渐提升。2019年起至今，公司代客理财+代理类业务净收入连续高速增长，截至2022年已达12.21亿元、同比+12.1%，占比达10.4%，2022年增速下滑系受市场整体

影响，公司增速为正值便已超越大多数同业。

公司财富管理业务布局主要在两方面：**第一，加大产品供给**，从外部引入权益、保险、信托等产品，同时坚持自营理财，满足客户需求；**第二，细分客群经营**，不仅做好高净值客户的资产配置需求，也丰富普惠型金融产品满足广大普通客户需求。2022年11月，公司公告设立基金公司获批；2023年3月，公司获得基金托管资格，公募基金业务及托管业务的开展将进一步提升公司财富管理业务的业绩贡献。

图 31：代客理财+代理类业务收入增速及占比



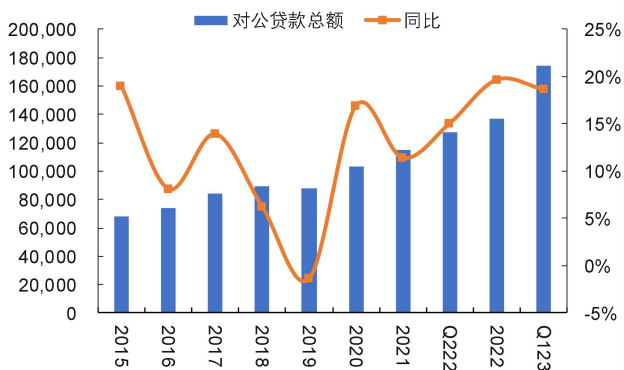
资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.2 对公业务：发展战略契合苏州产业发展趋势

对公贷款业务：增速保持在 10%以上，发展较为稳健。截至 Q123 末，对公贷款余额 1739.14 亿元、同比+18.6%。制造业贷款是苏州银行的一张名片，截至 2022 年末，公司制造业贷款余额 440.41 亿元、占对公贷款比重 32.1%、占贷款总额比重 17.6%，占贷款总额比重领先所有城商行。

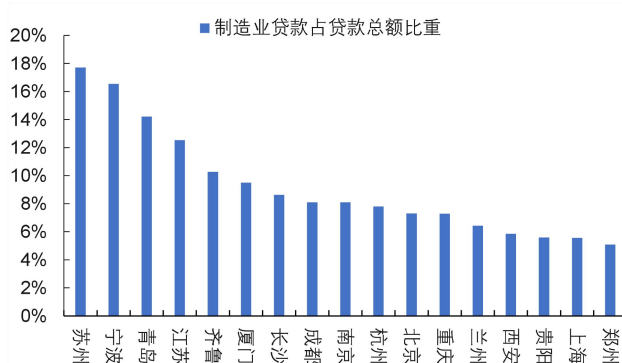
公司对公贷款业务战略侧重于制造业、民营企业、科创企业及小微金融领域。2019 年，公司采取提升制造业贷款考核权重、提高对科技&小微&制造业贷款的绩效提拔引导系数等方式促进贷款投放；2020 年，公司继续调整优化小微企业、民营企业、制造业和科创企业贷款的考核权重；2021 年以来，公司立足苏州区域产业优势，为传统行业升级、新兴产业成长提供金融支持。在公司战略侧重下，制造业贷款占对公贷款比重自 2018 年的 29.4%提升至 2022 年的 32.1%，呈现出逐年提升的态势。

图 32：公司对公贷款余额及增速（单位：百万元）



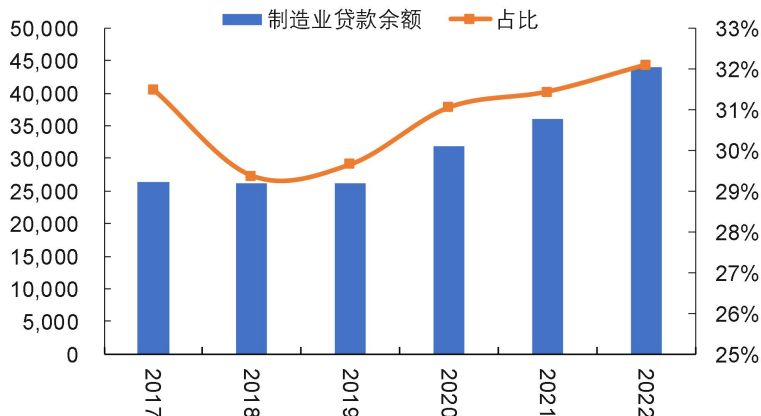
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 33：2022 年末制造业贷款占比领先所有城商行



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 34：苏州银行制造业贷款余额及占对公贷款比重变化（单位：百万元）



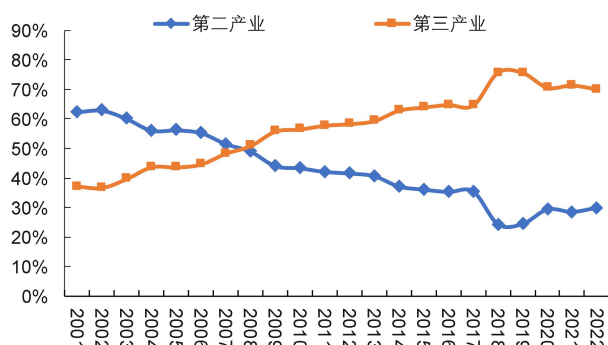
资料来源：公司公告，山西证券研究所

苏州银行对公贷款业务呈现出的特点，除了公司战略布局以外，还受到苏州地区经济发展的影响。与苏州银行类似，苏州市近年来的固定资产投资中，第二产业占比稳中有升。21 世纪初至 2018 年，第二产业固定投资占比一直呈现下降趋势，2018 年后便开始逐步好转。

从主要产业的角度来看，房地产业投资占比在 2018 年达到高点（56.1%）时逐步下行，2022 年已降至 46.9%，从而带动了第三产业投资占比下行；工业投资在 2018 年达到低点（24.2%）时逐步上行，2022 年已升至 29.7%，是推动第二产业投资占比上行的主力军；基建投资占比自 2018 年保持在 12% 上下；新兴产业⁴占比则自 2018 年起快速上行，2022 年已升至 31.1%。

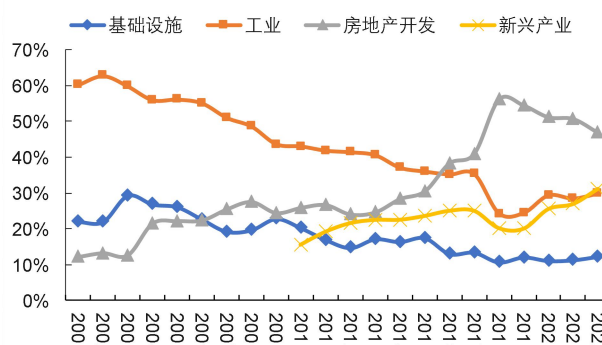
⁴ 与房地产、工业、基建非同一口径，既含第二产业中的部分行业，又含第三产业中的部分行业，如高端制造、信息技术等。

图 35：第二产业/第三产业固定资产投资占比⁵



资料来源：苏州市统计局，山西证券研究所

图 36：基础设施/工业/房地产/新兴产业投资占比



资料来源：苏州市统计局，山西证券研究所

再细分制造业投资，可以发现苏州市制造业投资重点集中于设备制造业，包括通用设备、专用设备、汽车制造、电气机械制造和计算机等电子设备制造等，合计占比约 60%。设备制造业属于资本密集型产业，产业发展需要较大的资本投入。苏州市的产业结构为苏州银行对公业务提供了较好的发展资源。

表 8：苏州市制造业细分行业固定资产投资占比

行业名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
食品制造业	0.5%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.3%	0.4%	0.6%	--
纺织业	8.7%	8.9%	8.4%	6.8%	6.5%	7.3%	3.0%	3.8%	3.0%	3.9%	3.9%
纺织服装和服饰业	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%	0.9%	1.1%	0.6%	0.9%	0.9%	0.7%	--
造纸及纸制品业	1.1%	0.8%	2.4%	3.4%	1.3%	1.1%	1.4%	1.5%	1.0%	0.6%	--
化学原料及制品制造业	7.9%	6.8%	7.1%	6.7%	7.6%	7.0%	7.8%	4.8%	5.0%	4.1%	3.8%
医药制造业	1.1%	1.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	2.9%	3.5%	5.2%	--
化学纤维制造业	4.7%	4.8%	4.7%	4.7%	3.8%	2.9%	3.7%	2.8%	2.9%	2.1%	--
橡胶和塑料制品业	4.0%	4.6%	4.2%	3.6%	3.7%	3.8%	3.2%	3.8%	3.8%	3.8%	--
非金属矿物制品业	3.7%	3.5%	2.7%	2.2%	2.6%	1.4%	4.2%	4.8%	3.9%	4.1%	--
黑色金属冶炼及加工业	5.2%	4.4%	4.0%	4.5%	2.1%	2.5%	3.6%	4.6%	3.5%	3.5%	2.9%
有色金属冶炼及加工业	1.8%	1.5%	1.8%	1.1%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	1.0%	--
金属制品业	5.1%	5.3%	4.8%	5.0%	4.9%	5.8%	2.3%	2.8%	2.8%	3.2%	--
通用设备制造业	10.0%	10.5%	9.7%	8.8%	9.2%	9.6%	8.5%	9.2%	10.3%	7.7%	8.7%
专用设备制造业	8.5%	7.2%	6.6%	7.4%	10.3%	8.6%	6.9%	8.6%	9.2%	9.2%	--
汽车制造业	7.5%	8.3%	8.9%	6.6%	7.1%	8.1%	12.4%	11.3%	9.0%	8.1%	--
电气机械及器材制造业	8.3%	7.4%	8.8%	9.5%	10.9%	9.3%	7.9%	7.6%	7.2%	7.5%	7.5%
计算机等电子设备制造业	14.0%	14.1%	13.4%	17.6%	18.9%	18.8%	22.3%	21.5%	23.6%	25.6%	27.9%

资料来源：苏州市统计局，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

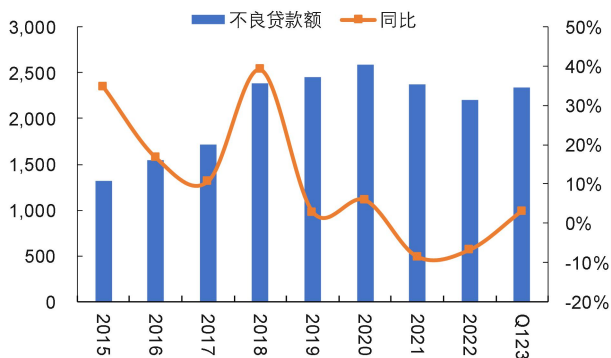
⁵ 2018 年的数值跳跃，主因当年固定资产投资统计由“形象进度法”改为“财务支出法”。后同。

3. 资产质量持续改善，资本实力有望提升

3.1 资产质量：不良生成率持续下行

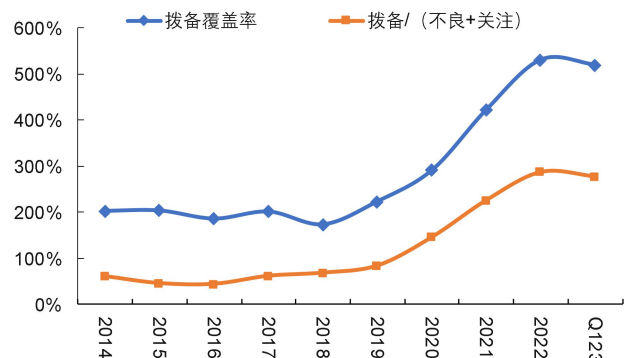
近年来，公司不良贷款总额增速呈总体下行趋势，同时风险抵补能力持续增强。2018年的不良增速反常高增，主要是因为：1) 当年公司对不良贷款确认力度增加，不良贷款偏离度呈较大幅度下降；2) 苏州银行制造业贷款占比较高，当年因宏观环境影响，制造业贷款不良率大幅提升。2021年起，公司不良贷款总额增速处于低位，截至Q123末，不良贷款总额23.36亿元、同比+3.1%，不良贷款率0.87%、较年初-1BP，资产质量持续明显改善。同时拨备覆盖率519.7%、同比+56.0pct，拨备/(不良+关注)277.5%、同比+22.7pct。截至2022年末，不良贷款偏离度58.8%，对不良的确认较为严格。苏州银行资产质量改善趋势好于同业，截至Q123末，公司不良贷款率已低于上市城商行及可比公司均值。

图 37：公司不良贷款总额及增速（单位：百万元）



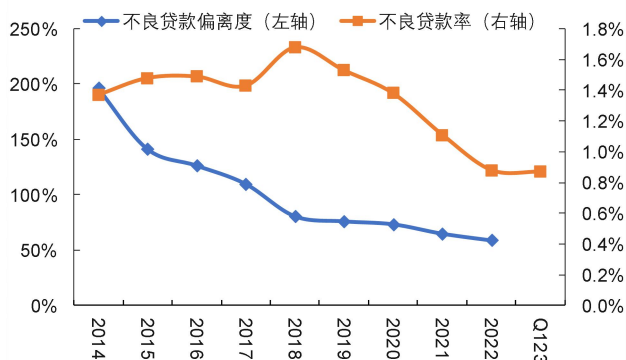
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 38：公司拨备/（不良+关注）变化



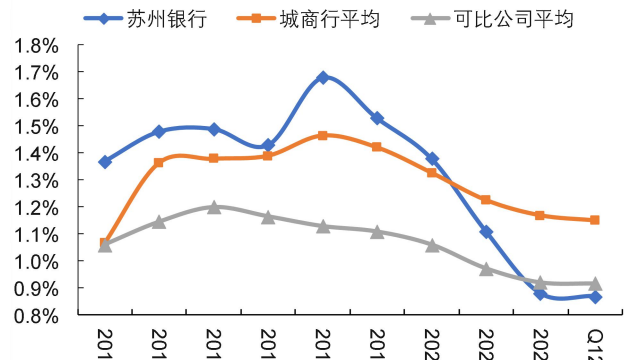
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 39：公司不良贷款率及不良贷款偏离度变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

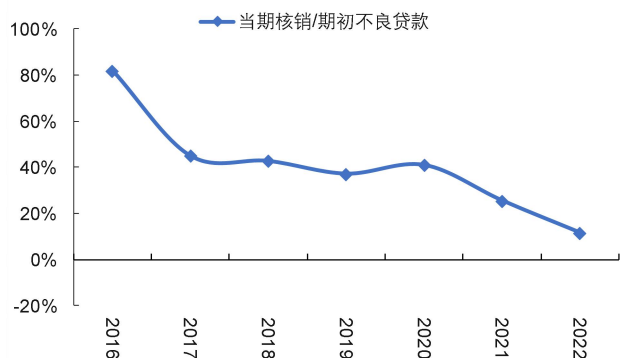
图 40：公司不良贷款率与同业比较



资料来源：公司公告，山西证券研究所

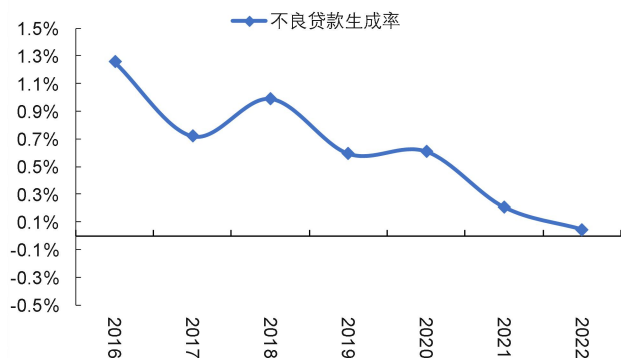
需要重点关注的是，公司不良贷款率的降低，主要归因于不良生成率的持续放缓，而非公司加大核销。2017-20 年，公司当期核销规模/期初不良贷款的比例稳定在 40%左右，2021 年降至 25.4%，2022 年进一步降至 11.5%。与此同时，不良生成率呈现出较为明显的下降趋势，2018 年时尚高达 0.99%，此后便开始连续下降，2022 年已降至 0.04%。

图 41：公司当期核销占期初不良贷款比重



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 42：公司不良贷款生成率持续下行



资料来源：公司公告，山西证券研究所

我们进一步地将公司的对公贷款细分行业和零售贷款细分产品的不良率进行分析，可以发现公司资产质量的改善在对公端和零售端都有体现。

对公端：我们重点分析贷款余额占对公贷款比重在 5%以上的行业。可以发现：1) 各行业不良率在 2022 年基本都呈现出降低迹象，其中仅租赁和商务服务业虽小幅提升 3BP，但其本身不良率便处在低位；2) 制造业不良率在 2018-20 年连续三年居 4%以上水平后，2021 年起开始明显下降，2022 年进一步下降。鉴于国内经济复苏和疫情对供应链扰动减小，制造业贷款的质量改善趋势或可持续；3) 房地产的不良率大幅提升，符合银行业的整体趋势。我们认为对公房地产贷款不会对公司整体资产质量形成持续拖累，一方面是因为对公房地产贷款占比在 2022 年为 7.23%，在城商行中处中下水平。另一方面是因为苏州城市能级较高，伴随房地产行业预期改善，公司相关业务资产质量亦有望受益而改善。

零售端：公司住房贷款不良率稳居低位，资产质量优秀，不必赘述。对零售贷款不良率扰动较大的为消费贷，2020 年其不良率明显高增，并且在 2021 年及 2022 年维持在 1%上下，我们判断是受到了疫情反复和居民收入预期波动的影响。伴随经济秩序恢复，消费贷不良率降低概率较大。经营贷方面，公司业务体系较为成熟，近年来不断加强大数据运用，不良率有望持续控制在低位。

表 9：苏州银行公司贷款主要细分行业（贷款占对公贷款比重 5%以上）的不良贷款率变化

公司贷款分行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
农林牧渔	0.33%	0.67%	1.14%	1.44%	2.06%	1.50%	1.39%
制造业	3.13%	3.07%	4.41%	4.57%	4.33%	2.20%	1.24%
建筑业	1.22%	1.38%	0.97%	1.04%	1.65%	0.90%	0.74%
批零售业	1.89%	1.94%	3.63%	3.93%	1.51%	1.74%	1.15%
房地产	-	-	-	-	1.36%	6.65%	4.55%
租赁和商务服务	0.07%	0.91%	0.81%	0.43%	0.11%	0.20%	0.23%
水利、环境和公共设施管理	-	-	-	0.17%	0.17%	0.04%	0.03%

资料来源：公司公告，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

表 10：苏州银行个人贷款分产品的不良贷款率变化

个人贷款分产品	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
个人经营贷款	2.30%	1.34%	1.21%	0.84%	0.76%	0.57%	0.95%
个人住房贷款	0.16%	0.06%	0.11%	0.12%	0.04%	0.15%	0.24%
个人消费贷款	0.43%	0.57%	0.59%	0.93%	1.63%	1.00%	0.93%

资料来源：公司公告，山西证券研究所。表格颜色越红表示数值越大，越绿表示数值越小

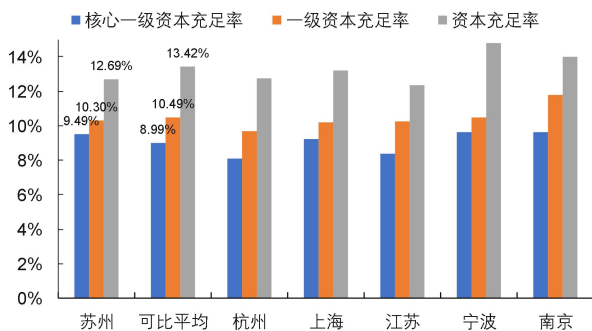
3.2 资本充足率：可转债转股提升扩表能力

苏州银行的核心一级及一级资本充足率略高于可比公司平均值，但资本充足率略低于可比公司平均。截至 Q123 末，公司核心一级资本充足率 9.49%、高于可比公司平均值 8.99%，一级资本充足率 10.30%、略低于可比公司平均值 10.49%，资本充足率 12.69%、低于可比公司平均值 13.42%。2022 年以来，公司资本充足率较稳健。

公司于 2021 年 4 月发行可转债 50 亿元，当前仅极少量转股。我们以 Q123 末的静态数据为基础，假设可转债转股比例达到 30%、50%、70%及 100%，则核心一级/一级/资本充足率均提升 38BP、64BP、89BP 及 127BP，转股后公司的资本实力将显著增强。

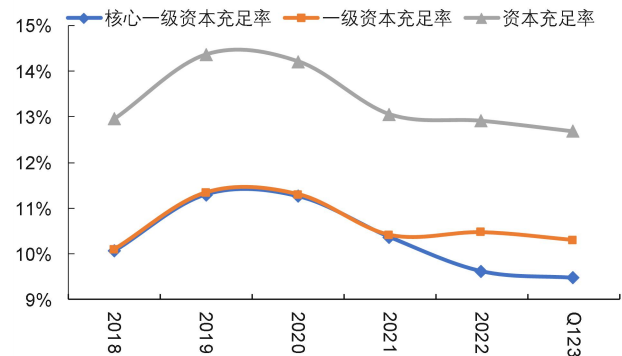
换一个角度，假如公司可转债转股后，公司增加资产投放以消耗资本，假设未来核心一级资本充足率保持在 Q123 末水平，且风险加权资产/生息资产比例保持不变。则当可转债转股比例达到 30%、50%、70%及 100%，公司 RWA 及生息资产规模均较 Q123 末提升 4.0%、6.7%、9.4%及 13.4%，公司扩表能力亦有明显提升。

图 43：公司资本充足率与可比公司比较



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 44：公司核心一级/一级/资本充足率变化趋势



资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 11：苏州银行 50 亿元可转债不同转股比例对资本充足率的影响（按 Q123 末静态数据测算，单位：亿元）

可转债规模		50.00			
转股比例		30%	50%	70%	100%
资本净额	498.13	513.13	523.13	533.13	548.13
一级资本净额	404.29	419.29	429.29	439.29	454.29
核心一级资本净额	372.75	387.75	397.75	407.75	422.75
风险加权资产净额	3,926.90	3,926.90	3,926.90	3,926.90	3,926.90
原资本充足率		12.69%			
原一级资本充足率		10.30%			
原核心一级资本充足率		9.49%			
调整资本充足率		13.07%	13.32%	13.58%	13.96%
调整一级资本充足率		10.68%	10.93%	11.19%	11.57%
调整核心一级资本充足率		9.87%	10.13%	10.38%	10.77%
变动	资本充足率	38BP	64BP	89BP	127BP
	一级资本充足率	38BP	64BP	89BP	127BP
	核心一级资本充足率	38BP	64BP	89BP	127BP

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 12：苏州银行 50 亿元可转债不同转股比例对扩表空间的影响（按 Q123 末静态数据测算，单位：亿元）

可转债规模		50.00			
转股比例		30%	50%	70%	100%
核心一级资本净额	372.75	387.75	397.75	407.75	422.75
原核心一级资本充足率	9.49%				
原风险加权资产	3926.90				
原生息资产	5167.98				

调整后风险加权资产	4085.91	4191.29	4296.66	4454.72
变动幅度	4.0%	6.7%	9.4%	13.4%
调整后生息资产	5377.25	5515.93	5654.61	5862.62
变动幅度	4.0%	6.7%	9.4%	13.4%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设：

1) **规模**：公司植根苏州经济沃土，经济逐步复苏支撑信贷需求向好。可转债转股增强公司资本实力，公司扩表空间提高。我们假设公司在 2023 年和 2024 年各有一半可转债转股，并假设权益乘数在 2023-25 年分别为 12.50x、12.70x、12.90x。（Q123 为 13.24x，2023 年因净资产增加而略降，随后伴随资产投放增加而上升）。金融投资等各类生息资产（除贷款外）占总资产比重保持与 Q123 保持一致，则公司 2023-25 年生息资产规模增速分别为 15.1%、14.8%、14.7%，仍可较快增长。贷款增速分别为 16.4%、16.0%、16.0%，因基数原因增速略降。

2) **净息差**：预计 2023-25 年净息差分别为 1.80%、1.81%、1.81%。考虑 2023 年重定价压力较大，我们预计净息差在 2023 年下滑 7BP。伴随贷款需求恢复，预计 2024 年息差将同比+1BP，2025 年持平 2024 年。

3) **中收**：公募基金和基金托管牌照将继续贡献中收，代销理财和自营理财双轮驱动战略继续发力，代客理财类+代理类+托管类业务增速稳健，预计 2023-25 年其增速均为 10%，带动中收增速为 8.1%、8.5%、8.7%。

4) **成本收入比**：公司在业务扩张过程中，人员配置及科技投入亦需跟上业务扩张步伐，预计 2023-25 年成本收入比保持 31.0%。

5) **信用成本**：公司资产质量呈改善趋势，不良生成压力减小，预计 2023-25 年信用成本为 0.93%、0.78%、0.65%，呈逐年下降趋势。

在前述假设条件下，我们预计 2023-25 年营收分别同比+9.2%、+11.6%及+11.8%，归母净利润分别同比+20.7%、+19.3%及+17.5%，EPS 分别为 1.24 元、1.36 元及 1.60 元。

相比 Wind 一致预期，我们的预测略显保守。我们预测的 2023-25 年归母净利润较 Wind 一致预测低 0.28%、0.21%、0.55%，主要差异在于我们给予的成本收入比假设比 Wind 一致预测高约 1.0pct。我们认为苏州银行规模扩张的过程中仍需投入较多成本用于营销&风控等人员配置、固定资产形成和金融科技建设等。此外，

在各指标的预测中我们均秉持了审慎原则。

表 13：苏州银行核心假设及营收&归母净利润预测（单位：百万元，%）

项目	2021A	2022A	Q123	2023E	2024E	2025E
生息资产规模	430,474.19	498,057.72	528,353.65	573,500.81	658,238.10	755,115.46
yoy	16.8%	15.7%	11.8%	15.1%	14.8%	14.7%
其中：贷款总额	213,282.07	250,633.64	268,640.80	291,668.77	338,402.07	392,587.48
yoy	13.4%	17.5%	17.2%	16.4%	16.0%	16.0%
净息差	1.91%	1.87%	1.77%	1.80%	1.81%	1.81%
yoy	-31BP	-4BP	0BP	-7BP	1BP	0BP
中间收入	1,222.02	1,316.98	575.65	1,423.68	1,545.05	1,679.89
yoy	29.4%	7.8%	6.5%	8.1%	8.5%	8.7%
成本收入比	32.02	33.33	32.71	31.00	31.00	31.00
yoy	228BP	131BP	349BP	-233BP	0BP	0BP
信用成本	1.57%	1.10%	0.76%	0.93%	0.78%	0.65%
yoy	-49BP	-46BP	-52BP	-17BP	-14BP	-13BP
营业收入	10,829.43	11,762.96	3,158.46	12,839.42	14,332.94	16,020.53
yoy	4.5%	8.6%	5.3%	9.2%	11.6%	11.8%
归母净利润	3,106.69	3,918.44	1,296.08	4,730.31	5,643.51	6,631.61
yoy	20.8%	26.1%	20.8%	20.7%	19.3%	17.5%
EPS	0.93	1.07	0.32	1.24	1.36	1.60
yoy	20.8%	15.1%	0.0%	15.8%	9.7%	17.5%

资料来源：公司公告，Wind，山西证券研究所

表 14：山证预测与 Wind 一致预测比较

	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）			
山证预测	12,839	14,333	16,021
WIND 一致预期	12,953	14,490	16,141
相差	-0.87%	-1.09%	-0.75%
归母净利润（百万元）			
山证预测	4,730	5,644	6,632
WIND 一致预期	4,743	5,655	6,668
相差	-0.28%	-0.21%	-0.55%
EPS（元）			
山证预测	1.24	1.36	1.60
WIND 一致预期	1.29	1.54	1.82
相差	-0.05	-0.18	-0.22

资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 2023.5.12

4.2 投资建议

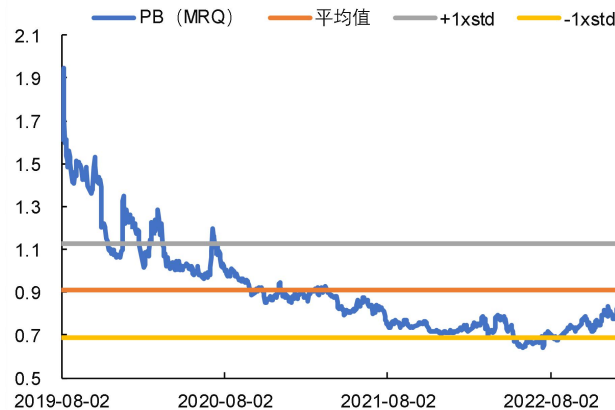
规模扩张有空间也有能力。公司地处苏州经济发达区域，对公及零售信贷需求较为旺盛，公司在苏州地区贷款市占率仅 3.47%，远低于可比公司平均值，扩表空间广阔。50 亿元可转债转股可明显提升公司资本实力，以 Q123 静态数据测算，可转债全部转股后可使得核心一级/一级/资本充足率均提升 127BP，可为规模扩张提供充足弹药。

零售贷款、对公贷款均保持较快发展。零售贷款或可在消费贷复苏、经营贷&按揭贷稳健发展的情形下保持较高增速。对公贷款顺应苏州产业发展趋势，苏州市的产业结构为对公业务提供了较好的发展资源。

资产质量改善状态或可持续。Q123 末不良贷款率 0.87%、较年初-1BP，Q123 信用成本 0.76%、较 2022 年-34BP。公司不良贷款率的下降主因不良生成率降低，而非依靠核销，2022 年不良生成率已降至 0.04%。展望未来，受益于经济活动复苏，公司的主要贷款项目（包括对公制造业、零售消费贷等）资产质量改善可以持续，公司信用成本有望保持低位。

中收业务贡献稳步提升。代客理财类+代理类收入占比已达 12.1%，且公司公募牌照及基金托管牌照目前贡献暂不明显，伴随二者业务上量，公司中收占比或将提升，利于公司节约资本，反哺重资本业务扩张。

图 45：公司上市以来 PB（MRQ）估值变化



资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 2023.5.12

截至 5 月 12 日，公司 PB（MRQ）为 0.75x，处上市以来 28.1%分位，估值仅略高于上市以来合理估值区间下限。公司上市以来 PB（MRQ）平均值为 0.91x，当前万得一致预测 2023E PB 为 0.70x，基于我们预测每股净资产的 2023E PB 为 0.72x。我们认为苏州银行扩表空间大且能力足&中收贡献提升利于营收稳健增长，信用成本下降利于利润释放，归母净利润增速有望保持较高位置。因此，公司估值也应向归母净利润增速较高的杭州银行、宁波银行、南京银行和江苏银行靠近。此 4 家银行 PB（MRQ）均值为 0.85x，万

得一致预测 2023E P/B 均值为 0.77x。

结合公司历史估值水平（平均值 0.91x，合理估值区间上限 1.13x，下限为 0.69x）及可比公司估值水平，我们认为公司 2023E PB 达到 0.80x 附近是较为合理的，而当前万得一一致预测值为 0.70x，我们的预测值为 0.72x，估值仍有较大提升空间。考虑到公司业绩增速高且估值有提升空间，首次覆盖给予“买入-A”评级。

表 15：苏州银行及可比公司 Wind 一致盈利预测与估值比较

代码	名称	总市值 亿元	BVPS			P/B			ROE	PB
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2023E	MRQ
002966.SZ	苏州银行	273.17	9.59	10.70	11.92	0.78	0.70	0.62	12.58%	0.75
600926.SH	杭州银行	746.03	13.52	15.49	17.84	0.93	0.81	0.71	15.68%	0.88
601229.SH	上海银行	903.54	14.13	15.64	15.73	0.45	0.41	0.40	11.04%	0.44
600919.SH	江苏银行	1,122.50	11.23	12.63	14.76	0.68	0.60	0.51	16.61%	0.65
002142.SZ	宁波银行	1,802.78	23.14	27.01	31.32	1.18	1.01	0.87	15.96%	1.13
601009.SH	南京银行	946.45	12.05	13.83	15.65	0.76	0.66	0.58	14.65%	0.73
	可比公司平均	1,104.26	14.81	16.92	19.06	0.80	0.70	0.62	14.79%	0.76

资料来源：Wind，山西证券研究所（数据截至 2023.5.12）

风险提示

行业风险：贷款利率持续下行对净息差产生压力；宏观经济下行导致资产投放速度减缓和资产质量恶化；资本市场持续波动干扰中收业务稳健增长；监管政策变化影响业务开展等。

公司风险：资产质量改善不及预期导致信用成本超预期；苏州区域产业结构调整影响资产投放；零售转型不及预期；成本收入比高于预期等。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金						营业收入	10,829	11,763	12,839	14,333	16,021
现金及存放央行款项	19,884	21,409	23,440	27,494	30,855	手续费及佣金净收入	1,222	1,317	1,424	1,545	1,680
结算备付金						其中：代理买卖证券业务净收入					
发放贷款和垫款	203,752	239,501	291,669	338,402	392,587	证券承销业务净收入					
存放同业款项	7,621	7,854	8,790	10,310	11,571	受托客户资产管理业务净收入					
融出资金						利息净收入	7,533	8,341	9,654	11,152	12,819
交易性金融资产	46,537	61,552	68,563	77,070	87,745	投资净收益	1,635	1,398	1,762	1,636	1,521
衍生金融资产	339	417	438	460	483	营业支出	6,916	6,834	6,819	7,242	7,696
买入返售金融资产	941	3,313	3,479	3,653	3,836	税金及附加	108	149	128	143	160
存出保证金						管理费用	3,401	3,854	3,980	4,443	4,966
长期股权投资						营业利润	3,914	4,929	5,946	7,009	8,235
固定资产	2,733	2,662	2,928	3,221	3,543	加：营业外收入	9	5	5	6	6
无形资产	515	574	632	695	764	减：营业外支出	27	22	24	26	29
资产总计	453,029	524,549	586,007	687,355	771,382	利润总额	3,895	4,912	5,928	6,989	8,213
向中央银行借款	25,458	18,851	21,565	25,329	28,463	减：所得税	607	795	948	1,048	1,232
同业及其他金融机构存放款	7,260	7,589	8,087	9,498	10,674	净利润	3,287	4,117	4,979	5,941	6,981
应付短期融资款						减：少数股东损益	181	198	249	297	349
吸收存款	278,343	323,585	358,831	406,882	462,648	归属于母公司所有者的净利润	3,107	3,918	4,730	5,644	6,632
拆入资金	27,564	35,429	37,739	44,326	49,811						
交易性金融负债						财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
衍生金融负债						净利润率	30.36	35.00	38.78	41.45	43.57
卖出回购金融资产款	8,114	12,118	13,478	15,831	17,790	ROA	0.78	0.84	0.85	0.89	0.91
代理买卖证券款						ROE	9.96	11.52	10.83	11.17	11.64
应付债券	67,640	80,902	88,956	104,483	117,411	EPS(元)	0.99	1.12	1.24	1.36	1.60
长期借款						BVPS(元)	9.68	9.59	10.28	11.01	12.17
负债总计	418,740	484,087	539,126	633,232	711,585	PE(X)	7.55	6.64	6.01	5.48	4.66
所有者权益合计	32,646	38,529	44,664	51,489	56,555	PB(X)	0.77	0.78	0.72	0.68	0.61
股本	3,333	3,667	4,018	4,370	4,370	DPS(元)	0.24	0.25	0.31	0.34	0.41
少数股东权益	1,643	1,933	2,217	2,633	3,242	分红比率	30.04	28.40	30.00	30.00	30.00
归属于母公司所有者权益合	32,646	38,529	44,664	51,489	56,555	资产充足率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产质量						风险加权资产	320,051	373,172	430,126	493,679	566,337
不良贷款率	1.11	0.88	0.85	0.85	0.85	资本充足率	13.06	12.92	13.52	14.07	13.59
正常类	97.93	98.37	98.35	98.35	98.35	一级资本充足率	10.41	10.47	10.82	11.25	10.87
关注类	0.96	0.75	0.80	0.80	0.80	核心一级资本充足率	10.37	9.63	9.95	10.35	10.00
次级类	0.52	0.44	0.35	0.35	0.35	资产负债率	92.43	92.29	92.00	92.13	92.25
拨备覆盖率	422.91	530.81	530.00	528.00	525.00	负债权益比	12.83	12.56	12.07	12.30	12.58
生息资产	4.37	4.23	4.12	4.04	4.03						
计息负债	2.39	2.30	2.48	2.42	2.42						
净息差	1.91	1.87	1.80	1.81	1.81						

资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

