



2019-02-26

公司深度报告

买入/调高

吴江银行(603323)

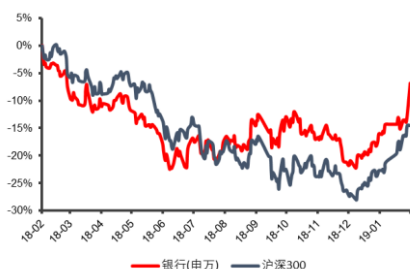
目标价: 9.6

昨收盘: 7.96

金融 银行

吴江银行：信贷投放可能超预期，上调评级至买入

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,448/145
总市值/流通(百万元)	11,527/1,154
12 个月最高/最低(元)	8.71/5.64

相关研究报告：

吴江银行(603323)《吴江银行：可转债开始转股，为资产规模扩张补充资本》--2019/01/30

证券分析师：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516090002

研究助理：支初蓉

电话：010-88695262

E-MAIL: zhicr@tpyzq.com

报告摘要

贷款主要投向吴江地区，地域优势明显。从贷款的地区分布看，吴江地区贷款占贷款总额的比重始终在 70% 以上。苏州市吴江区地处长三角经济区核心地带，是我国经济最为发达的地区之一。2017 年，全区实现地区生产总值 1,789 亿元，增长 7.1%。此外，江苏省资产质量较好，不良率较低。

营业收入增速提升，规模扩张是业绩增长的主要拉动力。2018 年，公司实现营业收入 31.5 亿元，同比+15.6%；实现归母净利润 8.0 亿元，同比+9.7%。2018 年前三季度，吴江银行归母净利润同比+16.2%，其中，生息资产平均余额对业绩增长的贡献率最大（63.3%），但净息差拖累归母净利润增长，贡献率为-51.1%，两者相加后利息净收入仍然向上拉动利润，贡献率为 11.8%。

总资产突破千亿，可转债发行补充资本。2018 年末，吴江银行总资产 1168 亿元，同比+22.6%（2018Q3：26.4%）。2018 年三季度末，贷款余额 557 亿元，同比+19.1%，增速连续三个季度上升（2017：8.0%；2018Q1：8.6%；2018H：11.9%）。公司贷款始终占有较大比重（80.3%），但占比有所下降，而个人贷款占比逐渐提升。2018 年 8 月 2 日，吴江银行公开发行 25 亿元可转债，转股后可补充核心一级资本，提高核心一级资本充足率，为银行资产规模扩张提供资本支撑。

不良率大幅下降，资产质量优于同行。2015 年-2018 年，吴江银行不良率逐渐下行至 1.31%，18 年不良率较三季度末下降 24 个 BP，降幅在同行业中最大。2018 年上半年末，不良贷款 7.8 亿元，同比-4.2%（2017：-0.6%）。此外，贷款结构调整有助于改善资产质量，投放在不良率较高的行业上的贷款比重下降。

投资建议：吴江银行业务集中在经济较为发达的苏州吴江区，资产质量优异，地域优势明显。18 年业绩增长主要依靠规模拉动，存贷款增速持续提升。同时，可转债发行为规模扩张奠定资本基础。预计 19/20 年归母净利润 YOY 分别为 12.1%/11.3%，对应 BVPS7.59/8.89 元，现价 1.05/0.90 倍 PB。2019 年目标价 9.6 元，对应 1.3 倍 PB，现价空间 20%，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行；严监管的政策风险；信用风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2525	2710	3026	3324
(+/-%)	17.83	7.33	11.66	9.85
净利润(百万元)	731	802	899	1001
(+/-%)	12.43	9.70	12.07	11.33
摊薄每股收益(元)	0.50	0.55	0.62	0.69
市盈率(PE)	15.77	14.37	12.82	11.52

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 全国首家挂牌开业的农商行，地域优势明显	5
二、 营收增速提升，规模成业绩增长主因	8
三、 存贷款增速持续提升，公司贷款占比较大	12
四、 可转债成功发行，转股后提高核心一级资本充足率	15
五、 资产质量显著改善，不良贷款同比下降	16
六、 投资建议	21

图表目录

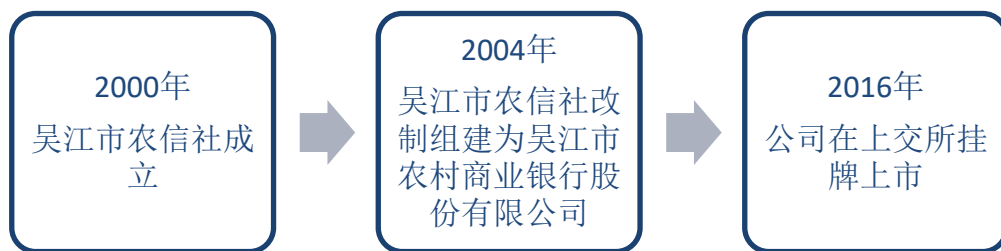
图表 1：吴江银行历史进程	5
图表 2：吴江银行“11448”发展战略	5
图表 3：股权结构（2018Q3）	6
图表 4：参控股公司（2018H）	6
图表 5：贷款和垫款地区分布（单位：亿元）	7
图表 6：2018 年江苏省各市 GDP 比较	7
图表 7：2017 年苏州六区四县 GDP 比较	7
图表 8：营业收入及增速	8
图表 9：归母净利润及增速	8
图表 10：业绩归因分析表（单位：亿元）	8
图表 11：2018 年前三季度业绩归因分析图	8
图表 12：利息净收入及增速	9
图表 13：利息收入及利息支出	9
图表 14：净利差、净息差	9
图表 15：生息资产收益率、计息负债成本率	9
图表 16：非息净收入及增速	10
图表 17：投资净收入及增速	10
图表 18：手续费净收入及增速	10
图表 19：手续费净收入占营业收入比重	10
图表 20：加权平均 ROE、ROA	11
图表 21：管理费用及增速	11
图表 22：成本收入比	11
图表 23：总资产及增速	12
图表 24：生息资产结构	12
图表 25：发放贷款及增速	12
图表 26：贷款结构	12
图表 27：公司贷款、个人贷款及增速	13
图表 28：公司贷款及个人贷款平均收益率	13
图表 29：投资规模及增速	13
图表 30：可供出售金融资产结构（2018H）	13
图表 31：同业资产及增速	14
图表 32：同业资产分项	14
图表 33：总负债及增速	14
图表 34：计息负债结构	14
图表 35：吸收存款及增速	15
图表 36：存款结构	15
图表 37：吴银转债转股相关条款	15
图表 38：资本充足率	16
图表 39：加权风险资产及增速	16
图表 40：不良率、拨备覆盖率	16
图表 41：不良贷款及增速	16
图表 42：五级贷款分类	17
图表 43：关注贷款及增速	17
图表 44：关注贷款率	17
图表 45：逾期贷款及增速	18
图表 46：逾期 90 天以上贷款及增速	18

图表 47：逾期贷款占贷款总额比重	18
图表 48：逾期 90 天以上贷款/不良贷款	18
图表 49：公司贷款按行业分类（单位：亿元）	19
图表 50：各行业贷款不良率	19
图表 51：个人贷款按行业分类	20
图表 52：个人贷款不良率	20
图表 53：江苏省不良率	20
图表 54：2017 年各省不良率比较	20

一、全国首家挂牌开业的农商行，地域优势明显

吴江银行是我国首家挂牌开业的农商行，中小银行的先锋。2000年10月，吴江市农信社成立，由原吴江市农信社与其下辖的23家农村信用社和5家城市信用社合并而成；2004年8月，吴江市农信社改制组建为江苏吴江农村商业银行股份有限公司，是银监会成立后新监管框架下全国第一家挂牌开业的农商行；2016年11月，吴江银行在上交所上市，是全国第四家A股上市的农商行。2017年，公司荣获中华合作时报等单位评选的“全国农村金融十佳品牌创新机构”，每日经济新闻评选的“中国上市公司口碑最具成长奖”、“中国中小银行先锋创新发展奖”等。

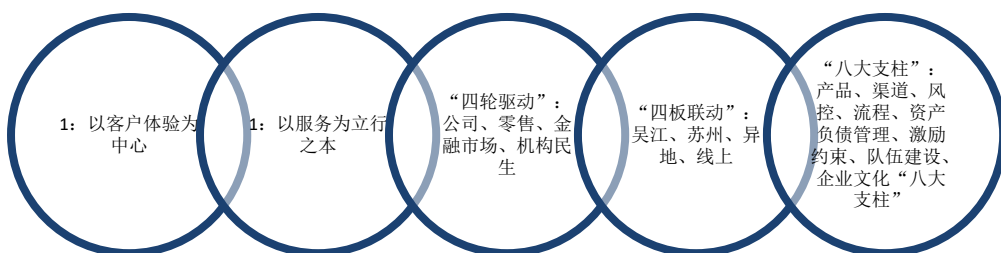
图表 1：吴江银行历史进程



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

吴江银行坚持“11448”的发展战略，即坚持以客户体验为中心，以服务为立行之本；四轮驱动：强化公司、零售、金融市场、机构民生；四板联动：坚持吴江、苏州、异地、线上；八大支柱：构筑产品、渠道、风控、流程、资产负债管理、激励约束、队伍建设、企业文化。吴江银行目标是从传统银行向为客户创造价值的现代银行转型。

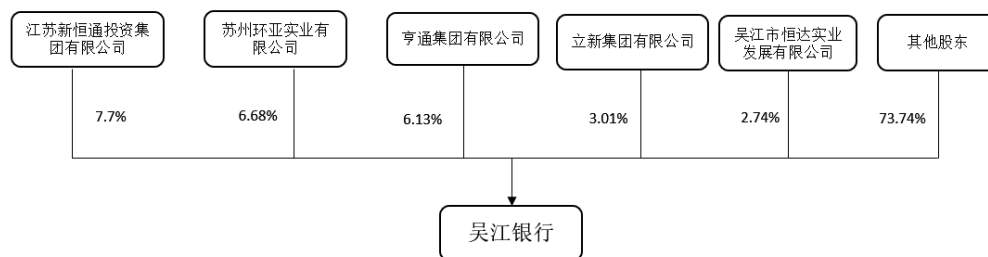
图表 2：吴江银行“11448”发展战略



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

吴江银行股权结构较为分散，无控股股东或实际控制人。第一大股东是江苏新恒通投资集团有限公司，持有吴江银行 7.7% 的股份，成立于 1996 年 7 月，注册资本 3500 万元，经营范围为通信电缆、光线光缆、光电缆材料及附件生产、销售等。持股比例超过 5% 的股东还包括：苏州环亚实业有限公司和亨通集团，分别持有吴江银行 6.68%、6.13% 的股份。苏州环亚成立于 2003 年 4 月，注册资本 5 亿元，经营范围为钢塑复合带、铝塑复合带、护套料的生产销售；实业投资；项目投资等业务。亨通集团有限公司成立于 1992 年 11 月，注册资本 15 亿元，经营范围为各种系列电缆、光缆、通信器材批发零售等业务。

图表 3：股权结构（2018Q3）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

控股两家农商行，参股四家村镇银行。截至 2018 年上半年末，吴江银行旗下有两家控股子公司：湖北嘉鱼吴江村镇银行和江苏靖江润丰村镇银行；参股 6 家公司，其中 4 家为地处江苏的农商行，另外两家是江苏省农信社和中国银联。

图表 4：参控股公司（2018H）

被参控公司	直接持股比例	注册资本（亿元）
江苏射阳农村商业银行股份有限公司	20.00%	8.00
江苏启东农村商业银行股份有限公司	10.00%	7.56
江苏如皋农村商业银行股份有限公司	10.00%	10.00
江苏东台农村商业银行股份有限公司	20.00%	6.05
江苏靖江润丰村镇银行股份有限公司	54.33%	1.35
湖北嘉鱼吴江村镇银行股份有限公司	66.33%	0.30
江苏省农村信用社联合社	60 万股	
中国银联股份有限公司	300 万股	

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

机构分布较为集中，主要位于苏州地区。截止 2018 年 6 月 30 日，吴江银行下设分支机构 77 家，其中营业部 1 家，分行 1 家，支行 42 家，分理处 33 家。其中，吴江区 26 家支行、1 家总行营业部、30 家分理处，苏州高新区 1 家支行，苏州吴中区 1 家支行、1 家分理处，苏州相城区 1 家支行、1 家分理处，异地分行 1 家，异地支行 13 家，异地分理处 1 家。

吴江地区贷款投放占总贷款比重超过 70%，地域优势明显。从贷款和垫款地区分布看，吴江地区贷款占贷款总额的比重始终在 70% 以上，但逐渐下降。2018 年上半年末，吴江银行在吴江地区贷款为 387 亿元，占贷款总额的 72.7%；其他地区贷款为 146 亿元，占比为 27.4%。

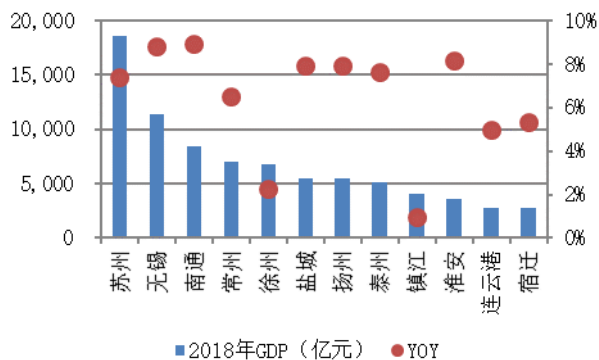
图表 5：贷款和垫款地区分布（单位：亿元）

地区	2018H		2017		2016		2015	
	余额	比例	余额	比例	余额	比例	余额	比例
吴江地区	387	72.65%	376	76.56%	355	78.06%	328	79.94%
其他地区	146	27.35%	115	23.44%	100	21.94%	82	20.06%
贷款和垫款总额	533	100.00%	491	100.00%	454	100%	410	100.00%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

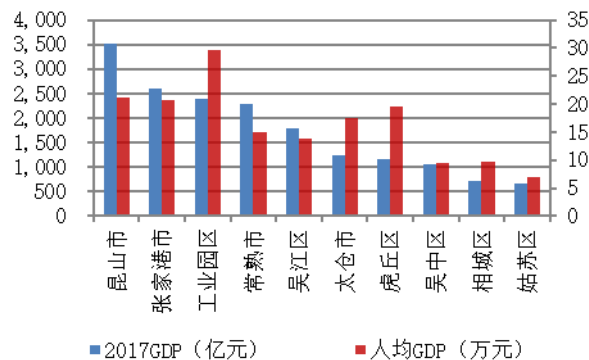
吴江区以黑马姿态闯入大众视野，经济发展迅速。2018 年苏州市 GDP 在江苏 12 个市中排名第一，同比增速 7.4% 也位列前茅。苏州市吴江区地处长三角经济区核心地带，是我国经济最为发达的地区之一。在苏州六区中，2017 年吴江区 GDP 仅次于工业园区，同比增长 9.9%。2011 年原吴江市排名全国百强县第二位。2012 年 9 月 1 日正式发文公布成为苏州市辖区之一。支柱产业是丝绸纺织、电缆光缆、电梯制造等工业，经济发展迅猛。吴江区 GDP 中第一、二、三产业占比分别为 2.6%、51.3%、46.1%，第三产业占比逐步提升，第二产业占比略降。2017 年，全区实现地区生产总值 1,789 亿元，增长 7.1%；2017 年末全区金融机构本外币存款总额 2,633 亿元，本外币贷款总额 2,509 亿元，金融业发展迅速。

图表 6：2018 年江苏省各市 GDP 比较



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：2017 年苏州六区四县 GDP 比较

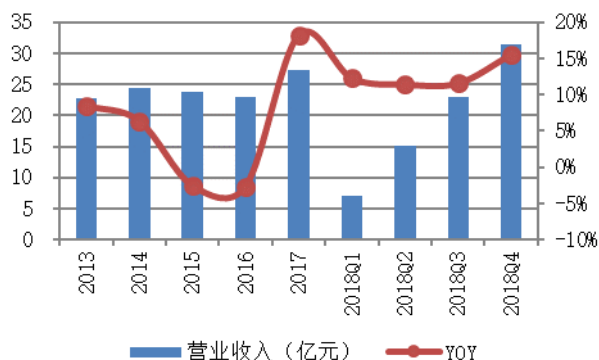


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、 营收增速提升，规模成业绩增长主因

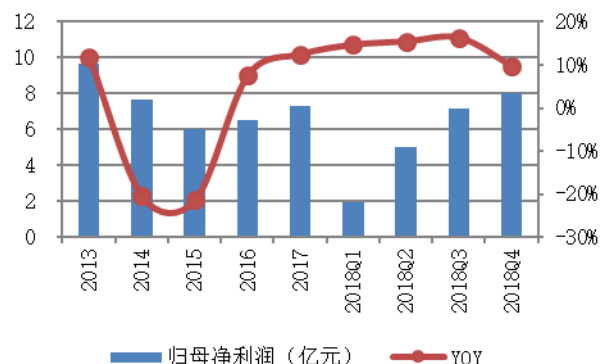
营业收入增速提升，归母净利润增速放缓。2018年，公司实现营业收入31.5亿元，同比+15.6%，增速较前三季度上升4.0个百分点。2017年，公司营业收入同比+18.2%，是近五年的最高点，2018年下降2.7个百分点。2016年至2018年前三季度，公司归母净利润同比增速逐渐攀升至16.2%，2018年公司实现归母净利润8.0亿元，同比+9.7%，增速较前三季度下降6.5个百分点。2018年前三季度，拨备前利润为15.6亿元，同比+10.4%，增速较上半年上升0.5个百分点。

图表 8：营业收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表 9：归母净利润及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

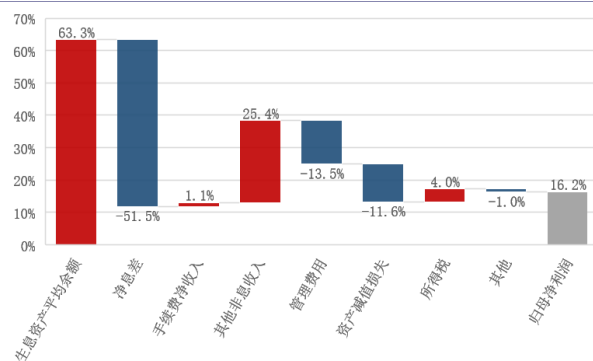
规模扩张是业绩增长的主要拉动力。2018年前三季度，吴江银行归母净利润同比+16.2%，其中，生息资产平均余额对业绩增长的贡献率最大（63.3%），但净息差拖累归母净利润增长，贡献率为-51.1%，两者相加后利息净收入仍然向上拉动利润，贡献率为11.8%。此外，其他非息收入对业绩增长的贡献率为25.4%，管理费用、资产减值损失对业绩的负贡献率分别为-13.5%、-11.6%。

图表 10：业绩归因分析表（单位：亿元）

影响因素	2017 前三季度	2018 前三季度	增加额	对归母净利润的拉动
生息资产平均余额	612.0	738.5	3.9	63.3%
净息差	3.10%	2.67%	-3.2	-51.1%
手续费净收入	0.6	0.6	0.1	1.1%
其他非息收入	1.0	2.6	1.6	25.4%
管理费用	-6.3	-7.1	-0.8	-13.5%
资产减值损失	-6.7	-7.4	-0.7	-11.6%
所得税	-1.2	-0.9	0.2	4.0%
其他	-0.2	-0.3	-0.1	-1.0%
归母净利润	6.2	7.2	1.0	16.2%

资料来源：Wind，太平洋研究院

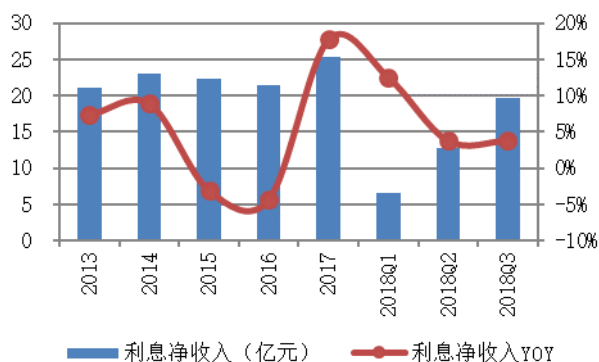
图表 11：2018 年前三季度业绩归因分析图



资料来源：Wind，太平洋研究院

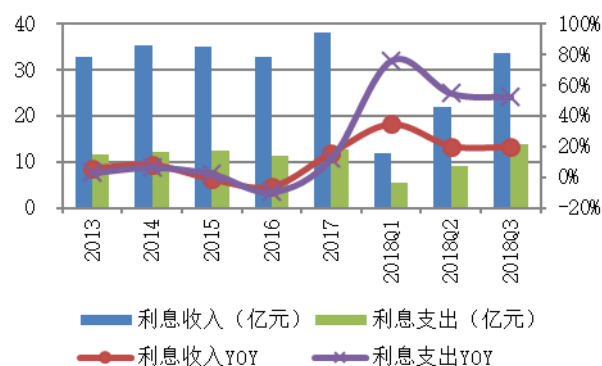
利息净收入增速维持稳定，利息支出涨幅较大。2018 年前三季度，吴江银行实现利息净收入 19.7 亿元，同比+3.9%，增速较上半年下降 0.02 个百分点，占营业总收入的比重为 85.9%。2017 年，公司利息净收入同比+17.8%，增速在 2015 年-2016 年连续两年下滑后达到近五年的最高点，18 年上半年有所回落。18 年前三季度，利息收入、利息支出分别为 33.5 亿元、13.8 亿元，分别同比+19.5%、+52.1%。利息支出涨幅较大的原因是已发行债务证券的利息支出增长较快，占利息支出的比重由 2017 年的 3.6% 上升至 25.1%。

图表 12：利息净收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

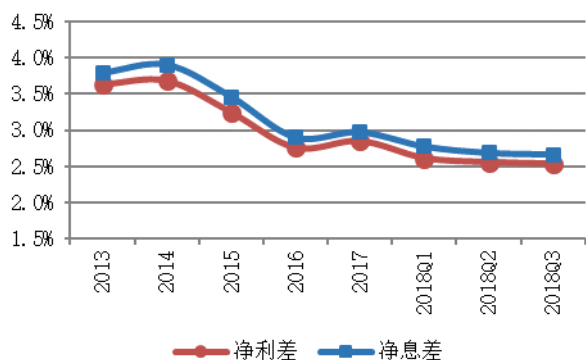
图表 13：利息收入及利息支出



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

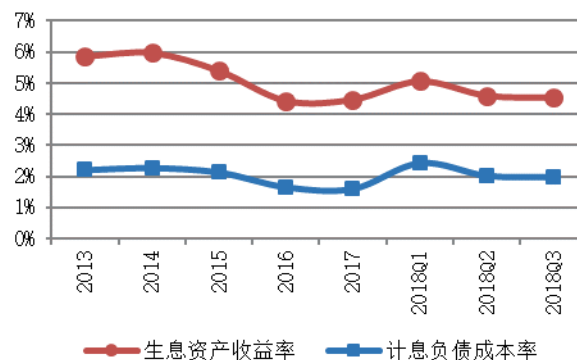
息差略有下降，但降幅趋缓。2018 年三季度末，吴江银行净息差、净利差分别为 2.67%、2.54%，较上半年分别下降 2 个 BP、2 个 BP。2017 年，净息差、净利差较 2016 年分别上升 7 个 BP、9 个 BP 至 2.97%、2.85%，2018 年前三季度有所下降，但降幅逐渐趋缓。2016 年，生息资产收益率降至近五年的最低点 4.42%，计息负债成本率在 2017 年降至最低点 1.61%，2018 年一季度分别上升至 5.06%、2.44%，三季度末又降至 4.53%、1.99%。

图表 14：净利差、净息差



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

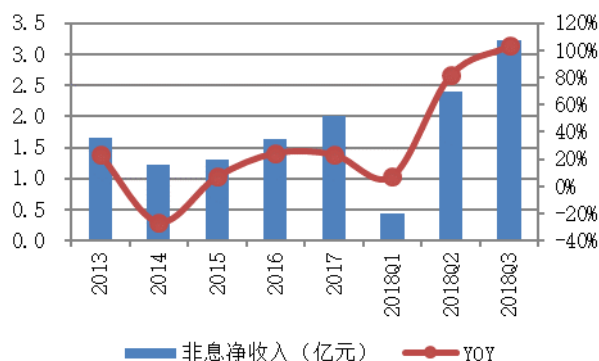
图表 15：生息资产收益率、计息负债成本率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

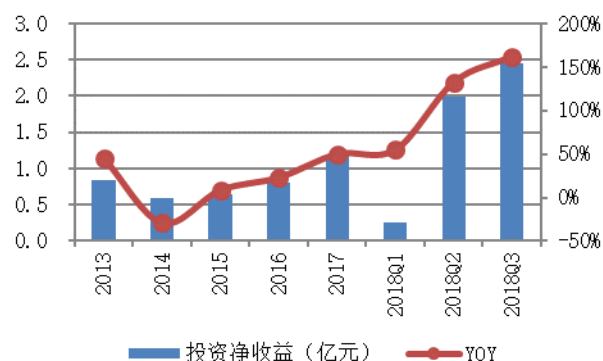
投资净收益骤增大幅拉动非息收入增长，手续费净收入增速由负转正。2018 年前三季度，吴江银行实现非利息净收入 3.2 亿元，同比+103.3%，增速较上半年上升 21.6 个百分点，占营业收入的比重为 14.1%。其中，投资净收益为 2.5 亿元，是上年同期的 1.6 倍，占非息净收入的比重上升至 76.0%，是非息净收入大幅上升的主要原因。手续费及佣金净收入为 0.6 亿元，同比+12.4%，增速较上半年大幅上升 30.7 个百分点，占营业收入的比重为 2.8%。

图表 16：非息净收入及增速



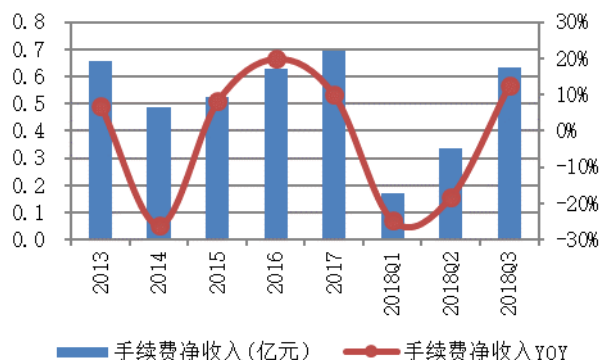
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 17：投资净收入及增速



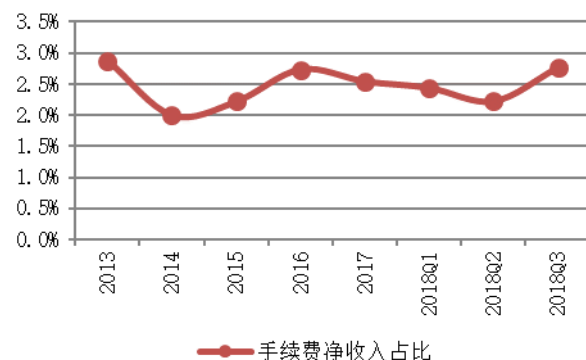
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 18：手续费净收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

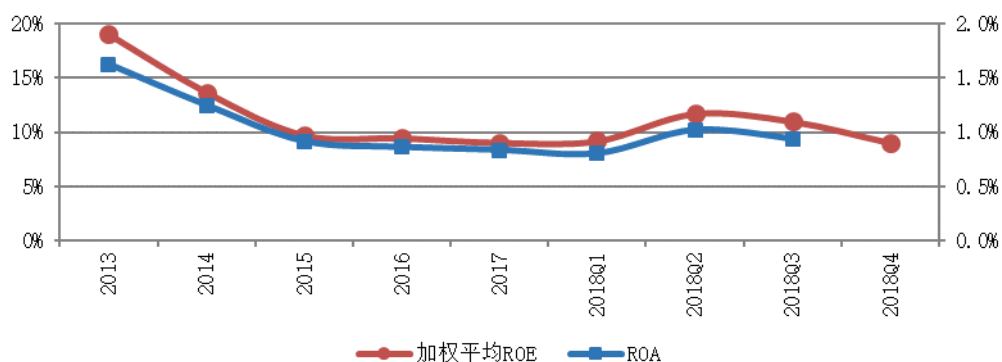
图表 19：手续费净收入占营业收入比重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

加权平均 ROE 下滑，但银行业 ROE 水平仍高于其他行业。吴江银行加权平均 ROE 由 2013 年的 19.01% 逐渐降至 2017 年的 9.06%，2018 年上半年上升至 11.70%，但 2018 年末回落至 9.05%。ROA 的变化趋势与 ROE 基本一致，2018 年三季度末，吴江银行 ROA 为 0.94%。截至 2 月 14 日，已有 20 家上市银行披露 2018 年业绩快报。20 家银行中，仅有 3 家银行 18 年 ROE 较三季度上升，银行业盈利能力普遍削弱。但是，上市银行整体 ROE 水平（12.7%）仍高于 A 股整体水平（10.3%），银行业高 ROE 低估值具有一定吸引力。

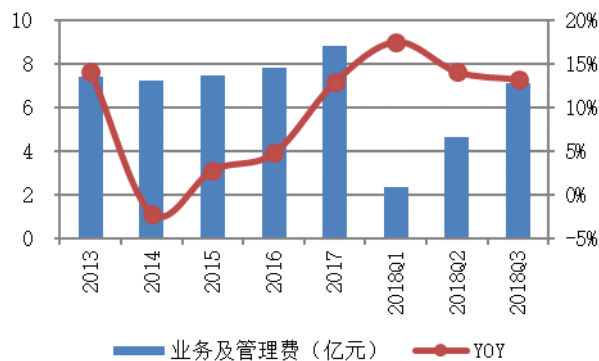
图表 20：加权平均 ROE、ROA



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

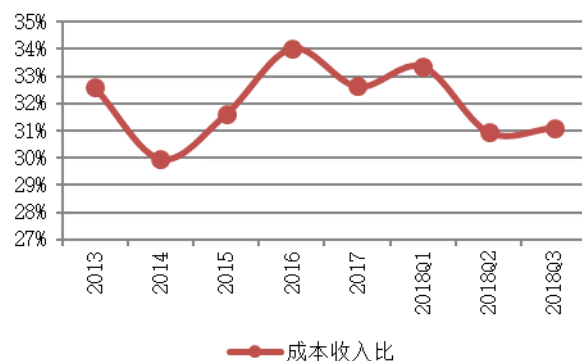
管理费用增速放缓，成本收入比较为稳定。2014 年至 2018 年一季度，吴江银行业务及管理费用同比增速由 -2.2% 上升至 17.6%，二、三季度有所下降（2018H：14.1%、2018Q3：13.3%）。吴江银行成本收入比保持在 30%-34%，2018 年三季度成本收入比为 31.1%。

图表 21：管理费用及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 22：成本收入比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、存贷款增速持续提升，公司贷款占比较大

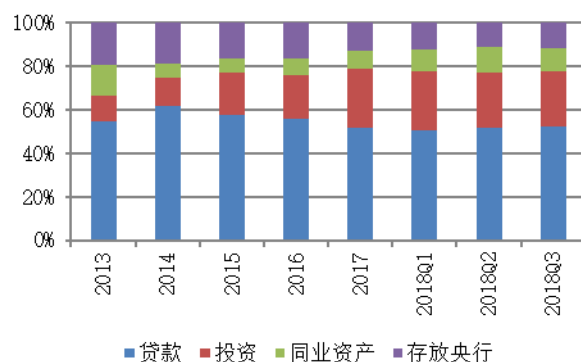
总资产突破千亿，贷款占比略有上升。2018 年末，吴江银行总资产规模为 1168 亿元，同比 +22.6%，增速较三季度末下降 3.8 个百分点，较 2017 年末上升 5.5 个百分点。2014 年，公司总资产同比-0.9%，2015 年至 2018 年，总资产规模同比增速呈逐渐上升趋势。2018 年三季度末，生息资产规模为 1065 亿元，占总资产的比重达 96.4%。生息资产中，发放贷款及垫款占比 52.2%（2018Q1：50.4%；2018H：51.5%）且持续提升，投资占比 25.4%，同业资产占比 10.7%，存放央行占比 11.7%。

图表 23：总资产及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

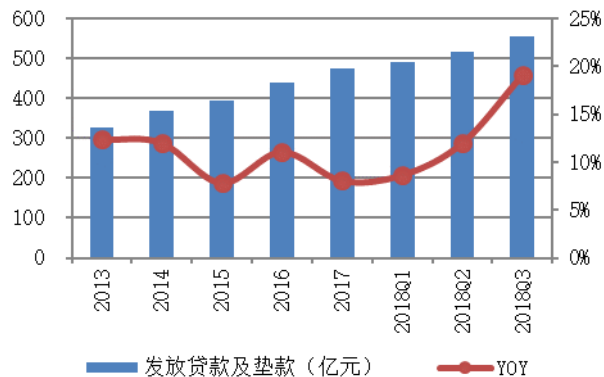
图表 24：生息资产结构



资料来源：Wind，太平洋研究院

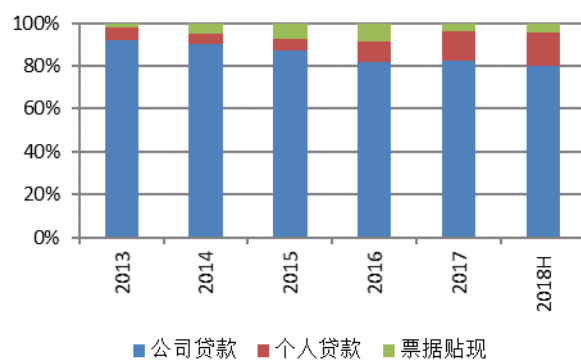
贷款增速连续三个季度上升，公司贷款占比超过 80%。2018 年三季度末，吴江银行发放贷款及垫款 557 亿元，同比+19.1%，增速连续三个季度上升（2017：8.0%；2018Q1：8.6%；2018H：11.9%）。从贷款结构看，公司贷款始终占有较大比重，但占比有所下降，2013 年公司贷款占贷款总额的比重未 91.9%，2018 年上半年末降至 80.3%（2017：82.5%）。而个人贷款占比逐渐提升，由 2014 年的 5.1% 上升至 2018 年上半年末的 15.0%（2017：13.5%），票据贴现占比较小（2018H：4.6%）。

图表 25：发放贷款及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

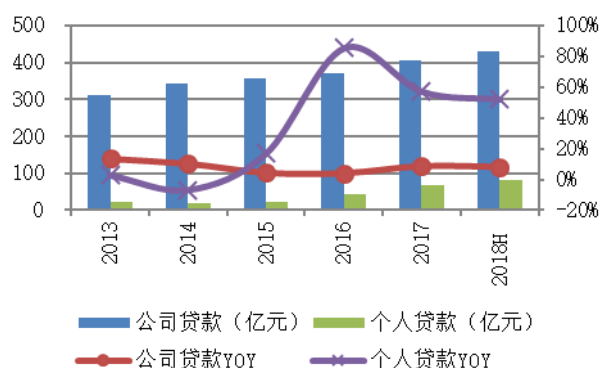
图表 26：贷款结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

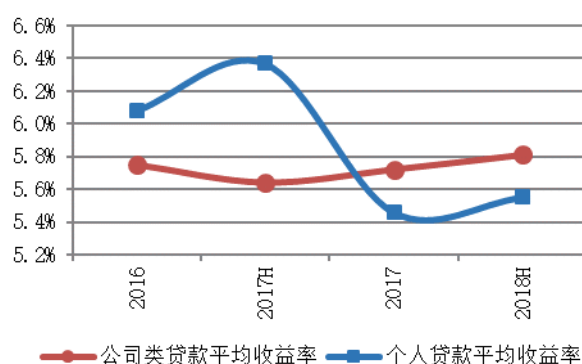
公司贷款增速放缓，个人贷款增长较快。贷款增速的提升受益于个人贷款较快增长，三季度末，个人贷款余额为 80 亿元，同比+51.9%，2016 年个人贷款同比增速达到 85.3%，2017 年保持 50% 以上的速度增长，2018 年上半年末，个人贷款占贷款总额的比重上升至 15.0%。公司贷款占比 80.3%，但增速从 2015 年起低于 10%，2018 年上半年同比+8.2%（2017：8.7%）。从贷款平均收益率看，2018 年上半年公司贷款平均收益率（5.81%）高于个人贷款（5.55%），且公司贷款平均收益率在 2017 年、2018 年上半年连续上升。

图表 27：公司贷款、个人贷款及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

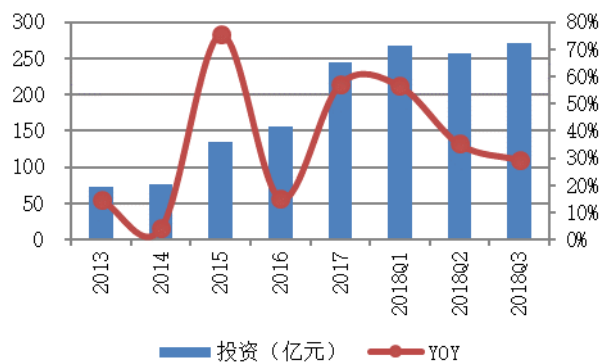
图表 28：公司贷款及个人贷款平均收益率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

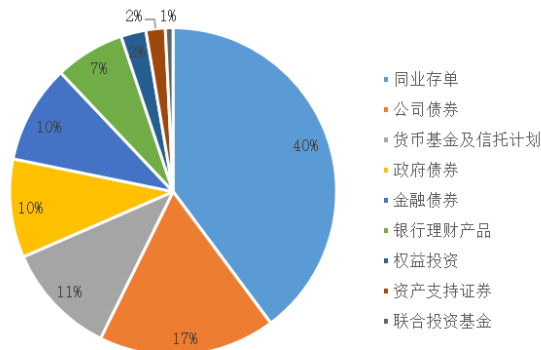
投资增速下降，但增速仍处于高位。2018 年三季度末，吴江银行金融市场投资规模为 270 亿元，同比+29.5%，增速较上半年末下降 5.8 个百分点。2017 年至 2018 年一季度，公司在金融市场投资增长较快，同比增速超过 50%，上半年起增速逐渐放缓但仍然在 30% 左右。金融市场投资中，占比较大的是可供出售金融资产和持有至到期，分别占投资的 66.9% 和 27.1%。从可供出售金融资产的结构看，占比较大的是同业存单和公司债券，占比分别为 39.8%、17.5%，两者皆属于债务工具，投资收益较为稳定。

图表 29：投资规模及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

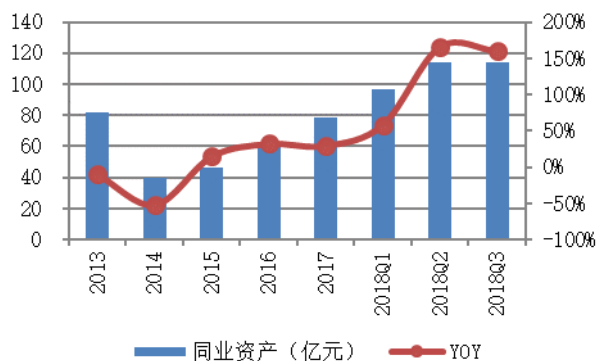
图表 30：可供出售金融资产结构 (2018H)



资料来源：Wind，太平洋研究院

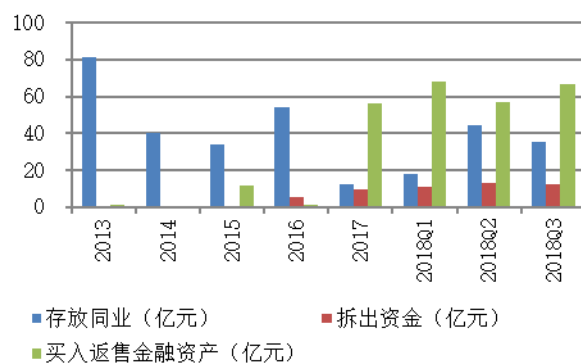
同业资产大幅增长，买入返售金融资产占比提升。2018 年三季度末，同业资产为 114 亿元，同比+159.5%，增速较上半年下降 5.9 个百分点。其中，买入返售金融资产由 2016 年的 1 亿元大幅增加至 2017 年的 56 亿元，2018 年三季度末增加至 67 亿元，占同业资产的比重上升至 57.9%；而存放同业款项在 2017 年降至 13 亿元（2016：54 亿元），2018 年三季度末为 35 亿元，占同业资产的 30.7%；拆出资金为 12 亿元，占比 10.4%。

图表 31：同业资产及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

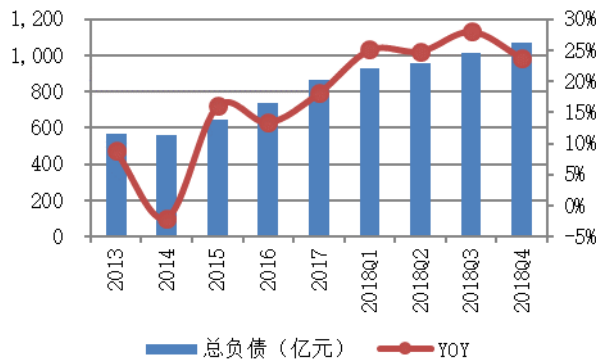
图表 32：同业资产分项



资料来源：Wind，太平洋研究院

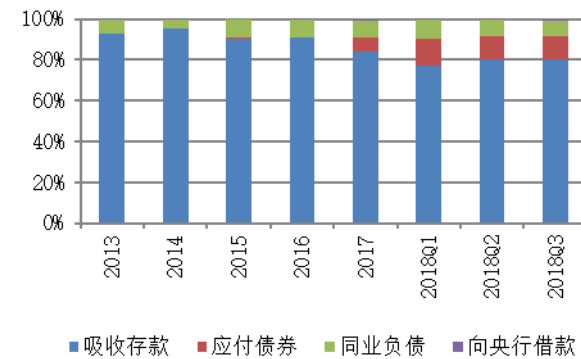
总负债规模增速放缓，吸收存款占计息负债 80%。2018 年三季度末，吴江银行总负债规模为 1074 亿元，同比+23.7%，增速较三季度末下降 4.3 个百分点，较 2017 年上升 5.6 个百分点。其中，2018 年三季度末计息负债规模为 992 亿元，同比+28.6%（2018H：26.1%），增速从 2017 年起逐步攀升（2016：13.5%；2017：18.3%）。从计息负债的结构看，存款占比维持在 80.5%；应付债券占比 11.3%；同业负债占比降至 7.6%；向央行借款占比 0.6%。

图表 33：总负债及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

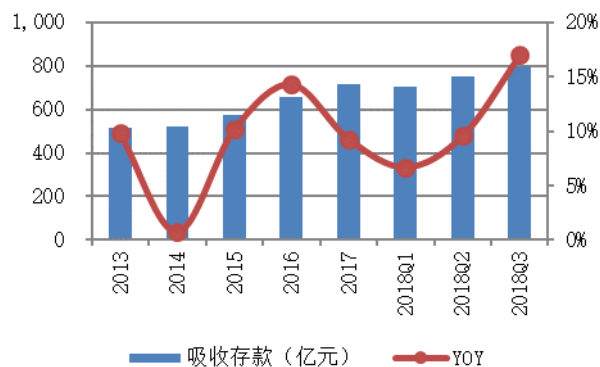
图表 34：计息负债结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

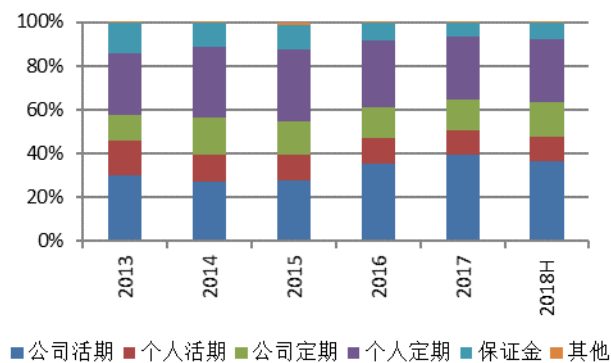
存款增速再创新高，公司活期存款占比最大。2018 年三季度末，吸收存款 798 亿元，同比+17.0%，增速较上半年上升 7.4 个百分点。且存款增速超过前高点，即 2016 年的 14.3%，连续上升两个季度后创近五年来新高。从存款结构看，2018 年上半年末，公司活期存款占比最大（36.4%），个人定期存款次之（28.9%）。公司存款占存款总额的比重超过 50%且逐渐增加，个人存款占比在 40%左右。

图表 35：吸收存款及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 36：存款结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、可转债成功发行，转股后提高核心一级资本充足率

目前股价高于转股价 6.3%，可转债持有人具有转股意愿。2018 年 8 月 2 日，吴江银行公开发行了 2500 万张可转债，每张面值 100 元，发行总额 25 亿元。2018 年 8 月 20 日起在上交所挂牌交易，2019 年 2 月 11 日起可转换为公司股份。截至 2 月 25 日，吴江银行收盘价为 7.96 元/股，高于其转股价 6.34 元/股，但低于转股价的 130%，可转债持有人具有转股意愿且股价仍有上升空间。目前可转债转股比例为 6.2%。根据经验，转债持有人一般在转股低于正股价时选择转股，当正股价高于转股价的 130%时触发有条件赎回条款，会促使转债持有人快速集中转股。

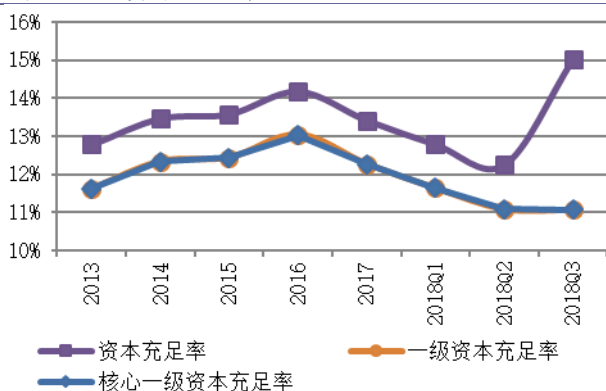
图表 37：吴银转债转股相关条款

吴银转债转股相关条款	
发行规模	25 亿元
票面金额	100 元/张，按照面值发行
票面利率	第一年 0.5%、第二年 0.8%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%
债券期限	6 年，2018/8/2-2024/8/1
转股期起止日期	2019/2/11-2024/8/1
转股价格	6.34 元/股

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

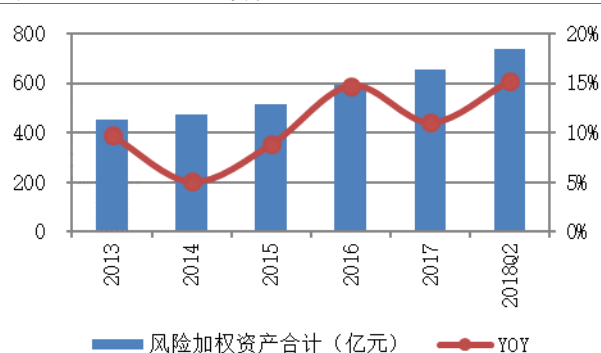
资本充足率上升，可转债发行补充核心一级资本。2018 年三季度末，吴江银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 15.01%、11.07%、11.06%，较上半年末分别上升 2.76 个、0.02 个、0.03 个百分点。2018 年上半年末，加权风险资产为 736 亿元，同比+15.3%（2017：11.0%）。吴江银行在 2019 年-2021 年资本管理规划中提出其资本充足率目标为：资本充足率不低于 12%、一级资本充足率不低于 10%、核心一级资本充足率不低于 9.5%。目前来看，该行资本管理已达到目标。上市以来，此次发行可转债是公司首次进行股权融资，公司内生性资本较为充足。若此次可转债全部转股，可极大地补充其核心一级资本。

图表 38：资本充足率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 39：加权风险资产及增速

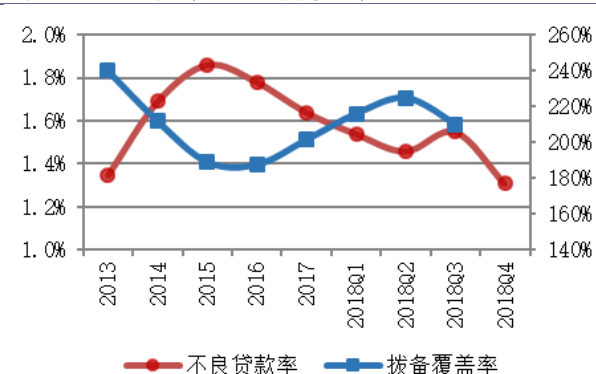


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、资产质量显著改善，不良贷款同比下降

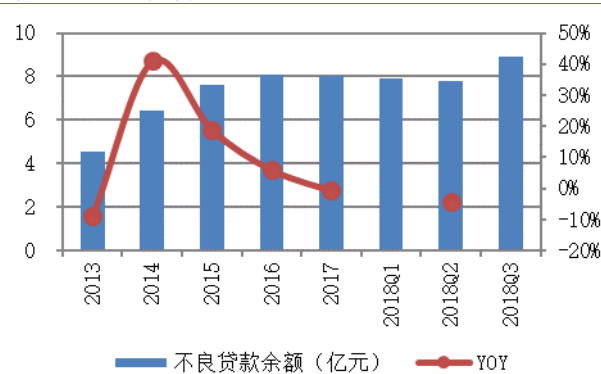
不良率大幅下降，不良贷款同比减少。2015 年至 2018 年，吴江银行不良率逐渐下行，从 1.86% 降至 1.31%。18 年末不良率较三季度末下降 24 个 BP，降幅在已公布 2018 年业绩快报的 20 家银行中最大。2018 年上半年末，不良贷款余额 7.8 亿元，同比-4.2%，降幅较 2017 年扩大 3.6 个百分点。2014 年，不良贷款增速达到最高点 41.0%，之后持续下降。2018 年三季度末，吴江银行拨备覆盖率为 210%，较上半年末下降 15 个百分点，较 2017 年上升 8 个百分点。

图表 40：不良率、拨备覆盖率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 41：不良贷款及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

关注贷款占贷款总额比重持续下降，正常贷款迁徙率下降。2014 年至 2018 年上半年，吴江银行正常贷款占贷款总额的比重从 76.5% 上升至 93.3%，同时关注贷款占比从 21.8% 降至 5.2%。从迁徙率看，正常贷款迁徙率逐年下降，从 2015 年的 1.72% 降至 2018 年上半年的 0.67%，关注贷款迁徙率呈上升态势，由 2.73% 上升至 6.46%。尽管关注贷款迁徙率上升，不良贷款仍同比下降，表明不良贷款核销力度较大。

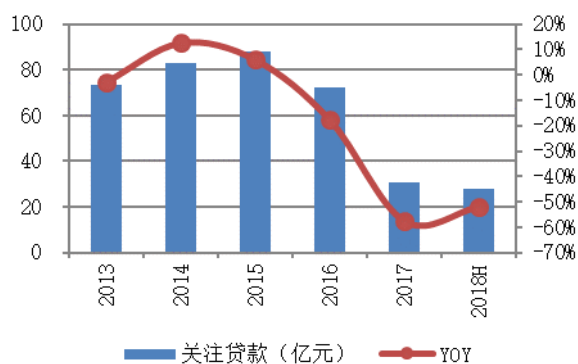
图表 42：五级贷款分类

分类	金额（亿元）			占贷款总额比重			迁徙率		
	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H
正常贷款	374.1	452.3	497.8	82.3%	92.1%	93.3%	1.6%	1.4%	0.7%
关注贷款	72.2	30.5	27.7	15.9%	6.2%	5.2%	4.0%	5.9%	6.5%
次级贷款	5.1	5.3	6.4	1.1%	1.1%	1.2%	66.0%	20.3%	0.0%
可疑贷款	2.4	0.8	0.5	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%	38.7%	0.0%
损失贷款	0.6	2.0	0.8	0.1%	0.4%	0.2%	-	-	-
逾期 90 天以内贷款	5.8	4.6	10.9	1.3%	0.9%	2.0%	-	-	-
逾期 90 天以上贷款	6.2	6.4	7.2	1.4%	1.3%	1.4%	-	-	-
贷款总额	454.5	490.9	533.3	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	-

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

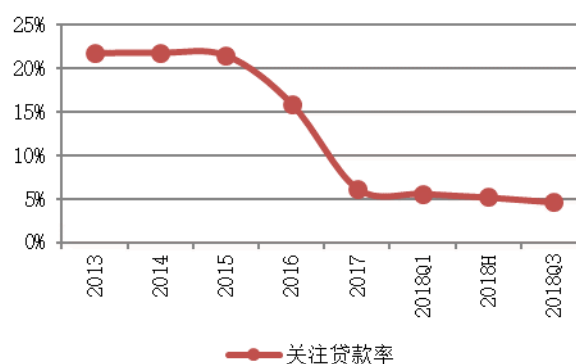
关注贷款同比降幅超 50%。2018 年上半年末，吴江银行关注贷款余额为 497.8 亿元，同比-51.9%，降幅较 2017 年缩窄 5.9 个百分点。2015 年起，关注贷款同比增速逐年下降。作为不良率的先行指标，关注贷款同比减少意味着未来不良贷款率有较大下降空间。

图表 43：关注贷款及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

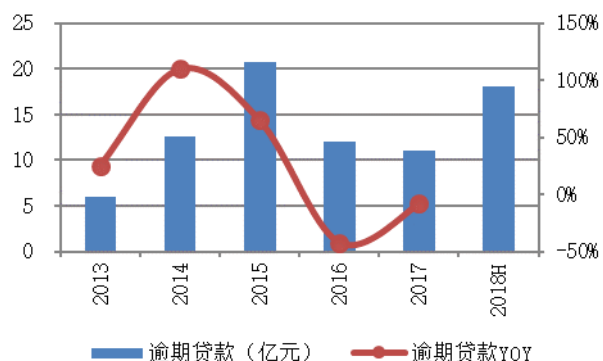
图表 44：关注贷款率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

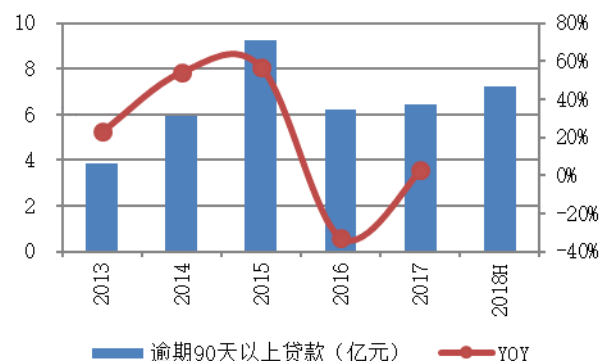
逾期贷款占总贷款比重上升。逾期贷款占贷款总额的比重最高达到 5.1%（2015 年），2017 年降至 2.2%。2018 年上半年末，逾期贷款为 18.1 亿元，较 2017 年末增加 7.1 亿元，占贷款总额的 3.4%，较 2017 年上升 1.2 个百分点。其中，逾期 90 天以上贷款为 7.2 亿元，占贷款总额的 1.4%，较 2017 年上升 0.1 个百分点。2016 年至 2017 年，逾期贷款大幅减少，分别同比-42.2%、-8.2%，逾期 90 天以上贷款分别同比-32.7%、+2.8%。

图表 45：逾期贷款及增速



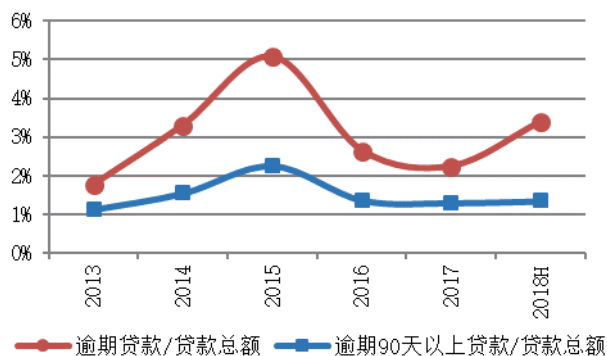
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 46：逾期 90 天以上贷款及增速



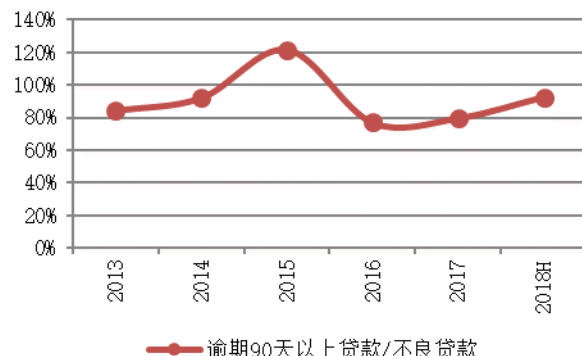
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 47：逾期贷款占贷款总额比重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 48：逾期 90 天以上贷款/不良贷款



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

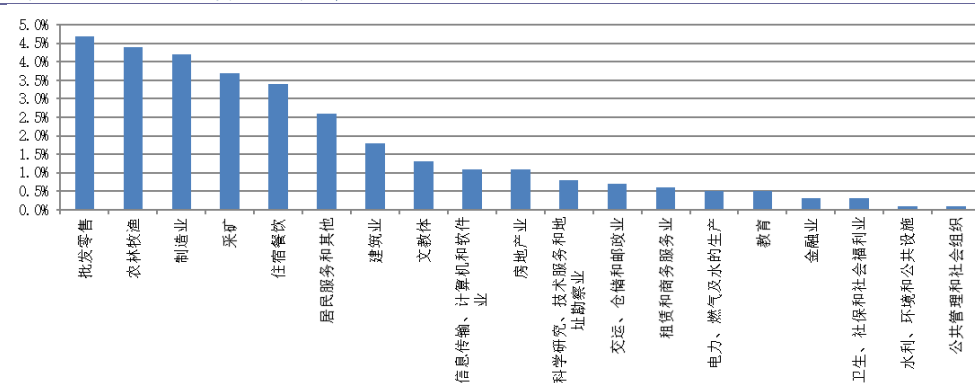
公司贷款结构调整，有利于不良率进一步降低。2018 年上半年末，公司贷款占总贷款的比重下降 1.5 个百分点至 85.0%（2017：86.5%）。公司贷款按行业分类，占比最大的是制造业、批发零售业和建筑业，2018 年上半年末占总贷款的比重分别为 51.7%、9.7%和 4.1%，其行业不良贷款率分别为 4.2%、4.7%和 1.8%。2018 年上半年，不良率较高的制造业、批发零售业贷款占总贷款的比重已有所下降，而不良率较低的建筑业贷款占比提升，有助于提高银行资产质量。

图表 49：公司贷款按行业分类（单位：亿元）

行业	2017		2018H	
	余额	占比	余额	占比
公司贷款	424.5	86.5%	453.2	85.0%
制造业	270.8	55.2%	275.5	51.7%
批发和零售业	50.4	10.3%	51.6	9.7%
建筑业	19.9	4.1%	21.9	4.1%
房地产	16.7	3.4%	17.7	3.3%
水利、环境和公共设施管理业	13.1	2.7%	23.8	4.5%
住宿和餐饮业	9.1	1.9%	8.7	1.6%
农林牧渔	6.1	1.2%	7.7	1.5%
租赁和商务服务业	8.2	1.7%	7.2	1.4%
电力、燃气及水的生产供应	4.1	0.8%	4.8	0.9%
交运、仓储和邮政业	4.4	0.9%	6.1	1.1%
其他	2.1	0.4%	3.4	0.6%
贴现	19.7	4.0%	24.8	4.6%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 50：各行业贷款不良率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

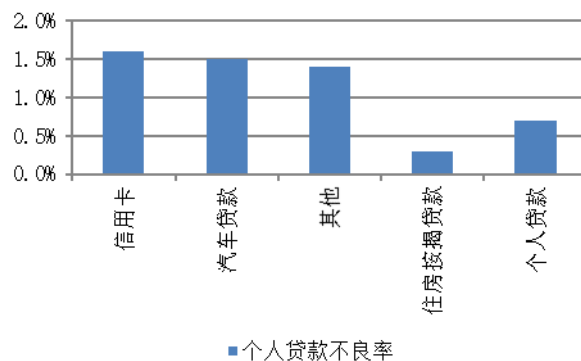
不良率较低的个人贷款占比提高，住房按揭贷款占比提升较大。个人贷款占贷款总额的比重由 2017 年上半年末的 13.5% 上升至 2018 年上半年末的 15.0%。其中，不良率较低的个人住房按揭贷款占总贷款的比重最高（9.8%），且较 2017 年提高 0.6 个百分点；个人经营性贷款占比提高 0.4 个百分点至 3.7%；个人消费贷款占比 1.4%；信用卡贷款占比最低（0.2%）。

图表 51：个人贷款按行业分类

单位：亿元	2017		2018H	
	余额	占比	余额	占比
个人贷款	66.4	13.5%	80.1	15.0%
信用卡应收账款	0.7	0.1%	0.9	0.2%
住房按揭贷款	45.2	9.2%	52.1	9.8%
个人经营性贷款	16.1	3.3%	19.5	3.7%
个人消费贷款	4.4	0.9%	7.7	1.4%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

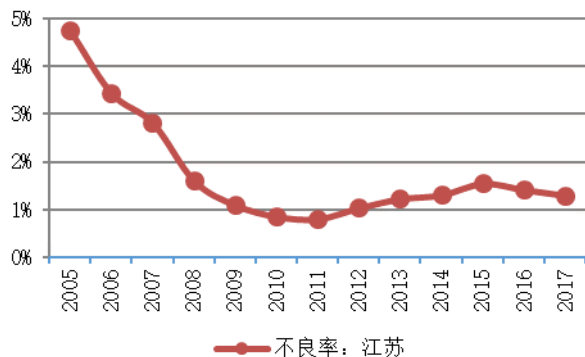
图表 52：个人贷款不良率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

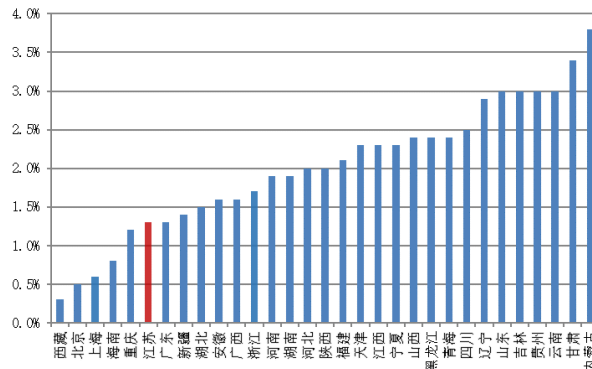
资产质量具有地域优势，江苏省不良率在全国处于较低水平。2005 年至 2011 年，江苏省不良率显著下降至历史最低点 0.81%。2012 年至 2015 年略有上升至 1.55%，2016 年至 2017 年又下降至 1.30%。2017 年，江苏省不良率在全国 31 个省和直辖市中排名第五，处于较低水平。

图表 53：江苏省不良率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 54：2017 年各省不良率比较



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

六、 投资建议

贷款主要投向吴江地区，地域优势明显。从贷款和垫款地区分布看，吴江地区贷款占贷款总额的比重始终在 70%以上。苏州市吴江区地处长三角经济区核心地带，是我国经济最为发达的地区之一。2017 年，全区实现地区生产总值 1,789 亿元，增长 7.1%；2017 年末全区金融机构本外币存款总额 2,633 亿元，本外币贷款总额 2,509 亿元，金融业发展迅速。此外，江苏省资产质量较好，不良率在 31 个省份、自治区中排在第五位（由低到高）。

营业收入增速提升，规模扩张是业绩增长的主要拉动力。2018 年，公司实现营业收入 31.5 亿元，同比+15.6%；实现归母净利润 8.0 亿元，同比+9.7%。2018 年前三季度，吴江银行归母净利润同比+16.2%，其中，生息资产平均余额对业绩增长的贡献率最大（63.3%），但净息差拖累归母净利润增长，贡献率为-51.1%，两者相加后利息净收入仍然向上拉动利润，贡献率为 11.8%。

总资产突破千亿，存贷款增速持续提升。2018 年末，吴江银行总资产规模为 1168 亿元，同比+22.6%（2018Q3：26.4%）。其中，贷款占比提升至 50.4%（2018Q3：49.5%）。2018 年三季度末，吴江银行发放贷款及垫款 557 亿元，同比+19.1%，增速连续三个季度上升（2017：8.0%；2018Q1：8.6%；2018H：11.9%）。从贷款结构看，公司贷款始终占有较大比重（80.3%），但占比有所下降，而个人贷款占比逐渐提升。

成功发行可转债，转股后提高核心一级资本充足率。2018 年 8 月 2 日，吴江银行公开发行了 2500 万张可转债，发行总额 25 亿元。2019 年 2 月 11 日起可转换为公司股份。目前可转债转股比例为 6.2%。可转债转股后可补充核心一级资本，提高核心一级资本充足率，为银行资产规模扩张提供资本支撑。2018 年三季度末，吴江银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 15.01%、11.07%、11.06%，较上半年末分别上升 2.76 个、0.02 个、0.03 个百分点。上市以来，此次发行可转债是公司首次进行股权融资，公司内生性资本较为充足。

不良率大幅下降，资产质量优于同行。2015 年至 2018 年，吴江银行不良率逐渐下行，从 1.86% 降至 1.31%。18 年末不良率较三季度末下降 24 个 BP，降幅在已公布 2018 年业绩快报的 20 家银行中最大。2018 年上半年末，不良贷款余额 7.8 亿元，同比-4.2%（2017：-0.6%）。此外，贷款结构调整有助于改善资产质量，不良率较高的公司贷款占比下降，着重减少在资产质量较差的行业上的贷款投放，个人贷款中住房抵押贷款占比提升较大。2018 年三季度末，拨备覆盖率为 210%，较上半年末下降 15 个百分点，较 2017 年上升 8 个百分点。

投资建议：吴江银行业务集中在经济较为发达的苏州吴江地区，资产质量优异，地域优势明显。18 年业绩增长主要依靠规模拉动，存贷款增速持续提升。同时，可转债发行为规模扩张奠定资本基础。预计 19/20 年归母净利润 YOY 分别为 12.1%/11.3%，对应 BVPS7.59/8.89 元，现价 1.05/0.90 倍 PB。2019 年目标价 9.6 元，对应 1.3 倍 PB，现价空间 20%，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行的风险；信用违约可能在节奏上超逾期；严监管的政策风险；信用风险；市场风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
发放贷款	43,927	47,463	56,481	64,388	70,827	利息净收入	2,143	2,525	2,710	3,026	3,324
投资	6,074	7,874	11,571	16,377	21,200	利息收入	3,269	3,789	4,395	5,055	5,813
存放同业	9	508	21	519	17	利息支出	1,126	1,264	1,686	2,029	2,489
拆出资金	541	990	1,386	1,802	2,252	手续费净收入	63	69	78	86	93
买入返售款项	100	5,619	7,024	9,834	12,784	其他非息收入	100	131	362	421	514
现金或存放央行	12,851	11,734	10,560	10,032	10,534	营业收入	2,306	2,726	3,150	3,532	3,931
其他资产	2,919	3,682	3,844	2,382	2,889	税金及附加	43	25	35	35	39
资产合计	81,348	95,271	116,782	137,802	161,220	业务及管理费	785	887	1,040	1,166	1,297
吸收存款	65,388	71,465	83,614	95,320	106,750	资产减值损失	689	954	1,134	1,307	1,454
已发行债券	-	5,834	11,668	15,168	19,718	营业支出	1,517	1,866	2,208	2,508	2,791
同业存放	519	17	191	1,145	1,717	营业利润	789	860	942	1,024	1,140
拆入资金	-	26	227	1,259	3,905	利润总额	799	862	894	1,024	1,140
卖出回购金融资产款	5,770	7,172	7,530	8,660	9,959	所得税	140	123	89	123	137
向央行借款	143	450	810	1,215	1,580	净利润	659	739	805	901	1,003
应交税费	65	89	110	130	152	少数股东损益	9	8	3	3	3
其他负债	1,586	1,745	3,221	3,801	4,447	归母净利润	650	731	802	899	1,001
负债合计	73,470	86,798	107,371	126,690	148,234	预测指标					
股本	1,114	1,448	1,448	1,448	1,448		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈余公积	2,474	2,648	2,865	3,127	3,414	贷款增长率	11.07%	8.05%	19.00%	14.00%	10.00%
一般风险准备	1,622	1,821	2,060	2,332	2,632	存款增长率	14.34%	9.29%	17.00%	14.00%	12.00%
未分配利润	935	1,227	1,452	1,682	1,946	利息净收入增速	-4.22%	17.83%	7.31%	11.66%	9.84%
归属母公司股东权益合计	7,750	8,421	9,305	10,993	12,879	营收增速	-2.64%	18.22%	15.55%	12.13%	11.30%
少数股东权益	103	106	106	112	114	净利润增长率	7.58%	12.43%	9.70%	12.07%	11.33%
股东权益合计	7,879	8,473	9,411	11,105	12,993	ROE	9.48%	9.06%	9.05%	8.88%	8.40%
盈利能力						ROA	0.86%	0.84%	0.76%	0.71%	0.67%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	BPS (元)	6.98	5.78	6.43	7.59	8.89
生息资产收益率	4.44%	4.46%	4.30%	4.07%	3.96%	EPS(元)	0.58	0.50	0.55	0.62	0.69
付息负债成本率	1.67%	1.61%	1.78%	1.79%	1.87%	PE(X)	13.64	15.77	14.37	12.82	11.52
净息差	2.90%	2.97%	2.67%	2.69%	2.71%	PB(X)	1.14	1.38	1.24	1.05	0.90
成本收入比	34.03%	32.63%	33.00%	33.00%	33.00%	PPOP (元)	2.08	1.72	1.83	2.15	2.43
						P/PPOP (X)	3.83	4.64	4.35	3.71	3.28

资料来源：WIND，太平洋证券

银行团队介绍

孙立金：银行首席分析师，北京大学企业管理硕士；十年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券；对银行、非银有深入研究。2016 年金融界银行第 3 名，2017 年东方财富银行第 4 名；2018 年“天眼”最佳分析师银行第 2 名；“每市”组合 2018 年银行第 2 名。

支初蓉：银行行业研究助理，英国杜伦大学金融学硕士，2018 年加入太平洋证券，对商业银行有深入研究。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于—5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于—5%与—15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。