

## 与江苏省区域经济同频共振相伴成长

——江苏银行 (600919.SH)

银行/银行

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

公司自 18 年底至今,一直有重要股东和高管进行增持,显现出股东和高管看好公司长期得成长空间。我们认为随着公司深化江苏省内经营,持续做大零售业务,对公层面大力支持国家重点发展方向,贷款规模将维持高增速。此外,公司不良认定标准十分严格,资产质量显著改善。未来公司有望跻身头部银行。

**重要股东增持彰显信心:** 18 年底至今,公司重要股东和高管合计增持 4.67 亿股,占总股本的 3.16%,彰显了对公司未来发展前景的信心和成长价值的认可。此外近期宁沪高速拟通过二级市场增持流通股不超过 1.6 亿股,增持后与其关联方首次合计持有公司 5% 以上股份。

**与区域经济同频共振:** 公司服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈,主要业务集中在江苏省,以本土优势构筑发展护城河,与区域经济同频共振相伴成长。在江苏省内公司积极布局苏中+苏北地区,享受区域高速发展带来的红利。

**做大零售业务:** 公司紧扣“做大零售业务,深化客户经营”这一战略目标,大力发展零售贷款业务。2020 年底零售贷款余额 4699.1 亿元,2016-2020 年 CAGR 为 36.4%,占发放贷款及垫款的比重从 2016 年的 20.9% 上升至 2020 年的 39.1%。其中消费贷和信用卡将成为公司未来增长的方向,公司 21 年 3 月设立消金子公司,可在全国进行业务拓展,突破了区域经营限制,预计未来消金带来的收入将成为公司营收的重要组成部分。

**对公贷款符合国家重点发展方向:**

- 公司始终坚守服务小微企业、服务实体经济的发展定位。2020 年末公司小微企业贷款/贷款总额为 36.3%,在 7 家公布数据的上市城商行中排名第 1 位。公司小微企业贷款占省内市场份额约 10%,在省内排名第 1 位。
- 公司作为首家采纳“赤道原则”的城商行,围绕“美丽中国”“美丽江苏”建设持续创新服务,绿色信贷余额保持省内第一位,至 20 年底,绿色信贷占对公贷款比值为 15%。
- 公司立足江苏制造业资源禀赋,加大高端制造集群服务力度,先进制造业贷款占比制造业总贷款自 16 年的 31.1% 提升至 20 年的超 40%。

**资产质量自 16 年开始显著改善:**

- 16 年后公司主动调整贷款结构,提升零售贷款占比,弱化贷款周期性,在对公贷款方面压降制造业和批发和零售业贷款增长规模,同时提高高端制造业和绿色信贷的比重,贷款质量得到显著优化。
- 公司执行严格的认定标准。20 年末,公司逾期 90 天以上/不良贷款和逾期贷款/不良贷款的比值分别为 68.1% 和 91.3%,在上市城商行中位于第 3 名,不良认定标准超过绝大部分城商行。

**大财富管理发力:** 公司依托优质扎实的客群基础,深化投融资两端融合,零售 AUM 规模快速扩大,财富、私行客户数加速增长,理财业务连续 20 个季度在《普惠标准》“资产管理综合能力评价”中排城商行第一位。

**投资建议:** 预计公司 2021/2022/2023 EPS 分别为 1.22/1.46/1.68 元,我们认为公司 2021 年合理 PB 为 1.0X,对应股价为 9.16 元,对应 PE(2021E)为 7.5X,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 经济超预期下行风险、政策变化风险、经营战略改变风险、市场风险。

评级

买入 (首次)

2021 年 08 月 05 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

汪冰洁

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121060014

wangbingjie@shgsec.com

## 交易数据

时间 2021.08.05

总市值/流通市值 (亿元)	926/920
总股本 (万股)	1,476,960.78
核心一级资本充足率	8.77%
一级资本充足率	11.21%
资本充足率	13.66%
每股净资产 (元)	9.48
收盘价 (元)	6.27
一年内最低价/最高价 (元)	5.08/7.63

## 公司股价表现走势图



资料来源: wind 申港证券研究所

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	450	520	616	720	816
增长率 (%)	27.68	15.68	18.45	16.84	13.35
归母净利润 (亿元)	146	151	180	215	248
增长率 (%)	11.89	3.06	19.75	19.35	15.13
净资产收益率 (%)	11.20	9.46	9.58	10.63	11.26
每股收益 (元)	1.27	1.02	1.22	1.46	1.68
PE	4.95	6.15	5.13	4.30	3.74
PB	0.66	0.68	0.63	0.57	0.51

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

## 内容目录

1. 重要股东增持显现成长空间 .....	5
1.1 股东增持彰显信心 .....	5
1.2 核心管理人员稳定 .....	7
2. 财务分析：近三年公司基本面持续向好 .....	7
3. 与区域经济同频共振 .....	10
3.1 公司主要业务集中在江苏省 .....	10
3.2 江苏省区域经济环境优秀 .....	11
3.3 江苏省制造业资源禀赋 .....	11
3.4 江苏省外向型经济环境 .....	12
3.5 公司积极布局苏中苏北地区 .....	12
4. 做大零售业务 支持重点方向 .....	14
4.1 消费贷和信用卡驱动零售贷款增长 .....	14
4.2 对公贷款大力支持国家重点发展方向 .....	16
5. 不良认定严格 守牢风险底线 .....	17
6. 依托扎实客群基础 开启财富管理时代 .....	19
7. 江苏银行估值和投资建议 .....	21

## 图表目录

图 1：重要股东增持和减持（万股、元） .....	6
图 2：1 年期贷款基准持续下行（%） .....	9
图 3：负债端增长率和利率（%） .....	9
图 4：发放贷款及垫款增长率（%） .....	9
图 5：近两年净息差企稳回升 .....	9
图 6：不良贷款核销与减值计提（亿元、%） .....	10
图 7：近三年贷款质量出现显著改善 .....	10
图 8：江苏银行在江苏省市占率 .....	11
图 9：江苏省存贷款余额同比增长较快 .....	11
图 10：江苏省 GDP 增长率高于全国水平（%） .....	11
图 11：人均地区生产总值（元） .....	11
图 12：江苏省进出口总额/全国进出口总额稳定在 14% .....	12
图 13：苏中+苏北地区 GDP 与苏南地区差距缩小 .....	14
图 14：苏中+苏北地区 GDP 增速快于苏南 .....	14
图 15：零售贷款占比提升 .....	14
图 16：零售贷款高速增长 .....	14
图 17：2018-2020 年公司信用卡业务高速发展 .....	16
图 18：公司绿色信贷占比逐年提升 .....	17
图 19：16 年后公司贷款质量显著改善 .....	18
图 20：15 年后不良贷款先行指标逐渐好转 .....	18
图 21：公司代理委托业务收入连续两年增长 20% .....	19
图 22：公司代理委托业务收入占营收比重边际上升 .....	19
表 1：江苏银行发展进程 .....	5
表 2：2021Q1 江苏银行股权结构 .....	6

表 3: 高管持股.....	6
表 4: 江苏银行业绩归因 (%) .....	7
表 5: 老 16 家上市银行业绩归因 (%) .....	8
表 6: 生息资产平均余额增长归因分析 (%) .....	8
表 7: 净利息收入归因分析 (%) .....	9
表 8: 2020 年江苏银行机构分布 .....	13
表 9: 江苏省三家上市城商行机构布局 .....	13
表 10: 个人贷款增长余额及增长情况 .....	15
表 11: 个人贷款分类型占比 .....	15
表 12: 银行系消费金融公司 .....	15
表 13: 江苏银行小微企业贷款占比排名第一 .....	16
表 14: 公司高端制造业贷款占比逐渐提升 .....	17
表 15: 公司贷款前六大行业占比 .....	17
表 16: 公司拨备覆盖率和不良贷款率仍处于上市城商行的中下游水平 .....	18
表 17: 公司不良认定标准位于城商行前列 .....	19
表 18: 上市城商行年初至今发行理财产品数 .....	20
表 19: 21Q2 上市城商行基金保有规模 .....	20
表 20: 年初至今银行系理财发行产品数量 .....	21
表 21: 财务预测表 .....	23

## 1. 重要股东增持显现成长空间

江苏银行成立于 2007 年，由江苏省内的原无锡商行、苏州商行、南通商行、常州商行、淮安商行、徐州商行、镇江商行、扬州商行、盐城商行和连云港商行等十家城市商业银行通过合并重组设立的股份有限公司。2016 年 8 月江苏银行募资逾 71.29 亿元在上海证券交易所挂牌上市。公司始终坚持以“融创美好生活”为使命，以“融合创新、务实担当、精益成长”为核心价值观，致力于建设“智慧化、特色化、国际化、综合化”的服务领先银行。下辖 17 家分行和苏银金融租赁公司、苏银理财公司、苏银凯基消费金融公司、苏银村镇银行 4 家子公司，服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈，实现了江苏省内县域全覆盖。

表 1：江苏银行发展进程

日期	重要事件
2006 年	原 10 家城市商业银行股东以其经净资产核算、资产评估后的净资产折股出资获得 43.13 亿股。同时，为确保本行成立后资本充足率持续达标，并通过增资扩股进一步优化股权结构、完善公司治理，江苏省城商行合并重组委确定采取溢价发行的方式，向 35 户法人定向发行 35.37 亿股。
2007 年	江苏省内的原无锡商行、苏州商行、南通商行、常州商行、淮安商行、徐州商行、镇江商行、扬州商行、盐城商行和连云港商行等十家城市商业银行通过合并重组设立江苏银行股份有限公司。
2009 年	江苏银行以 3.60 元/股的价格分别向沙钢集团、苏宁电器和三胞集团定向增发 3.00 亿股、1.50 亿股和 1.00 亿，共募集新股 5.50 亿股，募集资金总额 19.80 亿元。
2010 年	江苏银行以每股 5.00 元的价格进行了增资扩股，共募集新股 7.00 亿股，募集资金总额 35.00 亿元，11 家企业参加了本次增资扩股。
2013 年	江苏银行以每股 5.00 元的价格进行了增资扩股，共募集新股 12.90 亿股，募集资金总额 64.50 亿元，17 家企业参加了本次增资扩股。
2015 年	江苏银行股份有限公司、江苏凤凰出版传媒集团有限公司、南京高精传动设备制造集团有限公司共同出资设立江苏省内首家银行系金融租赁公司苏银金融租赁，江苏银行出资 18 亿元，持股比例 60%。
2016 年	江苏银行募资逾 71.29 亿元在上海证券交易所挂牌上市。
2020 年	江苏银行出资设立全资子公司苏银理财有限责任公司，注册资本 20 亿元人民币，是江苏省内首批开业的银行理财子公司。
2021 年	江苏银行股份有限公司、海澜之家股份有限公司、五星控股集团有限公司、凯基商业银行股份有限公司共同出资成立苏银凯基消费金融公司，苏银凯基注册资本为 6 亿元人民币，其中江苏银行出资比例 50.1%。

资料来源：招股说明书、年报、申港证券研究所

### 1.1 股东增持彰显信心

江苏银行股权结构较为分散，多数股东具有国资背景。江苏银行股权结构较为分散，前三大股东江苏省国际信托有限责任公司、江苏凤凰出版传媒集团有限公司和华泰证券股份有限公司分别持股 8.2%、8.1%和 5.6%，前十大股东合计持股 41.4%。从前十大股东来看，大多具有地方国资背景。

江苏银行在经历了 17-18 年的新股减持后，从 18 年底至今，大股东和高管对公司股票进行增持，彰显了对公司未来发展前景的信心和成长价值的认可：

- ◆ 公司股票在 2018 年 5 月 24 日收盘已连续 20 个交易日收盘价低于本行最近一期经审计的每股净资产，触发稳定股价措施，根据稳定股价措施第一大股东江苏信

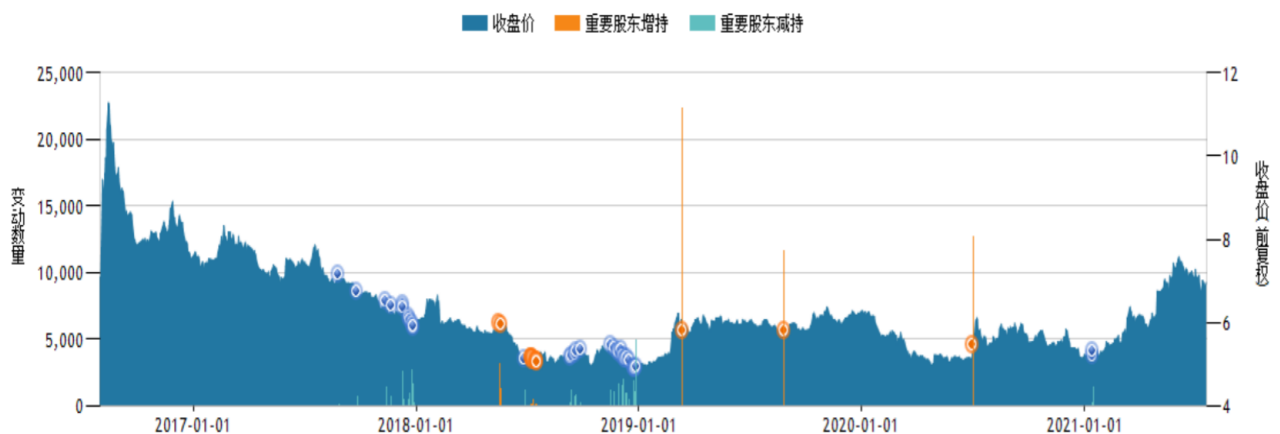
托和公司高管需增持公司股份，除此以外公司在 17-18 年期间经历了新股减持，减持共计 3.78 亿股，占总股本的 2.55%。

- ◆ 而从 18 年底至今，一直有重要股东和高管进行增持，增持共计 4.67 亿股，占总股本的 3.16%，其中第二大股东江苏凤凰出版传媒集团有限公司增持 0.36 亿股，江苏凤凰资产管理有限公司（江苏凤凰出版传媒集团有限公司全资子公司）增持 2.13 亿股，江苏省国信集团有限公司（江苏省国际信托有限责任公司控股股东）增持 2.18 亿股。
- ◆ 2021 年 7 月 19 日，江苏银行公告称江苏银保监局核准宁沪高速的股东资格，同意宁沪高速自批复之日起六个月内通过二级市场增持本行流通股股份不超过 1.6 亿股，本次增持后江苏宁沪高速公路股份有限公司与其关联方首次合计持有公司 5% 以上股份。

**表2：2021Q1 江苏银行股权结构**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	实际控制人
1	江苏省国际信托有限责任公司	1,206,607,072	8.17	江苏省国资委
2	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	1,197,149,625	8.11	江苏省人民政府
3	华泰证券股份有限公司	832,000,000	5.63	江苏省国资委
4	无锡市建设发展投资有限公司	710,435,942	4.81	无锡市国资委
5	江苏省广播电视集团有限公司	450,703,013	3.05	江苏省人民政府
6	江苏宁沪高速公路股份有限公司	369,538,000	2.50	江苏省国资委
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	369,262,176	2.50	-
8	苏州国际发展集团有限公司	351,459,272	2.38	苏州市财政局
9	富安达基金-江苏银行-富安达-富享 15 号股票型资产管理计划	335,140,000	2.27	-
10	江苏省国信集团有限公司	292,201,391	1.98	江苏省国资委
	合计	6,114,496,491	41.40	

资料来源：wind 申港证券研究所

**图1：重要股东增持和减持（万股、元）**


资料来源：wind 申港证券研究所

**表3：高管持股**

报告期	姓名	职务	期末持股数(股)
2021/1/14	王卫兵	行长助理	709,070

报告期	姓名	职务	期末持股数(股)
2021/1/14	李敏	行长助理	65,000
2021/1/14	赵辉	副行长	46,800
2021/1/14	李明	董事,行长	45,500
2021/1/14	周凯	副行长	43,030
2021/1/14	夏平	董事长	42,900
2021/1/14	吴典军	董事,副行长,董事会秘书	41,470
2021/1/14	葛仁余	副行长,首席信息官	41,080
2021/1/14	朱其龙	监事长	39,000
2021/1/14	顾昶	董事,副行长	32,500
2021/1/14	唐劲松	非执行董事	8,626

资料来源：公司年报 申港证券研究所

## 1.2 核心管理人员稳定

**公司核心管理人员稳定。**公司成立至今仅经历了两任董事长，三任行长，核心管理人员稳定。夏平先生自 2013 年开始在公司担任董事长，至今已有 8 年，夏平先生曾在中国建设银行苏州分行、南京银行股份有限公司任行长，具有国有大行和城商行管理经验；李明先生自 2015 年开始在公司担任行长，至今已有 6 年，李明先生曾在江苏省委组织部干部一处任副处长、青年干部处任处长，具有政府部门履职经历。此外，公司多位副行长均具有国有大行履职经历。公司管理架构稳定，高效保证了业务的开拓实施。

## 2. 财务分析：近三年公司基本面持续向好

我们选取老 16 家上市银行作为参照对象，采用 2011 年至 2020 年年报的数据分别对江苏银行与老 16 家上市银行进行过去十年的业绩归因，值得注意的是：

- ◆ **净利息收入和手续费及佣金净收入因子计算口径存在偏差，无法直接进行对比，但其他因子均具有可比性。**原因在于在监管明确 20 年年报将信用卡分期手续费计入利息收入以前，各银行在信用卡分期业务收入上会计处理有所不同：一类是将分期收入全部或部分计入利息收入，相应的资产划分为生息资产，例如招商银行 2015 年起将信用卡分期收入全部计入利息收入，2019 年中信银行、光大银行也做出了类似调整；另一类是将分期收入计入手续费及佣金收入，例如江苏银行。
- ◆ **2020 年江苏银行净息差和手续费和佣金净收入不具有参考性。**2020 年由于江苏银行信用卡分期手续费计入利息收入，无追溯调整数据，因此净息差和手续费和佣金净收入不具有可比性。
- ◆ **业绩归因时计算得出的净息差与年报披露不同。**业绩归因时使用的净息差为计算得出，公式为净利息收入/生息资产平均余额，而自 2018 年起，公司年报披露的净息差考虑了基金投资收益及其免税效应还原因素的影响。

表4：江苏银行业绩归因（%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利息收入	37.91	16.73	10.95	11.29	6.45	4.54	8.19	-7.00	0.25	25.46
其中：生息资产平均余额		25.01	16.44	21.14	24.31	15.74	13.55	2.56	-1.52	9.24

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净息差		-8.28	-5.49	-9.84	-17.86	-11.20	-5.36	-9.56	1.78	16.22
手续费及佣金净收入	4.88	2.51	3.40	1.88	4.33	6.85	-0.14	-1.65	2.27	-1.48
其他非息收入	1.56	0.84	-1.84	0.27	-0.03	0.41	-0.15	12.73	25.15	-8.30
<b>营业收入</b>	<b>44.35</b>	<b>20.08</b>	<b>12.51</b>	<b>13.44</b>	<b>10.74</b>	<b>11.81</b>	<b>7.91</b>	<b>4.09</b>	<b>27.68</b>	<b>15.68</b>
营业税金及附加	-0.14	-1.33	0.11	-0.55	-0.10	10.61	4.84	-0.39	0.25	-0.20
营业费用	6.27	1.64	2.63	6.33	0.49	0.40	1.03	0.30	9.50	7.23
资产减值准备	-13.58	5.61	-1.34	-14.66	-5.27	-11.00	-11.36	0.50	-28.55	-15.78
其他支出	-0.17	0.10	0.09	0.00	0.02	0.00	0.00	0.01	-0.13	-0.01
<b>营业支出</b>	<b>-7.63</b>	<b>6.02</b>	<b>1.50</b>	<b>-8.88</b>	<b>-4.86</b>	<b>0.01</b>	<b>-5.49</b>	<b>0.42</b>	<b>-18.93</b>	<b>-8.76</b>
<b>营业利润</b>	<b>36.72</b>	<b>26.10</b>	<b>14.02</b>	<b>4.56</b>	<b>5.88</b>	<b>11.82</b>	<b>2.42</b>	<b>4.51</b>	<b>8.75</b>	<b>6.93</b>

资料来源：公司年报 申港证券研究所

**表5：老 16 家上市银行业绩归因（%）**

老 16 家上市银行业绩归因	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>营业收入同比</b>	<b>27.22</b>	<b>16.23</b>	<b>12.15</b>	<b>14.47</b>	<b>9.32</b>	<b>0.53</b>	<b>2.63</b>	<b>7.97</b>	<b>10.02</b>	<b>5.45</b>
营业税金及附加	-1.19	-0.93	0.44	0.31	0.24	7.78	3.88	0.02	0.08	-0.09
营业费用	4.79	1.48	1.17	3.25	3.52	-0.38	-0.57	1.16	2.01	2.39
资产减值准备	-0.84	1.46	-0.56	-8.21	-11.33	-6.13	-2.61	-6.87	-2.67	-7.32
其他支出	-0.08	-0.97	-0.65	-1.47	-0.51	-2.24	-1.22	1.59	-2.43	-1.27
<b>营业利润同比</b>	<b>29.89</b>	<b>17.26</b>	<b>12.55</b>	<b>8.35</b>	<b>1.23</b>	<b>-0.43</b>	<b>2.12</b>	<b>3.87</b>	<b>7.01</b>	<b>-0.83</b>

资料来源：公司年报 申港证券研究所

从业绩归因的结果我们发现以下几个显著特征：

- ◆ **发放贷款及垫款规模增长始终为公司重要的营收驱动因素。**2017 年以前，公司营业收入同比增速高于老 16 家上市银行平均值，营业收入增长主要是由生息资产规模驱动，生息资产规模增长主要是由贷款规模和金融投资规模共同带动，5 年 CAGR 分别为 17.4%和 80%，而 2018 年后受资管新规影响，依靠证券投资规模拉动营业收入增长的模式已无法持续，整体来看 2018-2020 年营业收入增速与之前相比出现下滑，生息资产规模方面主要由发放贷款及垫款带动，公司贷款规模 3 年 CAGR 为 18%。

**表6：生息资产平均余额增长归因分析（%）**

归因	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
发放贷款及垫款	11.13	8.79	9.17	5.25	8.08	7.39	7.84	10.90
金融投资	3.51	13.92	23.40	19.73	9.23	-1.62	-9.06	0.83
存放央行款项	2.49	0.94	1.18	-0.44	0.42	0.64	-0.37	0.27
其他生息资产	2.57	3.14	0.82	-3.34	0.29	-2.88	-0.47	0.65
<b>总生息资产</b>	<b>19.70</b>	<b>26.78</b>	<b>34.56</b>	<b>21.19</b>	<b>18.03</b>	<b>3.52</b>	<b>-2.06</b>	<b>12.65</b>

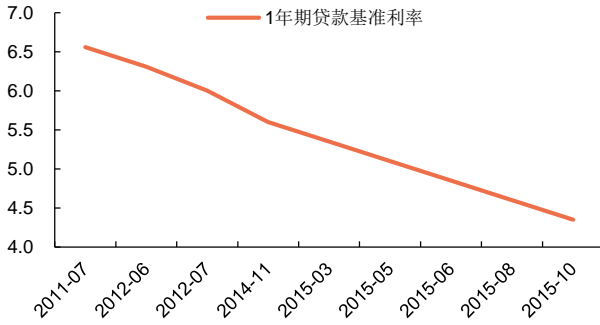
资料来源：公司年报 申港证券研究所

- ◆ **2018 年以前，净息差为营收增长的主要拖累项，近两年企稳回升。**央行自 2011 年 4 月起持续下调贷款基准利率至 2015 年 10 月，其中 1 年期贷款基准利率由 6.31%下调 1.96pct 至 4.35%，导致公司贷款加权平均利率由 2012 年的 6.91%下降 1.98pct 至 2016 年的 4.93%，拖累净息差由 2012 年的 2.88%下降至 2016 年的 1.7%。2017 年公司发行了大量同业存单，而压缩了同业和其它金融机构存



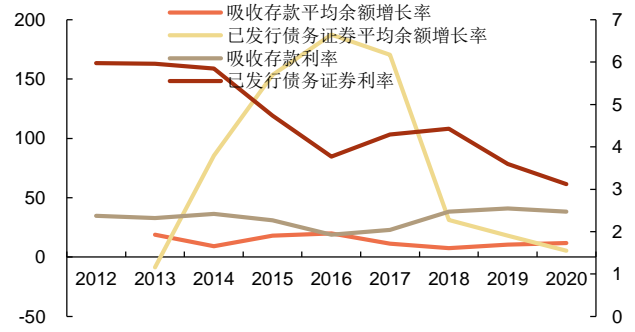
放款项, 已发行债务证券同比增长 170% 至 2,333.67 亿元, 而 2017 年贯穿金融市场的主题是去杠杆和防风险, 资金面全面收紧, 已发行债务证券利率同比上涨 52bps, 为拖累净息差的主要因素。2018 年吸收存款和已发行债务证券规模同比增长 30% 和 35.7%, 且利率分别上行 43bps 和 14bps, 为拖累净息差的主要因素。

图2: 1 年期贷款基准利率持续下行 (%)



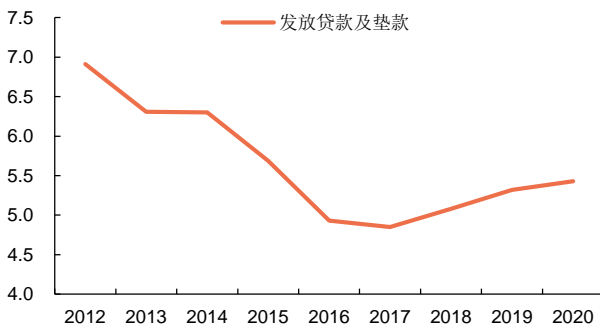
资料来源: wind 申港证券研究所

图3: 负债端增长率和利率 (%)



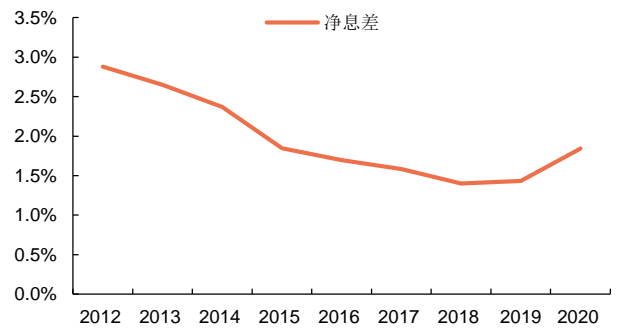
资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图4: 发放贷款及垫款增长率 (%)



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图5: 近两年净息差企稳回升



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

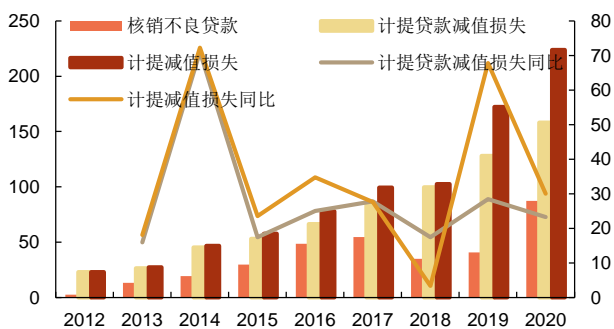
表7: 净利息收入归因分析 (%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>发放贷款和垫款</b>	<b>7.20</b>	<b>10.76</b>	<b>4.20</b>	<b>-1.70</b>	<b>8.94</b>	<b>10.93</b>	<b>11.76</b>	<b>14.24</b>
规模	13.36	10.87	10.05	5.53	9.74	8.73	9.25	12.89
利息	-6.16	-0.11	-5.85	-7.23	-0.80	2.19	2.50	1.35
<b>金融投资</b>	<b>4.08</b>	<b>14.94</b>	<b>18.26</b>	<b>12.40</b>	<b>15.44</b>	<b>-0.67</b>	<b>-10.62</b>	<b>-0.11</b>
规模	3.01	13.98	20.29	16.57	10.09	-1.66	-8.67	0.79
利息	1.07	0.96	-2.04	-4.17	5.35	0.99	-1.95	-0.90
<b>存放央行款项</b>	<b>0.72</b>	<b>0.27</b>	<b>0.30</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.16</b>	<b>0.26</b>	<b>-0.14</b>	<b>0.04</b>
<b>其他生息资产</b>	<b>3.88</b>	<b>3.54</b>	<b>-3.57</b>	<b>-4.64</b>	<b>2.00</b>	<b>-2.80</b>	<b>-1.48</b>	<b>-0.60</b>
规模	2.33	3.03	0.59	-2.22	0.27	-2.39	-0.27	0.25
利息	1.55	0.51	-4.16	-2.42	1.73	-0.41	-1.21	-0.85
<b>利息收入</b>	<b>15.89</b>	<b>29.51</b>	<b>19.19</b>	<b>5.96</b>	<b>26.54</b>	<b>7.72</b>	<b>-0.48</b>	<b>13.57</b>
吸收存款	-0.40	10.88	5.99	3.01	5.96	-16.12	-15.23	6.02
已发行债务证券	0.60	-1.05	-2.76	-7.70	-23.36	-10.06	1.94	11.28
向中央银行借款	0.00	0.00	0.00	-2.19	-4.06	-3.58	-3.30	-2.22

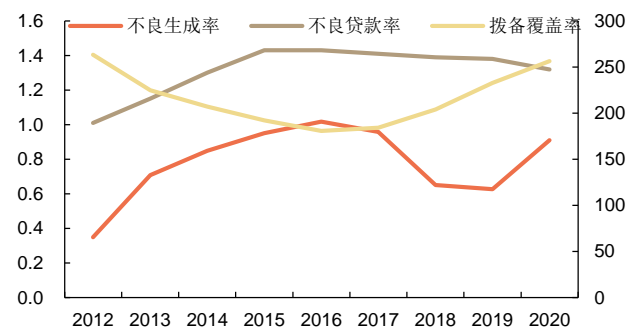
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
其他计息负债	-5.89	-26.00	-17.47	12.19	5.10	13.53	17.42	16.19
利息支出	<b>-5.69</b>	<b>-16.17</b>	<b>-14.24</b>	<b>5.31</b>	<b>-16.36</b>	<b>-16.23</b>	<b>0.83</b>	<b>31.27</b>
利息净收入	<b>10.20</b>	<b>13.35</b>	<b>4.95</b>	<b>11.27</b>	<b>10.18</b>	<b>-8.51</b>	<b>0.35</b>	<b>44.84</b>

资料来源: wind 申港证券研究所

- ◆ **江苏银行大幅计提减值准备，近三年资产质量出现显著改善。**自 2012 年起，江苏银行大幅计提减值准备。2012-2017 年，公司不良生成率呈上升趋势，基于此公司加大不良贷款核销和拨备计提规模，而不良贷款率仍从 1.01% 上升至 40pct 至 1.41%，拨备覆盖率由 263.32% 下降至 184.25%。2018 年以后，不良生成率降低，在公司仍大幅计提减值准备的情况下，公司拨备覆盖率出现回升，不良贷款率下降，资产质量与之前相比显著改善。

**图6：不良贷款核销与减值计提（亿元、%）**


资料来源: 公司年报 申港证券研究所

**图7：近三年贷款质量出现显著改善**


资料来源: 公司年报 申港证券研究所

### 3. 与区域经济同频共振

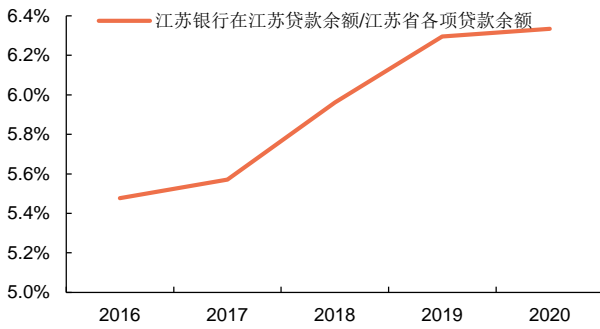
江苏银行服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈，主要业务集中在江苏省，以本土银行优势构筑发展护城河，与区域经济同频共振相伴成长。

#### 3.1 公司主要业务集中在江苏省

**公司机构主要集中在江苏省。**从机构设置角度看，截至 2020 年末公司共有 533 家机构，其中包括：总行、17 家分行、1 家专营机构、514 家支行。其中江苏省内共有 463 家机构，占比 86.9%，实现了江苏省内县域全覆盖。公司相继在上海、深圳、北京、杭州设立分行，拓展业务范围。

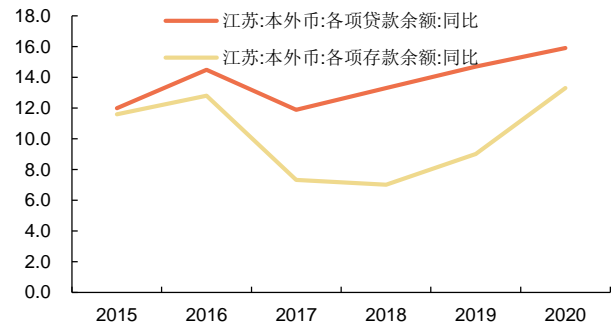
**公司贷款业务在江苏省市占率持续提升。**从贷款角度看，公司主要业务集中于经济发达、金融资源丰富的江苏省。公司发放贷款在江苏省内的市占率由 2015 年的 5.5% 持续提升至 2020 年的 6.3%。截至 2020 年公司在江苏地区贷款总额为 5625.7 亿元，占全部贷款的 82.5%，而 2020 年江苏地区各项贷款余额为 156,577.4 亿元，占比为 6.3%，仍存在增量空间。江苏省存贷款增速较快，2020 年江苏省各项贷款余额和各项存款余额分别同比增长 15.9% 和 13.3%，公司深耕于此发展潜力较大。

图8：江苏银行在江苏省市占率



资料来源：wind 申港证券研究所

图9：江苏省存贷款余额同比增长较快



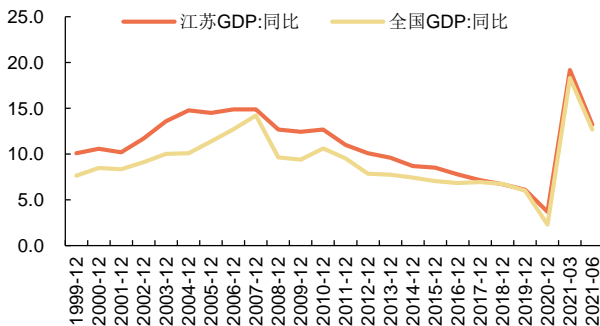
资料来源：wind 申港证券研究所

### 3.2 江苏省区域环境优秀

江苏省综合经济实力在中国一直处于前列，公司在江苏省内市场份额保持同业前列，持续分享区域发展红利。

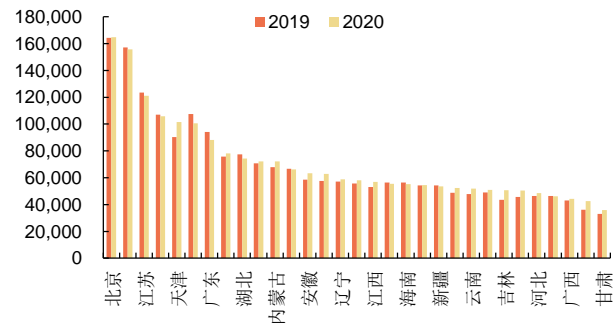
- ◆ **GDP 增长率先恢复至疫情前水平。**2020 年，江苏省全年实现地区生产总值 102,718.98 亿元，比上年增长 3.7%，21H1，江苏省 GDP 同比增速 12.7%，两年平均增速 6.9%，已超过 19H1 疫情前 6.5% 的水平，高于全国 GDP 两年平均增速 5.3%，经济率先恢复。
- ◆ **人均 GDP 居于全国前列。**2020 年江苏省人均地区生产总值 121,231 元，位列全国第三，仅次于北京和上海，是 2020 年全国人均 GDP 的 1.68 倍，已接近国际公认的发达经济体人均 GDP 两万美元的准入门槛。
- ◆ **居民收入稳定增长。**2020 年江苏省居民人均可支配收入 43,390 元，比上年增长 4.8%，显著高于全国人均可支配收入 32,189 元。江苏省深入推进脱贫致富奔小康工程，全省 254.9 万建档立卡低收入人口、821 个省定经济薄弱村全部达标，12 个省级重点帮扶县(区)全部摘帽。21H1，江苏全体居民人均可支配收入 25,119 元，同比增长 13.5%，两年平均增长 7.8%。

图10：江苏省 GDP 增长率高于全国水平 (%)



资料来源：wind 申港证券研究所

图11：人均地区生产总值 (元)



资料来源：wind 申港证券研究所

### 3.3 江苏省制造业资源禀赋

公司立足江苏制造业资源禀赋，加大高端制造集群服务力度。公司制造业贷款中高

端制造占比超 40%。金融服务覆盖省内 1/3 高新技术企业，支持科创企业逾万户，科技贷款余额位列省内第一。

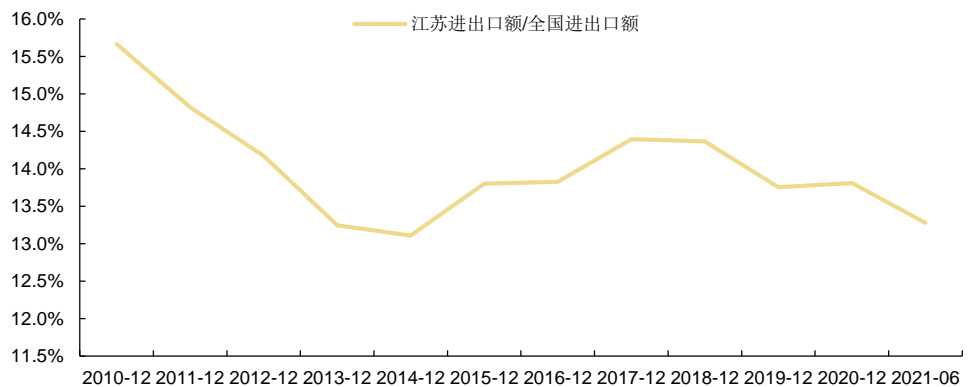
- ◆ 20 年江苏省战略性新兴产业、高新技术产业产值占规上工业比重分别达到 37.8% 和 46.5%，数字经济规模超过 4 万亿元。产业结构加快调整，三产业增加值比例调整为 4.4：43.1：52.5。13 个先进制造业集群和 50 条重点产业链培育发展取得明显成效，制造业基础更加坚实，竞争力进一步增强。
- ◆ 21H1，江苏省规上工业增加值同比增长 21.5%，两年平均增长 10.8%，好于 2019 年同期水平。高技术制造业和装备制造业发展态势良好，增加值分别增长 23.6%、27.7%，分别高于规上工业平均水平 2.1pct 和 6.2pct。新产品产量快速增长，工业机器人、太阳能电池、新能源汽车、集成电路产量分别增长 92.8%、36.6%、167.8%、51.2%。
- ◆ 高技术产业投入力度加大。21H1，江苏省高技术产业投资同比增长 33.4%，高于全部投资 23.1pct，两年平均增长 22.3%。其中，高技术制造业投资增长 28.9%，高技术服务业投资增长 55%。

### 3.4 江苏省外向型经济环境

公司立足外向型经济环境，为企业走出去、引进来提供更高质量的跨境金融服务。公司在江苏自贸区落地区区内首单跨境资金池业务、首个跨境人民币备付金账户，全年国际结算量 1552 亿美元，位列全国城商行前茅。

江苏省作为我国外贸第二大省，自 12 年起进出口总额占全国进出口总额比值稳定在 14% 左右。2020 年江苏省进出口总额创下历史新高，全省实现外贸进出口 44500.5 亿元，比 2019 年增长 2.6%，较全国增幅高 0.7 个百分点，占同期我国进出口总值的 13.8%。其中出口 27444.3 亿元，增长 0.9%；进口 17056.2 亿元，增长 5.5%。

图 12：江苏省进出口总额/全国进出口总额稳定在 14%



资料来源：wind 申港证券研究所

### 3.5 公司积极布局苏中苏北地区

公司机构高度集中在江苏省。2020 年底江苏银行共有 533 家机构，其中包括：总行、17 家分行、1 家专营机构、514 家支行（其中：社区支行 9 家、小微支行 1 家）。位于江苏的机构共 462 家，占所有机构的 86.9%，其中位于苏南（无锡、苏

州、常州、镇江和南京）的机构共 248 家，位于苏中（南通、扬州和泰州）的机构共 78 家，位于苏北（盐城、徐州、淮安、连云港和宿迁）的机构共 136 家，苏中+苏北共 214 家机构，占公司在整个江苏机构的 46.3%。其余机构分布在北京（4.3%）、深圳（3.6%）、上海（3.2%）和杭州（2.1%）。

**表8：2020 年江苏银行机构分布**

	地区	机构数
	总行	1
苏南	无锡	107
	苏州	48
	常州	32
	镇江	31
	南京	30
	南通	45
苏中	扬州	25
	泰州	8
	盐城	34
苏北	徐州	32
	淮安	31
	连云港	27
	宿迁	12
	上海	16
	深圳	19
	北京	23
	杭州	11
	资金运营中心	1
	合计	533

资料来源：公司年报 申港证券研究所

公司在苏中+苏北地区布局机构较多。江苏省共有三家上市城商行，分别为江苏银行、南京银行和苏州银行，我们以“(苏中机构数+苏北机构数)/江苏全省机构数”来衡量这三家城商行在江苏的布局，三家城商行均在苏南布局较多，苏南地区竞争较为激烈，而公司在苏中+苏北地区的布局远超南京银行和苏州银行。

**表9：江苏省三家上市城商行机构布局**

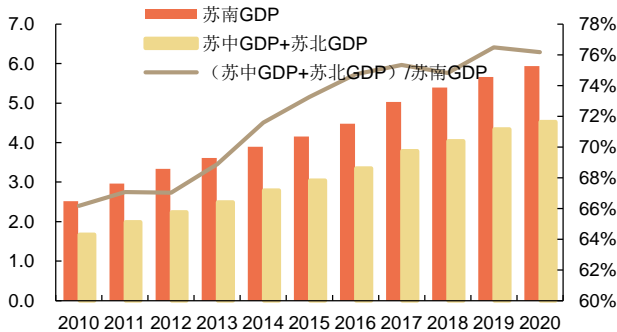
机构数	江苏省	苏南	苏中+苏北	外地机构
江苏银行	462	248	214	69
南京银行	157	108	49	43
苏州银行	159	136	24	0

资料来源：公司年报 申港证券研究所

公司享受苏中+苏北地区高速发展带来的红利。区域结构上看，近年来江苏重点加快苏北、苏中开发开放，区域融合发展取得新成效，发展差距逐步缩小，苏中、苏北地区的经济增速明显快于苏南地区。2010—2020 年 10 年间，苏南、苏中、苏北 GDP 年均增长分别为 9%、10.7%和 10.3%，苏中、苏北追赶步伐加快。数据显示，2020 年，江苏省实现地区生产总值 10.46 万亿元，其中，苏南、苏中和苏北分别实

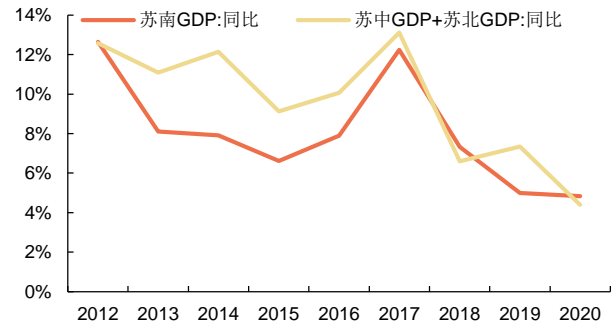
现地区生产总值 5.94 万亿元、2.14 万亿元、2.38 万亿元，三大区域经济总量结构比为 56.8:20.5:22.8，与 2010 年相比，苏南地区生产总值占全省比重下降 3.4 个百分点。

图13：苏中+苏北地区 GDP 与苏南地区差距缩小



资料来源：wind 申港证券研究所

图14：苏中+苏北地区 GDP 增速快于苏南



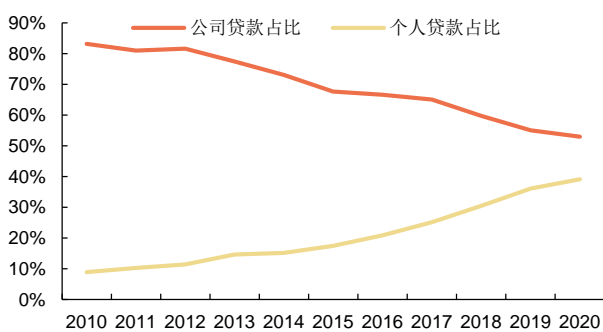
资料来源：wind 申港证券研究所

## 4. 做大零售业务 支持重点方向

### 4.1 消费贷和信用卡驱动零售贷款增长

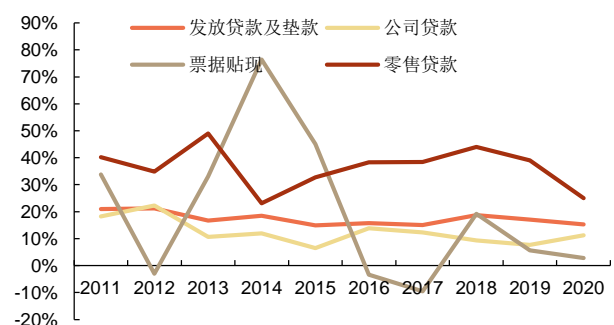
零售贷款占比提升，贷款结构优化。公司紧扣“做大零售业务，深化客户经营”这一战略目标，大力发展零售贷款业务。2020 年底零售贷款余额 4699.1 亿元，2016-2020 年 4 年间 CAGR 为 36.4%，占发放贷款及垫款的比重从 2016 年的 20.9% 上升至 2020 年的 39.1%。截至 21Q1，零售贷款余额 4841.1 亿元，占发放贷款及垫款的比重为 38.1%，环比下降 1%，主要是由于一季度为对公贷款的旺季。整体来看，零售贷款占比呈现上升趋势。

图15：零售贷款占比提升



资料来源：公司年报 申港证券研究所

图16：零售贷款高速增长



资料来源：公司年报 申港证券研究所

个人住房贷款和个人消费贷款高速增长。具体来看，零售贷款的快速增长主要因为个人住房贷款和个人消费贷款增长速度较快，2016-2020 年 4 年间 CAGR 分别为 33.9% 和 52.8%，到 2020 年底占个人贷款的比重分别为 47.6% 和 42.3%。截至 2020 年底，公司住房按揭贷款余额 2238 亿元，较年初增长 29%；个人消费贷款余额 1988 亿元，较年初增长 22%；个人经营性贷款余额 249 亿元，较年初增长 13%；信用卡累计发卡 412.66 万张，同比增长 34%，信用卡余额 224 亿元，较年初增长 22%，整体来看，增速出现下滑。

**表10：个人贷款增长余额及增长情况**

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
贷款总额（亿元）	6,493.80	7,472.89	8,892.09	10,404.97	12,016.09
个人贷款总额（亿元）	1357.35	1878.47	2705.29	3759.5	4699.11
个人住房贷款（亿元）	695.73	991.03	1275.42	1728.5	2238.09
同比增长	33.97%	42.44%	28.70%	35.52%	29.48%
个人消费贷款（亿元）	364.35	584.8	1056.46	1627.68	1988.15
同比增长		60.51%	80.65%	54.07%	22.15%
个人经营性贷款（亿元）	174.38	186.47	214.41	220.12	249.21
同比增长	14.83%	6.93%	14.98%	2.66%	13.22%
信用卡应收账款（亿元）	122.89	116.17	159	183.21	223.67
同比增长	21.27%	-5.47%	36.87%	15.23%	22.08%

资料来源：公司年报 申港证券研究所

**表11：个人贷款分类型占比**

个人贷款占比(%)	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
个人住房贷款	51.26	52.76	47.15	45.98	47.63
个人消费贷款	26.84	31.13	39.05	43.3	42.31
个人经营性贷款	12.85	9.93	7.93	5.85	5.3
信用卡应收账款	9.05	6.18	5.88	4.87	4.76

资料来源：公司年报 申港证券研究所

**消费贷和信用卡为未来增长的方向。**20年底央行和银保监会发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，公司属于中资中型银行，住房按揭贷款占发放贷款及垫款的比重为18.6%，未超通知要求的20%上限。考虑到在目前房贷额度紧张，房地产市场长期面临调控的背景下，公司住房按揭贷款增速将放缓，零售贷款业务重心主要在消费贷和信用卡。

- 消费贷方面，公司在江苏深耕多年，以独立贷款为主。**公司围绕“不断满足人民日益增长的美好生活需要”的主线，精准服务消费金融细分领域，于2021年3月设立苏银凯基消费金融有限公司，持股50.1%。消费金融公司是全国化牌照，可在全国进行业务拓展，突破了区域经营限制，预计未来消金带来的收入将成为公司营收的重要组成部分。目前上市城商行中入股消费金融公司有杭州银行、北京银行、南京银行、成都银行和长沙银行，宁波银行正在筹建中。

**表12：银行系消费金融公司**

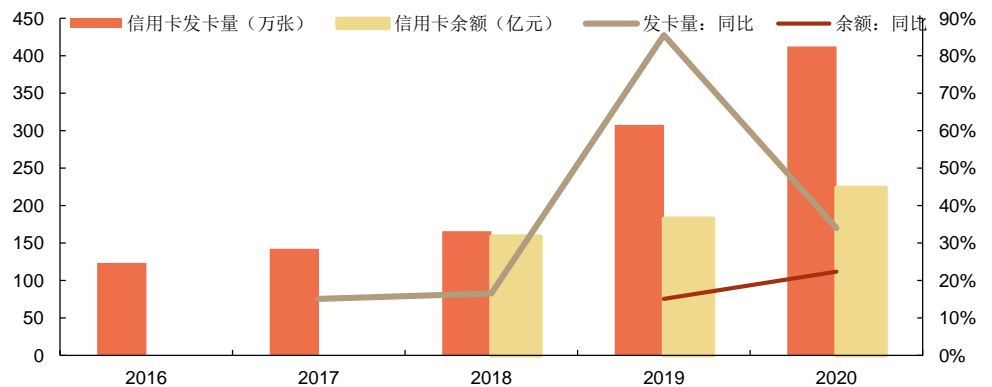
上市城商行	消费金融公司	持股比例	投资日期
成都银行	四川锦程消费金融有限责任公司	38.86%	2010/02
北京银行	北银消费金融有限公司	35.29%	2010/03
杭州银行	杭银消费金融股份有限公司	35.14%	2015/12
长沙银行	湖南长银五八消费金融股份有限公司	51%	2017/01
南京银行	苏宁消费金融有限公司	15%	2020/10
江苏银行	苏银凯基消费金融有限公司	50.1%	2021/03

资料来源：wind 申港证券研究所

- 信用卡方面业务方面，**公司发行无界数字信用卡、风尚卡、世界美食之都联名卡等。2018-2020年时公司信用卡业务高速发展的时期，信用卡发卡量和信用卡余

额 CAGR 分别为 56.7%和 18.7%。截至 2020 年末，公司信用卡累计发卡 413 万张，同比增长 34%，信用卡余额 224 亿元，较年初增长 22%。

图17：2018-2020 年公司信用卡业务高速发展



资料来源：公司年报 申港证券研究所

#### 4.2 对公贷款大力支持国家重点发展方向

公司始终坚守服务小微企业、服务实体经济的发展定位。公司小微企业贷款余额近两年同比增速在 10%左右，占对公贷款比值稳定在 65%-70%之间。从 2020 年末公布小微企业贷款余额的城商行来看，江苏银行小微企业贷款/贷款总额为 36.3%，在 7 家公布数据的上市城商行中排名第 1 位。截至 2020 年末，江苏银行小微企业客户数 53,247 户，贷款余额 4,359 亿元，江苏省银行业全口径小微企业贷款余额 4.31 万亿元，公司小微企业贷款占省内市场份额约 10%，在省内排名第 1 位。

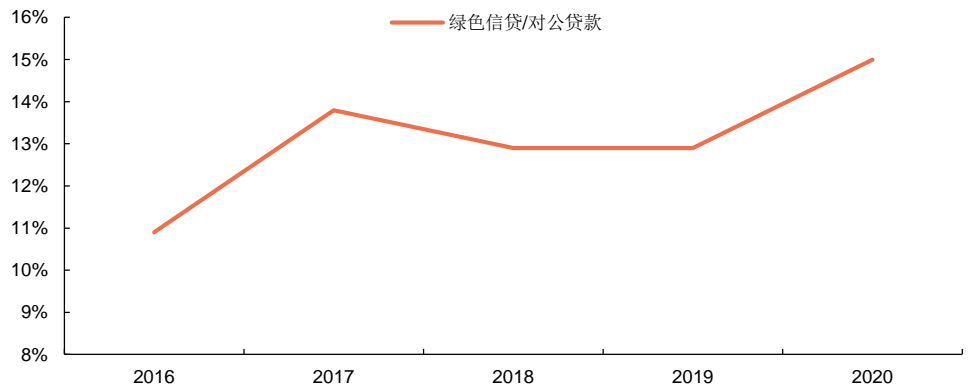
表13：江苏银行小微企业贷款占比排名第一

	北京银行	重庆银行	贵阳银行	江苏银行	南京银行	上海银行	西安银行
2015	30.3%	38.1%	9.9%	40.3%	33.2%	10.8%	16.9%
2016	32.3%	39.1%	-	41.6%	34.6%	13.4%	-
2017	33.2%	37.5%	-	41.9%	37.0%	13.6%	17.5%
2018	33.7%	35.3%	61.0%	40.9%	34.4%	-	18.3%
2019	-	32.5%	10.7%	38.1%	31.0%	-	14.5%
2020	-	29.6%	10.7%	36.3%	29.8%	4.3%	17.1%

资料来源：wind 申港证券研究所

公司绿色贷款占比逐年提升。公司作为首家采纳“赤道原则”的城商行，围绕“美丽中国”“美丽江苏”建设持续创新服务，绿色信贷余额保持省内第一位，公司绿色贷款占比逐年提升，至 2020 年底，绿色信贷占对公贷款比值为 15%。公司积极实施服务国家绿色发展战略，支持“长江大保护”“采煤塌陷地整治”“绿色制造”等绿色重点项目，推出“绿色创新组合贷”“环保贷”“节水贷”等创新产品，为 2000 多个绿色客户提供专业化的绿色金融服务方案。截至 2020 年底，绿色信贷支持项目实现年减排标准煤 141.8 万吨、二氧化碳当量 93.1 万吨、节水 9192 万吨，取得了较好的环境与社会效益。



**图18: 公司绿色信贷占比逐年提升**


资料来源: 公司年报 申港证券研究所

**公司高端制造业贷款占比逐渐提升。**江苏省 13 个先进制造业集群和 50 条重点产业链培育发展取得明显成效, 制造业基础更加坚实, 竞争力进一步增强。公司立足江苏制造业资源禀赋, 加大高端制造集群服务力度, 先进制造业贷款占比制造业总贷款自 2016 年的 31.1% 提升至 2020 年的超 40%。

**表14: 公司高端制造业贷款占比逐渐提升**

	2016	2017	2018	2019
先进制造业/制造业贷款	31.08%	38.02%	41.86%	超 40%

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

## 5. 不良认定严格 守牢风险底线

**2016 年以前公司资产质量持续恶化:** 2012-2016 年公司不良贷款率持续上升至 1.43%, 拨备覆盖率由 262.32% 下降至 180.56%, 资产质量显著恶化。根据年报数据, 我们测算得出同时期不良生成率显著上升, 由 2012 年的 0.35% 上升至 2016 年的 1.02%。主要是因为公司发放贷款高度集中在对公贷款, 同时期公司制造业和批发及零售业贷款占到公司对公贷款的 60% 左右, 而 2012 年以来, 受宏观经济下行和外需不振影响, 以民营经济、出口加工、对出口的依存度比较高的长三角不良贷款增长较快, 集中爆发风险的江苏省原支柱产业“钢贸、光伏和航运等行业”是公司的重点客户, 致使公司不良率高于全国同行平均水平。

**表15: 公司贷款前六大行业占比**

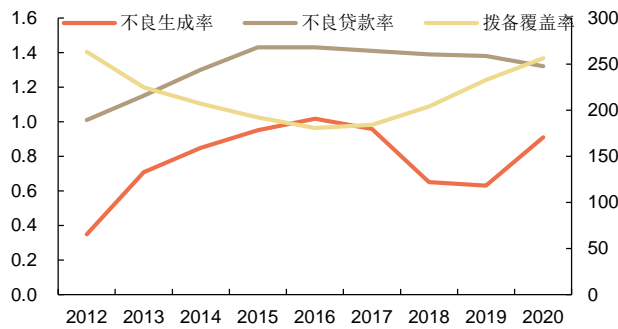
公司贷款占比(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
租赁和商务服务业	9.5	9.11	9.43	11.21	15.53	21.12	23.83	22.87	23.03	23.35
制造业	37.61	33.27	35.61	34.99	31.16	21.53	21.58	23.03	21.47	20.27
房地产业	10.76	10.76	11.67	10.9	10.63	8.76	6.53	7.34	10.21	14.03
批发和零售业	25.35	25.13	27.25	28.75	31.28	17.27	15.29	15.24	15.11	13.26
水利、环境和公共设施管理业	7.57	6.07	6.22	9.06	10.99	10.6	12.79	11.38	10.39	10.27
建筑业	8.24	8.79	8.16	8.53	8.79	6.19	5.7	6.46	5.87	6.2

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

近几年公司主动调整贷款结构,贷款质量显著改善。21Q1 公司不良贷款率为 1.24%。环比下降 0.08pct, 拨备覆盖率为 276.71%, 增加 20.31pct:

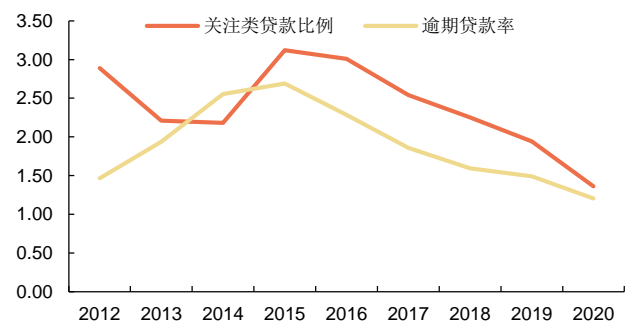
- ◆ 16 年后, 公司主动调整贷款结构, 提升零售贷款占比, 弱化贷款周期性, 在对公贷款方面压降制造业和批发和零售业贷款增长规模, 同时提高高端制造业和绿色信贷的比重, 贷款质量得到显著优化, 除 20 年受疫情影响不良生成率同比提升 0.28pct 至 0.91% 外, 不良生成率呈现下降趋势。与此同时, 不良贷款的先行指标关注类贷款比例和逾期贷款率在 15 年达到最高值后也呈现出下降趋势, 分别下降 1.76pct 和 1.49pct 至 1.36% 和 1.20%。

图19: 16年后公司贷款质量显著改善



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图20: 15年后不良贷款先行指标逐渐好转



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

- ◆ 与所有上市城商行相比, 2020 年末公司贷款逾期率 1.20%, 位于第 6 位, 关注贷款率 1.36%, 位于第 7 位, 而 16 公司逾期贷款率和关注贷款率分别位于第 7 位和第 10 位, 与 16 年相比公司目前贷款先行指标提升明显。虽然近五年公司资产质量持续改善, 但公司拨备覆盖率和不良贷款率仍处于上市城商行的中下游水平, 我们认为随着不良先行指标的改善, 未来公司拨备覆盖率和不良贷款率指标有望实现赶超。

表16: 公司拨备覆盖率和不良贷款率仍处于上市城商行的中下游水平

名称	21Q1 不良贷款比率 (%)	21Q1 拨备覆盖率 (%)
宁波银行	0.79	508.57
南京银行	0.91	393.85
厦门银行	0.98	350.30
杭州银行	1.05	498.63
成都银行	1.19	332.91
西安银行	1.20	273.45
上海银行	1.21	323.31
长沙银行	1.21	292.31
<b>江苏银行</b>	<b>1.24</b>	<b>276.71</b>
苏州银行	1.27	336.63
重庆银行	1.27	307.38
北京银行	1.46	226.03
青岛银行	1.51	174.05
贵阳银行	1.52	273.83
郑州银行	2.04	163.32

资料来源: wind 申港证券研究所

公司执行严格的认定标准，切实守牢风险底线。截至 2020 年末，公司逾期 90 天以上/不良贷款和逾期贷款/不良贷款的比值分别为 68.1%和 91.3%，在上市城商行中位于第 3 名，不良认定标准超过绝大部分城商行。

表17：公司不良认定标准位于城商行前列

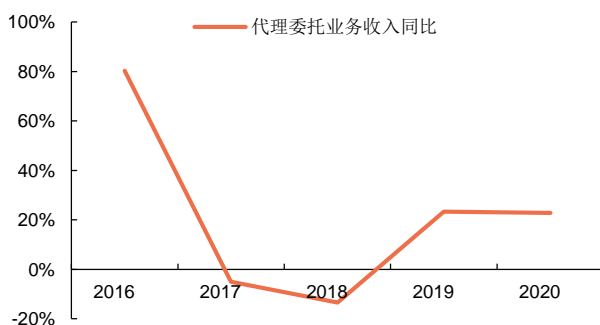
2020 年	逾期 90 天以内(亿元)	逾期 90 天以上(亿元)	不良贷款(亿元)	逾期 90 天以上/不良贷款 (%)	逾期贷款/不良贷款 (%)
杭州银行	9.89	30.56	51.75	59.05	78.16
青岛银行	5.87	19.47	31.26	62.28	81.05
<b>江苏银行</b>	<b>36.69</b>	<b>107.86</b>	<b>158.29</b>	<b>68.14</b>	<b>91.32</b>
苏州银行	5.53	19.03	25.92	73.44	94.76
厦门银行	2.42	10.94	13.81	79.23	96.73
宁波银行	9.70	45.14	54.56	82.73	100.51
成都银行	5.27	33.85	38.68	87.53	101.14
北京银行	65.31	231.24	245.51	94.19	120.79
南京银行	31.43	47.03	61.74	76.17	127.08
西安银行	6.71	19.45	20.32	95.70	128.73
上海银行	33.50	141.88	134.01	105.87	130.86
长沙银行	25.05	26.95	38.13	70.69	136.39
重庆银行	37.99	28.71	35.64	80.56	187.16
贵阳银行	56.68	21.70	35.36	61.37	221.65

资料来源：wind 申港证券研究所

## 6. 依托扎实客群基础 开启财富管理时代

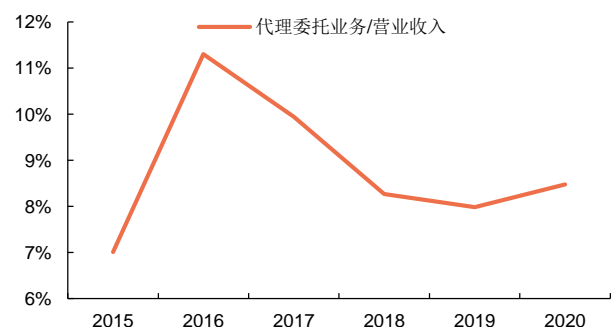
公司财富管理业务快速扩大。公司依托优质扎实的客群基础，深化投融资两端融合，零售 AUM 规模快速扩大，财富、私行客户数加速增长，理财业务连续 20 个季度在《普惠标准》“资产管理综合能力评价”中排城商行第一位。截至 2020 年末/21Q1，公司手续费及佣金净收入占营业收入的 10.3%/11.6%，其中 20 年代理委托业务占手续费及佣金收入的 77.5%，为手续费及佣金收入的主要项。公司代理委托业务收入连续两年增长 20%左右，占公司营收的 8.5%，与 19 年相比占公司营收比例增长 0.5pct。

图21：公司代理委托业务收入连续两年增长 20%



资料来源：公司年报 申港证券研究所

图22：公司代理委托业务收入占营收比重边际上升



资料来源：公司年报 申港证券研究所

◆ 从客户数来看，截至 2020 年末，公司财富客户（零售 AUM 200 万以上）、私行

客户（零售 AUM 600 万以上）总数突破 5.5 万户，其中财富客户数较年初增长 22%，私行客户数较年初增长 25%。

- ◆ 从理财产品规模来看，2020 年末公司理财产品余额 3516 亿元，规模位居城商行前列，其中净值型产品余额 2947 亿元，占比达 84%。理财客户端向零售倾斜，其中个人客户占比 95%，与 2019 年相比个人客户占比上升 6.5pct。年初至今公司一共发行 222 只理财产品，在 15 家上市城商行中排第 5 位，占有银行发行理财产品数量的 0.73%。

表18：上市城商行年初至今发行理财产品数

发行银行	产品数量(只)	市场占比(%)
青岛银行	496	1.62
苏州银行	384	1.26
杭州银行	381	1.25
宁波银行	229	0.75
<b>江苏银行</b>	<b>222</b>	<b>0.73</b>
上海银行	184	0.60
重庆银行	146	0.48
南京银行	141	0.46
长沙银行	109	0.36
成都银行	85	0.28
郑州银行	52	0.17
北京银行	39	0.13
厦门银行	24	0.08
西安银行	21	0.07
贵阳银行	17	0.06
合计	30569	100.00

资料来源：wind 申港证券研究所

- ◆ 从基金保有量规模来看，根据协会披露的数据，公司 21Q2 代销公募基金 1620 只，非货币市场公募基金保有规模 186 亿元，股票+混合公募基金保有规模 181 亿元，在所有机构中分别排第 49 名和第 48 名，在上市城商行中均排第 4 名。

表19：21Q2 上市城商行基金保有规模

基金代销机构	股票+混合公募基金保有规模(亿元)	非货币市场公募基金保有规模(亿元)	代销基金只数	代销基金公司家数
宁波银行	602	688	2,442	84
上海银行	279	288	1,163	54
北京银行	226	282	945	53
<b>江苏银行</b>	<b>181</b>	<b>186</b>	<b>1,620</b>	<b>52</b>
南京银行	59	126	700	35
杭州银行	39	307	759	30
青岛银行	27	44	726	25

资料来源：wind 申港证券研究所

**苏银理财将加速公司理财业务的增长。**公司全资子公司苏银理财成立于 2020 年 8 月，注册资本 20 亿元。年初至今，苏银理财共发行 112 只理财产品，在银行系理财子公司排第 9 位，处于中位数水平。作为江苏省内首批获准开业的银行理财子公

司，苏银理财将助力江苏银行理财业务加速增长。

**表20：年初至今银行系理财发行产品数量**

发行银行	产品数量(只)	市场占比(%)
工银理财	405	1.30
中银理财	324	1.04
招银理财	317	1.02
建信理财	221	0.71
信银理财	210	0.67
青银理财	197	0.63
交银理财	156	0.50
宁银理财	126	0.40
<b>苏银理财</b>	<b>112</b>	<b>0.36</b>
徽银理财	99	0.32
平安理财	88	0.28
中邮理财	85	0.27
农银理财	81	0.26
兴银理财	69	0.22
南银理财	64	0.21
汇华理财	55	0.18
华夏理财	52	0.17
渝农商理财	50	0.16
光大理财	42	0.13
杭银理财	36	0.12

资料来源：wind 申港证券研究所

## 7. 江苏银行估值和投资建议

公司自 18 年底至今，一直有重要大股东和高管进行增持，显现了公司的成长空间。我们认为随着公司深化江苏省内经营，持续做大零售业务，对公层面大力支持国家重点发展方向，贷款规模将维持高增速。此外，公司不良认定标准十分严格，资产质量显著改善。未来公司有望跻身头部银行。

- ◆ **重要股东增持彰显信心：**江苏银行在经历了 17-18 年的新股减持后，从 18 年底至今，一直有重要大股东和高管进行增持，增持共计 4.67 亿股，占总股本的 3.16%，彰显了对公司未来发展前景的信心和成长价值的认可。2021 年 7 月 19 日，江苏银行公告称江苏银保监局核准宁沪高速的股东资格，同意宁沪高速通过二级市场增持流通股不超过 1.6 亿股，本次增持后江苏宁沪高速公路股份有限公司与其关联方首次合计持有公司 5% 以上股份。
- ◆ **与区域经济同频共振：**江苏银行服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈，主要业务集中在江苏省，以本土银行优势构筑发展护城河，与区域经济同频共振相伴成长。在江苏省内公司积极布局苏中+苏北地区，享受区域高速发展带来的红利。
- ◆ **做大零售业务：**公司紧扣“做大零售业务，深化客户经营”这一战略目标，大力

发展零售贷款业务。2020 年底零售贷款余额 4699.1 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 36.4%，占发放贷款及垫款的比重从 2016 年的 20.9% 上升至 2020 年的 39.1%。其中消费贷和信用卡将成为公司未来增长的方向，公司 21 年 3 月设立消费金融公司，可在全国进行业务拓展，突破了区域经营限制，预计未来消金带来的收入将成为公司营收的重要组成部分。

- ◆ **对公贷款符合国家重点发展方向：**第一，公司始终坚守服务小微企业、服务实体经济的发展定位。2020 年末公司小微企业贷款/贷款总额为 36.3%，在 7 家公布数据的上市城商行中排名第 1 位。公司小微企业贷款占省内市场份额约 10%，在省内排名第 1 位。第二，公司作为首家采纳“赤道原则”的城商行，围绕“美丽中国”“美丽江苏”建设持续创新服务，绿色信贷余额保持省内第一位，至 20 年底，绿色信贷占对公贷款比值为 15%。第三，公司立足江苏制造业资源禀赋，加大高端制造集群服务力度，先进制造业贷款占比制造业总贷款自 16 年的 31.1% 提升至 20 年的超 40%。
- ◆ **公司资产质量自 16 年开始显著改善：**16 年后公司主动调整贷款结构，提升零售贷款占比，弱化贷款周期性，在对公贷款方面压降制造业和批发和零售业贷款增长规模，同时提高高端制造业和绿色信贷的比重，贷款质量得到显著优化。此外公司执行严格的认定标准，逾期 60 天以上贷款全部纳入不良贷款。20 年末，公司逾期 90 天以上/不良贷款和逾期贷款/不良贷款的比值分别为 68.1% 和 91.3%，在上市城商行中位于第 3 名，不良认定标准超过绝大部分城商行。
- ◆ **大财富管理发力：**公司依托优质扎实的客群基础，深化投融资两端融合，零售 AUM 规模快速扩大，财富、私行客户数加速增长，理财业务连续 20 个季度在《普益标准》“资产管理综合能力评价”中排城商行第一位。

基于以上考虑，我们预测公司 2021-2023 年归母净利润同比增速分别为 19.75%/19.35%/15.13%，不考虑增发及配股的情形下 EPS 分别为 1.22/1.46/1.68 元/股，当前 A 股股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 5.12/4.29/3.73，PB 分别为 0.63/0.56/0.51。综合考虑公司近两年 PB 估值中枢和基本面情况，给予公司 2021 年 PB 估值 1.0X，对应合理价值为 9.16 元/股，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

表21: 财务预测表

资产负债表摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
(亿元)											
贷款总额	10109	11660	13848	16242	18583	每股净利润	1.27	1.02	1.22	1.46	1.68
投资资产	7829	8459	9136	9867	10557	每股拨备前利润	2.85	2.65	3.16	3.70	4.19
同业资产	722	967	928	714	849	每股净资产	9.53	9.16	10.01	11.08	12.39
生息资产	19983	22557	25411	28474	31825	每股总资产	178.88	158.29	177.94	199.07	222.15
非生息资产	668	822	870	928	986	P/E	4.95	6.15	5.13	4.30	3.74
总资产	20651	23379	26282	29402	32811	P/PPOP	2.20	2.37	1.98	1.70	1.50
吸收存款	12056	13299	14284	15732	17481	P/B	0.66	0.68	0.63	0.57	0.51
其他付息负债	7231	8259	10051	11565	13032	资本状况(%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总负债	19286	21558	24334	27297	30513	资本充足率	12.89	14.47	13.64	13.08	12.69
股本	115	148	148	148	148	一级资本充足率	10.1	11.91	11.24	10.82	10.55
资本公积金	162	277	277	277	277	核心一级资本充足率	8.59	9.25	8.91	8.75	8.70
盈余公积金	170	199	229	272	335	增速(%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
未分配利润	353	393	455	524	604	资产总计	7.23	13.21	12.42	11.87	11.59
一般风险准备	284	324	355	400	450	发放贷款及垫款	17.01	15.34	18.77	17.29	14.41
其他权益工具	228	428	428	428	428	公司贷款	7.70	11.28	12.00	12.00	10.00
所有者权益合计	1364	1821	1947	2105	2298	个人贷款	38.97	24.99	30.00	25.00	20.00
利润表摘要(亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	负债总计	7.07	11.78	12.88	12.17	11.78
净利息收入	255	370	457	543	621	吸收存款	10.27	10.31	7.41	10.14	11.12
手续费及佣金净收入	60	54	69	87	105	营业收入	27.68	15.68	18.45	16.84	13.35
其他收入	134	97	90	90	90	净利息收入	0.35	44.84	23.59	18.89	14.27
营业收入	450	520	616	720	816	净手续费及佣金收入	15.33	-11.06	29.05	25.27	21.45
营业支出	121	129	149	174	197	营业支出	27.68	15.68	18.45	16.84	13.35
拨备前利润	329	392	467	546	619	拨备前利润	33.30	19.03	19.22	16.93	13.38
计提减值损失	172	224	265	304	341	计提减值损失	67.79	30.05	18.17	15.09	11.99
营业利润	157	168	202	241	278	归母净利润	11.89	3.06	19.75	19.35	15.13
利润总额	156	167	202	241	278	其他数据	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	150	156	186	222	256	总股本	115.45	147.70	147.70	147.70	147.70
归母净利润	146	151	180	215	248	ROAA (%)	0.73	0.68	0.73	0.77	0.80
贷款结构	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROAE (%)	11.20	9.46	9.58	10.63	11.26
企业贷款占比(%)	55.01	53.01	49.94	47.64	45.80	不良贷款率(%)	1.38	1.32	1.23	1.23	1.19
个人贷款占比(%)	36.13	39.11	42.76	45.53	47.75	拨备覆盖率(%)	232.79	256.40	285.00	290.00	300.00

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上