

# 营收高速增长 资产质量改善

——江苏银行（600919.SH）2021 三季度报点评

银行/银行



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

2021 年 10 月 29 日，公司发布三季报，归母净利润增速超预期。2021 年前三季度，实现营业收入 467.94 亿元，同比增长 24.7%；实现净利润 156.04 亿元，同比增长 30.51%，盈利能力大幅提升。截至 21Q3，公司总资产 2.58 万亿，同比增长 13.99%，其中发放贷款及垫款 1.34 万亿元，同比增长 17.18%，不良贷款率 1.12%，拨备覆盖率 295.53%。公司总负债 2.39 万亿，同比增长 13.71%，其中吸收存款 1.5 万亿，同比增长 11.06%。

## 投资摘要：

**盈利能力超预期增长。**2021 年 1-9 月，公司营业总收入 467.94 亿元，同比增长 24.7%，归母净利润 156.04 亿元，同比增长 30.5%，超出市场预期。

我们对公司 21Q3 业绩进行归因，净利息收入的高增长以及资产减值准备为驱动业绩增长的主要因素。其中净利息收入同比增长 28.1%，主要因为公司资产规模维持高增，资产减值准备同比增长 7.2%，主要因为公司资产质量边际改善，计提资产减值准备幅度减小。而所得税为拖累业绩的主要因素，所得税同比增长 388.4%，主要因为公司当期和递延所得税费用增加。

### 公司资产端高速扩张：

- **从资产端来看**，贷款发放方面，三季度公司贷款余额同比增长 17.2%，维持 21H1 的高增，其中票据贴现未出现显著冲量现象，说明贷款需求仍存在，公司项目储备较充足。金融投资方面，公司加大金融投资力度，金融投资余额同比增长 11.5%，较二季度提升 2.8pct，预计与地方政府债发行加速有关。
- **从负债端来看**，吸收存款方面，与二季度相比，公司加大了对公存款的吸收力度，企业存款余额同比增长 9.7%，与 21H1 相比增速上升 5%，说明公司对公客户基础越来越扎实，而由于资产端增速较快，公司同业负债规模增长较快，同业负债余额同比增长 57%。

### 公司资产质量持续改善：

- **公司不良贷款率持续下降，拨备覆盖率边际上升，贷款资产质量持续向好。**21Q3，公司不良贷款率 1.12%，在 21Q2 的基础上继续下降 4bps，位于近 5 年来的最低水平。公司拨贷比 3.3%，拨备覆盖率 295.53%，较 21Q2 提升 13.39pct，位于近 5 年来的较高水平，公司资产质量持续向好。
- **公司不良贷款先行指标位于低位。**21Q3 公司关注贷款率 1.27%，较 21Q2 上升 0.02pct，虽有所波动，但仍处于历年来的低点。

**投资建议：**总体来看，公司三季报超预期，随着公司深化零售转型，加强风险控制，未来营收或会维持高增。基于以上考虑，我们对公司归母净利润增速进行上调，预计公司 2021-2023 年归母净利润同比增速分别为 30.43%/22.75%/20.97%，不考虑增发及配股的情形下 EPS 分别为 1.33/1.63/1.98 元/股，当前 A 股股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 4.83/3.93/3.25，PB 分别为 0.63/0.57/0.5。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 10.12 元/股，维持“买入”评级。

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

评级

买入（维持）

2021 年 10 月 30 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 2021.10.29

总市值/流通市值 (亿元)	929/923
总股本 (万股)	1,476,960.78
核心一级资本充足率	8.75%
一级资本充足率	11.08%
资本充足率	13.42%
每股净资产 (元)	9.91
收盘价 (元)	6.29
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

## 相关报告

- 1、《江苏银行半年报点评：信贷需求充裕 财富管理高速发展》2021-08-27
- 2、《江苏银行公司深度研究：与江苏省区域经济同频共振相伴成长》2021-08-06

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	450	520	648	762	872
增长率 (%)	27.68	15.68	24.53	17.59	14.40
归母净利润 (亿元)	146	151	197	241	292
增长率 (%)	11.89	3.06	30.43	22.75	20.97
净资产收益率 (%)	11.20	9.46	10.37	11.73	12.93
每股收益 (元)	1.27	1.02	1.33	1.63	1.98
PE	5.07	6.29	4.83	3.93	3.25
PB	0.67	0.70	0.63	0.57	0.50

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

## 内容目录

1. 盈利能力超预期增长.....	4
1.1 公司资产端高速扩张.....	5
1.2 公司资产质量持续改善.....	5
2. 江苏银行估值和投资建议.....	6

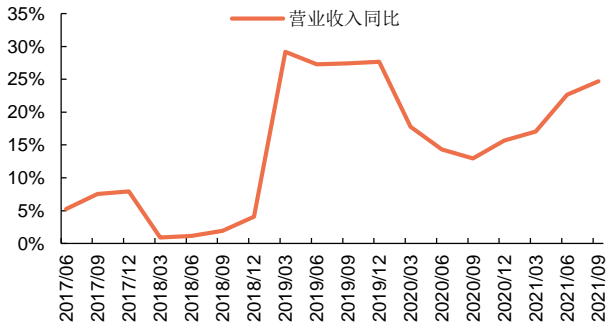
## 图表目录

图 1： 公司营业收入增速持续提升.....	4
图 2： 公司归母净利润持续提升.....	4
图 3： 公司不良贷款率维持低位（%）.....	6
图 4： 公司拨备覆盖率维持高位（%）.....	6
图 5： 公司拨贷比维持高位（%）.....	6
图 6： 公司关注贷款率低位波动（%）.....	6
表 1： 江苏银行 21Q3 业绩归因（亿元）.....	4
表 2： 江苏银行单季度经营数据同比.....	4
表 3： 公司生息资产和计息负债余额同比变化.....	5
表 4： 公司盈利预测表.....	7

## 1. 盈利能力超预期增长

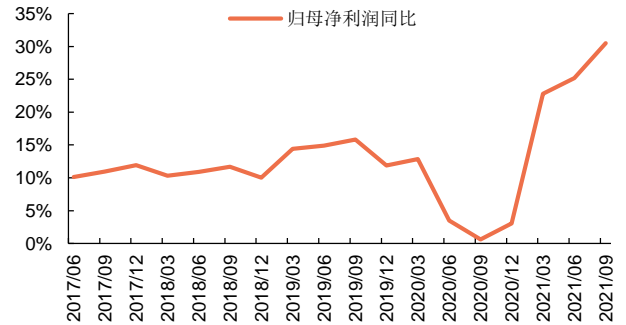
2021年1-9月，公司营业总收入467.94亿元，同比增长24.7%，归母净利润156.04亿元，同比增长30.5%，超出市场预期。

图1：公司营业收入增速持续提升



资料来源：公司财报、申港证券研究所

图2：公司归母净利润持续提升



资料来源：公司财报、申港证券研究所

我们对公司21Q3业绩进行归因，净利息收入的高增长以及资产减值准备为驱动业绩增长的主要因素。其中净利息收入同比增长28.1%，主要因为公司资产规模维持高增，资产减值准备同比增长7.2%，主要因为公司资产质量边际改善，计提资产减值准备幅度减小。而所得税为拖累业绩的主要因素，所得税同比增长388.4%，主要因为公司当期和递延所得税费用增加。

表1：江苏银行21Q3业绩归因（亿元）

	2020/9/30	2021/9/30	同比	业绩归因
净利息收入	265.27	339.93	28.1%	19.90%
手续费及佣金净收入	36.97	44.71	20.9%	2.06%
其他非息收入	73.01	83.30	14.1%	2.74%
营业收入	375.25	467.94	24.7%	24.70%
营业税金及附加	4.62	5.37	16.1%	0.33%
营业费用	84.95	95.75	12.7%	8.52%
资产减值准备	151.88	162.82	7.2%	22.23%
所得税	8.80	42.96	388.4%	-26.75%
归属于母公司所有者的净利润	119.56	156.04	30.5%	30.51%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表2：江苏银行单季度经营数据同比

	2021-09-30	2021-06-30	2021-03-31
营业收入	28.78%	28.82%	17.06%
利息净收入	19.46%	32.08%	34.33%
手续费及佣金净收入	6.55%	9.05%	48.30%
其他非息收入	108.23%	26.95%	-30.29%
营业支出	11.72%	12.29%	4.30%
税金及附加	20.93%	15.25%	12.49%
管理费用	16.64%	19.39%	4.19%

	2021-09-30	2021-06-30	2021-03-31
信用减值损失	8.98%	8.44%	4.06%
营业利润	60.13%	58.76%	39.75%
加：营业外收入	3759.23%	1062.50%	-84.34%
减：营业外支出	-70.04%	270.85%	126.81%
利润总额	62.18%	58.93%	39.32%
减：所得税	320.61%	729.93%	255.55%
净利润	39.32%	26.23%	23.21%
减：少数股东损益			
归属于母公司所有者的净利润	41.85%	27.84%	22.79%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

### 1.1 公司资产端高速扩张

从资产端来看，贷款发放方面，三季度公司贷款余额同比增长 17.2%，维持 21H1 的高增，其中票据贴现未出现显著冲量现象，说明贷款需求仍存在，公司项目储备较充足。金融投资方面，公司加大金融投资力度，金融投资余额同比增长 11.5%，较二季度提升 2.8pct，预计与地方政府债发行加速有关。

从负债端来看，吸收存款方面，与二季度相比，公司加大了对公存款的吸收力度，企业存款余额同比增长 9.7%，与 21H1 相比增速上升 5%，说明公司对公客户基础越来越扎实，而由于资产端增速较快，公司同业负债规模增长较快，同业负债余额同比增长 57%。

表3：公司生息资产和计息负债余额同比变化

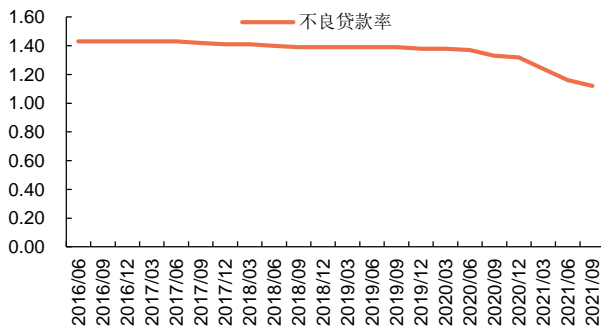
	2021-09-30	2021/6/30	2021-03-31
发放贷款和垫款	17.2%	17.2%	15.7%
—企业贷款	16.1%	17.8%	15.1%
—个人贷款	21.0%	24.2%	25.0%
—贴现	1.8%	-25.8%	-23.1%
金融投资	11.5%	8.7%	6.6%
同业资产	9.3%	74.7%	86.1%
吸收存款	11.1%	8.5%	6.0%
—个人存款	19.5%	20.3%	19.3%
—企业存款	9.7%	4.7%	2.3%
发行债券	-1.0%	15.0%	11.9%
同业负债	57.0%	41.9%	38.4%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

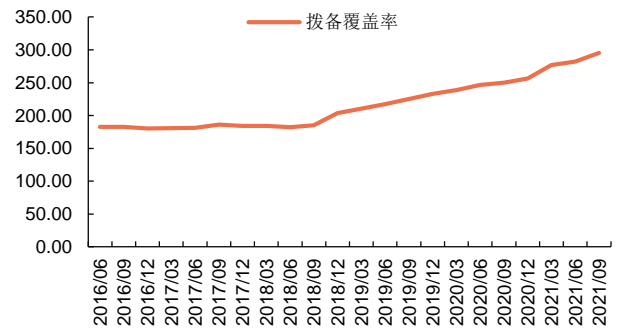
### 1.2 公司资产质量持续改善

公司不良贷款率持续下降，拨备覆盖率边际上升，贷款资产质量持续向好。21Q3，公司不良贷款率 1.12%，在 21Q2 的基础上继续下降 4bps，位于近 5 年来的最低水平。公司拨贷比 3.3%，拨备覆盖率 295.53%，较 21Q2 提升 13.39pct，位于近 5 年来的较高水平，公司资产质量持续向好。

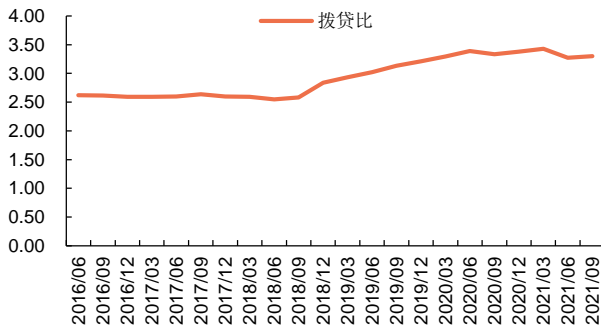
公司不良贷款先行指标位于低位。21Q3 公司关注贷款率 1.27%，较 21Q2 上升 0.02pct，虽有所波动，但仍处于历年来的低点。

**图3：公司不良贷款率维持低位 (%)**


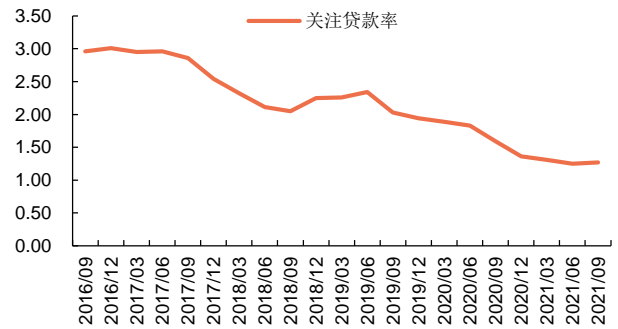
资料来源：公司财报、申港证券研究所

**图4：公司拨备覆盖率维持高位 (%)**


资料来源：公司财报、申港证券研究所

**图5：公司拨贷比维持高位 (%)**


资料来源：公司财报、申港证券研究所

**图6：公司关注贷款率低位波动 (%)**


资料来源：公司财报、申港证券研究所

## 2. 江苏银行估值和投资建议

总体来看，公司三季报超预期，随着公司深化零售转型，加强风险控制，未来营收或会维持高增。基于以上考虑，我们对公司归母净利润增速进行上调，预计公司 2021-2023 年归母净利润同比增速分别为 30.43%/22.75%/20.97%，不考虑增发及配股的情形下 EPS 分别为 1.33/1.63/1.98 元/股，当前 A 股股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 4.83/3.93/3.25，PB 分别为 0.63/0.57/0.5。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 10.12 元/股，维持“买入”评级。

**表4: 公司盈利预测表**

资产负债表摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标 (元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
要(亿元)											
贷款总额	10109	11660	13865	16279	18629	每股净利润	1.27	1.02	1.33	1.63	1.98
投资资产	7829	8459	9136	9867	10557	每股拨备前利润	2.85	2.65	3.43	4.02	4.60
同业资产	722	967	836	-589	-611	每股净资产	9.53	9.16	10.12	11.32	12.83
生息资产	19983	22557	25452	27209	30411	每股总资产	178.88	158.29	178.00	190.24	212.26
非生息资产	668	822	838	893	950	P/E	5.07	6.29	4.83	3.93	3.25
总资产	20651	23379	26290	28101	31360	P/PPOP	2.25	2.42	1.87	1.60	1.40
吸收存款	12056	13299	15390	15732	17481	P/B	0.67	0.70	0.63	0.57	0.50
其他付息负债	7231	8259	8931	10221	11500	资本状况(%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总负债	19286	21558	24322	25953	28981	资本充足率	12.89	14.47	13.77	13.82	13.54
股本	115	148	148	148	148	一级资本充足率	10.1	11.91	11.36	11.51	11.36
资本公积金	162	277	277	277	277	核心一级资本充足率	8.59	9.25	9.03	9.35	9.43
盈余公积金	170	199	229	272	335	增速(%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
未分配利润	353	393	463	555	673	资产总计	7.23	13.21	12.45	6.88	11.57
一般风险准备	284	324	355	400	450	发放贷款及垫款	17.01	15.34	18.91	17.41	14.44
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	1364	1821	1969	2148	2379	个人贷款	38.97	24.99	30.00	25.00	20.00
利润表摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	负债总计	7.07	11.78	12.82	6.71	11.67
(亿元)											
净利息收入	255	370	454	573	662	吸收存款	10.27	10.31	15.73	2.22	11.12
中间业务收入	60	54	72	99	119	营业收入	27.68	15.68	24.53	17.59	14.40
其他收入	134	97	122	90	90	净利息收入	0.35	44.84	22.70	26.24	15.60
营业收入	450	520	648	762	872	中间收入	15.33	-11.06	34.14	37.67	20.56
营业支出	121	129	141	169	193	营业支出	27.68	15.68	24.53	17.59	14.40
拨备前利润	329	392	507	593	679	拨备前利润	33.30	19.03	29.49	17.01	14.44
计提减值损失	172	224	251	297	321	计提减值损失	67.79	30.05	11.94	18.42	8.21
营业利润	157	168	256	296	358	归母净利润	11.89	3.06	30.43	22.75	20.97
利润总额	156	167	256	296	358	其他数据	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	150	156	203	249	301	总股本 (亿股)	115.45	147.70	147.70	147.70	147.70
归母净利润	146	151	197	241	292	ROAA (%)	0.73	0.68	0.79	0.89	0.98
贷款结构 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROAE (%)	11.20	9.46	10.37	11.73	12.93
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	1.12	1.10	1.08
个人贷款占比	36.13	39.11	42.76	45.53	47.75	拨备覆盖率 (%)	232.79	256.4	300	305	310

资料来源: 公司财报、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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本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。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本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。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。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