

600908.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 5.64

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(2.8)	0.4	(5.5)	0.9
相对上证指数	(6.4)	(1.5)	(6.3)	(5.9)

发行股数(百万)	1,862
流通股(%)	95
总市值(人民币 百万)	10,500
3 个月日均交易额(人民币 百万)	112
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
国联信托股份有限公司	9

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 12 月 28 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

无锡银行

扎根无锡, 稳健成长

无锡银行扎根无锡本地, 本地客户基础和网络优势突出, 可以分享本地高新产业高速增长、经济较快发展和居民财富积累红利, 在江苏其他区域扩张亦有潜力, 规模、收入和盈利有望持续较快增长。公司风险偏好较低, 风控审慎, 资产质量或持续表现较好, 未来盈利稳定性或亦较好。我们认为公司同步农商行整体估值修复同时, 相对估值或有所提升。

- **无锡经济优势较强。**无锡经济发达, GDP 总量位于江苏省第三位, 仅低于苏州和南京。产业结构不断升级, 物联网、集成电路和生物医药等高新产业具备领先优势。财政、地产较为平稳, 居民收入和财富水平较高。
- **公司扎根无锡本地, 在无锡地区拥有良好的客群基础。**公司网点和业务主要集中在无锡本地, 本地网点数量居同业前列, 无锡地区贷款占比 77%, 在无锡市场份额 5% 左右。公司在无锡市民卡业务上拥有绝对优势, 拥有近 510 万市民卡, 对本区零售客户覆盖度极高。公司前十大股东主要为本地国企和民企, 管理层亦主要行内培养成长。
- **风险管控审慎, 资产质量优秀。**不良率、逾期占比处于可比同业较低水平, 不良+关注处于可比同业最低。公司良好的资产质量不是依靠核销, 加回核销其不良占比亦行业最优行列, 优秀风险控制是长期持续的, 不良新生处于可比同业最低水平, 拨备充足, 低信用成本可持续。
- **净资产盈利能力和资产盈利能力可比同业中等偏上。**公司在成本控制、手续费收入、资产质量、拨备等方面相对可比同业优势突出, 息差相对偏低。息差偏弱主要源于: 贷款收益率偏低, 其中主要对公贷款占比较高, 零售按揭占比较高; 存款付息率偏高, 定期存款占比高。息差情况反应无锡地区银行业竞争较为激烈, 结合较低的不良和信用成本, 息差或也源于公司较低的风险偏好。

估值

- 我们认为公司在无锡区内区外规模增长可持续, 对公和零售均有空间; 息差让利政策边际压力逐渐缓解; 零售业务或推动手续费持续较快增长; 随着经济压力传导, 不良生成或有上升, 相对优势或仍在, 信用成本或仍较低。预计公司盈利可保持较快增长。
- 基于我们的预测, 无锡银行 2021 年 PB0.78X, 2022 年 PB0.69X, 首次覆盖给予 **增持** 评级。
- 风险提示: 经济大幅下行超预期; 无锡本地经济或核心产业受到下行超预期冲击。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日 (人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	3,540	3,896	4,348	4,977	5,650
变动 (%)	10.89	10.07	11.60	14.47	13.52
净利润	1,250	1,312	1,568	1,784	2,047
变动 (%)	14.07	4.96	19.53	13.77	14.78
净资产收益率(%)	11.75	11.45	12.58	12.79	12.89
每股收益(元)	0.68	0.71	0.85	0.96	1.11
市盈率(倍)	8.45	8.05	6.73	5.92	5.16
市净率(倍)	0.96	0.89	0.78	0.69	0.61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

一、无锡经济优势较强	6
1、无锡经济发达，高新产业领先	6
2、财政基础较好，房地产较平稳	8
3、人均收入较高，人才持续流入	9
二、扎根无锡，成长空间较好	10
1、根植无锡本地	10
2、无锡区内网点和客户基础优势显著	11
3、区内外增长空间较大	12
三、风险管控审慎，资产质量持续表现良好	13
1、不良绝对水平行业低位	13
2、不良生成持续低位	15
四、财务分析：盈利能力中等偏上，资产质量持续优秀	17
1、息差略低，贷款收益率偏低，存款收益率偏高。	18
2、手续费收入占比较高，代理业务主要贡献	24
3、成本控制较好	25
4、拨备充足、信用成本持续较低	26
5、核心一级资本略弱，仍需补充。	28
五、业绩稳步增长，估值修复或优于同业均值	29
风险提示：	30

图表目录

图表 1. 2020 年无锡市 GDP 位于江苏省第三	6
图表 2. 无锡 GDP 增速（单位：%）	6
图表 3. 无锡市产业结构变化	7
图表 4. 2019 年江苏各个城市产业结构	7
图表 5. 2020 年制造业主要子行业占比比较（按营收）	7
图表 6. 2020 年无锡和江苏企业类型比例比较（按总资产）	7
图表 7. 2019 年财政自给率	8
图表 8. 2020 年公共财政收入和支出	8
图表 9. 公共财政收入增速	8
图表 10. 无锡公共财政收入和支出增速	8
图表 11. 2020 年房价收入比	8
图表 12. 2020 年人均可支配收入	8
图表 13. 无锡银行发展历程	10
图表 14. 2021 年 3 季报无锡银行前十大股东	10
图表 15. 无锡银行部分管理层情况	11
图表 16. 无锡银行在无锡地区市占率基本稳定	12
图表 17. 无锡银行贷款中无锡区占比	12
图表 18. 不良率处于可比同业低位	13
图表 19. 逾期占处于可比同业低位	13
图表 20. 上市银行不良+关注类贷款占比	13
图表 21. 不良率位居上市银行中低位	14
图表 22. 逾期占比位居上市银行中低位	14
图表 23. 逾期/不良位居可比同业中游	14
图表 24. 90 天以上逾期/不良位居可比同业中游	14
图表 25. 2018 年以来全部不良（含已核销）/2018 年贷款	14
图表 26. 逾期/不良上市银行对比	15
图表 27. 90 天以上逾期/不良上市银行对比	15
图表 28. 不良生成率处于可比同业低位	15
图表 29. 逾期生成率处于可比同业低位	15
图表 30. 不良生成率	15
图表 31. 逾期生成率	15
图表 32. 不良生成率位居上市银行中低位	16

图表 33. 逾期生成率位居上市银行中低位.....	16
图表 34. 可比银行杜邦拆解对比	17
图表 35. ROAE	17
图表 36. ROAA	17
图表 37. 上市银行 ROAE	18
图表 38. 上市银行 ROAA.....	18
图表 39. 可比银行净息差	19
图表 40. 可比银行资产收益率.....	19
图表 41. 可比银行净利差	19
图表 42. 可比银行负债成本率.....	19
图表 43. 上市银行净息差对比.....	19
图表 44. 上市银行净利差对比.....	20
图表 45. 上市银行资产收益率对比.....	20
图表 46. 上市银行负债成本率对比.....	20
图表 47. 1H21 上市银行资产结构对比.....	21
图表 48. 1H21 上市银行贷款结构对比.....	21
图表 49. 可比银行贷款收益率.....	21
图表 50. 可比债券投资收益率.....	21
图表 51. 可比银行对公贷款收益率.....	22
图表 52. 可比零售贷款收益率.....	22
图表 53. 上市银行贷款收益率对比.....	22
图表 54. 上市银行对公贷款收益率对比	22
图表 55. 上市银行零售贷款收益率对比	23
图表 56. 1H21 上市银行负债结构对比.....	23
图表 57. 上市银行存款付息率对比.....	23
图表 58. 可比银行存款付息率.....	24
图表 59. 上市银行 2021H1 存款结构图	24
图表 60. 1H21 上市银行存款结构对比.....	24
图表 61. 无锡银行占比高于同地区农商行.....	24
图表 62. 无锡银行手续费结构图	24
图表 63. 无锡银行手续费/净利息收入.....	25
图表 64. 手续费占比.....	25
图表 65. 无锡银行其他非息收入占比	25
图表 66. 无锡银行投资类收入占比.....	25
图表 67. 无锡银行其他非息收入占比	25

图表 68. 无锡银行投资类收入占比.....	25
图表 69. 成本收入比位居可比低位.....	26
图表 70. 业务及管理费/平均总资产较低.....	26
图表 71. 上市银行成本收入比对比.....	26
图表 72. 拨备覆盖率可比表现较优秀.....	27
图表 73. 拨贷比处于可比较低水平.....	27
图表 74. 拨备覆盖率行业中较高水平.....	27
图表 75. 拨贷比行业中较高水平.....	27
图表 76. 信用成本可比同业中最低.....	27
图表 77. 1H21 资本情况.....	28
图表 78. 2021Q3 核心一级资本充足率.....	28
图表 79. 2021Q3 资本充足率.....	28
图表 80. 可比银行估值对比 (2021 年 12 月 27 日)	29

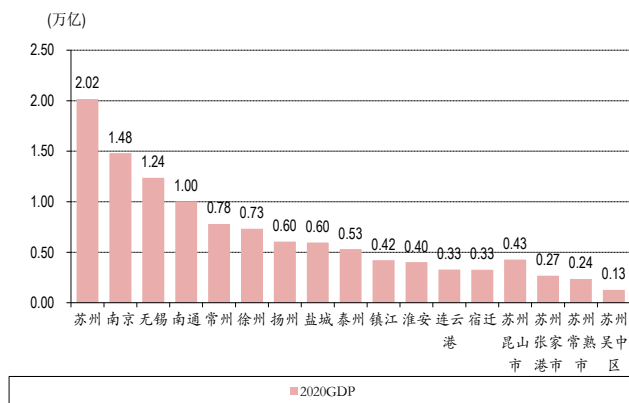
一、无锡经济优势较强

1、无锡经济发达，高新产业领先

(1) 无锡市经济总量较大，增长较快。

无锡市 GDP 总量位于江苏省内第三位，仅弱于苏州和南京，在今年华顿经济研究院公布全国百强城市中排行第十。本轮疫情前，无锡 GDP 的增速在 2017 年后超过江苏全省，也超过苏州，弱于南京，疫情后，2 年复合增速基本持平于苏州，好于江苏全省。

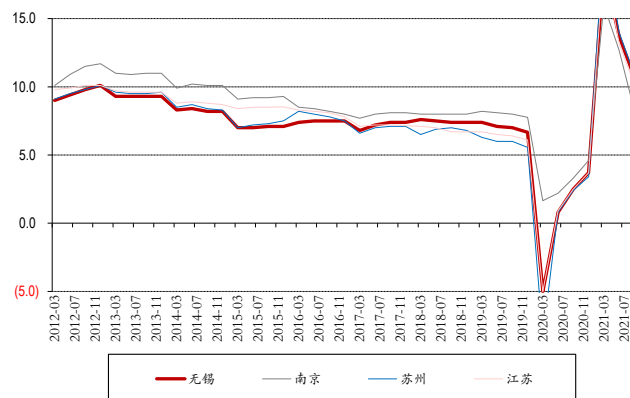
图表 1. 2020 年无锡市 GDP 位于江苏省第三



资料来源：万得，中银证券

注：吴中区数据为 2019 年

图表 2. 无锡 GDP 增速（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

(2) 无锡市物联网、集成电路、生物医药等高新产业具备领先优势。

无锡工业基础历史悠久，曾经因太湖环保整治，传统产业发展受到一定影响。2015 年以后，第二产业和第三产业并重，工业发展持续积极，产业结构不断升级。

2020 年无锡统计局数据公告：无锡市高新技术产业产值同比增长 10%，占规模以上工业总产值比重达到 48%。无锡在物联网、集成电路、生物医药等行业优势突出，位于全国、全省前列。

①2020 年无锡物联网产业营收 3100 亿元，规模全省第一。

②2020 年无锡集成电路产业产值 1421 亿元，2021 年无锡集成电路企业 400 余家，预计实现营收超 1700 亿元，产业规模仅低于上海，无锡也是工信部认定的“芯火”双创基地（还包括深圳、南京、北京、上海、杭州、西安、合肥等省会城市和副省级城市共 8 个城市）。

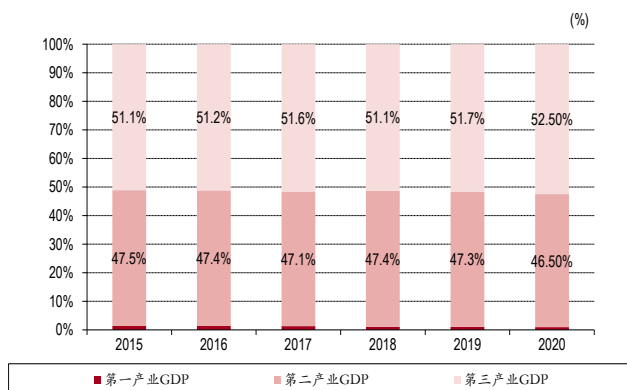
③无锡在芯片设计销售上优势不断显现。根据中国半导体行业协会集成电路设计分会理事长魏少军的报告，2021 年，无锡国内芯片设计产业规模排在上海、北京、深圳、杭州之后的第五位。

④2020 年无锡生物医药产业营收突破 1000 亿元。无锡拥有药明康德、四环生物、祥生医疗等上市企业。无锡市纳税百强企业中，药明康德、阿斯利康两家生物医药企业高居前两位。

（产业数据来源：无锡政府工作报告、无锡市人民政府网站）

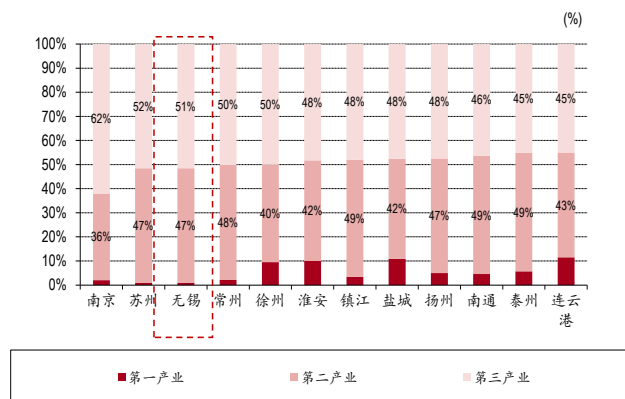
无锡地区民营占比高。2020 年无锡民营经济实现增加值 8140 亿元，比上年增长 3.6%，占经济总量比重 65.8%。2020 年按所有制看，私营、外资企业比例高于江苏全省（见图表 6）。

图表 3. 无锡市产业结构变化



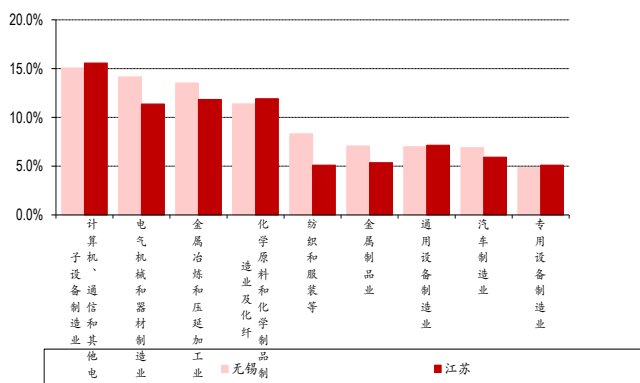
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2019 年江苏各个城市产业结构



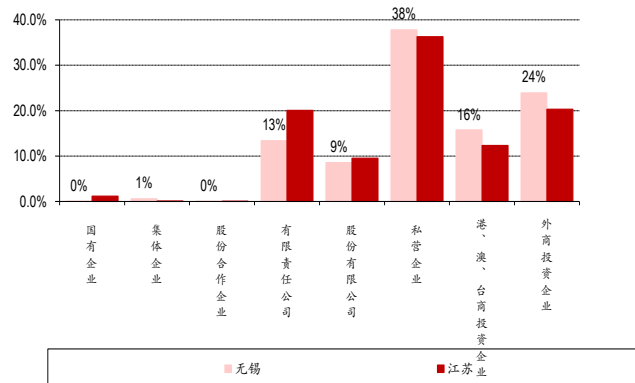
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2020 年制造业主要子行业占比比较（按营收）



资料来源：2021 年江苏省统计年鉴，2021 年无锡市统计年鉴，中银证券

图表 6. 2020 年无锡和江苏企业类型比例比较（按总资产）



资料来源：2021 年江苏省统计年鉴，2021 年无锡市统计年鉴，中银证券

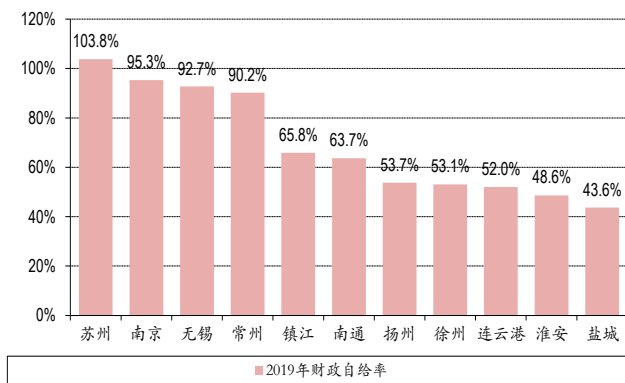
(3) 无锡市的银行业市场竞争非常充分。

参考无锡市地方金融监督管理局公布数据，2020 年服务无锡的银行业金融机构达到 44 家，包括大型国有商业银行、全国性股份制银行、城市商业银行、外资银行、农村商业银行、村镇银行以及邮政储蓄银行等。区域经济发展吸引更多银行机构参与本地业务，本地竞争充分。

2、财政基础较好，房地产较平稳

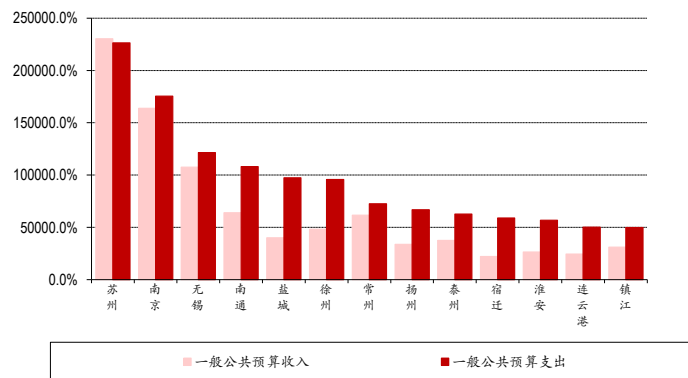
在江苏省内看，无锡地区财政收入增长较快，好于江苏全省。无锡市财政自给率较高，在省内仅次于苏州、南京。房价收入比来看，处于长三角主要城市较低水平，房价不高，房地产行业可持续性更强，更平稳。

图表 7. 2019 年财政自给率



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2020 年公共财政收入和支出



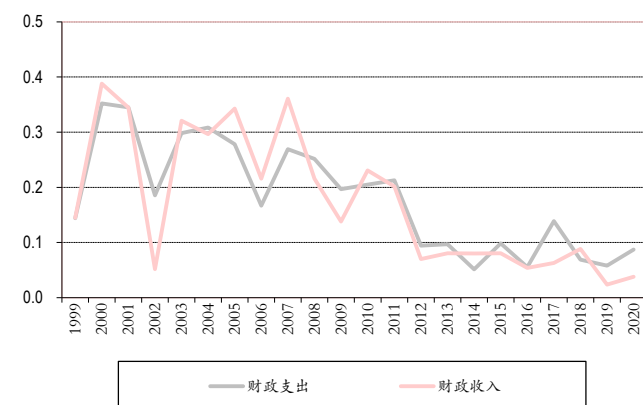
资料来源：2021 年江苏省统计年鉴，2021 年无锡市统计年鉴，中银证券

图表 9. 公共财政收入增速



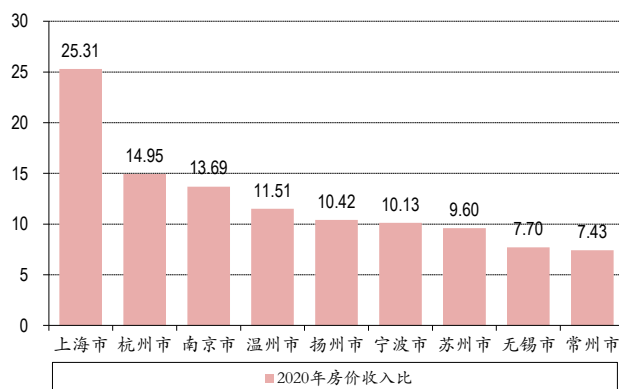
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 无锡公共财政收入和支出增速



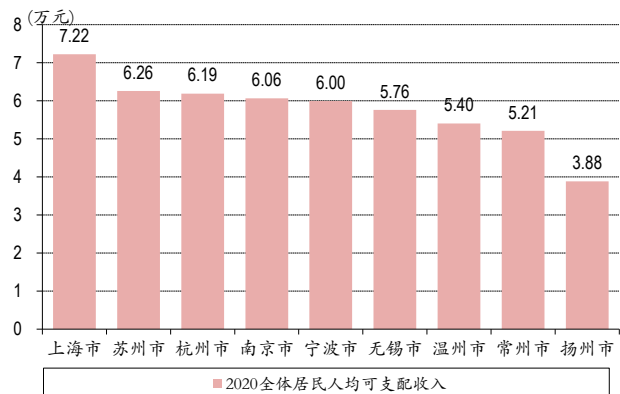
资料来源：2021 年无锡市统计年鉴，中银证券

图表 11. 2020 年房价收入比



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2020 年人均可支配收入



资料来源：万得，中银证券

3、人均收入较高，人才持续流入

从长三角主要城市看，无锡人均可支配收入位于前列，在江苏省内仅仅低于苏州和南京，居民财富水平较高。近年来，无锡持续推进人才引进政策，全面放开放宽落户政策，在全国率先实施海外引才专项计划，通过“太湖人才计划 2.0”、“锡引”工程升级版 8 条、“锡引惠才”12 条行动计划等等，积极引进高新技术人才和创业人才，与产业结构升级互相促进。第七次人口普查数据，无锡常住人口年均增长快于全国 1.06%，快于全省平均水平 0.84 个百分点，增幅位于全省第二。随着无锡人口增长，人才引进和高新产业发展，未来无锡财富业务市场空间或持续扩大。

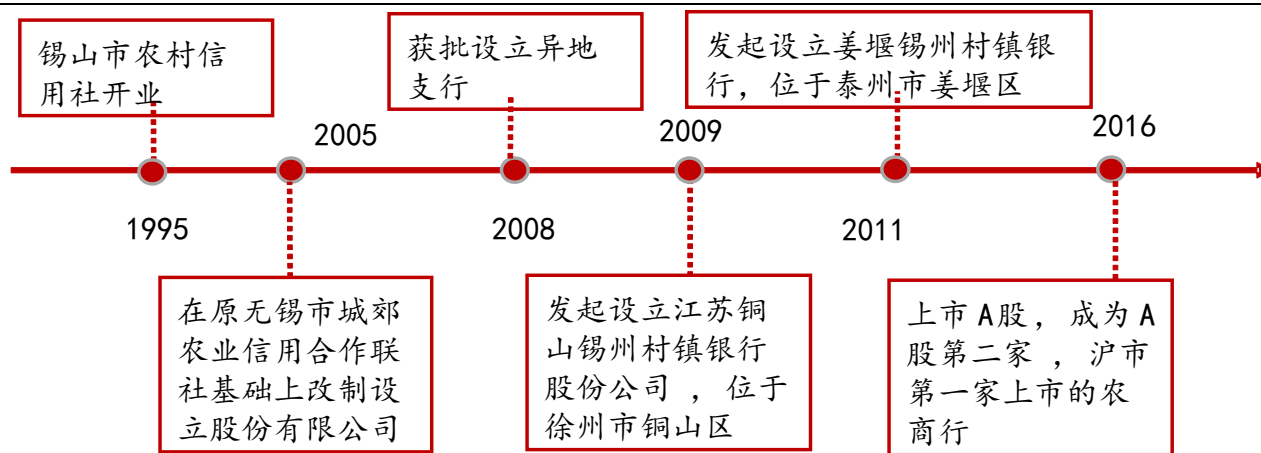
二、扎根无锡，成长空间较好

1、根植无锡本地

(1) 前身为锡山市农村信用合作社联合社

无锡银行前身为 1995 年设立的锡山市农村信用合作社联合社，期间经历法人合并、更名和股份制改制，2010 年更名为无锡农村商业银行股份有限公司。

图表 13. 无锡银行发展历程



资料来源：上市银行公告，中银证券

(2) 股东主要本地国企和民企、管理层普遍持股且行内培养

参考公司三季报公布前十大股东包括：本地地方国企、本地民企、社保和私募等，第一大股东为本地国企。从 2020 年年报公告的管理层背景来看，公司管理层大部分是无锡银行本行成长和培养的。同时参考公司公告的信息，主要管理层均持有本行股票。

图表 14. 2021 年 3 季报无锡银行前十大股东

排名	股东名称	方向	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质	股东情况
1	国联信托股份有限公司	不变	8.9300	0.0000	A 股流通股	本地国企
2	无锡市兴达尼龙有限公司	不变	5.9600	0.0000	A 股流通股	本地民企
3	无锡万新机械有限公司	不变	4.8500	0.0000	A 股流通股	本地民企
4	无锡市建设发展投资有限公司	不变	4.1400	0.0000	A 股流通股	本地国企
5	华林证券股份有限公司	不变	3.9500	0.0000	A 股流通股	上市公司
6	无锡神伟化工有限公司	不变	2.1300	0.0000	A 股流通股	本地民企
7	瑞士联合银行集团	减少	1.6700	-1.0500	A 股流通股	外资
8	全国社保基金 413 组合	不变	1.1800	0.0000	A 股流通股	社保
9	无锡市银宝印铁有限公司	不变	1.1300	0.0000	A 股流通股	本地民企
10	华人华诚 1 号私募证券投资基金	不变	0.9500	0.0000	A 股流通股	私募

资料来源：万得，中银证券

注：股东情况参考 <https://aiqicha.baidu.com/>，股东情况部分：部分企业按第一大股东列示。

图表 15. 无锡银行部分管理层情况

姓名	职务	工作经历
邵辉	董事长	1971 年 6 月出生，北京大学本科毕业，南京大学工商管理硕士学位，工程师，高级经济师。曾任职于无锡市天源电子技术应用工程公司，曾任无锡城郊信用联社电脑信息科科长助理，无锡城郊信用联社甘露信用社副主任（主持工作）江苏扬州农村商业银行副行长，无锡农村商业银行副行长、行长。现任无锡农商行党委书记、董事长。
陶畅	行长	1969 年 9 月出生。曾任东北塘信用社副主任（主持工作）、主任，松鹤信用社主任，锡山区信用联社主任，江苏扬州农村商业银行锡山区支行行长，江苏扬州农村商业银行行长助理兼锡山区支行行长，无锡农村商业银行行长助理兼锡山区支行行长，无锡农村商业银行副行长，淮安农商行党委副书记、董事、行长。现任无锡农商行党委副书记、董事、行长。
陈步杨	副行长	1970 年 11 月出生，曾任中国农业银行张家港市支行办事员，中国农业发展银行张家港市支行办事员、办公室副主任，张家港农村商业银行办公室副主任，张家港农村商业银行办公室副主任（享受正科长级待遇），张家港农村商业银行副行长，张家港农村商业银行董事、董事会秘书，张家港农村商业银行董事、副行长，昆山农村商业银行董事。现任无锡农商行党委委员、副行长。
王永忠	副行长	1968 年 8 月出生，曾任玉祁信用社副主任、主任，无锡城郊信用联社业务发展科科长，无锡城郊信用联社惠山区信用联社主任，江苏扬州农村商业银行惠山区支行行长，江苏扬州农村商业银行行长助理兼惠山区支行行长，无锡农村商业银行行长助理兼惠山区支行行长，江苏淮安农村商业银行董事。现任无锡农商行党委委员、副行长。
何建军	副行长	1971 年 8 月出生，曾任无锡市华达电机厂工人，无锡县后宅信用社办事员，无锡县农行柏庄营业部办事员，锡山市信用联社办公室办事员、保卫科副科长，无锡城郊信用联社党政办公室副主任、工会副主席、党政办公室副主任（主持工作），江苏扬州农村商业银行工会副主席、办公室副主任（主持工作）、党群工作部部长、办公室主任，无锡农村商业银行办公室主任、工会主席、党委委员，江苏东海农村商业银行党委委员、副行长，江苏靖江农村商业银行党委委员、副行长。现任无锡农商行党委委员、副行长。
陈红梅	副行长	1977 年 5 月出生，曾任江苏扬州农村商业银行风险管理部副总经理、合规管理部副总经理（主持工作）、风险合规部总经理，无锡农村商业银行风险合规部总经理、合规管理部总经理、风险总监兼风险管理部总经理，江苏省联社法律合规部挂职。现任无锡农商行党委委员、副行长。
陈晖	副行长	1978 年 8 月出生。曾任无锡城郊信用联社东北塘信用社员工、电脑信息科员工，江苏扬州农村商业银行科技信息部员工、华庄支行副行长、钱桥支行副行长、锡山区支行副行长、马山支行副行长（主持工作），无锡农村商业银行马山支行副行长（主持工作）、马山支行行长、北塘支行行长、公司业务部总经理、合规管理部、风险管理部总经理。现任无锡农商行党委委员、副行长。
孟晋	董秘	1983 年 6 月出生。曾任无锡农村商业银行监审稽核部副总经理，监事会办公室副主任（主持工作），纪检监察室主任，办公室副主任（主持工作），江苏铜山扬州村镇银行股份有限公司监事长。现任无锡农商行董事会办公室主任，董事会秘书。

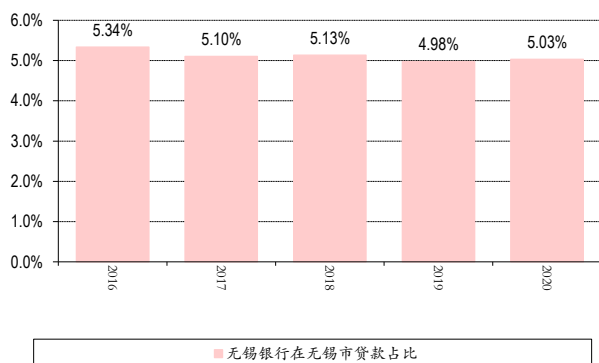
资料来源：上市银行公告，中银证券

2、无锡区内网点和客户基础优势显著

(1) 区内网点有优势、市场份额较平稳

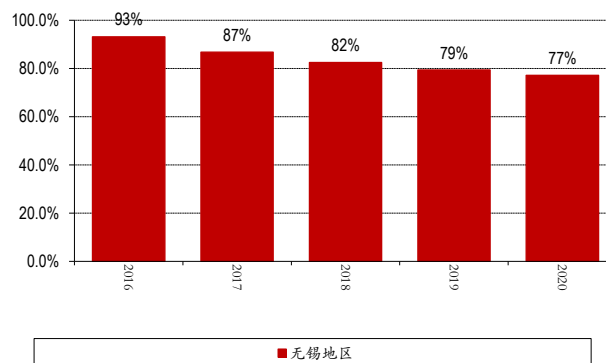
截至 2020 年，公司共设有 1 家直属营业部，3 家分行，53 家支行，59 家分理处，发起设立了江苏铜山扬州村镇银行和泰州姜堰扬州村镇银行，共 118 家机构，并投资参股了江苏淮安农村商业银行、江苏东海农村商业银行、徐州农村商业银行 3 家农村商业银行。参考 2016 年 8 月公告，公司在无锡市（不含江阴、宜兴）共拥有 103 家分支机构，网点数量位居无锡当地银行业列。参考 2020 年数据，无锡银行在无锡本地市场占比大概 5% 左右，份额基本保持稳定，无锡银行全部贷款 77% 发放无锡市。

图表 16. 无锡银行在无锡地区市占率基本稳定



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 17. 无锡银行贷款中无锡区占比



资料来源：上市银行公告，中银证券

(2) 本地零售客户基础优势显著

无锡银行在本地市民卡发放中拥有绝对优势。无锡银行是无锡“市民卡”第一代和第二代为唯一发卡行，第三代市民卡发行的首位银行机构。截至 2021H1，无锡银行市民卡（包括省社保卡）保有量接近 510 万张。市民卡为无锡银行零售业务奠定了扎实的基础。

零售业务发展积极。在市民卡的客户基础上，截至 2021H1，无锡银行信用卡发卡量近 12 万张，手机银行累计开户近 100 万户。公司较早拓展了代理理财、代销基金、保险、信托，代付代扣水、电、气费，代发涉农补贴和养老金等，同时“惠市民、乐市民、富市民”金融生活品牌认知度不断提高，“智慧医院、停车、缴费、菜场、校园”等场景建设初见成效，零售业务发展积极。

3、区内外增长空间较大

第一，无锡银行为城区农商行，在无锡市内和县域设点均无限制。第二，2019 年 1 月银保监会发布在《关于推进农村商业银行坚守定位强化治理提升金融服务能力的意见》，要求县城及城区农商行可贷资金当地投放比例超过 70%，约束农商行跨区经营，明确“原则上机构不出县（区）、业务不跨县（区）”。无锡银行前期已经在区内主要城市苏州、常州、南通等地市区域设点，因此异地认定范围有限，规定对异地扩张几乎没有影响，异地分支扩张潜力较大。无锡银行持续通过异地网点和入股农商行的等方式持续扩大区外市场，异地网点和贷款占比逐步扩大，见图表 17。

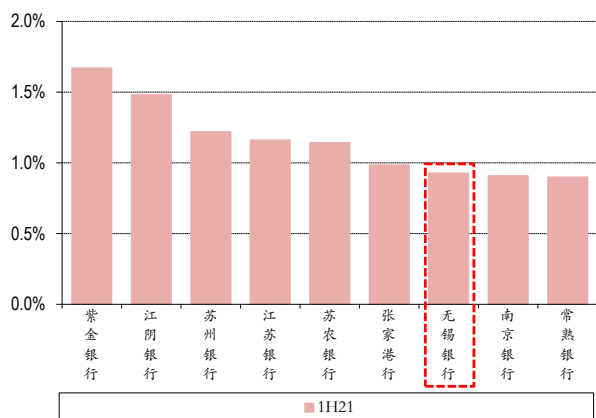
三、风险管控审慎，资产质量持续表现良好

1、不良绝对水平行业低位

资产质量位于行业最优行列。不良率、逾期占比处于可比同业较低水平，处于行业最优行列，不良+关注处于可比同业最低，行业最优行列。我们用全部不良加上2018年至今的核销，与2018年贷款做比率，反映公司一段时间整体不良贷款情况，公司仍处于行业最低行列。良好的资产质量不是依靠核销，而是长期持续的。

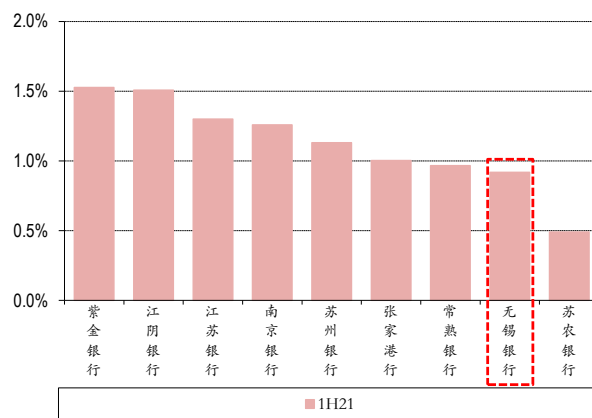
不良确认较充分。逾期整体确认不良较为充分，90天以上逾期/不良占比处于行业较高位置。考虑公司过去几年不良、核销、逾期也表现较好，资产质量持续表现较好，预计公司资产质量较好，同时不良确认比较实际，或不需要担心确认不充分，但同时公司并未做平滑多记。

图表 18. 不良率处于可比同业低位



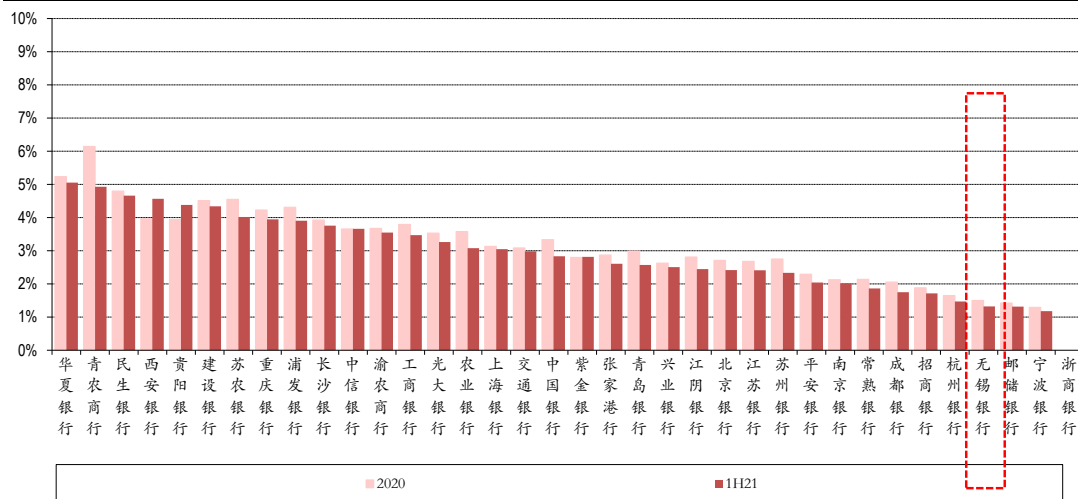
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 19. 逾期占处于可比同业低位



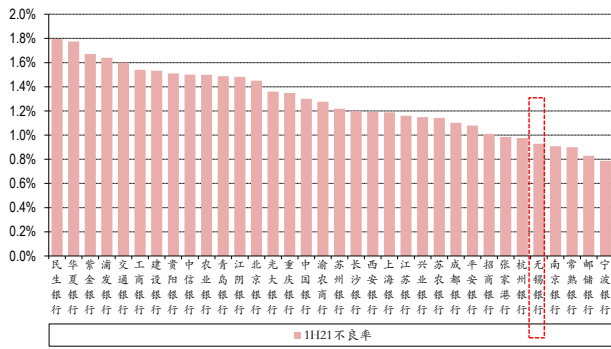
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 20. 上市银行不良+关注类贷款占比



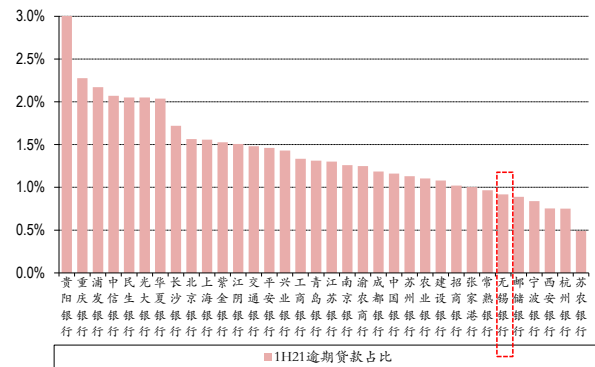
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 21. 不良率位居上市银行中低位



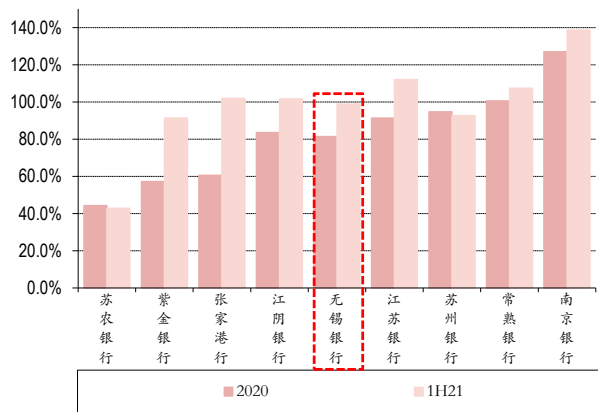
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 22. 逾期占比位居上市银行中低位



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 23. 逾期/不良位居可比同业中游



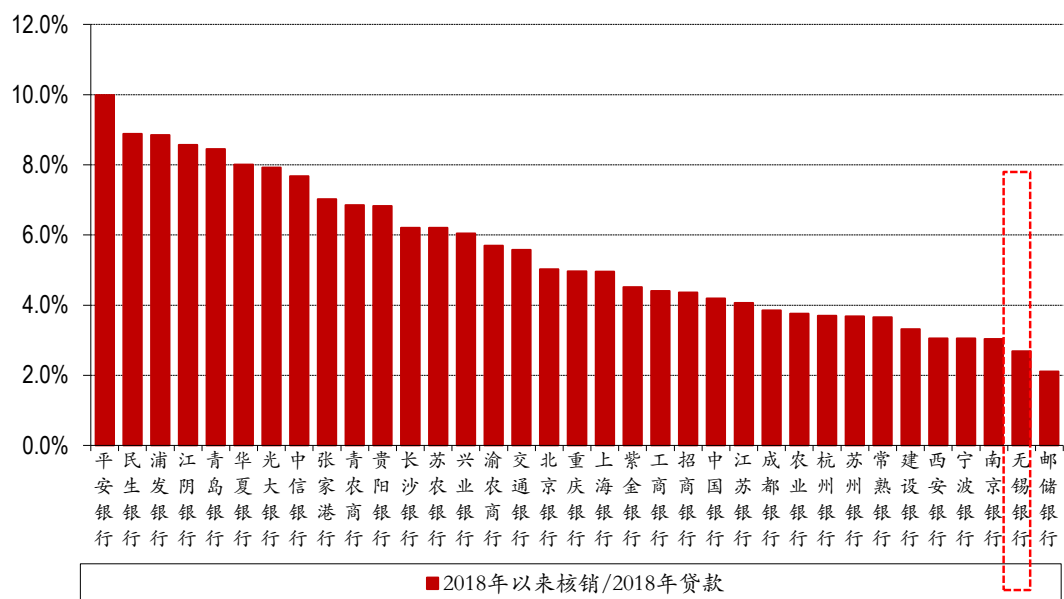
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 24. 90 天以上逾期/不良位居可比同业中游



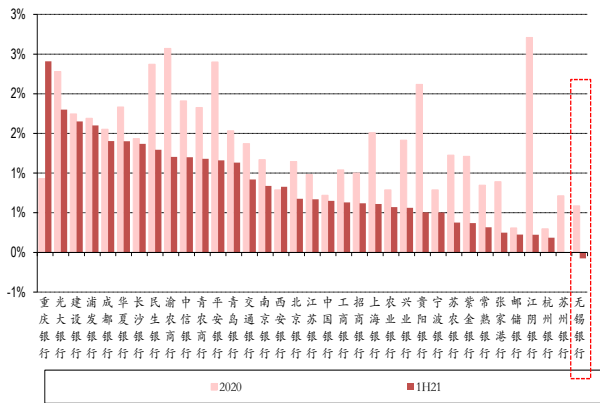
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 25. 2018 年以来全部不良（含已核销）/2018 年贷款



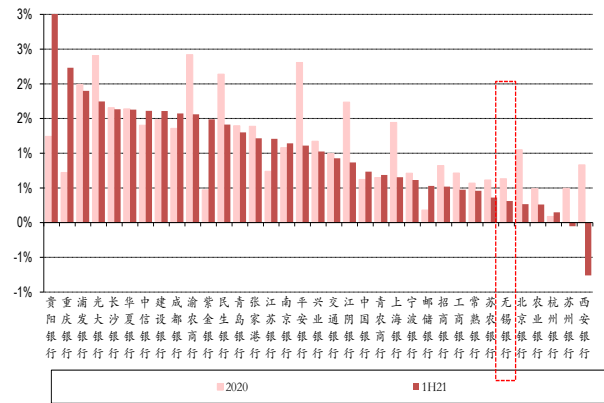
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 32.不良生成率位居上市银行中低位



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 33.逾期生成率位居上市银行中低位



资料来源：上市银行公告，中银证券

四、财务分析：盈利能力中等偏上，资产质量持续优秀

净资产盈利能力和资产盈利能力可比同业中等偏上。

我们选取江苏其他上市农商行，作为可比银行，同时列示本区域商行作为参考。

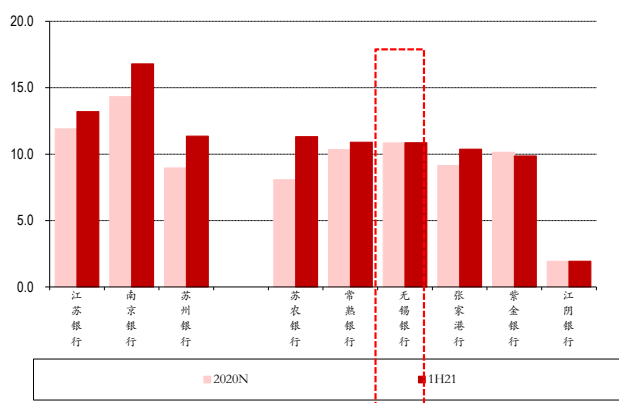
与同区域农商行同业相比，公司 ROAE 中等偏上，拆分看，ROAA 水平中等偏上，杠杆情况亦是。公司在成本控制、手续费收入、资产质量等方面相对可比同业优势突出，息差相对偏低。息差偏弱主要源于：贷款收益率偏低，其中，对公贷款占比较高，零售贷款中按揭占比较高；存款付息率偏高，定期占比高。息差情况反应无锡地区银行业竞争较为激烈，结合较低的不良和信用成本，息差或也源于公司较低的风险偏好。

图表 34. 可比银行杜邦拆解对比

2020	江苏银行	南京银行	苏州银行	紫金银行	无锡银行	苏农银行	江阴银行	常熟银行	张家港行
利息收入	4.20%	4.09%	4.34%	3.73%	4.13%	3.98%	3.92%	5.13%	4.71%
利息支出	-2.52%	-2.43%	-2.29%	-1.90%	-2.22%	-1.72%	-2.02%	-2.10%	-2.01%
净利息收入	1.68%	1.66%	2.06%	1.83%	1.92%	2.26%	1.90%	3.03%	2.70%
净手续费收入	0.24%	0.35%	0.26%	0.06%	0.10%	0.10%	0.07%	0.08%	-0.01%
净其他非息收	0.44%	0.41%	0.52%	0.24%	0.26%	0.47%	0.51%	0.24%	0.45%
净非利息收入	0.68%	0.75%	0.78%	0.30%	0.36%	0.57%	0.59%	0.31%	0.44%
营业收入	2.36%	2.41%	2.83%	2.14%	2.28%	2.83%	2.49%	3.35%	3.14%
税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
业务及管理费	-0.55%	-0.69%	-0.83%	-0.65%	-0.62%	-0.93%	-0.78%	-1.43%	-0.98%
营业费用及营	-0.43%	-0.55%	-0.65%	-0.51%	-0.48%	-0.71%	-0.58%	-1.16%	-0.76%
营业外收入及	0.00%	-0.02%	-0.02%	0.02%	0.00%	0.01%	-0.02%	0.00%	0.00%
拨备前利润	1.78%	1.68%	1.96%	1.48%	1.64%	1.89%	1.67%	1.89%	2.14%
资产减值损失	-1.02%	-0.60%	-1.06%	-0.72%	-0.77%	-1.07%	-0.85%	-0.76%	-1.39%
税前利润	0.76%	1.08%	0.90%	0.76%	0.87%	0.81%	0.82%	1.13%	0.75%
所得税	-0.05%	-0.16%	-0.16%	-0.08%	-0.10%	-0.09%	-0.03%	-0.15%	-0.01%
税后利润	0.71%	0.92%	0.75%	0.69%	0.77%	0.72%	0.80%	0.98%	0.75%
归母净利润	0.68%	0.92%	0.70%	0.69%	0.77%	0.72%	0.79%	0.92%	0.75%

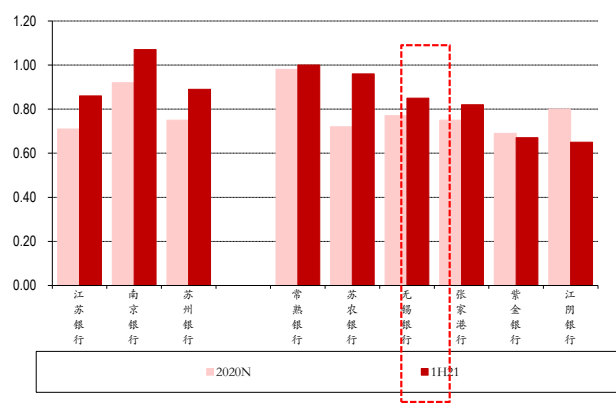
资料来源：万得，中银证券

图表 35. ROAE



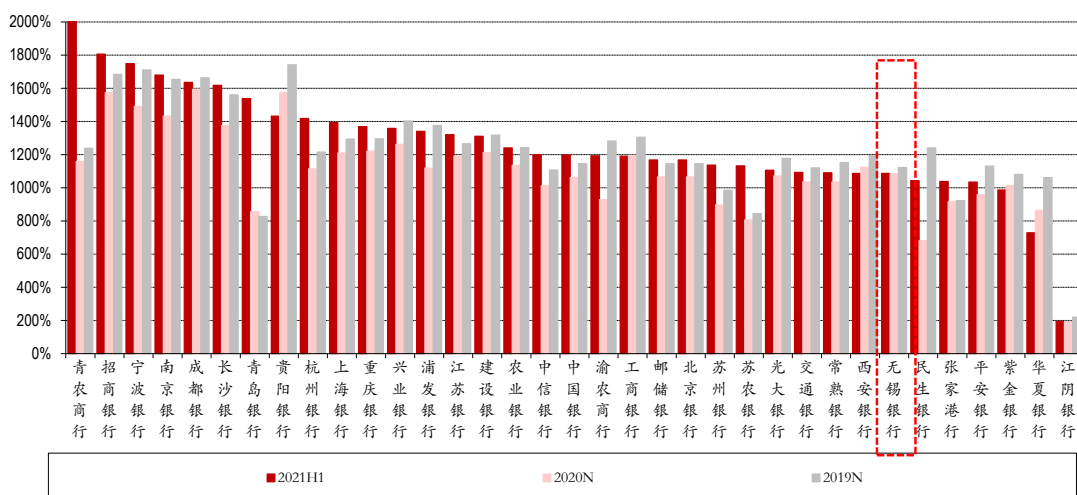
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 36. ROAA



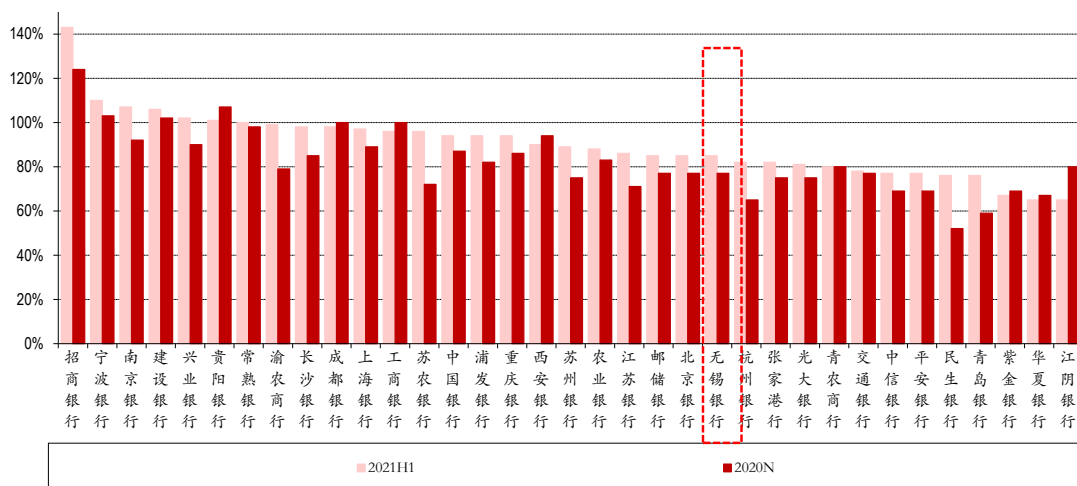
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 37. 上市银行 ROAE



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 38. 上市银行 ROAA



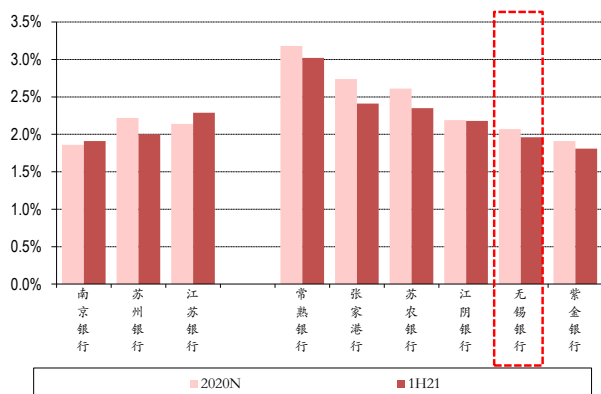
资料来源：上市公司年报，中银证券

1、息差略低，贷款收益率偏低，存款收益率偏高。

无锡银行净息差、净利差处于全部上市银行、可比同业略偏低水平，源于资产方收益率较低，负债方成本较高。

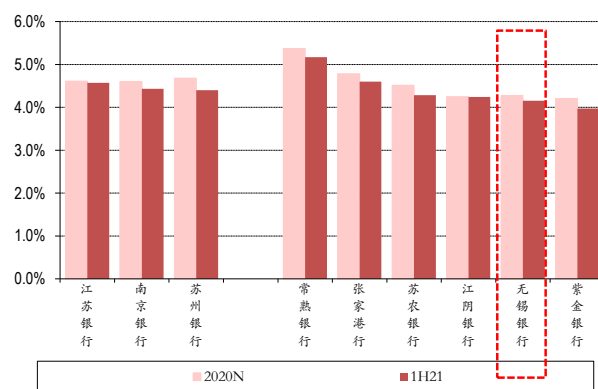
净息差相对可比农商同业表现较弱，主要源于资产方收益率较低，其中贷款占比较低，贷款收益偏低，拆分看，对公占比很高，收益不高，而零售占比较低，且收益较低。负债方成本较高，存款占比虽然较高，但活期占比行业底部，导致公司存款付息率较高。公司贷存比处于同业较低，杠杆仍有空间。

图表 39. 可比银行净息差



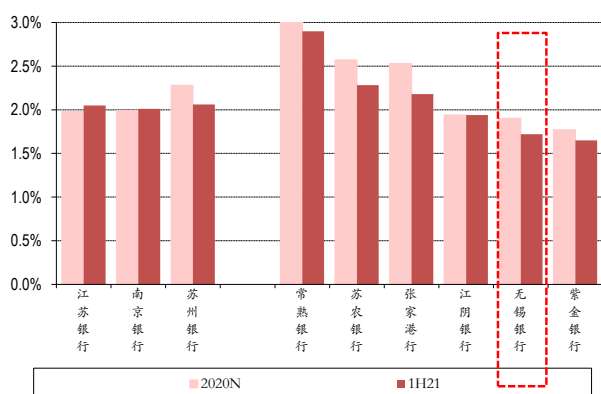
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 40. 可比银行资产收益率



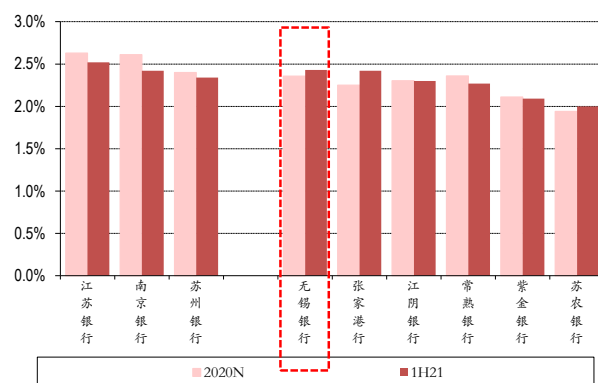
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 41. 可比银行净利差



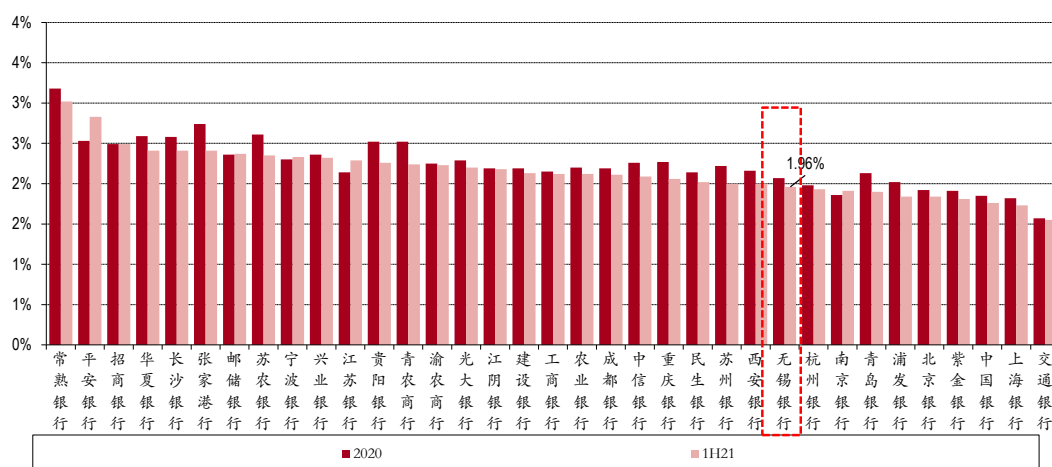
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 42. 可比银行负债成本率



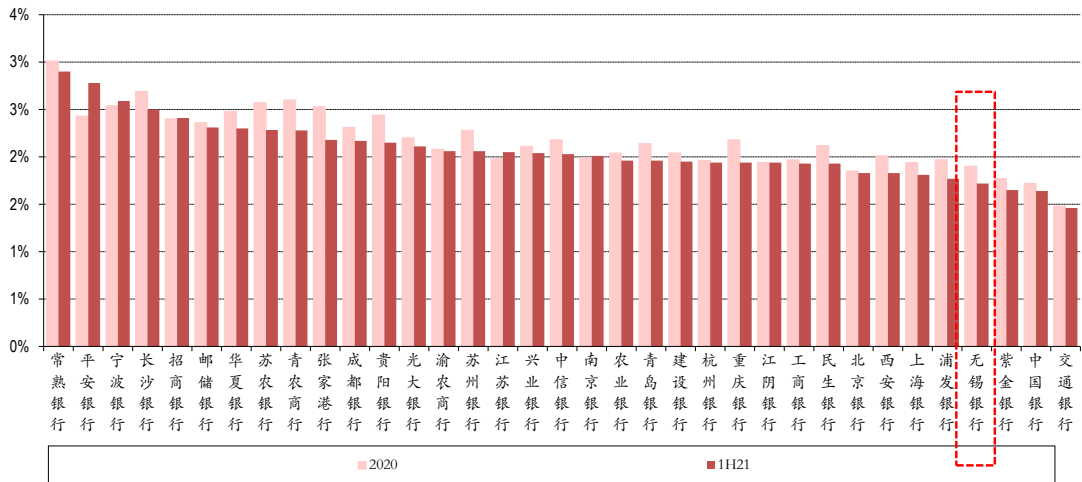
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 43. 上市银行净息差对比



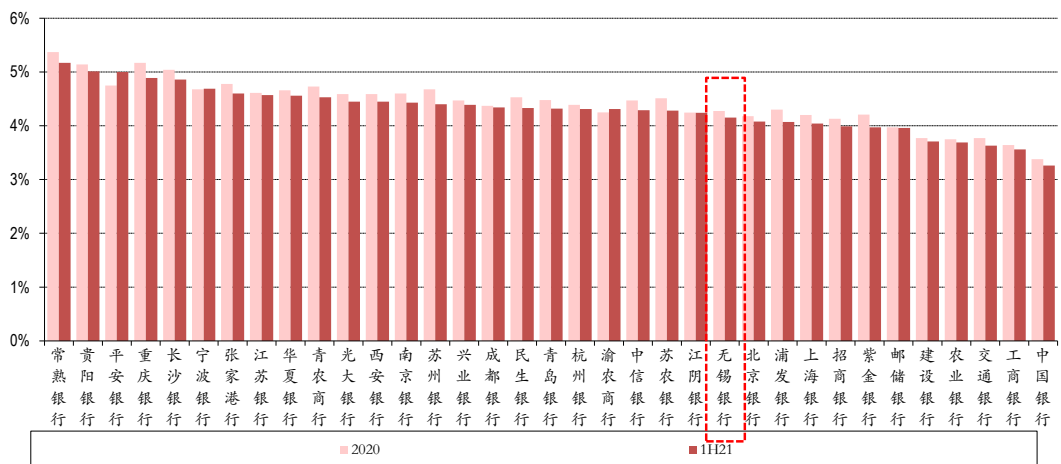
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 44. 上市银行净利差对比



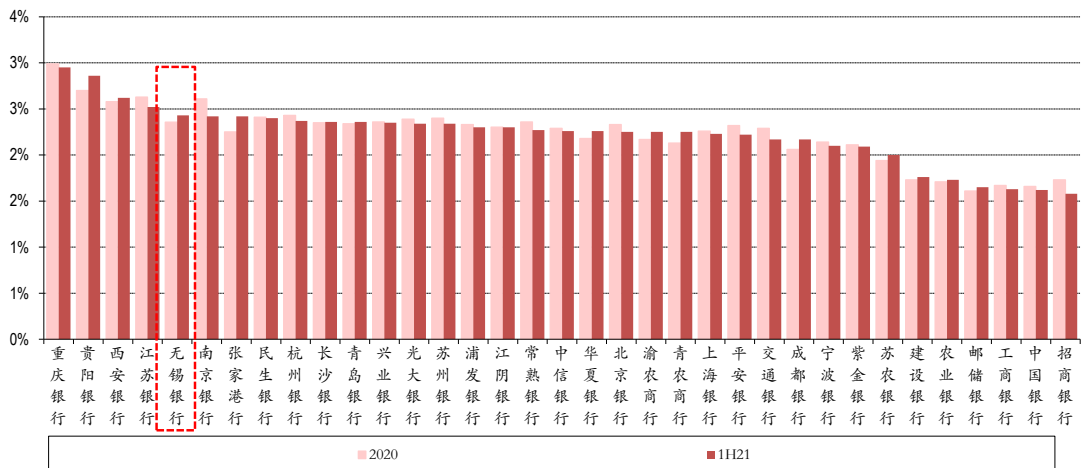
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 45. 上市银行资产收益率对比



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 46. 上市银行负债成本率对比



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 47. 1H21 上市银行资产结构对比

资产占比	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	邮储银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行	华夏银行	北京银行	上海银行	江苏银行	南京银行	宁波银行	杭州银行	长沙银行	成都银行	重庆银行	贵阳银行	青岛银行	苏州银行	西安银行	渝农商行	青农商行	徽农商行	农商行	金农商行	无锡银行	苏农商行	江阴银行	常熟银行	张家港行	
贷款占比	98%	99%	100%	97%	100%	98%	99%	98%	98%	99%	96%	97%	98%	100%	99%	99%	98%	98%	99%	97%	100%	100%	99%	95%	97%	95%	100%	100%	96%	100%	100%	99%	99%	100%	99%	99%	100%	99%
生息资产/总资产	58%	61%	58%	60%	51%	57%	61%	60%	53%	61%	59%	58%	62%	62%	55%	56%	46%	43%	47%	45%	42%	46%	47%	51%	44%	48%	49%	55%	46%	58%	59%	57%	58%	62%	66%	60%	60%	
贷款比例	61%	57%	59%	59%	35%	64%	39%	52%	54%	49%	52%	55%	35%	65%	62%	63%	57%	66%	61%	59%	56%	74%	60%	81%	64%	54%	54%	52%	61%	63%	70%	64%	64%	38%	50%			
对公贷款/贷款	38%	42%	41%	38%	57%	33%	53%	39%	42%	42%	42%	42%	61%	29%	33%	31%	39%	30%	39%	37%	41%	25%	34%	18%	29%	35%	39%	45%	38%	27%	19%	25%	20%	57%	43%			
个人贷款/贷款	30%	34%	30%	30%	33%	22%	25%	19%	26%	20%	14%	17%	9%	14%	21%	12%	18%	10%	4%	14%	17%	22%	14%	7%	19%	15%	14%	18%	30%	0%	14%	10%	11%	8%	10%			
按揭占比	8%	8%	11%	9%	24%	12%	29%	20%	16%	22%	28%	26%	52%	15%	12%	19%	21%	19%	35%	23%	24%	3%	21%	12%	10%	20%	25%	28%	8%	27%	5%	15%	10%	49%	33%			
其他个人贷款占比	4%	5%	4%	3%	3%	7%	15%	8%	10%	11%	11%	14%	19%	8%	1%	3%	2%	1%	0%	0%	6%	2%	4%	2%	0%	0%	1%	1%	4%	0%	0%	0%	1%	2%	2%			
信用卡	2%	1%	2%	2%	8%	3%	8%	10%	4%	9%	6%	2%	4%	5%	5%	6%	5%	4%	0%	4%	4%	1%	5%	1%	7%	11%	6%	3%	2%	11%	11%	11%	16%	5%	7%			
票据/贷款	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
其他/贷款	26%	24%	28%	23%	33%	30%	24%	29%	35%	29%	30%	32%	25%	30%	33%	40%	36%	44%	48%	46%	46%	39%	33%	46%	39%	40%	35%	39%	26%	26%	34%	29%	29%	26%	33%			
债券投资比例	10%	9%	8%	9%	10%	7%	6%	5%	5%	6%	6%	7%	7%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	8%	6%	7%	10%	5%	7%	5%	10%	5%	6%	7%	7%	6%	6%				
央行比例	6%	5%	6%	8%	6%	6%	8%	6%	7%	4%	5%	4%	6%	3%	6%	8%	4%	3%	2%	6%	3%	7%	11%	3%	3%	5%	3%	11%	6%	10%	2%	6%	1%	2%	1%			
同业比例	1%	2%	1%	3%	0%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	0%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%			
存放同业	2%	1%	2%	3%	2%	4%	3%	3%	4%	2%	3%	1%	2%	2%	4%	7%	2%	1%	0%	1%	0%	5%	0%	0%	3%	0%	8%	2%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%			
拆放同业	3%	2%	3%	2%	3%	1%	4%	2%	1%	1%	0%	2%	2%	1%	1%	1%	0%	1%	3%	1%	1%	1%	9%	0%	2%	0%	1%	1%	3%	8%	1%	4%	0%	1%	0%			
买入返售	75%	81%	75%	85%	57%	90%	89%	106%	101%	101%	105%	89%	100%	115%	97%	83%	90%	73%	76%	73%	74%	66%	96%	69%	79%	79%	81%	74%	75%	86%	71%	75%	79%	83%	77%			
贷款占比	74%	80%	74%	83%	52%	88%	82%	96%	97%	92%	99%	87%	96%	108%	92%	78%	86%	70%	76%	70%	71%	65%	91%	69%	74%	70%	76%	72%	74%	76%	63%	66%	66%	79%	72%			
贷款占比(剔除贴现)																																						

资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 48. 1H21 上市银行贷款结构对比

2021H1	贷款结构																																			
贷款结构	工商银行 建设银行 农业银行 中国银行 邮储银行 交通银行 招商银行 浦发银行 兴业银行 中信银行 民生银行 光大银行 平安银行 华夏银行 北京银行 上海银行 江苏银行 南京银行 宁波银行 杭州银行 长沙银行 成都银行 重庆银行 贵阳银行 青岛银行 苏州银行 西安银行 渝农商行 青农商行 徽农商行 农商行 金农商行 无锡银行 苏农商行 江阴银行 常熟银行 张家港行																																			
制造业	61%	57%	59%	59%	35%	64%	39%	52%	54%	49%	52%	55%	35%	65%	62%	63%	57%	66%	61%	59%	56%	74%	60%	81%	64%	54%	54%	52%	61%	63%	70%	64%	64%	38%	50%	
批发和零售业	16%	15%	17%	20%	15%	17%	14%	17%	18%	15%	15%	18%	13%	13%	11%	21%	11%	25%	13%	14%	9%	11%	7%	22%	32%	29%	22%	16%	9%	26%	52%	49%	55%	38%		
基建	5%	9%	5%	22%	6%	5%	7%	13%	7%	11%	7%	11%	7%	10%	10%	8%	13%	12%	16%	9%	11%	7%	7%	11%	3%	13%	11%	9%	58%	58%	20%	19%	13%	15%	9%	18%
交通运输	58%	50%	54%	50%	51%	50%	40%	37%	39%	45%	43%	38%	7%	47%	43%	43%	39%	53%	39%	61%	39%	59%	56%	27%	35%	38%	41%	62%	58%	33%	40%	16%	21%	24%	26%	
能源	24%	18%	21%	18%	31%	19%	20%	8%	6%	6%	6%	5%	5%	4%	6%	3%	2%	0%	3%	1%	2%	2%	2%	7%	3%	2%	5%	8%	24%	3%	2%	1%	1%	0%	2%	
水利、燃气	9%	9%	11%	9%	10%	6%	9%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	5%	6%	0%	2%	1%	2%	3%	3%	1%	3%	2%	2%	8%	9%	1%	2%	3%	2%	2%	2%			
水利、环境	11%	6%	7%	3%	5%	9%	3%	8%	11%	16%	8%	18%	0%	11%	12%	11%	10%	4%	6%	38%	26%	26%	27%	9%	14%	15%	23%	24%	11%	15%	5%	1%	8%	10%	6%	
租赁和商务	14%	17%	15%	10%	6%	16%	8%	16%	17%	19%	25%	12%	0%	28%	19%	29%	24%	48%	28%	21%	9%	28%	24%	9%	16%	19%	11%	23%	14%	14%	32%	11%	10%	13%	16%	
房地产业	8%	8%	9%	13%	6%	9%	14%	16%	13%	20%	13%	29%	11%	15%	23%	13%	6%	7%	13%	7%	10%	7%	9%	15%	7%	12%	2%	8%	8%	14%	3%	0%	2%	2%		
建筑业	3%	4%	3%	3%	6%	4%	6%	7%	7%	5%	6%	7%	5%	7%	7%	5%	6%	2%	6%	4%	17%	5%	11%	30%	18%	13%	2%	3%	14%	4%	9%	5%	0%	7%		
采掘业	2%	3%	2%	3%	3%	3%	2%	4%	3%	0%	5%	0%	2%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	0%	0%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
其他	8%	11%	9%	9%	13%	11%	12%	13%	5%	15%	1%	18%	34%	10%	13%	15%	8%	15%	6%	0%	11%	9%	7%	14%	-5%	-2%	10%	8%	15%	9%	6%	9%	10%	9%		

资料来源：上市银行公告，中银证券

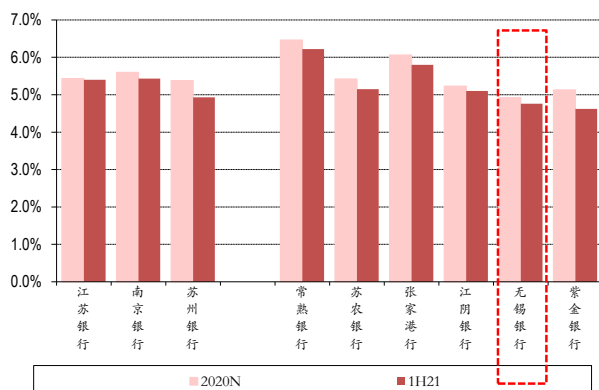
(1) 资产方来看，贷款收益率是影响资产方收益率偏低主因。

相对同区域农商同业，公司贷款收益率偏低，拆分开，对公贷款占比高，收益率不高，零售贷款占比低，按揭占比高，收益率较低。

结构看，相比可比农商行同业，贷款占比较低。相对全部上市银行，贷款占比中等。

收益率看，贷款收益率相比同区域农商行较低。其中，对公贷款方面，一般来说对公贷款收益相对零售更低，无锡银行对公占比较高，且对公贷款收益率处于可比农商中等略偏低，位于所有上市银行中等。零售方面，零售贷款占比较低，零售贷款收益率也偏低，零售贷款中，收益较低的按揭占比较高。另外，无锡银行债券收益率在可比同业中略高。

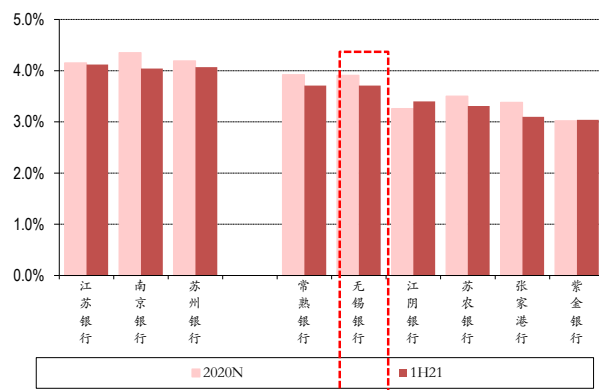
图表 49. 可比银行贷款收益率



资料来源：上市银行公告，中银证券

注：部分银行未公布

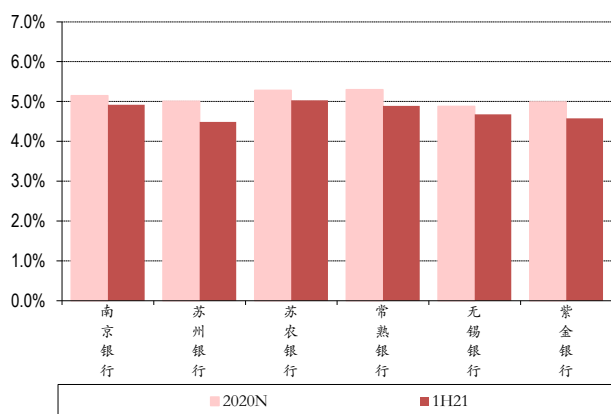
图表 50. 可比债券投资收益率



资料来源：上市银行公告，中银证券

注：部分银行未公布

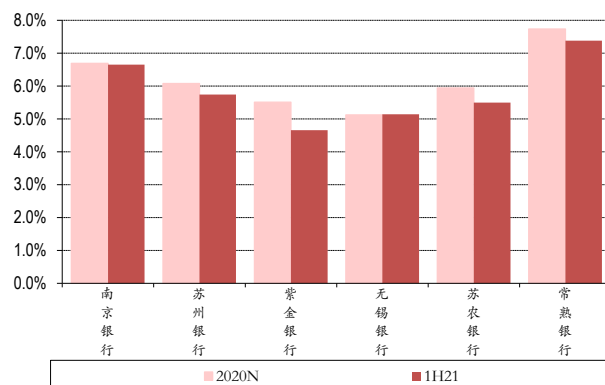
图表 51. 可比银行对公贷款收益率



资料来源：上市银行公告，中银证券

注：部分银行未公布

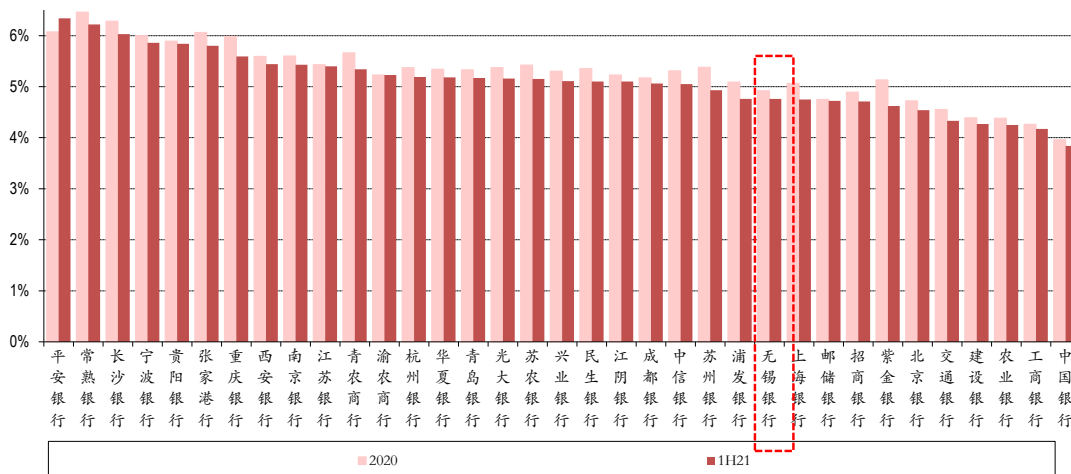
图表 52. 可比零售贷款收益率



资料来源：上市银行公告，中银证券

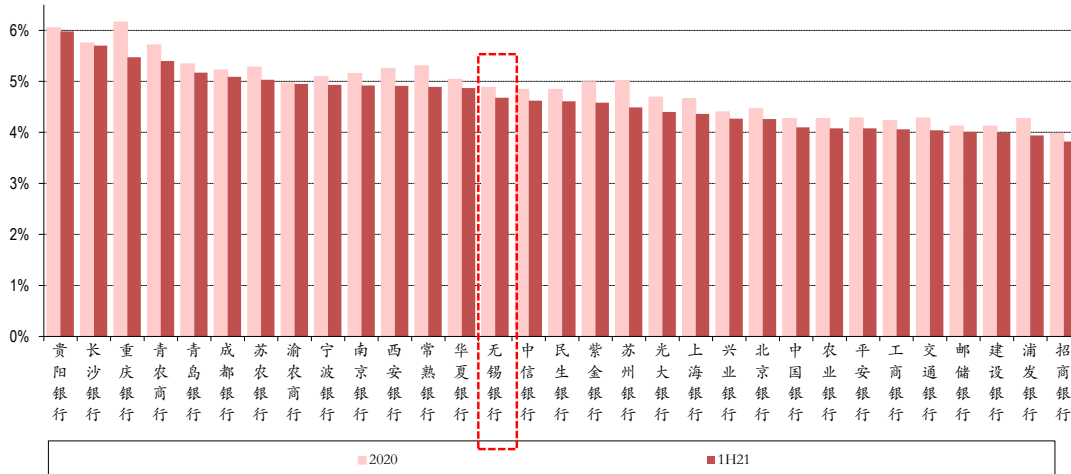
注：部分银行未公布

图表 53. 上市银行贷款收益率对比



资料来源：万得，中银证券

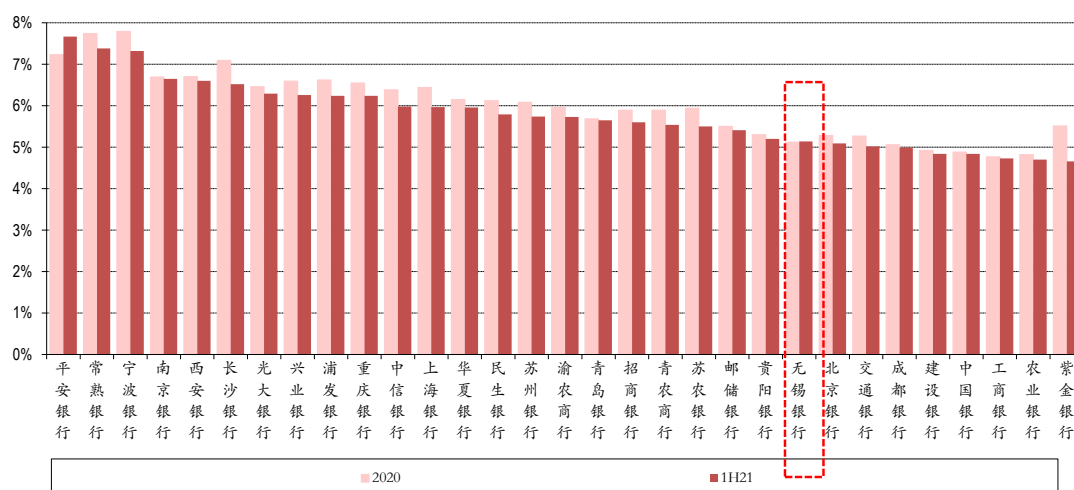
图表 54. 上市银行对公贷款收益率对比



资料来源：万得，中银证券

注：部分银行未公布

图表 55. 上市银行零售贷款收益率对比



资料来源：万得，中银证券

(2) 负债方，计息负债付息率处于可比同业高位，存款占比高，定期占比高，导致存款成本高。

结构上，相对农商行同业，存款占比较高，达到 88%。

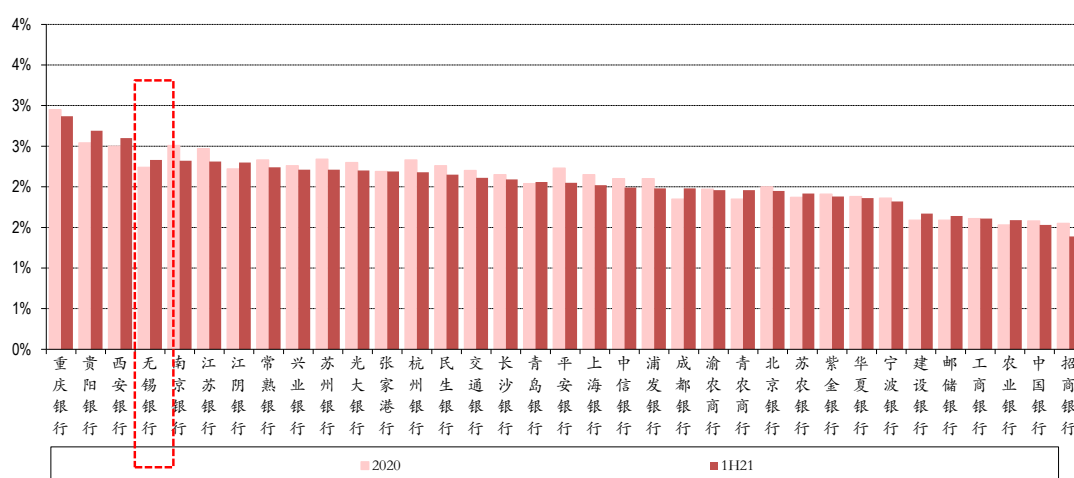
收益率上，存款成本较高，活期占比行业最低。2021H1，无锡银行活期占比处于行业最低。与贷款结构对应，公司零售存款占比略少于同区域农商行同业。此外，公司发债成本率也较高。

图表 56. 1H21 上市银行负债结构对比

	工商	建设	农业	中国	邮储	交通	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港
贷款占比	98%	99%	100%	97%	100%	98%	98%	96%	98%	98%	96%	97%	98%	100%	99%	97%	98%	99%	97%	100%	100%	99%	95%	97%	95%	100%	100%	98%	100%	100%	99%	99%	100%	99%	
计息负债/总负债	97%	96%	98%	97%	99%	90%	96%	96%	97%	98%	96%	97%	98%	97%	97%	97%	98%	97%	94%	98%	97%	98%	95%	98%	98%	97%	99%	97%	100%	100%	99%	99%	97%	99%	
存款比例	86%	85%	85%	78%	96%	75%	77%	61%	57%	66%	62%	71%	69%	60%	63%	60%	64%	70%	65%	63%	68%	77%	60%	67%	64%	66%	77%	68%	86%	74%	88%	85%	87%	88%	87%
同业比例	11%	12%	10%	16%	3%	20%	17%	21%	29%	21%	26%	17%	13%	25%	23%	30%	18%	16%	19%	21%	12%	11%	17%	17%	15%	18%	3%	13%	11%	12%	5%	7%	11%	7%	8%
发行债券比例	4%	4%	6%	6%	0%	6%	5%	18%	14%	13%	11%	12%	19%	16%	14%	10%	18%	15%	16%	15%	19%	12%	23%	17%	21%	16%	21%	19%	4%	13%	7%	8%	2%	5%	5%
贷存比	75%	81%	75%	85%	57%	90%	89%	106%	101%	101%	105%	89%	100%	115%	97%	83%	90%	73%	76%	73%	74%	66%	96%	69%	79%	79%	81%	74%	75%	86%	71%	75%	79%	83%	77%
贷存比(剔除贴现)	74%	80%	74%	83%	52%	88%	82%	96%	97%	92%	99%	87%	96%	108%	92%	78%	86%	70%	76%	70%	71%	65%	91%	69%	74%	70%	76%	72%	74%	76%	63%	66%	66%	79%	72%

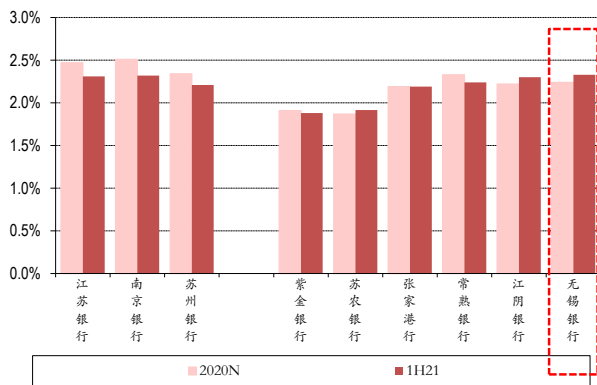
资料来源：万得，中银证券

图表 57. 上市银行存款付息率对比



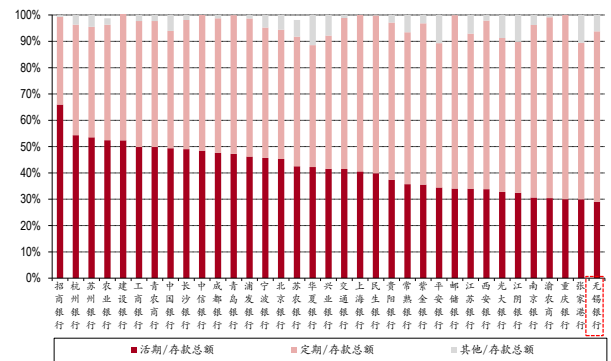
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 58. 可比银行存款付息率



资料来源：上市银行公告，中银证券
注：部分银行未公布

图表 59. 上市银行 2021H1 存款结构图



资料来源：上市银行公告，中银证券
注：部分银行未公布

图表 60. 1H21 上市银行存款结构对比

居民存款	47%	51%	59%	42%	88%	34%	36%	24%	18%	21%	21%	23%	24%	20%	25%	25%	29%	22%	21%	18%	41%	37%	42%	39%	34%	56%	49%	79%	47%	49%	44%	43%	50%	62%	51%
企业存款	51%	52%	38%	52%	12%	65%	64%	75%	74%	79%	78%	68%	65%	69%	70%	75%	64%	74%	74%	78%	57%	62%	58%	58%	66%	40%	48%	21%	51%	48%	50%	49%	39%	31%	39%
其他存款	2%	0%	2%	6%	0%	1%	1%	1%	8%	0%	0%	9%	11%	11%	6%	0%	7%	4%	5%	4%	2%	1%	0%	3%	0%	4%	2%	1%	2%	3%	6%	6%	10%	7%	11%

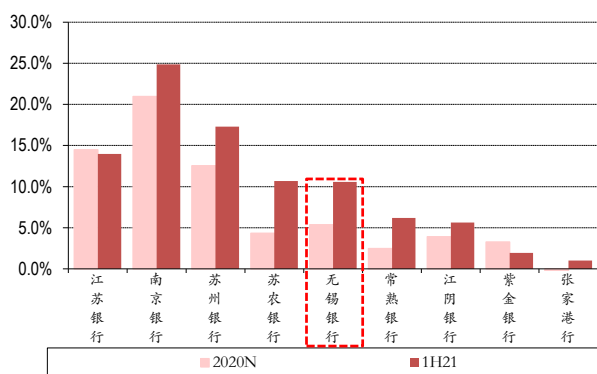
资料来源：上市银行公告，中银证券

2、手续费收入占比较高，代理业务主要贡献

手续费收入占比处于同区域农商行较高水平。手续费/营业收入、手续费/净利息收入均处于可比同业较高水平，手续费占比仅仅低于苏农银行。公司手续费主要贡献来自代理、结算、银行卡等等，其中代理占比最高达到 77%，也是主要增长来源，具体业务包括理财、代销等代理业务。公司理财业务，保险、信托和贵金属等代销业务等业务开展较早。

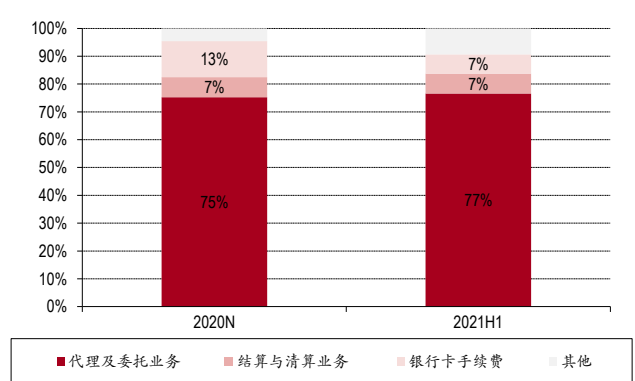
相对同区域农商行，公司其他非息占比居中，投资类相关收入占比亦居中。

图表 61. 无锡银行占比高于同地区农商行



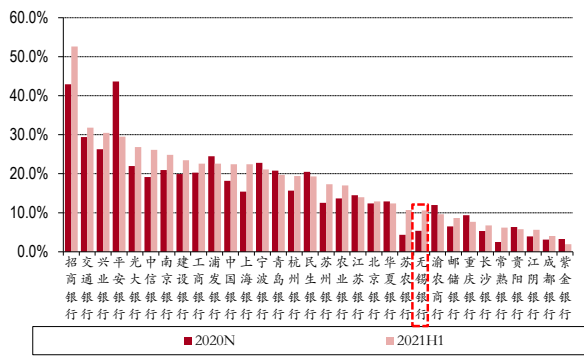
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 62. 无锡银行手续费结构图



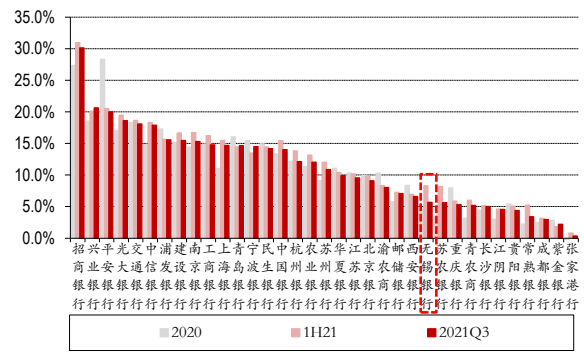
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 63. 无锡银行手续费/净利息收入



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 64. 手续费占比



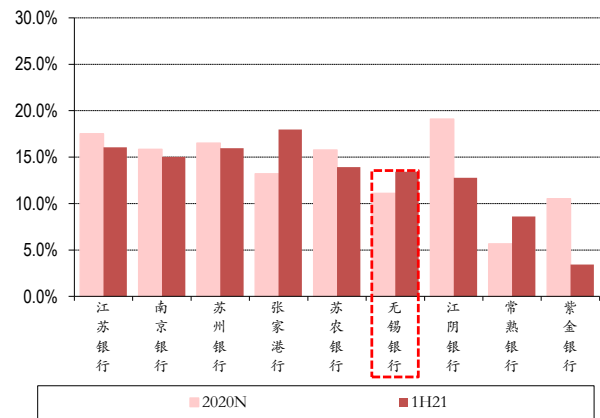
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 65. 无锡银行其他非息收入占比



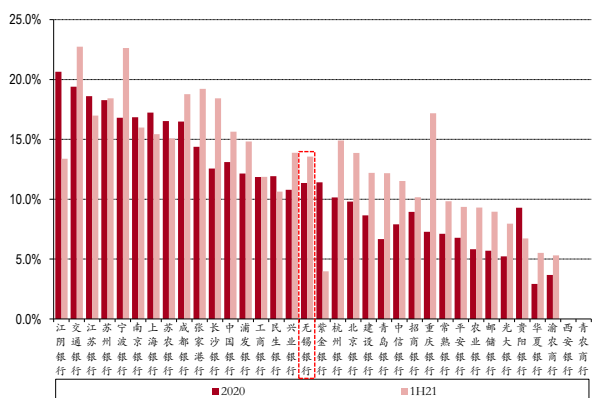
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 66. 无锡银行投资类收入占比



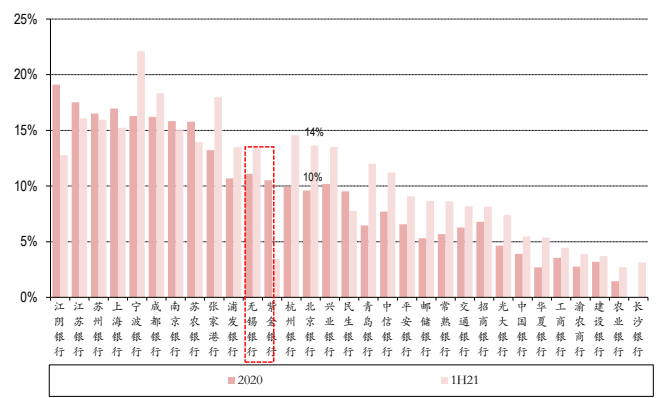
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 67. 无锡银行其他非息收入占比



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 68. 无锡银行投资类收入占比



资料来源：上市银行公告，中银证券

3、成本控制较好

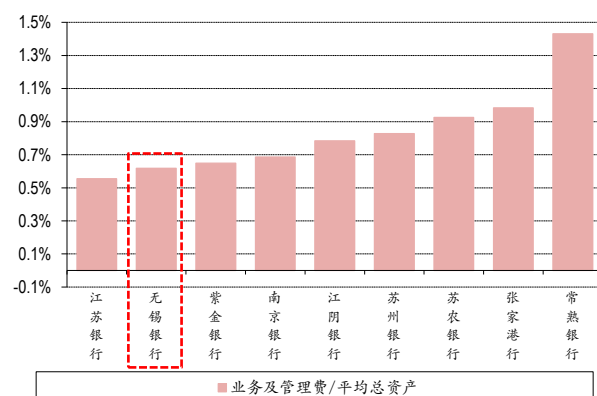
相比同区域农商行成本优势显著，成本收入比、业务及管理费/总资产，处于可比同业较低水平。

图表 69. 成本收入比位居可比低位



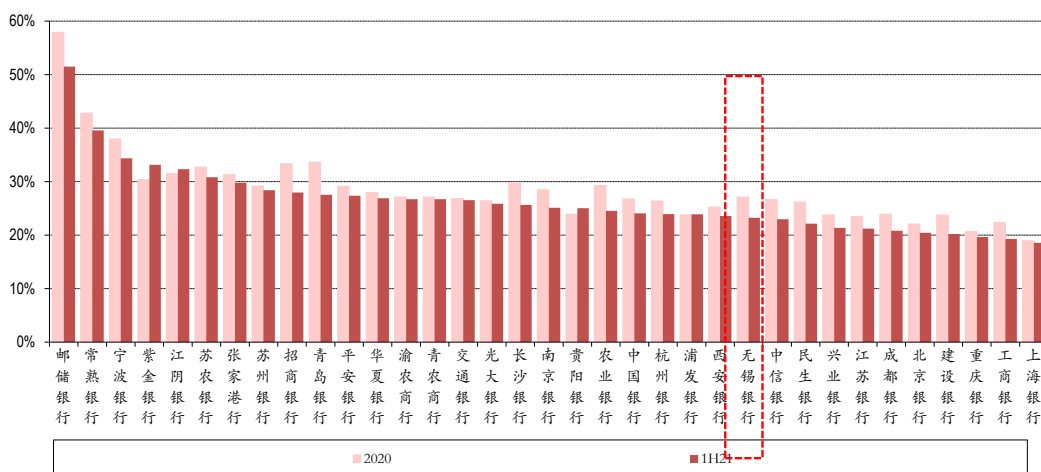
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 70. 业务及管理费/平均总资产较低



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 71. 上市银行成本收入比对比



资料来源：万得，中银证券

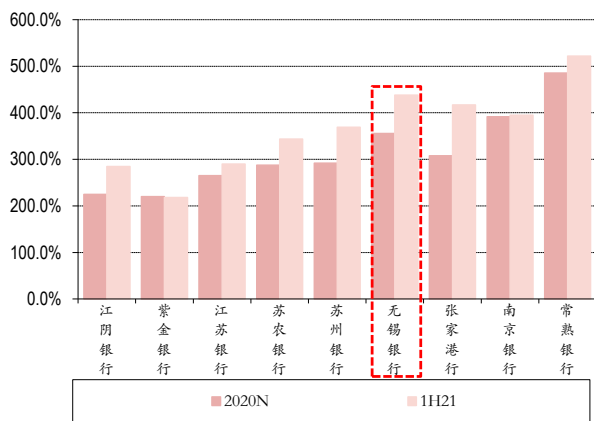
4、拨备充足、信用成本持续较低

前文我们已经分析，资产质量位于行业低位、不良确认较充分。

拨备较为充足。拨备覆盖率处于同区域农商较好水平，行业最优行列。拨贷比处于同区域农商行中等水平，在全部上市银行中亦处于行业中等较好水平，在不良绝对水平较低的基础上，公司的存量拨备相对全部贷款亦较为充足。

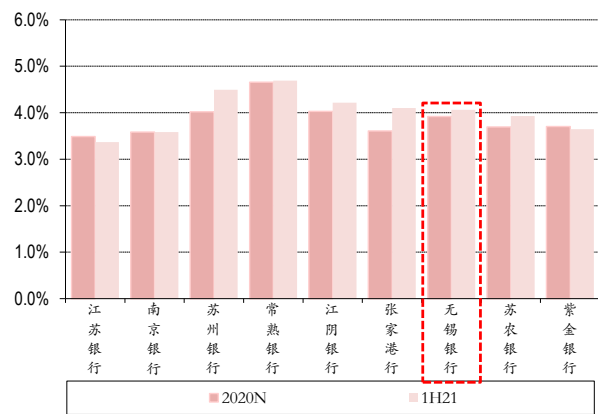
良好的资产质量，使得公司的信用成本持续优于同业。

图表 72. 拨备覆盖率可比表现较优秀



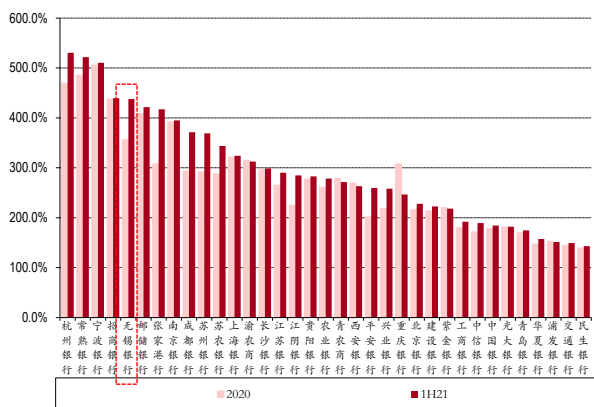
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 73. 拨贷比处于可比较低水平



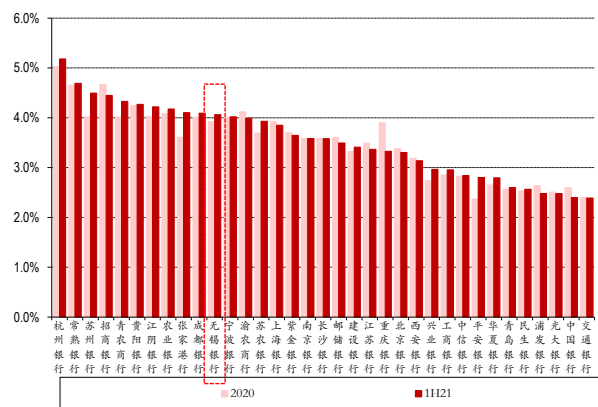
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 74. 拨备覆盖率行业中较高水平



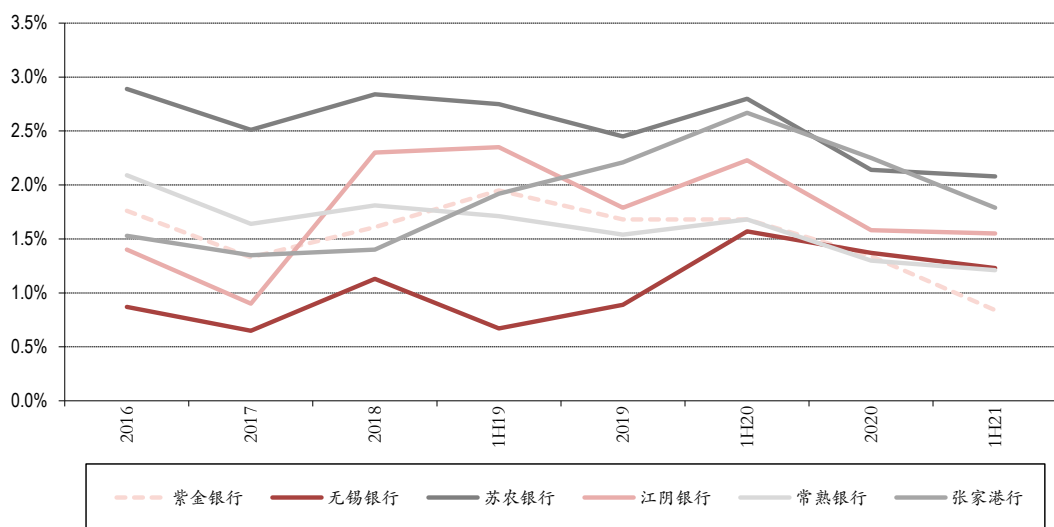
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 75. 拨贷比行业中较高水平



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 76. 信用成本可比同业中最低



资料来源：上市银行公告，中银证券

5、核心一级资本略弱，仍需补充。

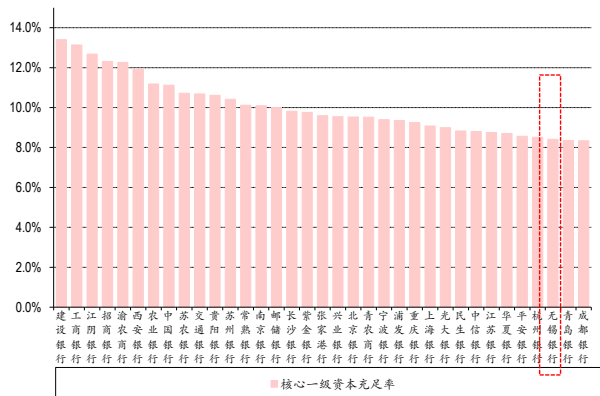
公司核心一级资本处于同区域农商行较低水平，参考监管要求，公司资本水平达标，资本缓冲水平低于同业，资本补充需求相对较大。公司前期已经发行可转债，并已经发出定增公告，如资本补充完成，对公司后续规模和盈利增长支撑或更有利。

图表 77. 1H21 资本情况

	江苏银行	南京银行	苏州银行	紫金银行	无锡银行	苏农银行	江阴银行	常熟银行	张家港行
核心一级资本充足率	8.8%	10.1%	10.4%	9.8%	8.4%	10.7%	12.7%	10.1%	9.6%
一级资本充足率	11.1%	11.0%	10.5%	9.8%	9.8%	10.7%	12.7%	10.2%	11.3%
资本充足率	13.4%	13.6%	13.1%	14.5%	13.9%	13.0%	13.8%	11.9%	14.5%
监管要求核心一级	7.75%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
核心一级资本缓冲	1.0%	2.6%	2.9%	2.3%	0.9%	3.2%	5.2%	2.6%	2.1%

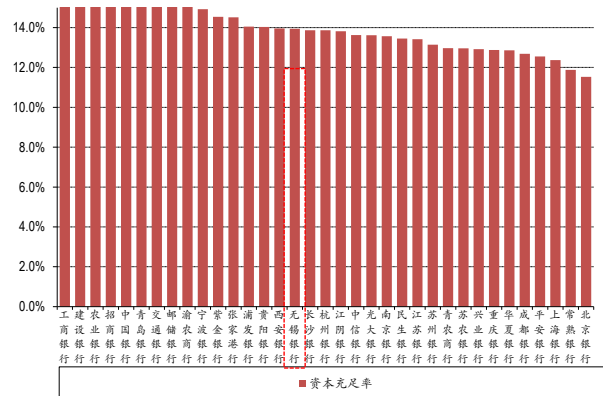
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 78. 2021Q3 核心一级资本充足率



资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 79. 2021Q3 资本充足率



资料来源：上市银行公告，中银证券

五、业绩稳步增长，估值修复或优于同业均值

无锡银行扎根无锡本地，本地客户基础和网络优势突出，可以分享本地高新产业高速增长、经济较快发展和居民财富积累红利，在江苏其他区域扩张亦有潜力，规模、收入和盈利有望持续较快增长。公司风险偏好较低，风控审慎，资产质量或持续表现较好，盈利稳定性或亦较好。

根据对公司基本面的分析给定假设：我们认为无锡银行在无锡区内和区外规模增长可持续，对公和零售增长均有较大空间；让利政策对息差压力逐渐缓解；零售业务持续较快发展，手续费仍将较快增长；随着经济压力传导，不良生成或有上升，资产质量相对行业保持优秀，信用成本可以持续控制较低水平；我们假定明年或可完成核心一级资本的补充，在 2023 年实现其规模增长的支撑。

根据我们假定，公司预测盈利可保持较快增长。参考可比公司 wind 一致预测 PB 值，我们认为公司，跟随农商行同业整体估值修复的同时，相对可比同业估值位置或亦有所提升。基于我们的于此，无锡银行 2021 年 PB0.78X，2022 年 PB0.69X，首次覆盖给予增持评级。

图表 80. 可比银行估值对比 (2021 年 12 月 27 日)

代码	简称	2021E-PB	2022E-PB	2021E-PE	2022E-PE	总市值 (亿元)
601009.SH	南京银行	0.81	0.71	5.73	4.86	893
600919.SH	江苏银行	0.56	0.50	4.59	3.79	858
002966.SZ	苏州银行	0.71	0.66	7.37	6.32	225
	平均值	0.80	0.74	7.68	6.74	
601860.SH	紫金银行	0.77	0.71	7.74	7.06	121
601128.SH	常熟银行	0.92	0.83	8.49	7.25	182
600908.SH	无锡银行	0.79	0.72	6.89	6.05	105
002807.SZ	江阴银行	0.66	0.62	6.90	6.21	83
002839.SZ	张家港行	0.88	0.80	8.38	7.13	103

资料来源：万得一致盈利预测，中银证券

风险提示：

经济大幅下行超预期。银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。2022 年国内经济增长动能减弱，后续仍需密切关注经济的动态变化。

无锡本地经济或核心产业受到下行超预期冲击。

主要比率(人民币 百万元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(RMB)					
PE	8.45	8.05	6.73	5.92	5.16
PB	0.96	0.89	0.78	0.69	0.61
EPS	0.68	0.71	0.85	0.96	1.11
BVPS	5.97	6.42	7.06	8.03	9.15
每股拨备前利润	1.33	1.52	1.69	1.94	2.20
驱动性因素(%)					
生息资产增长	8.6	11.1	15.3	8.6	10.8
贷款增长	12.7	17.4	17.8	12.0	15.0
存款增长	10.7	10.2	12.0	9.0	9.5
贷款收益率	5.1	5.0	4.8	4.8	4.8
生息资产收益率	4.3	4.2	4.0	4.0	4.1
存款付息率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
计息负债付息率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
净息差	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9
风险成本	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2
净手续费增速	(1.5)	11.3	7.3	13.2	11.9
成本收入比	29.6	27.1	27.1	27.1	27.1
所得税税率	13.8	11.6	12.0	15.0	14.0
盈利及杜邦分析(%)					
ROAA	0.79	0.77	0.83	0.86	0.89
ROAE	11.7	11.5	12.6	12.8	12.9
净利息收入	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9
非净利息收入	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
营业收入	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4
营业支出	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
拨备前利润	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8
拨备	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
税前利润	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
税收	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
业绩年增长率(%)					
净利息收入	(1.5)	11.3	7.3	13.2	11.9
营业收入	10.9	10.1	11.6	14.5	13.5
拨备前利润	10.7	14.4	11.6	14.5	13.5
归属母公司利润	14.1	5.0	19.5	13.8	14.8
资产质量(%)					
不良率	1.21	1.10	1.16	1.07	0.99
拨备覆盖率	288	356	367	422	469
拨贷比	3.50	3.92	4.26	4.51	4.65
不良净生成率(测算)	0.33	0.59	0.10	0.50	0.50

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润表:					
利息收入	6,593	7,068	7,748	8,674	9,610
利息支出	(3,648)	(3,790)	(4,230)	(4,694)	(5,156)
净利息收入	2,945	3,277	3,517	3,980	4,453
手续费净收入	112	176	211	254	304
营业收入	3,540	3,896	4,348	4,977	5,650
业务及管理费	(1,048)	(1,056)	(1,179)	(1,349)	(1,532)
拨备前利润	2,453	2,806	3,131	3,584	4,068
拨备	(1,000)	(1,311)	(1,335)	(1,469)	(1,668)
税前利润	1,453	1,495	1,796	2,115	2,399
税后利润	1,252	1,322	1,580	1,798	2,063
归属母公司净利	1,250	1,312	1,568	1,784	2,047
资产负债表					
贷款总额	84,931	99,693	117,439	131,531	151,261
贷款减值准备	(2,969)	(3,909)	(5,008)	(5,932)	(7,039)
贷款净额	81,961	95,784	112,430	125,599	144,222
债券投资	59,958	63,475	65,379	68,648	72,081
存放央行	12,680	12,252	12,505	12,337	13,508
同业资产	3,768	3,761	11,283	11,847	11,847
其他资产	3,409	4,587	(883)	888	378
生息资产	161,336	179,181	206,606	224,363	248,697
资产总额	161,776	179,860	200,714	219,319	242,036
存款	128,196	141,332	158,292	172,538	188,930
同业负债	6,262	9,495	10,824	11,907	13,097
发行债券	11,854	9,515	11,703	12,757	15,308
计息负债	146,311	160,342	180,820	197,202	217,335
负债总额	150,182	165,948	185,456	202,258	222,907
股本	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848
资本公积	956	956	956	956	956
盈余公积	5,225	5,615	6,081	6,612	7,221
一般风险准备	2,055	2,315	2,685	3,115	3,302
未分配利润	829	1,157	1,504	2,341	3,608
股东权益	11,730	14,070	15,258	17,061	19,129
资本状况(%)					
资本充足率	15.85	15.21	15.34	15.50	16.91
核心一级资本充足率	10.20	9.03	8.59	8.18	8.55
杠杆率	13.8	12.8	13.2	12.9	12.7
RORWA	1.15	1.09	1.14	1.12	1.16
风险加权系数	70.43	71.08	73.89	78.44	75.34

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371