

事件：7 月 11 日，张家港行发布 22H1 业绩快报。22H1 年营收 23.54 亿元，YoY+5.8%；归母净利润 7.61 亿元，YoY+27.68%；不良率 0.90%，拨备覆盖率 534.24%；年化 ROE 11.96%。

➤ **利润延续高增，净利息收入同比增速走高。**截至 22H1，营收同比增速环比-6pct，净利息收入同比增速环比+0.9pct 至 6.6%，或为**二季度信贷投放结构改善和净息差收窄幅度缩小支撑**；归母净利润同比高增 27.68%，仍处于历史高位。

➤ **信贷增长快于总资产，存贷结构持续优化。**资产端，截至 22H1 贷款同比增速 16.8%，领先于资产增速的 13.8%，或受二季度小微信贷需求走弱影响，二者环比均有所回落；但贷款增速仍超 15%，贷款/总资产达 61.6%，创历史新高。其中小微贷款增长更是让人眼前一亮，**小企业部普惠口径小微贷款 200.37 亿元，分别较成立之初和上年末增长 127.02 亿元、24.26 亿元，增幅达 173.17%、13.77%，信贷户数突破 1 万户。**随着疫情好转，叠加区域因素和小微政策，下半年信贷增速有望走高。**负债端**，截至 22H1，存款同比增速在一季度高基数基础上环比小幅回落 1.5pct 至 9.3%。资负结构的不断优化，利于净息差企稳。

➤ **资产质量持续向好，拨备厚度大幅提升。**截至 22H1，不良率环比-4BP，下行到历史最优水平。21 年底存量风险完成出清，轻装上阵造就资产质量持续向好。**拨备覆盖率达 534%，环比大幅提升 52pct**，进一步拓宽后期反哺利润空间。

➤ **距离强赎空间小，转股意愿强烈。**一方面，7 月 13 日收盘价 5.26 元，**距离强赎价格仅有 12%的空间**。另一方面疫情好转，信贷需求逐步复苏，再加上较大的拨备反哺利润空间，**全年业绩有望实现高增长**，为可转债转股再添助力。

➤ **投资建议：利润持续高增，拨备大幅提升**

疫情冲击虽对张家港行二季度营收略有影响，但利润仍旧保持高增；不良率继续下降、拨备覆盖率大幅提升，资产质量持续优化。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.90 元、1.11 元和 1.36 元，2022 年 7 月 13 日收盘价对应 0.7 倍 22 年 PB，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济增速走弱；银行业绩经营不及预期；资本补充面临压力。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,616	5,054	5,581	6,213
增长率 (%)	10.1	9.5	10.4	11.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,304	1,631	2,008	2,460
增长率 (%)	30.3	25.1	23.1	22.5
每股收益 (元)	0.72	0.90	1.11	1.36
PE	7	6	5	4
PB	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 07 月 13 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

5.26 元


分析师：余金鑫

执业证号：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

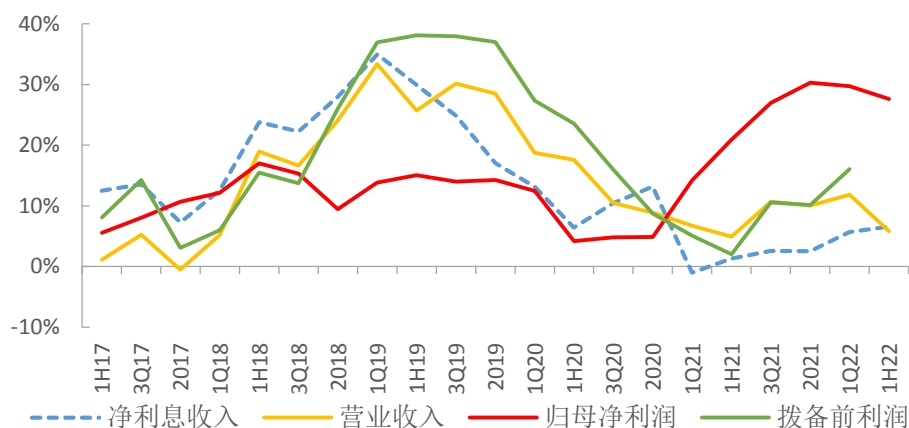
目录

1 利润维持高增，净利息收入同比增速走高	3
2 信贷增长快于总资产，存贷结构不断优化	3
3 资产质量持续向好，拨备覆盖率大幅提升	5
4 距离强赎空间小，转股意愿强烈	5
5 盈利预测与投资建议	5
5.1 盈利预测假设与业务拆分	5
5.2 估值分析与投资建议	6
6 风险提示	7
插图目录	9
表格目录	9

1 利润维持高增，净利息收入同比增速走高

利润释放+营收增长，交出亮眼答卷。截至 22H1，营收同比增速环比-6pct，其中净息收入同比增速环比+0.9pct 至 6.6%，预计是二季度信贷投放结构改善和净息差收窄幅度缩小支撑；优异资产质量带来的信用成本下降支撑归母净利润同比高增 27.6%，仍处于历史高位。

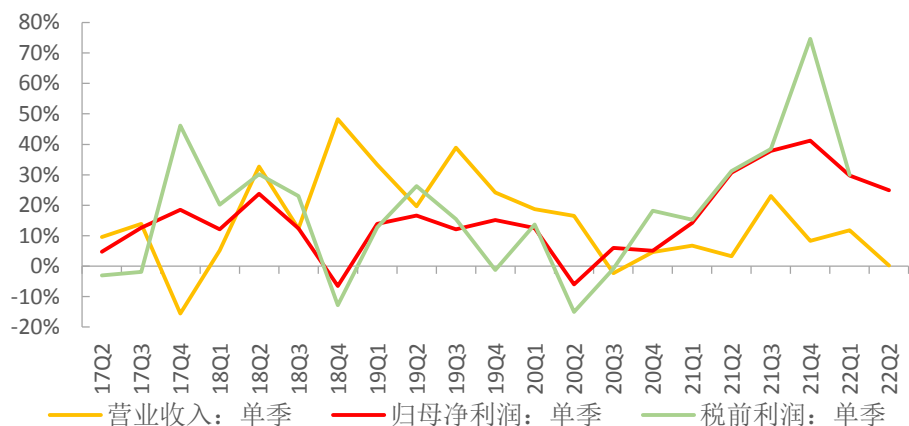
图 1：张家港行截至 22H1 业绩同比增速（累计）



资料来源：wind，民生证券研究院

单季看，22Q2 营收同比增速环比-11.6pct，二季度疫情造成小微信贷疲软，对张家港行营收影响较大，我们预计疫情好转之后增速会有所回升。

图 2：张家港行截至 22H1 业绩同比增速（单季）



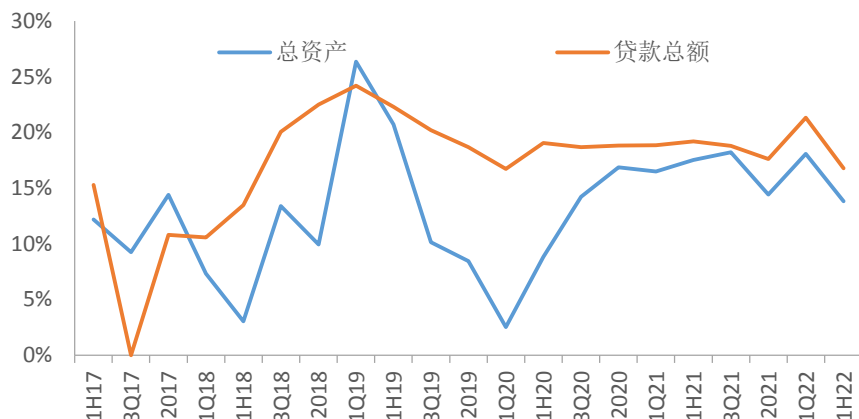
资料来源：wind，民生证券研究院

2 信贷增长快于总资产，存贷结构不断优化

资负结构持续优化，缓解净息差收窄压力。资产端，截至 22H1 贷款同比增速

16.8%，领先于总资产增速的 13.8%，受二季度小微信贷需求有所走弱影响，两者环比增速均有所回落，但**贷款增速仍旧超过 15%**，贷款/总资产环比提升 0.7pct 达 61.6%，创历史新高。随着疫情好转，叠加区域因素和小微政策，下半年信贷增速有望走高。

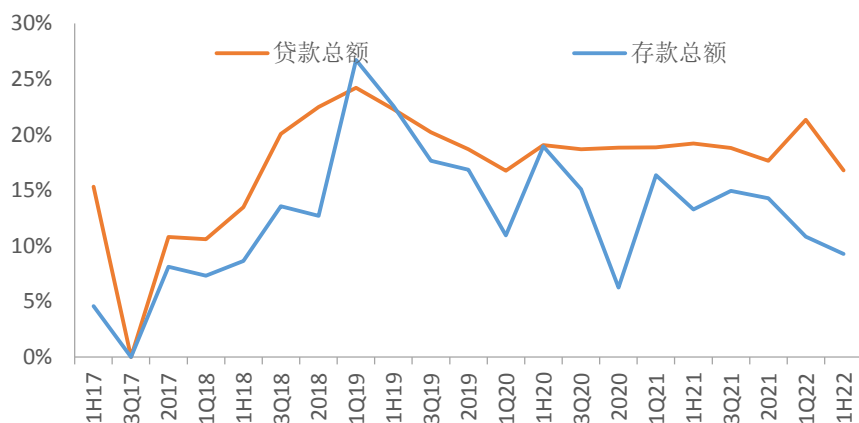
图 3：张家港行截至 22H1 总资产和贷款同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

负债端，截至 22H1，存款同比增速在一季度高基数基础上环比小幅回落 1.5pct 至 9.3%，资产负债结构的不断优化，利于净息差企稳。

图 3：苏农银行截至 22H1 存贷款同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

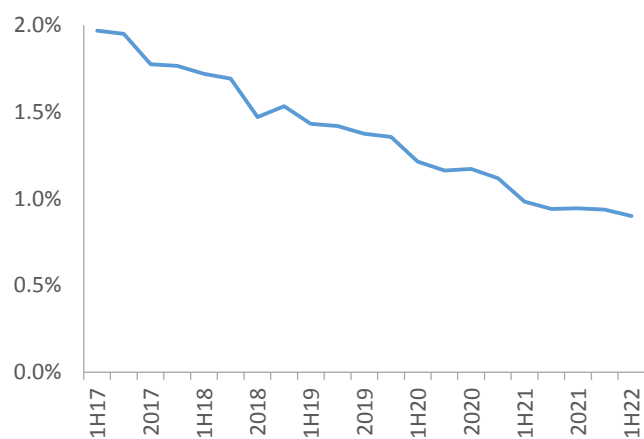
存贷增速虽有所承压，但是规模增长再创新高。截至 22H1 贷款总量、本地存款总量双双突破 1000 亿元。信贷客户总数（不含互联网贷款户）已达 13.43 万户，较年初大幅增长 12%。其中小微贷款增长更是让人眼前一亮，小企业部普惠口径小微贷款突破 200 亿元，达 200.37 亿元，分别较成立之初和上年末增长

127.02 亿元、24.26 亿元，增幅达 173.17%、13.77%，信贷户数突破 1 万户。

3 资产质量持续向好，拨备覆盖率大幅提升

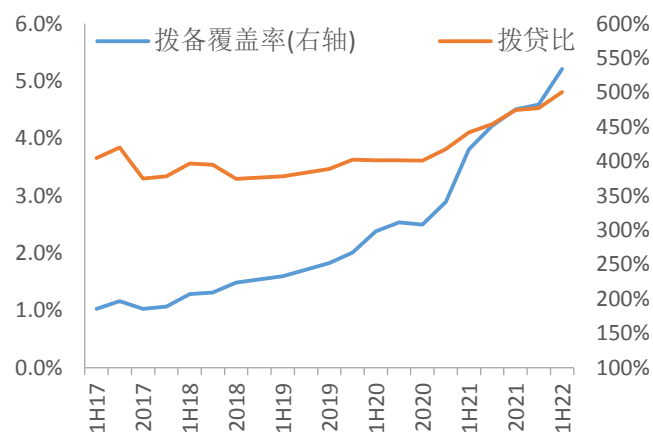
不良率稳健下降，拨备覆盖率再创新高。截至 22H1，不良率环比-4BP，下行到历史最优水平。张家港行 2021 年底存量风险基本完成出清，轻装上阵造就资产质量持续向好。拨备覆盖率达 534.2%，环比大幅提升 51.9pct，进一步拓宽后期反哺利润空间。

图 5：张家港行截至 22H1 不良率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：张家港行截至 22H1 拨备水平



资料来源：wind，民生证券研究院

4 距离强赎空间小，转股意愿强烈

可转债转股意愿强烈。一方面，7 月 13 日收盘价 5.26 元，距离强赎价格仅有 12% 的空间。另一方面疫情好转，信贷需求逐步复苏，再加上较大的拨备反哺利润空间，全年业绩有望实现高增长，为可转债转股再添助力。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1、规模增速：在“两小”战略背景下，公司积极转型小微业务。20、21 年贷款增速分别为 18.8%、17.6%，增速保持平稳。我们预测 22-24 年贷款同比增速为 17.0%、15.0%和 15.0%，总资产同比增速为 12.5%、11.6%和 11.8%。

2、净息差：资负结构不断优化，缓解净息差走弱趋势。我们预测 22-24 年净息差为 2.68%、2.61%和 2.58%。

3、非息收入：非息收入增速保持稳定。我们预测 22-24 年非息收入同比增速为 11.0%、10.0%和 10.0%，净手续费收入同比增速为 10.0%、10.0%和 10.0%。

4、资产质量：存量出清完成，资产质量预计保持稳定。我们预测 22-24 年不良贷款率为 0.93%、0.91%和 0.86%，拨备覆盖率 471.6%、459.5%和 446.1%。

根据以上假设，我们预计 2022-2024 年公司营收为 50.5 亿元、55.8 亿元和 62.1 亿元，同比增速分别为 9.5%、10.4%和 11.3%，归母净利润为 16.3 亿元、20.1 亿元和 24.6 亿元，增速分别为 25.1%、23.1%和 22.5%。

5.2 估值分析与投资建议

张家港行在“两小”战略背景下，不断深化“两小双轮”竞速机制，积极转型小微业务。二季度疫情冲击造成小微信贷需求疲软，对张家港行营收略有影响，但利润仍旧保持高增；资产质量大幅优化，不良率继续下降、拨备覆盖率大幅提升超过 500%，疫情对张家港行资产质量影响较为有限。在市场格局和行业属性方面，张家港行与常熟银行、苏农银行、江阴银行、沪农商行均为农村商业银行，服务主体较为相似，且均位于长三角地区，因此我们将其作为可比公司。

我们预计张家港行 22-24 年 EPS 分别为 0.90 元、1.11 元和 1.36 元，2022 年 7 月 13 日收盘价对应 0.7 倍 22 年 PB，与可比公司平均值基本持平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 1：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601128.SH	常熟银行	7.75	0.80	0.92	1.12	1.1	1.0	0.9
603323.SH	苏农银行	5.44	0.64	0.65	0.79	0.7	0.7	0.7
002807.SZ	江阴银行	4.61	0.59	0.70	0.81	0.8	0.7	0.7
601825.SH	沪农商行	6.27	1.08	1.21	1.42	0.6	0.6	0.5
	平均值					0.8	0.7	0.7
	中位数					0.8	0.7	0.8
002839.SZ	张家港行	5.26	0.72	0.90	1.11	0.8	0.7	0.6

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 07 月 13 日收盘价，江阴银行及沪农商行为 wind 一致预期

6 风险提示

1) 宏观经济增速走弱：受外部环境及内需影响，再叠加疫情反复，经济增速承压，小微企业信贷需求疲弱。

2) 银行业绩经营不及预期：二季度受疫情影响，营收增速有所回落，未来业绩增速有望回升但仍是未知数。

3) 资本补充面临压力：市场对银行资本补充工具投资认可度的变化或带来资本补充压力的增加。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	37	40	45	50
手续费及佣金	1	1	2	2
其他收入	8	9	10	11
营业收入	46	51	56	62
营业税及附加	0	0	-1	-1
业务管理费	-14	-16	-17	-18
拨备前利润	31	34	38	43
计提拨备	-18	-17	-17	-17
税前利润	14	17	21	26
所得税	0	0	-1	-1
归母净利润	13	16	20	25

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	998	1,168	1,343	1,544
同业资产	21	23	24	25
证券投资	295	318	344	371
生息资产	1,403	1,602	1,809	2,044
非生息资产	288	300	314	326
总资产	1,646	1,851	2,067	2,311
客户存款	1,128	1,286	1,453	1,642
其他计息负债	189	203	217	233
非计息负债	183	201	222	244
总负债	1,500	1,690	1,892	2,119
股东权益	146	162	175	192

每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净利润(元)	0.72	0.90	1.11	1.36
每股拨备前利润(元)	1.74	1.90	2.12	2.39
每股净资产(元)	6.62	7.49	8.23	9.15
每股总资产(元)	91.03	102.41	114.33	127.81
P/E	8	6	5	4
P/PPOP	3	3	3	2
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6
P/A	0.06	0.05	0.05	0.04

利率指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差(NIM)	2.43%	2.68%	2.61%	2.58%
净利差(Spread)	2.18%	2.19%	2.21%	2.22%
贷款利率	5.87%	5.85%	5.85%	5.87%
存款利率	2.33%	2.31%	2.30%	2.30%
生息资产收益率	4.69%	4.66%	4.66%	4.66%
计息负债成本率	2.51%	2.47%	2.45%	2.44%

盈利能力	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	0.87%	0.96%	1.05%	1.15%
ROAE	11.48%	12.79%	14.13%	15.66%

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

收入增长	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润增速	30.3%	25.1%	23.1%	22.5%
拨备前利润增速	10.1%	9.0%	11.5%	12.8%
税前利润增速	36.8%	24.8%	23.1%	22.6%
营业收入增速	10.1%	9.5%	10.4%	11.3%
净利息收入增速	2.5%	9.1%	10.5%	11.6%
手续费及佣金增速	/	10.0%	10.0%	10.0%
营业费用增速	9.5%	10.0%	8.0%	8.0%

规模增长	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增速	-1.8%	14.2%	12.9%	13.0%
贷款增速	17.6%	17.0%	15.0%	15.0%
同业资产增速	-41.8%	8.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	-33.5%	8.0%	8.0%	8.0%
其他资产增速	608.1%	4.3%	4.8%	3.7%
计息负债增速	12.5%	13.0%	12.2%	12.3%
存款增速	14.3%	14.0%	13.0%	13.0%
同业负债增速	-18.5%	5.0%	5.0%	5.0%
股东权益增速	28.8%	10.9%	8.5%	9.6%

存款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
活期	33.6%	33.3%	33.1%	33.1%
定期	66.4%	66.7%	66.9%	66.9%
其他				

贷款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
企业贷款(不含贴现)	47.4%	47.42%	47.42%	47.42%
个人贷款	44.4%	44.42%	44.42%	44.42%
票据贴现	8.2%	8.16%	8.16%	8.16%

资产质量	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	0.95%	0.93%	0.91%	0.86%
正常	97.44%	97.48%	97.52%	97.58%
关注	1.61%	1.59%	1.57%	1.56%
次级	0.54%	0.53%	0.52%	0.51%
可疑	0.36%	0.35%	0.34%	0.33%
损失	0.04%	0.04%	0.05%	0.02%
拨备覆盖率	475.35%	471.6%	459.5%	446.1%

资本状况	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	14.30%	13.53%	12.92%	12.47%
核心资本充足率	9.82%	9.56%	9.42%	9.36%
资产负债率	91.15%	91.27%	91.52%	91.69%

其他数据	2021A	2022E	2023E	2024E
总股本(亿元)	18.1	18.1	18.1	18.1

插图目录

图 1：张家港行截至 22H1 业绩同比增速（累计）.....	3
图 2：张家港行截至 22H1 业绩同比增速（单季）.....	3
图 3：张家港行截至 22H1 总资产和贷款同比增速.....	4
图 4：苏农银行截至 22H1 存贷款同比增速.....	4
图 5：张家港行截至 22H1 不良率情况.....	5
图 6：张家港行截至 22H1 拨备水平.....	5

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：可比公司 PB 数据对比.....	6
公司财务报表数据预测汇总.....	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001