

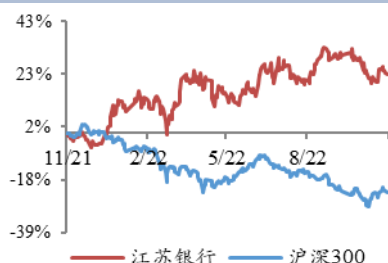
区域龙头城商行的“稳中有进”优异答卷

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-22

收盘价（元）	7.02
近 12 个月最高/最低（元）	7.62/5.39
总股本（百万股）	14,770
流通股本（百万股）	14,688
流通股比例（%）	99.45
总市值（亿元）	1,037
流通市值（亿元）	1,031

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

联系人：刘锦慧

执业证书号：S0010122100043

电话：18351883043

邮箱：liujinhui@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕中国经济最具活力地区，区位优势资源禀赋兼备。

江苏省经济发展动能强劲，市场主体庞大，民营经济活跃，融资需求旺盛。江苏银行是本地唯一一家省属法人银行，服务本地实体经济有动力、有能力、有经验。政信资源丰富、长期深耕本土企业带来的资源禀赋是大对公业务拓展的基本盘；管理层战略定力强、数智化转型赋能业务发展是扩大经营优势的助推力。服务实体经济的稳健打法让江苏银行在顺逆周期中，市场份额都稳居江苏省前列。

● 回归信贷本源，风格稳中有进，突破量-价-险“不可能三角”实现盈利能力回归。

量增：2022Q3 总资产规模 2.92 万亿元，YoY+13.17%，其中贷款规模 YoY+14.86%。尤其是在市场融资需求同比下降的 2022H1 仍然保持 15.13% 高扩表速度，表现了逆周期调节的灵活性。**价稳：**发力小微、零售等高收益客群，净息差在 2022H1 上升至 2.36% 高位，议价能力强、客户粘性高。高存贷比下降息周期中息差不降反升，投放策略优、利率风险敞口小。盈利稳健可持续，2022Q3 净利润增速 31.31%，连续 7 个季度在城商行中保持领先。负债成本与同业差距逐年缩小，净息差有望企稳。**质优：**历史包袱出清，高扩表同时严控不良新增，2022Q3 不良率为 0.96%，拨备覆盖率为 360.05%，不良下行斜率比以往更陡峭，且风险偏好并未降低。信贷结构向先进制造业、绿色环保、科技创新发力，同时压降高不良行业贷款占比，未来资产质量有望进一步改善。

● 小微经营夯实“稳”的基础。

小微经营“高筑墙，广积粮，缓称王”，护城河来自于数智化赋能+本土经营优势的巧妙结合，前者来自成熟的金融科技的应用和不断适应市场新变化的产品创新能力，后者来自经验丰富的专业小微客户经理队伍。线上线下打破数据、产品、流程界限，叠加本地城商行决策半径短的优势，形成的总分支高效协同机制难以复制。**普惠型小微贷款**是小微贷款增长的主要贡献因素，2022H1 同比增速 24.4%，省内市场份额保持领先。

● 零售转型再添“进”的动力。

以消费金融为抓手，数字化转型增添动能：重点提升零售贷款占比，零售贷款规模保持高增，占全行各项贷款比例由 2017 年的 25.1% 增长到 2022H1 的 36.3%。结构上以消费贷为主要发力点，规模从 2019 年起稳居城商行第一。线上 APP 体验不断完善，客户数和客户 AUM 双增。**财富管理能力卓越，**城商行中客户 AUM 首家突破 1 万亿元，2022H1 理财规模同比增长 26.1%，零售为理财提供渠道优势，高收益理财又促进获客，未来中收、投资收益增长还有空间。

● 投资建议

预测江苏银行 2022-2024 年归母净利润分别同比增长

30.66%/24.88%/19.64%，PB 分别为 0.66X/0.55X/0.48X。2022 年 12 月 1 日收盘价 7.36 元，对应 2022 年 0.66 倍 PB，考虑到公司经营竞争力优势显著，盈利增速在同业居前，信贷结构持续向高收益的优质资产集中，历史包袱已逐渐出清，业绩有望维持高增趋势，给予公司目标估值 0.9 倍 PB，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

利率风险：宽信用、宽货币政策下利率继续下行，息差收窄。

市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。

经营风险：经济增长不及预期，融资需求下降拖累信贷增速。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	63,306	74,060	84,791	94,498
收入同比 (%)	22.88	16.99	14.49	11.45
归属母公司净利润	19,694	25,732	32,133	38,445
净利润同比 (%)	30.72	30.66	24.88	19.64
ROA (%)	0.76	0.91	1.00	1.07
ROE (%)	10.33	12.84	14.58	15.61
每股收益 (元)	1.33	1.74	2.18	2.60
P/E	5.52	4.22	3.38	2.83
P/B	0.73	0.66	0.57	0.50

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 深耕中国经济最具活力地区，区位优势资源禀赋齐备	6
1.1 江苏经济领跑全国，实业旺百姓富则金融兴	6
1.2 深耕江苏全域、辐射全国的地方法人行服务有优势	7
2 回归信贷本源，风格“稳中有进”，突破量-价-险“不可能三角”实现盈利能力回归	10
2.1 存贷结构不断优化调整，抢抓高收益优质资产投放是关键	10
2.2 业绩稳健增长，营收、净利增速在上市城商行中位居前列	13
2.3 未来业绩的边际改善从何而来？	17
3 解码江苏银行小微：十年磨剑，玉汝于成	19
3.1 更聚焦普惠客群，小微业务连续多年省内份额领先	19
3.2 数智化转型叠加本土经营优势，双向融合打造小微护城河	21
4 零售转型正当时，构建第二增长极	25
4.1 重点发力消费金融，数字化转型乘势而上	25
4.2 财富管理能力卓越，中收、投资收益有望再提升	28
5 不良下降斜率更陡峭，资产质量改善明显	29
5.1 认定趋严下不良下降更快，同时具有拨备反哺利润空间	29
5.2 增速强劲板块不良率低于平均，未来资产质量改善还将受益于信贷结构改善	31
盈利预测及投资建议：	32
风险提示：	33
财务报表与盈利预测	34

图表目录

图表 1 江苏 GDP 总量居全国第二	6
图表 2 江苏省近五年 GDP 总量及增速	6
图表 3 2022H1 江苏工业企业数居全国第二	6
图表 4 江苏居民可支配收入（万元）居全国第四	6
图表 5 江苏一二三产业企业数（万个）	7
图表 6 江苏省一二三企业增加值（亿元）	7
图表 7 各省市 2022H1 社融规模增量和人民币贷款增量	7
图表 8 江苏银行发展历程	8
图表 9 江苏银行主要领导年龄及任职经历	8
图表 10 江苏银行前十大股东及持股比例（2022Q3）	9
图表 11 江苏银行各分行支行数、职员数、资产规模分布（2022H1）	10
图表 12 江苏银行资产规模及增速	11
图表 13 江苏银行生息资产（万亿元）结构及增速	11
图表 14 江苏银行计息负债（万亿元）结构及增速	11
图表 15 江苏银行 2022Q3 贷款/生息资产排名上市城商行第 5，存款/计息负债占比排名第 15	11
图表 16 江苏银行贷款结构（千亿元，单季变化）	12
图表 17 江苏银行存款结构（亿元，单季变化）	12
图表 18 江苏银行定活期存款结构及增长率	12
图表 19 江苏银行存款结构中定期占比较高（2022H1）	12
图表 20 江苏银行制造业贷款和水利环境相关贷款占比提升，房地产贷款占比下降	13
图表 21 江苏银行绿色信贷余额（亿元）和占各项贷款比重	13
图表 22 江苏银行营收增速连续三年保持稳定，按季同比增速始终在 11% 以上	14
图表 23 江苏银行净利润增速 2021 年来显著改善，在城商行中名列前茅	14
图表 24 江苏银行净利润拆分	15
图表 25 江苏银行利息净收入增速领先	15
图表 26 江苏银行净息差（%）逐年提升并跃居首列	16
图表 27 江苏银行净利差（%）逐年提升并跃居首列	16
图表 28 江苏银行生息资产收益率（%）领先	16
图表 29 江苏银行计息负债成本率（%）与同业差距逐年缩小	16
图表 30 江苏银行和可比公司 ROAE 拆分（2021）	17
图表 31 江苏银行和可比公司 ROAE 拆分（2022Q1-Q3 年化）	18
图表 32 江苏银行成本收入比还有下行空间	19
图表 33 江苏银行 PPOP 及增速	19
图表 34 监管沿革和江苏银行小微发展历程	19
图表 35 江苏银行小微贷款余额及增速	20
图表 36 江苏银行普惠小微贷款余额占比及增速	20
图表 37 商业银行小微经营特征	21

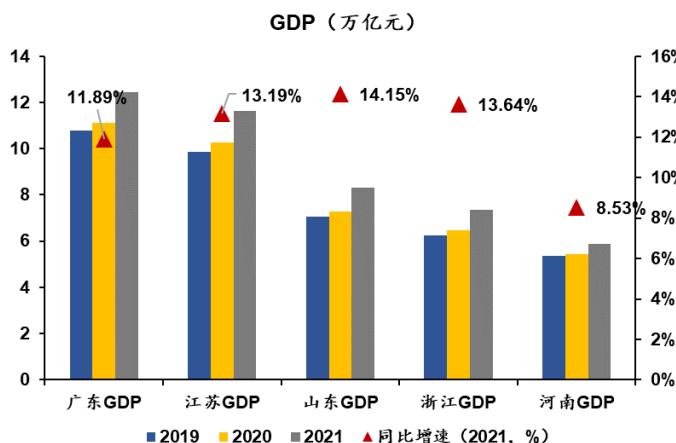
图表 38 大数据风控模式可用的数据来源	22
图表 39 江苏银行小微经营模式	22
图表 40 2016-2021 银行业离柜交易金额和平均离柜率	23
图表 41 2022H1 年城商行手机银行平均月活跃用户数	23
图表 42 江苏银行企业手机银行生态圈	24
图表 43 江苏银行小微差异化服务优势	25
图表 44 江苏银行零售贷款余额（亿元）及占比	26
图表 45 江苏银行零售贷款结构（2022H1）	26
图表 46 江苏银行按揭贷款余额及占比	26
图表 47 按揭贷款占比在城商行同业中偏高	26
图表 48 江苏银行个人消费贷规模（亿元）居城商行首位	27
图表 49 江苏银行过往消费贷款投放下半年好于上半年	27
图表 50 江苏银行手机银行 APP 客户数及增速	27
图表 51 江苏银行信用卡贷款规模（亿元）及增速	27
图表 52 江苏银行零售 AUM 规模及增速	28
图表 53 江苏银行理财规模及增速	28
图表 54 江苏银行私人银行专属产品系列	29
图表 55 江苏银行中收净收入占比还有提升空间	29
图表 56 江苏银行投资净收益占比处于城商行中等水平	29
图表 57 江苏银行不良率（%）自 2015 年来逐年下降，2021、2022 年改善明显	30
图表 58 江苏银行逾期 90 天以上贷款/不良在历史低位	30
图表 59 江苏银行逾期贷款余额和逾期率	30
图表 60 江苏银行关注类贷款余额和占比	30
图表 61 江苏银行不良生成率测算（单季年化）	31
图表 62 江苏银行拨备覆盖率和不良贷款率	31
图表 63 江苏银行拨贷比	31
图表 64 江苏银行各行业不良贷款占比、贷款占比及较年初变化（2022H1）	32
图表 65 可比公司估值	33

1 深耕中国经济最具活力地区，区位优势资源禀赋兼备

1.1 江苏经济领跑全国，实业旺百姓富则金融兴

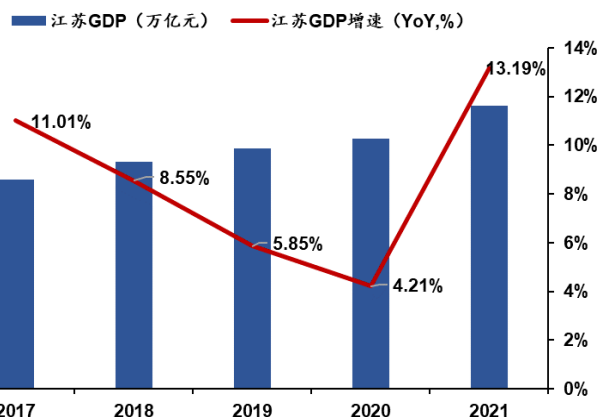
江苏省的民营企业活力和韧性、居民收入水平和消费能力均位居全国前列。江苏省是国内经济发达的省份之一，2021 年实现国内生产总值 116364 亿元。2022 年上半年，市场主体总量 1372 万户，位居全国第二。工业企业数量 57154 个（资产负债率 54.33%，利润率 5.28%），位居全国第二；居民可支配收入 26239 万元，位居全国第四。2021 年居民人均可支配收入排名前十的城市中江苏省占有 3 席（苏州、南京、无锡）。

图表 1 江苏 GDP 总量居全国第二



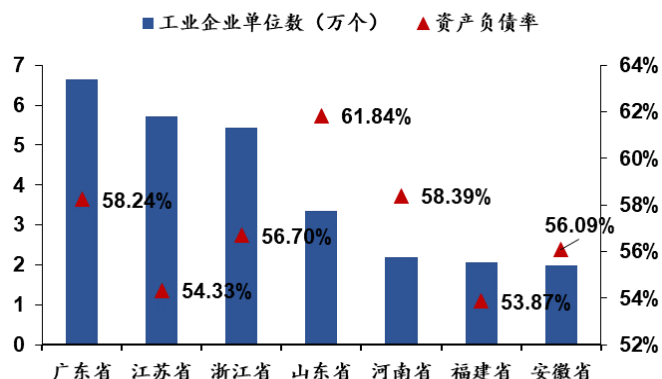
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 2 江苏省近五年 GDP 总量及增速



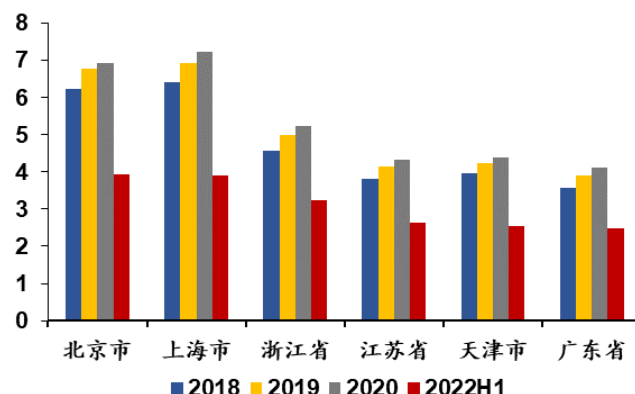
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 3 2022H1 江苏工业企业数居全国第二



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 4 江苏居民可支配收入（万元）居全国第四

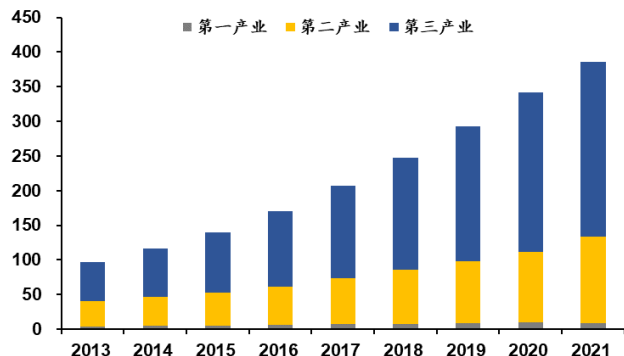


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

从江苏省的区域产业布局来看，第二三产业贡献了绝大多数的企业数量和产值，

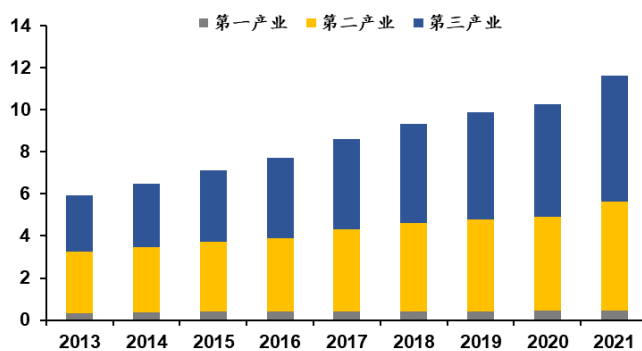
第三产业近年来企业数量攀升迅速。实体经济根基稳固、商贸繁荣，制造业增加值占地区生产总值比重达 35.8%，固定资产投资中制造业投资增长 16.1%。科创氛围浓厚、新兴产业发展迅猛，2021 年工业战略性新兴产业、高新技术产业产值分别占规上工业比重达 39.8%、47.5%。北交所、科创板上市公司数量均为全国第一。

图表 5 江苏一二三产业企业数（万个）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

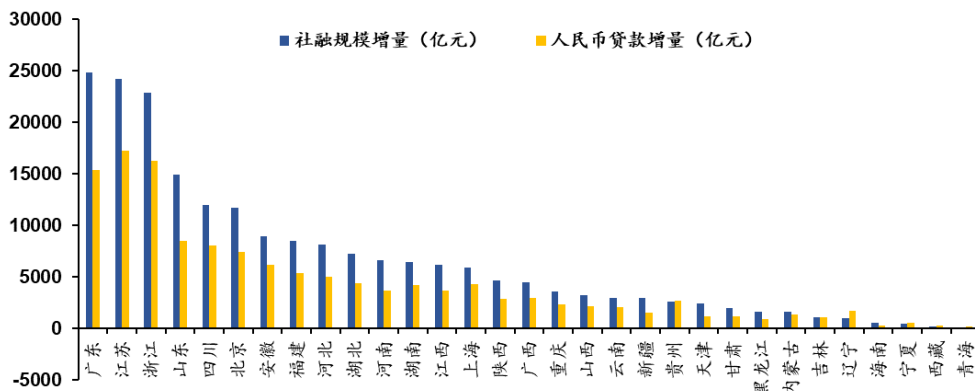
图表 6 江苏省一二三企业增加值（亿元）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

政策支持+产业高景气下实体融资需求旺盛，2021 年、2022 上半年江苏省社融增量均位居全国第二。在 2022 年二季度上海疫情影响期间，财政层面出台稳企保供纾困政策，金融机构层面推行受疫情影响企业贷款的无还本续贷、展期政策，平抑受经济增速下降拖累融资需求下滑。实体融资需求是社融增量的主要贡献因素，2022 年上半年社融增量中人民币贷款增量 17203 亿元，排名全国第一。政策的快速响应、高效执行确保了江苏省民营主体即使在经济增速下行时仍然具有突出的抗风险能力和反弹时强劲的修复能力。未来受益于疫情的边际复苏和房地产市场边际回暖带来经济增速回升，稳增长等政策利好落地将带动江苏省经济主体经营信心、融资需求恢复。

图表 7 各省市 2022H1 社融规模增量和人民币贷款增量



资料来源：中国人民银行，华安证券研究所

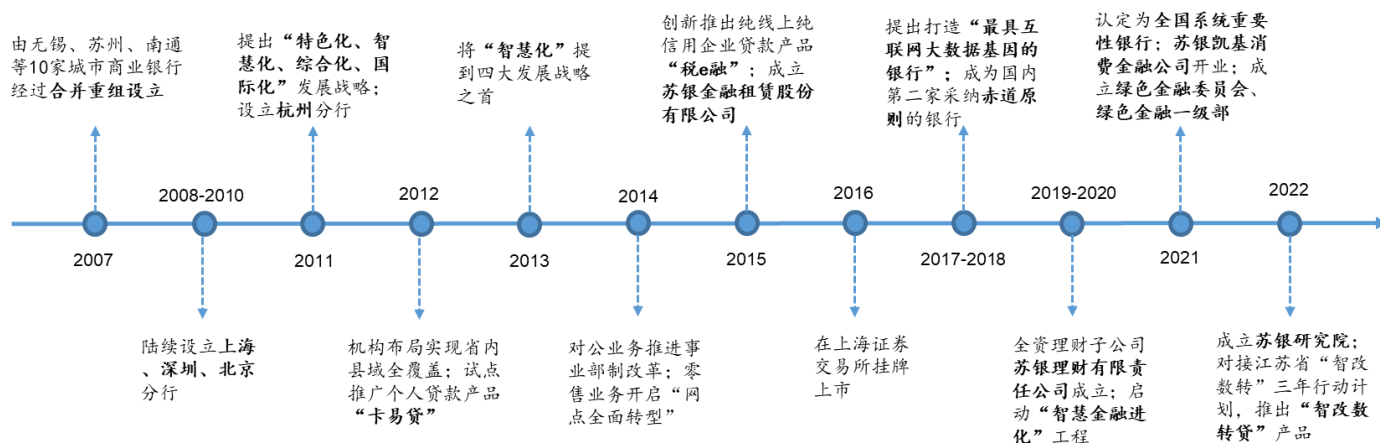
1.2 深耕江苏全域、辐射全国的地方法人行服务有优势

江苏银行是江苏省唯一一家省属法人银行，服务本地实体经济有动力、有能力、

有经验。2007 年，江苏银行由无锡、苏州、南通等 10 家城市商业银行经过合并重组形成，开创地方法人银行改革新模式。服务网络覆盖江苏省内所有县域，辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈。下辖 17 家分行（其中江苏省 13 个地级市各一家，省外上海、深圳、北京、杭州各一家）和 4 家子公司（苏银金融租赁公司、苏银理财公司、苏银凯基消费金融公司、江苏丹阳苏银村镇银行）。是全国 19 家系统重要性银行之一、人行直管的 24 家银行之一。到 2022Q3 资产规模位列上市城商行第 2。

江苏银行发展历程主要有两条主线，一是业务发展结构更明确、更聚焦：对公业务 2014 年推行事业部制改革，强化总行对分支行的指导和支持，进入 2017 年以来在机构层面上更明确向绿色、科技、小微等领域拓展；零售业务 2014 年开启网点转型，2018 年后发力财富管理转型，更强调综合服务能力升级。二是数字化赋能的重要性不断提升：自 2013 年起将“智慧化”提到公司发展战略之首，2015 年业内首创纯线上纯信用产品“税 e 融”。其后不断强化大数据和人工智能在产品 and 风控等各领域的应用，2020 年以来启动实施“智慧金融进化工程”，对科技创新实行项目化管理，提升业务响应速度。2022 年提出“数智化转型”，即“数字化”和“智能化”的结合，信息技术人员与总行部门一对一对接，提高产品上线效率、金融科技赋能效果逐渐彰显。

图表 8 江苏银行发展历程



资料来源：公司公告，中国电子银行网，华安证券研究所

管理层有丰富的江苏省内银行从业经验，风格稳健，决策协调能力强。董事长夏平在江苏省银行业有 40 年从业经验，其中 11 年基层从业经验，从大行支行一步步成长为城商行总行行长。2014 年起担任江苏银行董事长，熟知银行经营管理，决策沟通能力强。新任行长葛仁余是科技出身，有丰富的银行业信息技术管理经验，曾任江苏银行首席信息官，带领江苏银行在数智化转型方面不断突破。高管层均有十年以上江苏省内国有大行、上市银行工作经历，经营管理经验、资源丰富，风格稳健。

图表 9 江苏银行主要领导年龄及任职经历

姓名	职务	任职时间	年龄	任职经历
夏平	董事长	2014.03	59	历任中国建设银行江苏省分行副行长、南京银行行长、南京银行董事。

				现任江苏银行董事长。江苏省银行业 40 年从业经验，其中 11 年银行基层从业经验。
葛仁余	行长	2022.09	57	历任中国建设银行信息技术管理部总经理，南京银行信息技术部总经理，江苏银行信息科技部总经理。2022 年 9 月升任江苏银行行长。
顾飏	执行董事，副行长	2019.10	59	历任中国银行江苏省分行银行卡部总经理，江苏银行零售业务部总经理，江苏银行行长助理，副行长。现任江苏银行执行董事，副行长。
朱其龙	监事长	2016.02	58	历任人民银行南京分行办公室副主任，江苏银监局城市商业银行监管处处长；江苏银行副行长，董事会秘书。现任江苏银行监事长。
赵辉	副行长	2018.02	57	历任中国银行江苏省分行清算处处长，运营部总经理，中国银行宿迁分行行长，江苏银行营运部总经理，运营总监。现任江苏银行副行长。
吴典军	副行长，董事会秘书	2016.10	53	历任农发行江苏省分行办公室副主任，江苏银行办公室主任。现任江苏银行执行董事，董事会秘书，副行长。

资料来源：wind，华安证券研究所

主要股东综合实力雄厚，股权结构相对分散均衡。到 2022Q3 前十大股东总持股比例达 44.75%，其中有九家是江苏省的国有企业，综合实力雄厚。和其他城商行相比股权结构相对分散，持股比例在 5% 以上的有 4 家，单一股东持股比例均不超过 10%。股东支持力度强，自 2018 年以来，凤凰集团、宁沪高速、江苏广电、国信集团等大股东先后多次增持，累计超过 50 亿元，助力江苏银行深耕本土市场，不断拓展银政、银企合作业务。

图表 10 江苏银行前十大股东及持股比例 (2022Q3)

股东名称	股东性质	持股数量(亿股)	持股比例(%)
江苏省国际信托有限责任公司	国有法人	12.07	8.17
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	国有法人	11.97	8.11
华泰证券股份有限公司	国有法人	8.32	5.63
香港中央结算有限公司	境外法人	7.42	5.02
无锡市建设发展投资有限公司	国有法人	7.10	4.81
江苏宁沪高速公路股份有限公司	国有法人	5.67	3.84
江苏省广播电视集团有限公司	国有法人	4.52	3.06
苏州国际发展集团有限公司	国有法人	3.51	2.38
江苏省国信集团有限公司	国有法人	2.92	1.98
江苏凤凰资产管理有限责任公司	国有法人	2.59	1.75

资料来源：wind，华安证券研究所

主要业务集中于江苏省内，机构精简、决策半径短。省内共有 458 家、省外有 69 家支行，从经营机构层面看，资产规模省外：省内约为 4:1。到 2022H1，省内贷款占比 84.48%。省内资产、贷款占比小于支行、职员占比，省外机构发展阶段相对更年轻，机构更精简。不设二级支行，信息传导链路仅“总、分、支”三环节，总行员工数/分支行员工数在同业中处于较低水平，人力资源主要投入在经营机构，组织架构与同业相比更扁平化。

图表 11 江苏银行各分行支行数、职员数、资产规模分布（2022H1）

分行	支行数	支行数占比	职员数	职员数占比	资产规模（亿元）	资产规模占比
苏州分行	47	9.2%	1151	8.3%	1,562	8.8%
无锡分行	106	20.7%	2088	15.1%	2,577	14.5%
南京分行	26	5.1%	838	6.1%	2,079	11.7%
南通分行	46	9.0%	1128	8.2%	1,484	8.3%
常州分行	29	5.7%	796	5.8%	874	4.9%
徐州分行	31	6.1%	951	6.9%	882	5.0%
扬州分行	24	4.7%	724	5.2%	782	4.4%
镇江分行	30	5.9%	734	5.3%	759	4.3%
泰州分行	8	1.6%	368	2.7%	656	3.7%
淮安分行	30	5.9%	845	6.1%	631	3.5%
盐城分行	33	6.4%	820	5.9%	887	5.0%
连云港分行	26	5.1%	775	5.6%	649	3.6%
宿迁分行	10	2.0%	359	2.6%	428	2.4%
省内分行小计	458	89.5%	11577	83.7%	14,249	80.0%
上海分行	16	3.1%	586	4.2%	1,136	6.4%
深圳分行	17	3.3%	621	4.5%	950	5.3%
北京分行	22	4.3%	649	4.7%	814	4.6%
杭州分行	11	2.1%	405	2.9%	660	3.7%
省外分行小计	69	13.5%	2261	16.3%	3,560	20.0%
合计	512	100.0%	13838	100.0%	17,809	100.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 回归信贷本源，风格“稳中有进”，突破量-价-险“不可能三角”实现盈利能力回归

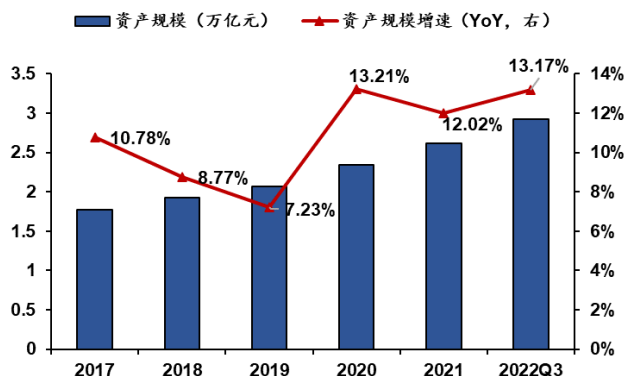
2.1 存贷结构不断优化调整，抢抓高收益优质资产投放是关键

存贷结构跨周期调节能力强，抢抓市场利率高的投放时点实现资产端高收益。受益于遍布省内和三大经济圈的网点布局和良好的客群基础，江苏银行资产规模增速连续三年在 12% 以上。2022Q2 是江浙沪地区产业链受上海疫情影响较为严重的时期，但资产规模仍比年初提升 9.6%，2022Q3 总资产 2.92 万亿元，较年初增长 11%。从资产规模新增的特征来看，江苏银行在 2022 年的策略为在旺季开门红期间（1-3 月）抢抓高收益资产、同时吸收低成本同业负债。2022 年一二三季度分别新增贷款。结合前三季度贷款市场利率持续下行的情况，早投放能够较早锁定高收益，客户深度经营的时间和空间也更为充裕。

从资产端结构来看，2022Q3 江苏银行生息资产占比为 96.3%，生息资产中发放贷款占比 54.5%，债券投资占比 36.2%。贷款占生息资产比重在城商行中较高且自 2019 年开始逐年提升，一是由于江苏银行与本地合作紧密，信贷资源充足，扩表压力不大；二是由于公司战略上侧重客户深度经营，专注资负扩张的同时也关注客户数增长和合作粘性，2021 年公司着力推行的“拓客强基”项目就是对存贷款规模、客户数、客户综合贡献等指标的多维度考核，当年零售 AUM 增长 18.36%，财私客

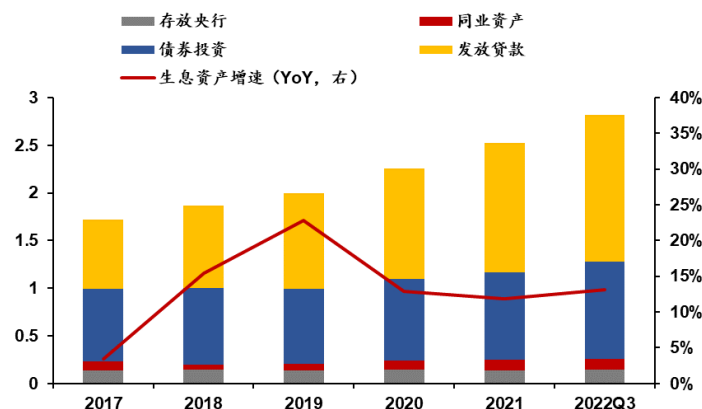
户资产规模和客户数增速均超过 26%。

图表 12 江苏银行资产规模及增速



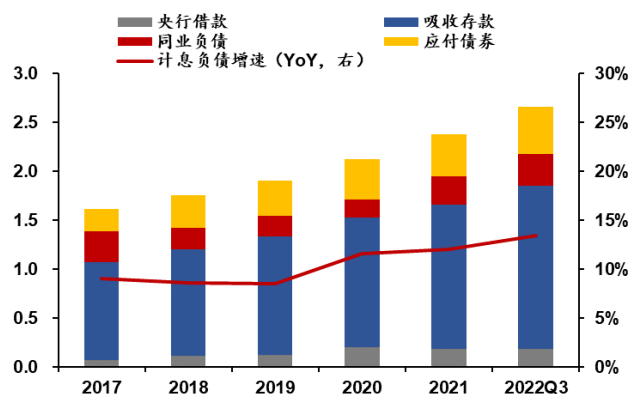
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 江苏银行生息资产 (万亿元) 结构及增速



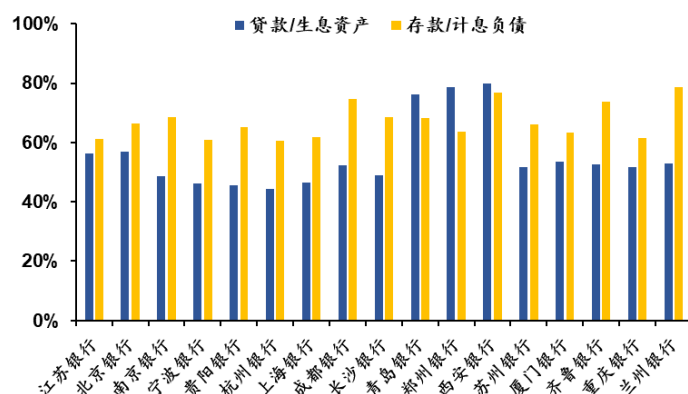
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 江苏银行计息负债 (万亿元) 结构及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 江苏银行 2022Q3 贷款/生息资产排名上市城商行第 5, 存款/计息负债占比排名第 15



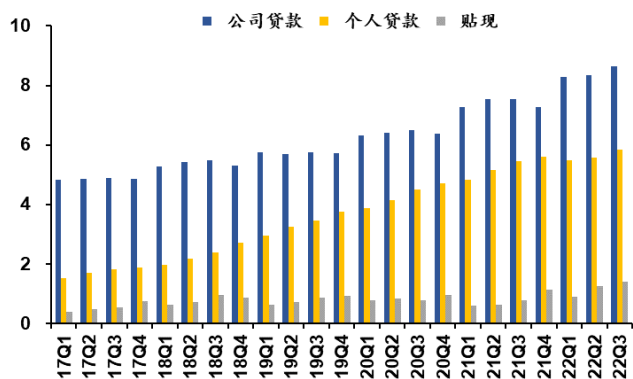
资料来源: wind, 华安证券研究所

个人贷款规模的快速扩张是信贷规模增长的主要贡献因素。贷款结构中公司、个人、票据贴现分别占比为 54.4%, 36.8%, 8.7%。2017-2021 年, 年复合增长率分别为 14.5%, 54.7%, 42.6%, 个人贷款定价高、周期短, 是江苏银行的重点发力板块。2022 年前三季度贷款余额 1.58 万亿元, 贷款规模较 2021 年末增长 13.17%。分板块看, 公司 18.8%, 个人 3.9%, 贴现 22.8%。贷款增速主要由对公贷款和贴现的同比多增贡献, 个人贷款增速放缓的原因主要是房地产销售下滑拖累按揭贷款投放和受疫情影响消费贷需求下降。

负债端存款占比较低且活期增长率低于定期, 未来负债端结构改善还有空间。从负债端结构来看, 存款规模逐年增长, 呈现季节性小幅波动。2022Q3 江苏银行存款规模 1.67 万亿元, 较年初增长 12.7%, 存款占总负债比重达到 61%, 与城商行同业相比较低。从存款结构来看, 江苏银行对公存款占比高 (57.9%), 增速缓 (年内新增 3.1%), 对私存款占比低 (31.4%), 增速快 (年内新增 21.5%)。存款中活期占比较低, 2022H1 活期存款合计占比为 31.2%, 对公定期/对公活期/个人定期/

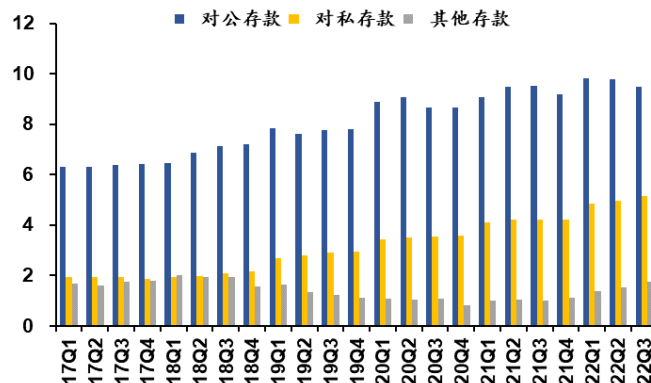
个人活期规模大约为 6:5:5:1, 较 2021 年末分别增长 4.6%/9.4%/19.9%/8.1%, 增长主要由个人定期存款的增长贡献, 原因主要是长端利率下行幅度加大, 资本市场景气度不佳, 居民倾向于配置期限更短安全性更高的银行定期存款。但是随着对公综合服务工具“苏银金管家”的推广应用沉淀更多结算资金、活期理财申购赎回期内的存款沉淀等方式拓展活期存款来源, 未来存款活化率还有进一步提升的空间。

图表 16 江苏银行贷款结构 (千亿元, 单季变化)



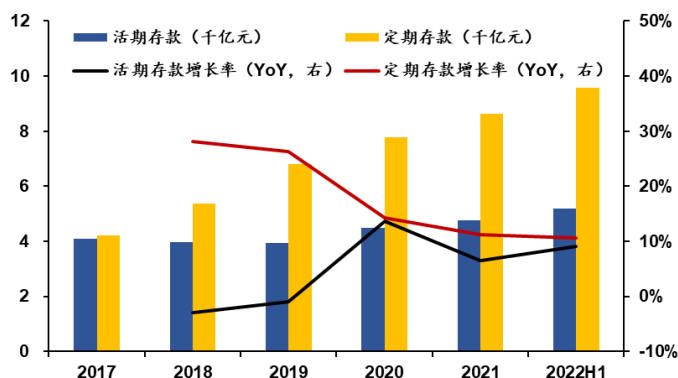
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 江苏银行存款结构 (亿元, 单季变化)



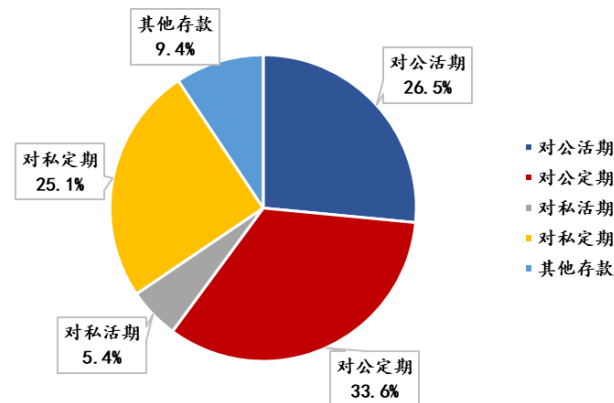
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 江苏银行定活期存款结构及增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 江苏银行存款结构中定期占比较高 (2022H1)



资料来源: wind, 华安证券研究所

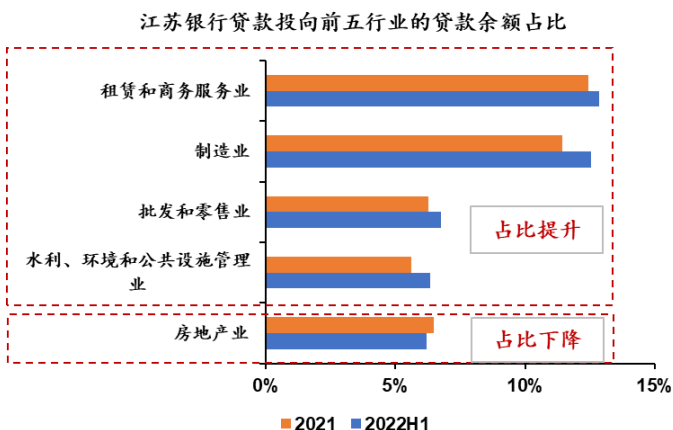
大对公业务侧重调结构, 资源优先聚焦先进制造业、基建产业、绿色环保产业等重点领域, 压降房地产行业等风险较高资产占比, 安全边际提升。

(1) 江苏省产业政策支持力度大, 先进制造业、绿色环保等产业市场广阔, 银行拓展银政、银保业务有抓手。2018 年江苏省在全国率先出台《关于加快培育先进制造业集群的指导意见》、2020 年, 又持续深化出台《江苏省“产业强链”三年行动计划》, 确立 531 产业链递进培育工程。出台《江苏省“十四五”发展规划》, 规定到 2025 年, 江苏省内可再生能源占全省能源消费总量比重将达到 15% 以上。2022 年江苏省政府工作报告中提出“引导金融机构加大对制造业、小微企业、科技创新、绿色发展等方面的支持”。在企业入库、财政贴息等政策加持下, 重点领域企业扶持力度更大, 资产质量更有保证。

(2) 产品模式多样化, 重点支持先进制造业发展。江苏银行创新“G60 科创

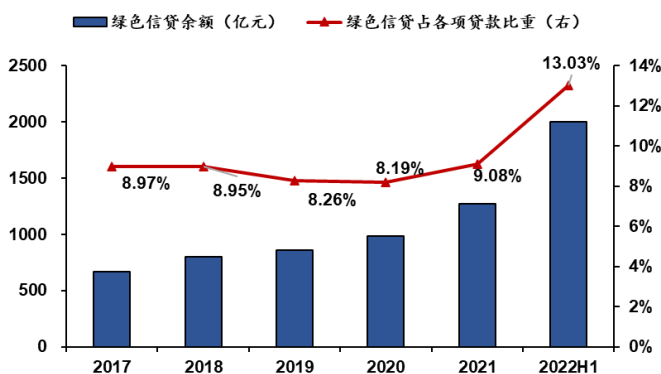
贷”、“冠军贷”、“先进制造贷”、“昆链贷”等特色信贷产品，担保方式创新知识产权质押、园区风险池分担、免抵押或担保等方式，突破传统信贷要求，对先进制造业龙头企业加大信用贷款投放。制造业是 2022 年上半年贷款增长最多的板块（余额较上年末增长 20%，占比提升 1.09%），占各项贷款比例提升到 12.52%。

图表 20 江苏银行制造业贷款和水利环境相关贷款占比提升，房地产贷款占比下降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 江苏银行绿色信贷余额（亿元）和占各项贷款比重



资料来源：wind，华安证券研究所

(3) 绿色金融重要性不断提升，成为发展亮点和业务增长点。机构层面，在组织架构和管理模式上对绿色金融业务予以倾斜。江苏银行在国内率先采纳“赤道原则”，2021 年将绿色金融发展提到战略发展地位，升格绿色金融部为总行一级部门，在总行成立绿色金融委员会和绿色金融工作组，设立绿色专营支行，打造绿色金融专业化经营体系。业务层面，绿色信贷占总贷款比重在商业银行中居首位。截至 2022H1，绿色融资规模超 3000 亿元，较 2021 年末增长 44%；绿色信贷余额 1999 亿元，较上年末增长 57%，绿色信贷增速显著高于各项贷款增速。绿色信贷占各项贷款比重 13%，在人民银行总行直管的 24 家银行中位居第三位、商业银行中居首位。产品层面，大举进军节能环保、清洁能源、碳减排技术等绿色环保领域。与人行、省财政厅、生态环境厅合作“环保贷”“苏碳融”等拳头产品，创新“园区绿色升级贷”“整县分布式光伏贷款”等特色产品实现增量拓客。未来有望受益于绿色信贷业务占比提升，带动整体信贷业务的降本增效。

2.2 业绩稳健增长，营收、净利增速在上市城商行中位居前列

营业收入保持稳健增长，连续三年以上按季增速不低于 11%。公司经营风格务实稳健，自 2019 年发力调节资产端结构以后，高收益信贷资产占比逐年提升，2019-2021 营业收入年复合增长率为 19.1%。自 2019 年来营收增速按季均未低于 11%，城商行同业中仅宁波、杭州银行达到同样水平，与同业相比表现了更强的经营稳健性。2022 前三季度江苏银行实现营业收入 537.6 亿元，按季来看同比分别增长 11%，14.2%，14.9%，在经济下行时期营业收入增速仍然逐季攀升，江浙区域城商行同业仅杭州、苏州银行达到同样水平，与同业相比表现了更强的跨周期调节能力。营业收入结构中，利息净收入 383.5 亿元，在营业收入中占比 71.3%，同比增长 12.8%，Q3 单季增长率略有下滑；中收净收入 50.42 亿元，同比增长 12.76%；投资收益 80.15 亿元，同比增长 28.75%。

图表 22 江苏银行营收增速连续三年保持稳定，按季同比增速始终在 11% 以上

排名	7	4	2	2	7	8	7	4	3	3	3	3	8	8	8
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
江苏银行	29.2%	27.3%	27.4%	27.7%	17.8%	14.3%	13.0%	15.7%	17.1%	22.7%	24.7%	22.6%	11.0%	14.2%	14.9%
北京银行	23.8%	19.6%	17.0%	13.8%	5.1%	1.4%	0.2%	1.9%	-3.2%	0.6%	3.2%	3.1%	2.1%	1.7%	3.2%
南京银行	29.7%	23.3%	21.1%	18.4%	15.4%	6.6%	2.4%	6.2%	1.6%	14.1%	21.0%	18.7%	20.4%	16.3%	16.1%
宁波银行	23.4%	19.7%	20.4%	21.3%	33.7%	23.4%	18.4%	17.2%	21.8%	25.2%	28.5%	28.4%	15.4%	17.6%	15.2%
贵阳银行	9.3%	12.0%	18.6%	16.0%	17.4%	18.7%	8.2%	9.6%	-14.7%	-9.4%	-6.7%	-6.7%	2.5%	9.5%	10.5%
杭州银行	26.6%	25.7%	25.8%	25.5%	25.4%	22.9%	16.2%	15.9%	14.2%	15.7%	20.0%	18.4%	15.7%	16.3%	16.5%
上海银行	42.2%	27.3%	19.8%	13.5%	0.5%	1.0%	-0.9%	1.9%	5.6%	9.0%	10.4%	10.8%	2.9%	0.9%	0.5%
成都银行	16.9%	12.4%	10.5%	9.8%	14.1%	11.6%	12.1%	14.7%	19.9%	25.3%	26.0%	22.5%	17.6%	17.0%	16.1%
长沙银行	29.7%	26.4%	22.0%	22.1%	13.1%	8.2%	5.7%	5.9%	1.2%	17.3%	19.7%	15.8%	12.0%	8.7%	10.2%
青岛银行	98.7%	44.8%	35.9%	30.4%	37.6%	34.2%	17.1%	9.6%	-2.6%	-12.5%	-2.8%	5.6%	-5.7%	16.6%	16.3%
郑州银行	11.7%	21.3%	19.7%	20.9%	30.4%	23.2%	13.6%	8.3%	-14.4%	-9.9%	-4.5%	1.3%	7.1%	8.9%	12.3%
西安银行	29.5%	26.8%	18.3%	14.6%	3.6%	-0.8%	0.6%	4.3%	7.7%	5.6%	3.1%	0.9%	-18.5%	-8.5%	-8.4%
苏州银行	38.4%	30.3%	25.3%	21.8%	7.2%	11.9%	11.2%	10.0%	7.7%	1.7%	2.2%	4.5%	5.0%	8.0%	11.5%
厦门银行	0.0%	12.1%	0.0%	7.7%	0.0%	27.0%	19.6%	23.2%	-16.7%	-10.9%	3.1%	-4.3%	18.2%	18.2%	15.4%
齐鲁银行	16.5%	14.7%	16.5%	15.7%	19.6%	14.2%	10.8%	7.1%	14.4%	17.0%	22.5%	28.1%	18.0%	19.1%	17.2%
重庆银行	18.1%	6.9%	9.2%	12.4%	21.3%	19.5%	14.2%	9.2%	9.3%	11.3%	13.2%	11.2%	-12.9%	-7.0%	-4.7%

资料来源：wind，华安证券研究所

江苏银行归母净利润增速自 2021 年来显著改善，盈利能力在城商行中名列前茅，排名从 11 提到 3。2021 年净利润大幅增长主要是由于历史包袱出清、信贷投放力度加大，且贷款定价较高撬动量价双增；其次由中收贡献，主要是债券承销收入大幅提升，主承销金额当年新增 1100 亿元，在全国银行中排名 15 位。2022 前三季度在信贷需求较弱、房地产销售下滑、市场利率持续下行等多重外部因素影响下公司归母净利润仍有同比多增，且按季来看增速表现均领先，表现了超出同业的穿越周期盈利能力。公司在市场动能切换时及时做出资负结构、期限结构调整决策，依靠本土法人行决策链短的信息传导优势，叠加总分支高效协同、行动一致，能够迅速将市场信息转化为行动形成正反馈机制，未来净利润维持高增的基础依然强健。

图表 23 江苏银行净利润增速 2021 年来显著改善，在城商行中名列前茅

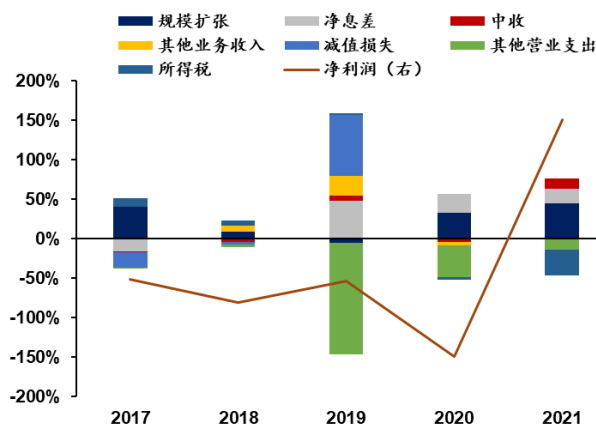
排名	6	7	4	11	6	13	11	11	1	1	1	1	3	3	3
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
江苏银行	14.4%	14.9%	15.8%	11.9%	12.8%	3.5%	0.6%	3.1%	22.8%	25.2%	30.5%	30.7%	26.0%	31.2%	31.3%
北京银行	9.5%	8.6%	8.8%	7.2%	5.3%	-10.5%	-8.4%	0.2%	3.5%	9.3%	9.7%	3.5%	6.6%	7.9%	6.5%
南京银行	15.1%	15.1%	15.3%	12.5%	13.0%	5.0%	2.0%	5.2%	9.3%	17.1%	22.4%	21.0%	22.3%	20.1%	21.3%
宁波银行	20.1%	20.0%	20.0%	22.6%	18.1%	14.6%	5.2%	9.7%	18.3%	21.4%	26.9%	29.9%	20.8%	18.4%	20.2%
贵阳银行	12.4%	16.4%	15.3%	12.9%	15.5%	6.7%	-1.0%	2.1%	4.4%	3.2%	2.0%	2.1%	1.2%	0.5%	0.9%
杭州银行	19.3%	20.2%	20.3%	22.0%	19.3%	12.1%	5.1%	8.1%	16.3%	23.1%	26.2%	29.8%	31.4%	31.7%	31.8%
上海银行	14.1%	14.3%	14.6%	12.6%	4.3%	3.9%	-8.0%	2.9%	6.0%	10.3%	10.6%	5.5%	5.4%	3.2%	3.1%
成都银行	22.8%	18.0%	18.0%	19.4%	11.6%	9.9%	4.8%	8.5%	18.1%	23.1%	22.2%	30.0%	28.8%	31.5%	31.6%
长沙银行	11.0%	12.0%	11.2%	13.4%	12.0%	7.5%	2.4%	5.1%	5.1%	21.2%	18.6%	18.1%	13.1%	2.9%	6.2%

青岛银行	9.9%	8.9%	11.0%	12.9%	9.4%	6.4%	3.1%	4.8%	16.3%	17.4%	20.5%	22.1%	21.7%	12.3%	7.3%
郑州银行	-9.4%	4.3%	4.5%	7.4%	4.6%	-2.1%	-8.3%	-3.6%	2.8%	1.5%	1.2%	1.9%	3.7%	3.1%	2.1%
西安银行	15.0%	11.0%	11.5%	13.3%	10.1%	1.1%	-1.0%	3.0%	-8.0%	5.2%	2.0%	1.7%	-14.2%	-13.4%	-12.4%
苏州银行	8.9%	10.4%	9.9%	10.3%	10.1%	4.8%	2.2%	4.0%	14.7%	16.1%	17.1%	20.8%	20.6%	25.1%	25.9%
厦门银行	0.0%	22.5%	0.0%	21.4%	0.0%	13.3%	7.7%	6.5%	5.4%	12.6%	20.6%	19.0%	16.5%	15.1%	19.0%
齐鲁银行	13.4%	11.2%	9.5%	8.6%	10.0%	9.7%	9.7%	7.7%	8.2%	11.9%	14.0%	20.5%	20.1%	18.0%	19.9%
重庆银行	8.8%	6.6%	11.8%	11.6%	13.7%	5.1%	4.7%	5.1%	4.1%	4.5%	4.6%	5.4%	0.6%	4.7%	4.2%

资料来源: wind, 华安证券研究所

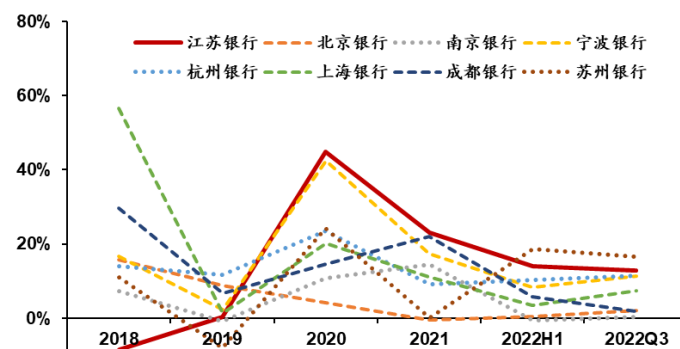
净利润增长的驱动因素主要为净息差提升和规模扩张。从净利润的驱动因素拆分来看, 净息差、规模扩张是正贡献项, 2021 年中收的贡献也开始体现; 其他营业支出和所得税是主要拖累项。江苏银行利息净收入增速一直居于城商行首列, 且在高扩表的同时利息净收入增速高于生息资产规模增速, 主要原因是服务模式好+综合服务能力强带来的客户综合回报高。为客户提供全生命周期、全产品、全渠道服务, 注重“公私联动”“协同营销”, 打通不同部门、不同职能人员之间的行业壁垒, 例如结算客户的融资需求、贷款客户的直接融资需求、私行客户的个人经营贷需求挖掘等, 带动单一客户持有公司产品的数量提升、客户综合服务体验提升, 客户与银行粘性更高、价格敏感度也相应下降, 因此利息净收入增长呈现一定的规模效应。

图表 24 江苏银行净利润拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

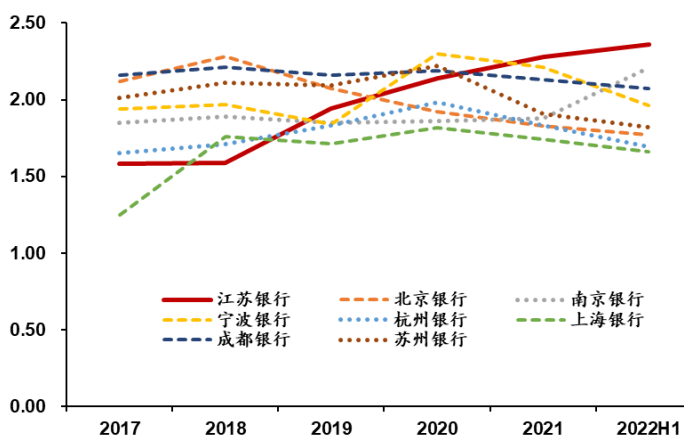
图表 25 江苏银行利息净收入增速领先



资料来源: wind, 华安证券研究所

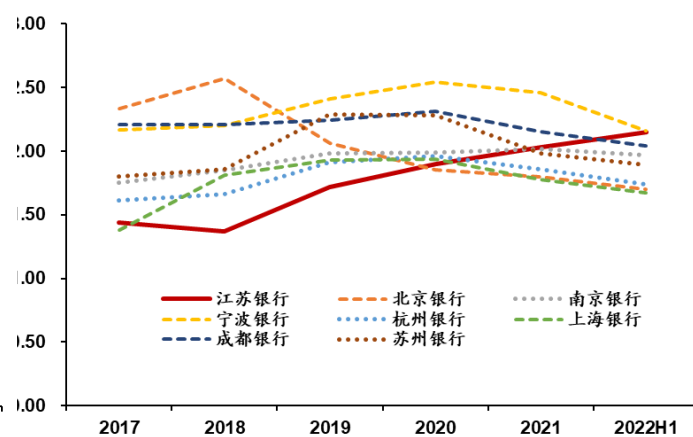
净息差逐年抬升, 2017-2022H1 上升 78bps, 远高于同业。2022 年上半年 LPR 利率有 2 次下调, 一年期和五年期利率分别下调 10bps, 20bps, 但期间公司净息差上升了 8bps 到 2.36%。**资产组合构建和管理能力强, 利率风险敞口小、影响小。**贷款收益率一般高于债券投资, 较高的存贷比有利于提升银行的净资产收益率水平, 而同时在降息周期中, 贷款占比更高也意味着重定价压力更大, 息差缩窄的幅度也相应增加。江苏银行存贷比为 89.7%, 高于城商行平均值, 但降息期间息差并未受到贷款市场利率下行影响, 利率敏感性缺口小于可比同业。其做法是在原本的投放目标和监管约束下, 根据利率走势研判, 积极调整投放策略取得约束条件下的最大收益。预判未来利率下行时积极投放固定利率贷款、短期贷款; 预判未来利率上行时多投放浮动利率贷款、中长期贷款。

图表 26 江苏银行净息差 (%) 逐年提升并跃居首列



资料来源: wind, 华安证券研究所

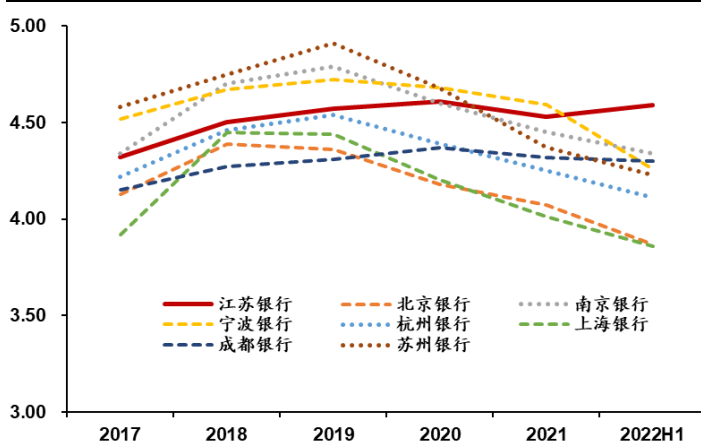
图表 27 江苏银行净利差 (%) 逐年提升并跃居首列



资料来源: wind, 华安证券研究所

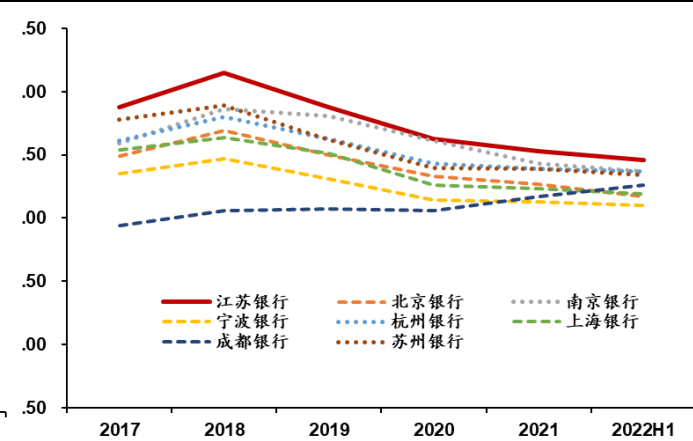
生息资产收益率 2017-2022H1 提升 78bps, 是净息差扩大的主要原因。一方面**是资产端结构优化**, 从生息资产收益率的贡献的结构性因素来看, 2018-2020 年生息资产收益率的提升主要源于收益率较高的零售、小微贷款规模增长。2022 年上半年发放贷款及垫款的平均利率为 5.41%, 比 2021 年末提升 5bps, 主要因为新投放贷款中高收益资产占比较高, 同时到期贷款客户粘性强, 重定价压力小。**另一方面是定价策略隐含在产品里。**因为江苏银行的主要业务发力点, 拳头产品集合“随 e 贷”(包含个人消费贷、个人经营贷、小微信用贷、小微抵押贷)均为自主研发的模型定价、且还款方式可选择“随借随还”(即利率为系统核定、利息按天计算)的产品, 受市场利率变化影响小。未来随着公司继续坚定资产端回归信贷本源的发展思路, 其中贷款投放更加支持小微、零售等领域, 将推动资产端贷款占比和生息资产收益率进一步提升。

图表 28 江苏银行生息资产收益率 (%) 领先



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 江苏银行计息负债成本率 (%) 与同业差距逐年缩小



资料来源: wind, 华安证券研究所

计息负债成本率在城商行中处于高位, 但和同业的差距正在逐渐缩小。计息负债成本率高的原因主要是存款占计息负债的比例较小, 且存款结构中活期存款占比与同业相比较小。2019-2020 年计息负债率的动态改善主要由同业付息率及发行债

券付息率下行贡献。2021 年开始公司注重调节负债端结构，提高付息率较低的负债占比，计息负债成本率下行 10bps。2022 上半年计息负债成本率下降的原因一方面是公司对于负债期限结构的主动调整，压降结构性存款占比，提升活期存款占比；另一方面是依靠对同业市场利率走势的精准把握，在利率低点获取大量低成本中长期同业负债，带动计息负债综合成本降低。从公司降低计息负债成本率的成效来看，未来公司还有进一步降低付息成本的空间。

2.3 未来业绩的边际改善从何而来？

江苏银行 ROAE 在城商行中处于中等水平，但已走入改善通道。2021 年 ROAE 拆分中利息收入、中收净收入、业务及管理费用是正贡献项，利息支出、信用减值损失、所得税、权益乘数是拖累项，体现江苏银行经营方面稳健审慎，贷款议价能力比较强，区域布局在竞争相对比较激烈的经济大省、揽储稍弱的特征，整体风格为高盈利+高扩表+低风险的组合。尽管公司聚焦的主要是高收益的零售、小微客群，但不依靠人海战术、低价战术取胜，也不轻易加大风险敞口用盈利弥补损失。2021 年公司大幅处置历史不良和计提减值损失，信用减值损失项、所得税项拖累 ROAA 比较明显，但目前历史包袱已经逐步出清，未来 ROA、ROE 还有提升空间。

图表 30 江苏银行和可比公司 ROAE 拆分（2021）

排名	6	9	6	13	5	5	14	16	6	8	10	9
	营业收 入/平均 资产	利息净收 入/平均资 产	利息收入 /平均资 产	利息支 出/平均 资产	中收净 收入/平 均资产	业务及管 理费用/平 均资产	信用减值 损失/平 均资产	所得税/ 平均资产	其他/ 平均资 产	ROAA	权益乘 数	ROAE
江苏银行	2.73%	1.95%	4.49%	-2.54%	0.32%	-0.61%	-0.95%	-0.26%	0.35%	0.79%	13.39	10.64%
北京银行	2.29%	1.77%	3.94%	-2.16%	0.21%	-0.57%	-0.81%	-0.10%	0.24%	0.75%	11.59	8.64%
南京银行	2.70%	1.79%	4.24%	-2.45%	0.38%	-0.79%	-0.60%	-0.21%	0.40%	0.97%	14.31	13.90%
宁波银行	3.24%	2.01%	4.17%	-2.16%	0.51%	-1.20%	-0.76%	-0.05%	0.56%	1.07%	13.60	14.59%
贵阳银行	2.54%	2.20%	4.89%	-2.69%	0.11%	-0.70%	-0.66%	-0.09%	0.15%	1.01%	12.59	12.69%
杭州银行	2.51%	1.80%	4.17%	-2.37%	0.31%	-0.69%	-0.90%	-0.11%	0.31%	0.72%	14.98	10.84%
上海银行	2.28%	1.64%	3.78%	-2.14%	0.37%	-0.49%	-0.81%	-0.06%	0.21%	0.86%	12.93	11.14%
成都银行	2.74%	2.21%	4.47%	-2.26%	0.08%	-0.63%	-0.74%	-0.15%	0.32%	1.10%	14.50	15.99%
长沙银行	2.96%	2.29%	4.63%	-2.34%	0.15%	-0.84%	-0.95%	-0.20%	0.39%	0.84%	15.10	12.69%
青岛银行	2.42%	1.66%	3.96%	-2.30%	0.43%	-0.82%	-0.86%	-0.05%	0.24%	0.60%	15.61	9.29%
郑州银行	2.70%	2.18%	4.67%	-2.49%	0.23%	-0.62%	-1.33%	-0.11%	0.22%	0.57%	10.98	6.31%
西安银行	2.35%	1.96%	4.54%	-2.58%	0.18%	-0.61%	-0.71%	-0.08%	0.12%	0.86%	12.28	10.56%
苏州银行	2.79%	1.94%	4.43%	-2.49%	0.31%	-0.88%	-0.86%	-0.16%	0.38%	0.74%	13.48	9.96%
厦门银行	1.86%	1.55%	3.99%	-2.44%	0.13%	-0.64%	-0.36%	-0.05%	0.07%	0.71%	14.59	10.30%
齐鲁银行	2.82%	2.08%	4.41%	-2.33%	0.26%	-0.74%	-1.12%	-0.07%	0.36%	0.76%	13.35	10.21%
重庆银行	2.58%	2.06%	4.88%	-2.82%	0.14%	-0.55%	-0.91%	-0.22%	0.27%	0.79%	13.50	10.67%

注：为简化计算，平均资产=（期初总资产+期末总资产）/2，平均净资产=（期初净资产+期末净资产）/2

资料来源：wind，华安证券研究所

从 2022 年前三季度公司业绩表现来看，江苏银行的 ROAE 水平已经发生了边际改善，其中利息收入、其他业务收入改善带来营收项整体前进 2 名，信用减值损

失贡献虽然较 2021 年前进 4 名,但和同业相比计提力度仍处于较高水平。带动 ROAA 整体前进 4 名到第 4, ROAE 前进 5 名到第 4。未来业绩还有持续改善空间,主要因为:(1) **存贷结构的持续改善**,考核指标、费用、内部 FTP 定价优惠等资源继续向实体经济各部门如制造业、绿色环保、普惠小微等优质客群倾斜,带动存贷两端结构优化,盈利能力提升,资产质量改善;(2) **数智化转型推动降本增效**,当前成本收入比为 21%,公司在金融科技方面的应用初见成效,目前已有不少产品、流程能够实现全线上化,未来将进一步推动费用率降低。不断优化的产品和服务、总分行高效协同的机制是江苏银行市场地位稳固可持续的保障。

图表 31 江苏银行和可比公司 ROAE 拆分 (2022Q1-Q3 年化)

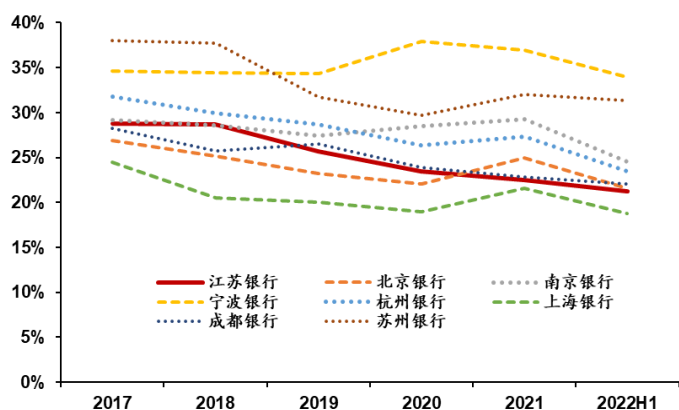
排名	4	5	5	13	9	6	10	16	4	4	8	4
	营收收	利息净收	利息收入	利息支	中收净	业务及管	信用减值	所得税/	其他/	ROAA	权益乘	ROAE
	入	入/平均	/平均资	出/平	收入/平	理费用/平	损失/平	平均资产	平均资		数	
		资产	产	均资产	均资产	均资产	均资产		产			
江苏银行	2.59%	1.85%	4.11%	-2.27%	0.24%	-0.54%	-0.75%	-0.25%	0.43%	0.98%	14.01	13.71%
北京银行	2.20%	1.67%	3.61%	-1.94%	0.25%	-0.52%	-0.73%	-0.09%	0.26%	0.82%	10.50	8.57%
南京银行	2.54%	1.48%	3.70%	-2.22%	0.31%	-0.67%	-0.53%	-0.21%	0.71%	1.07%	14.61	15.65%
宁波银行	2.76%	1.68%	3.56%	-1.89%	0.32%	-0.96%	-0.61%	-0.10%	0.73%	1.06%	13.70	14.58%
贵阳银行	2.58%	2.28%	4.69%	-2.41%	0.09%	-0.61%	-0.88%	-0.07%	0.13%	0.93%	11.62	10.85%
杭州银行	2.35%	1.53%	3.68%	-2.15%	0.36%	-0.60%	-0.81%	-0.09%	0.44%	0.83%	15.86	13.21%
上海银行	2.01%	1.42%	3.36%	-1.95%	0.25%	-0.41%	-0.69%	-0.06%	0.33%	0.83%	13.12	10.85%
成都银行	2.43%	1.94%	4.03%	-2.09%	0.09%	-0.56%	-0.61%	-0.16%	0.37%	1.05%	15.61	16.40%
长沙银行	2.75%	2.09%	4.21%	-2.12%	0.17%	-0.75%	-0.89%	-0.19%	0.43%	0.85%	14.76	12.49%
青岛银行	2.41%	1.55%	3.75%	-2.20%	0.32%	-0.75%	-0.91%	-0.04%	0.50%	0.67%	15.03	10.05%
郑州银行	2.67%	2.15%	4.36%	-2.20%	0.12%	-0.47%	-1.18%	-0.18%	0.33%	0.78%	9.81	7.62%
西安银行	1.83%	1.55%	3.85%	-2.31%	0.11%	-0.49%	-0.60%	-0.04%	0.14%	0.67%	12.55	8.43%
苏州银行	2.50%	1.70%	3.90%	-2.19%	0.29%	-0.78%	-0.59%	-0.18%	0.42%	0.85%	13.77	11.70%
厦门银行	1.71%	1.33%	3.52%	-2.20%	0.14%	-0.58%	-0.40%	0.00%	0.20%	0.70%	14.82	10.31%
齐鲁银行	2.43%	1.80%	3.82%	-2.01%	0.33%	-0.62%	-1.01%	-0.04%	0.26%	0.74%	13.87	10.20%
重庆银行	2.20%	1.70%	4.28%	-2.58%	0.13%	-0.50%	-0.56%	-0.19%	0.30%	0.87%	13.26	11.51%

注:为简化计算,平均资产=(期初总资产+期末总资产)/2,平均净资产=(期初净资产+期末净资产)/2

资料来源:wind,华安证券研究所

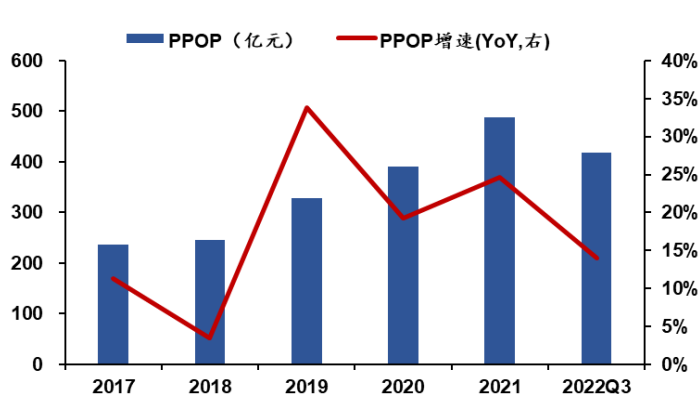
PPOP 持续提升,且拨备覆盖率稳步提升,利润增长具备内生性。江苏银行 PPOP 自 2019 年进入高速增长阶段,2021 年为 487.6 亿元,同比提升 25%,结合 PPOP 增速和江苏银行生息资产结构变化、利息净收入增速来看,PPOP 增速上升和公司信贷规模扩张、净息差走阔有较强的关联性,而 PPOP 增速下降的时期多是利息净收入同比增速下滑的时期,也体现了江苏银行回归信贷本源、注重服务实体的发展特点。随着稳增长政策的落地带动企业/居民两端融资需求的边际修复,江苏银行 PPOP 增速有望企稳回升。

图表 32 江苏银行成本收入比还有下行空间



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 江苏银行 PPOP 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 解码江苏银行小微: 十年磨剑, 玉汝于成

3.1 更聚焦普惠客群, 小微业务连续多年省内份额领先

服务小微企业是本土城商行的天然定位, 也是江苏银行的战略选择。江苏省的民营企业在改革开放初期就展现了不畏艰难、奋斗进取、敢为天下先的本色, 市场主体庞大、经商氛围浓厚, 以无锡、苏州、南通等地区乡镇企业为代表。江苏银行由省内十多家城商行合并重组而来, 员工以本地人为主, 且在省内所有县域和重点乡镇都有网点, 开展小微业务有天然的客群和人力资源基础, 可以有效发挥“地缘、亲缘、人缘”的软信息优势。在成立伊始就将小企业客户作为重点客户, “服务中小企业”确立为全行经营方针第一条。十多年来在服务小微企业的过程中不断积累经验、创新产品、形成机制和文化, 市场地位稳固、竞争优势突出。

图表 34 监管沿革和江苏银行小微发展历程

时间	监管沿革	江苏银行发展历程
2007-2012 年	银监会鼓励银行开展小企业信贷业务, 2011 年开始人行、银监会开始考核小型微型企业贷款	升格设立小企业金融部, 将小企业金融业务作为核心竞争力, 成立江苏银行南京地区业务管理部小企业信贷服务中心
2013-2014 年	银监会颁布“两个不低于”目标: 即小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速, 增量不低于上年同期	确立小企业金融服务品牌“融智达”, 涵盖 9 套融资方案, 40+项小企业金融产品
2015-2016 年	银监会提出“三个不低于”目标: 贷款增速不低于各项贷款增速, 贷款户数不低于上年同期数, 申贷获得率不低于上年同期水平	在江苏省内所有分行设立小企业专营机构; 退出全线上“税 e 融”小微企业贷款产品, 余额达 20 亿元, 外部获客 8.8 万户, 在未设立机构的 4 个省区落地
2017 年	人行决定对普惠金融实施定向降准政策, 侧重单户 500 万元以下小微企业	小微贷款余额 3130 亿元, 增速达 15.8%; “税 e 融”累计发放贷款 15.7 万笔, 金额 230 亿元
2018 年-2019 年	银监会发布《关于推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》, 不再考核“三个不低于”, 提出“两增两控”目标	实现“两增两控”目标; 金融科技布局加码, “税 e 融”惠及 2.4 万户中小企业, 输出到全国 10 个省市多家银行, 自主研发“黄金眼”风控系统

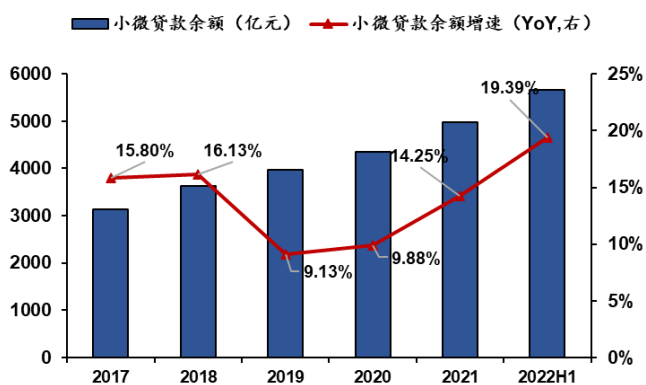
2020 年	银监会将“两增两控”扩展为“增量、扩面、提质、降本”，增加对首贷户占比和信用贷、续贷占比的考核	新拓展小微有效授信客户数较上年同期接近翻番，其中授信 1000 万元以内普惠小微贷款余额 851 亿元
2021 年	银保监会调整普惠型小微企业贷款考核及监测口径，“两增”中剔除票据贴现和转贴现业务相关数据	紧扣“拓客强基”转型目标，普惠小微余额增速达 14.2%，普惠小微贷款客户 6.6 万户，较上年末增长 38%

资料来源：中国银保监会官网，公司公告，华安证券研究所

普惠小微贷款保持高增，在全行信贷保持 15% 以上稳定增速的同时，普惠小微占比逐年提升。江苏银行普惠小微贷款（单户 1000 万元以内）规模和占全行贷款占比逐年提升，到 2020 年底，小微贷款规模 4359 亿元，其中普惠小微贷款规模 851 亿元，小微贷款省内市场份额超过 10%，连续多年排第一位。2021 年江苏银行小微贷款规模达 4980 亿元，YoY+14.25%，其中普惠小微贷款规模超过 1121 亿元（户均约 170 万元），YoY+38%，普惠客群是小微贷款增长的主要贡献因素。2022Q3 末小微贷款余额 5705 亿元，较上年末增长 19%，其中普惠小微贷款余额 1403 亿元，较上年末增长 25%。小微贷款占全部贷款比例 36%（占对公贷款比例约 2/3），普惠小微贷款余额占全行贷款比重 8.9%，从贷款增速来看，普惠小微>小微>全行贷款平均，信贷投放更向小向微向下沉。

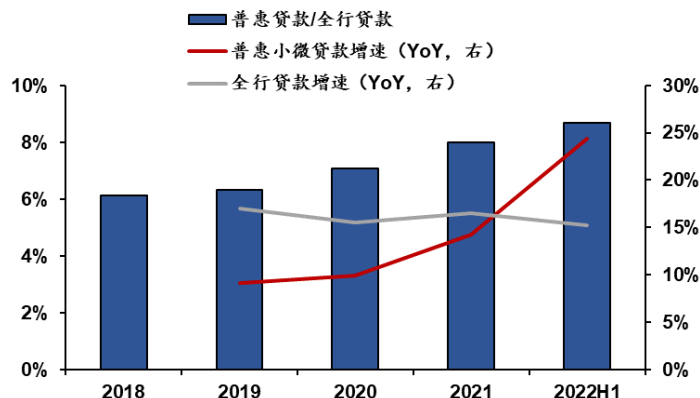
用好再贷款再贴现政策工具，普惠小微占比提升为全行降低准备金率和节约负债端成本。支小再贷款发放规模居全国中小银行首位，达到人民银行普惠降准第二档标准（根据《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》，上年普惠金融领域的贷款增量占全部新增人民币贷款比例达到 10%，或上年末普惠金融领域的贷款余额占全部人民币贷款余额比例达到 10% 的商业银行，且上年三个季度 MPA 评级均在 B 以上，其存款准备金率在法定准备金率基准档上下调 1.5%）。普惠小微业务增长为全行取得更多低成本负债，同时降低存款准备金率。

图表 35 江苏银行小微贷款余额及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 江苏银行普惠小微贷款余额占比及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

比国股行更专业更下沉、比互联网银行更审慎、比城农商行同业更稳健，差异化竞争优势凸显。从江苏银行主推的纯线上小微信贷产品和平均单户金额来看，公司经营的客群目标是单户金额 500 万元以下、100 万元以上的成长类小微企业和优质首贷户、科技创新类企业，与大型银行的聚焦好客户做批量授信策略和小型银行、

互联网银行的聚焦下沉客户做风险覆盖成本策略都不相同。与同行展开差异化竞争、不打价格战是公司能够维持议价优势的原因；而审慎经营和适度下沉则是出于对风险的考量。在城农商行同业中，江苏银行的小微客群定位更优质，经营更稳健，具备差异化竞争优势。

图表 37 商业银行小微经营特征

	大型商业银行	股份制商业银行	城市商业银行	农村金融机构	互联网银行
普惠型小微企业贷款市场份额（2022Q3）	36.8%	17.0%	13.8%	30.0%	2.4%
客群画像	主要分布在城市的小微企业，资质最好	主要分布在城市，资质略逊与同行但整体较好	主要分布在城市，相对下沉的小微企业、个体工商户	主要分布在农村，涉农类小微企业、个体工商户、农户	地域不限，主要是传统机构未覆盖的尾部客户
产品特征	风险控制非常谨慎，控制单户授信额度	整体类似同行，但相比同行，股份行产品额度更高，放款速度快	单户授信额度较高，产品利率介于国股行和农商行之间	单户授信额度高，产品利率比起其他传统商业银行最高	全流程线上化，更为小额分散，放款速度快、产品利率比较高
风控特征	大量的客户数与多年沉淀积累了大量数据，且在数据对接方面具备优势，可供授信参考	风险控制相对宽松，部分银行风险表现相对较高，资金占用率也比较高	对资金流向把控相对宽松	高度依赖线下尽调，风控成本高，风险相对集中	大数据风控，数据量大，技术能力强，户均风控成本低

资料来源：中国银保监会，艾瑞咨询，华安证券研究所

3.2 数智化转型叠加本土经营优势，双向融合打造小微护城河

小微经营的重点在于规模增长的同时对风险的把控。国内城农商行的小微经营模式脱胎于德国“IPC 模式”和淡马锡“信贷工厂”模式。IPC 模式强调“队伍能力”，通过系统化的管理和培训打造出具有小微贷款能力的信贷员队伍，能够根据目标客户群体特征，通过现场调查和面谈提问等形式交叉验证客户真实情况。而“信贷工厂”模式则侧重“标准化”，将小微信贷流程中的贷前营销、产品设计、贷款审批、贷后管理等拆分成不同模块，每个模块配备单独的业务团队，形成“流水线”作业，风险承担也分散在业务流程中的各个模块。

小企业客户属于传统信贷产品和服务难以覆盖到的“长尾客群”，其融资需求具有“金额小、需求频、周期短、要求快”的特性。仅仅依靠标准化产品难以满足差异化的金融需求，而过多地依赖信贷员的个人能力则需要承担越来越高的人力成本、很难形成规模效应。因此“大数据风控”模式应运而生，银行借助海量的用户数和沉淀的大量数据，依托大数据技术对信贷业务进行管理和风险控制。其中使用的数据主要包括三方数据、行内数据、央行征信数据和政府数据。

图表 38 大数据风控模式可用的数据来源

数据来源	数据内容
三方数据	主要有银联智策、前海征信、91 征信、新颜征信、启信宝、中数智汇、汇法网、上海大数据交易中心、数据宝等
行内数据	主要有行内黑白名单、代发工资信息、借款人和配偶本行贷款情况（贷款状态、逾期次数、逾期时长）、日均存款、POS 交易金额、信用卡、企业开户等信息
央行征信数据	包含借款人和配偶他行贷款情况（贷款状态、逾期次数、逾期时长）、对外担保情况、征信查询次数、贷记卡使用率等信息
政府数据	根据银行可接入的政府数据数量和质量来定，相关部门有信访局、人社局、民政局、国土局、工商局、市住房公积金、公安局、财政局、残联、法院、税务等

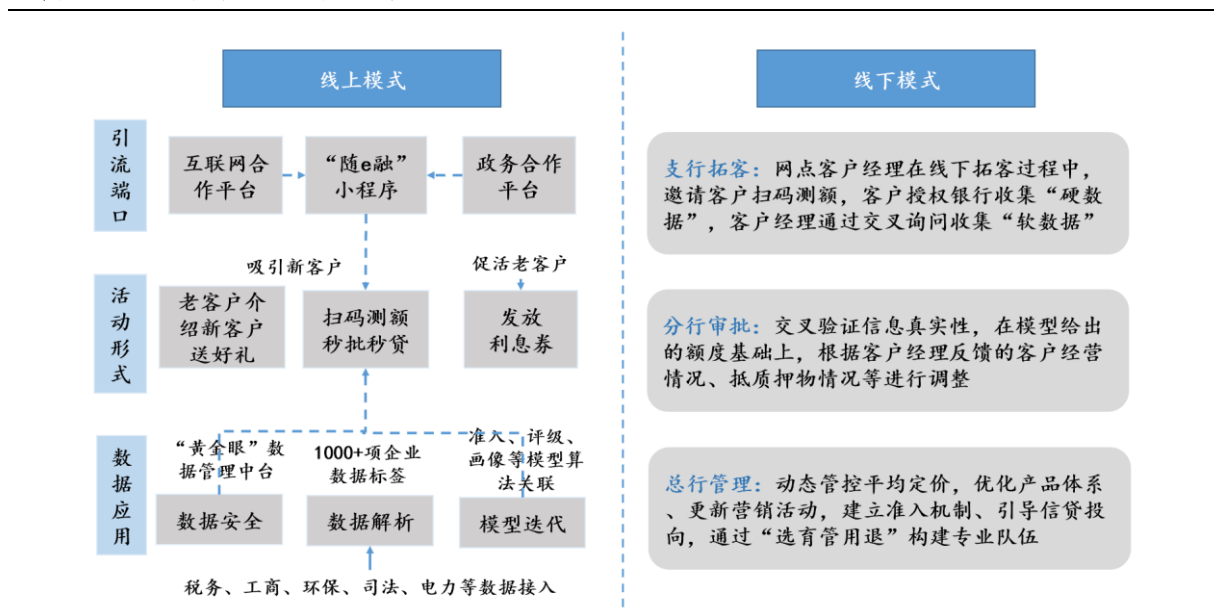
资料来源：乐天《后发先至——银行的大数据信贷》，华安证券研究所

江苏银行的小微经营模式是数智化转型+本土经营优势的巧妙结合，前者来自成熟的金融科技的应用和产品创新能力，后者来自经验老道的专业小微客户经理队伍，线上线下打破数据、产品、流程界限，深度融合形成差异化竞争优势。

（1）互联网银行做不了。银行发放超过 100 万元额度的贷款一般不采用纯信用的方式，必须追加担保方式，如抵押、质押、保证等。由于涉及到抵质押登记、签署保证合同等第三方部门、人员参与，业务流程不能完全依靠线上化技术，因此 100 万元以上的小微客群是纯线上模式的掣肘，也是具有专业队伍和渠道优势银行的护城河。

（2）传统商业银行做不好。100-300 万元区间的贷款客户需求非常旺盛，是江苏银行的主打客群。在传统商业银行展业模式下，小微企业从申请、审批、贷款发放，到贷中贷后等环节几乎全部依赖于客户经理和后台审批人员的人工线下作业，整体效率不高，严重制约银行业务办理速度。江苏银行利用数智化转型赋能的高效展业模式下，线下环节中数据采集、分行审批、总行管理流程均与线上数据、模型、规则形成耦合，强大的数据中台和反欺诈、风控模型作为支撑，客户访谈、核保面签、审批放款、资金流向监控、贷后管理等环节均可以实现全线上化办理。

图表 39 江苏银行小微经营模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

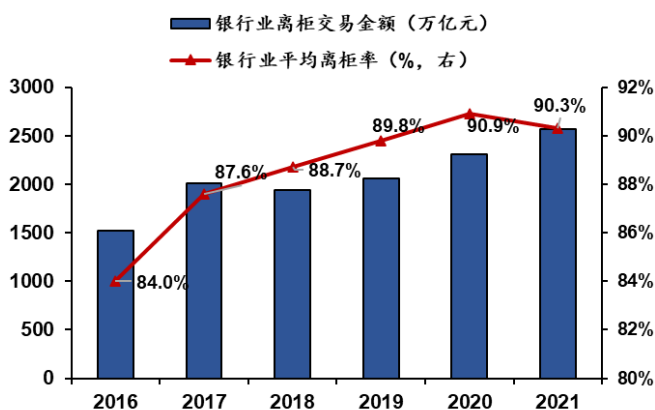
数智化转型方面：

江苏银行小微业务主要通过“江苏银行随e融”小程序和“江苏银行手机银行”两个端口的不断更新迭代，引领全行智慧进化升级。

（1）数智化转型起步早，既是风控手段也提供渠道入口。江苏银行将智慧化作为发展战略考虑可以追溯到2011年。2015年，率先自主打造全线上纯信用小企业线上贷款产品“税e融”，开创了国内税贷的先河。江苏银行并不是唯一一家依托税务数据进行贷款的银行，但是国内最早与税务部门开展总对总合作的银行。银税直连不仅是数据层面的合作，同时也可以为银行产品获客提供流量入口。江苏省国税电子纳税大厅网站上可直接点击进入江苏银行贷款申请网页，为银行传统的线下展业方式拓展了新渠道，触达客群更广泛。通过银税数据直连，不仅有效解决数据真实性的问题，同时也提高了业务办理效率，节省了企业“打印税务报表，经由税务大厅盖章，再交给银行信贷部门审核”的繁冗流程，提高了客户体验，释放银行前台和审批部门的工作量。信用类产品主要解决单户金额300万元以下的小微企业需求，依靠“税e融”产品，江苏银行快速打开市场，到2015年底江苏银行小微贷款余额占全省8%市场份额，其中单户500万元以下小企业贷款占全省同类的15.2%。

（2）金融科技创新不息，业务全流程线上化可期。解决了长尾客户申请端的问题后，江苏银行根据客户需求加速丰富服务场景，推进金融科技应用，完善客户全流程线上服务体验：一是总行部门人员担任重点项目产品经理，不断推进线上产品优化迭代；二是在全行构建了多个客户服务敏捷小组，科技部门人员与业务部门需求直接对接，高效响应业务发展中遇到的系统问题，提升开发效率。企业手机银行应用范围不断拓宽，逐步涵盖企业开户、结算、票据、外汇、存款、理财、算薪发薪等服务。**产品方面**，陆续上线了苏科贷、苏农贷、人才贷、烟商贷等产品的线上申请，内嵌了不同产品的额度、定价模型；**流程方面**，实现了个人经营贷无接触、无开户放款、保证人移动端签署保证书等功能，真正做到了客户、客户经理足不出户就可以完成一笔贷款的从申请到发放到贷后的全流程线上化管理。释放客户经理产能、有效提升业务办理效率，加深和客户合作粘性、巩固市场地位。到2022H1，手机银行总客户数超1400万户，平均月活跃客户数超450万人，居城商行首位。未来随着金融科技对小微产品创新的激发效应进一步彰显，江苏银行小微业务将逐步形成生态圈独特优势。

图表 40 2016-2021 银行业离柜交易金额和平均离柜率



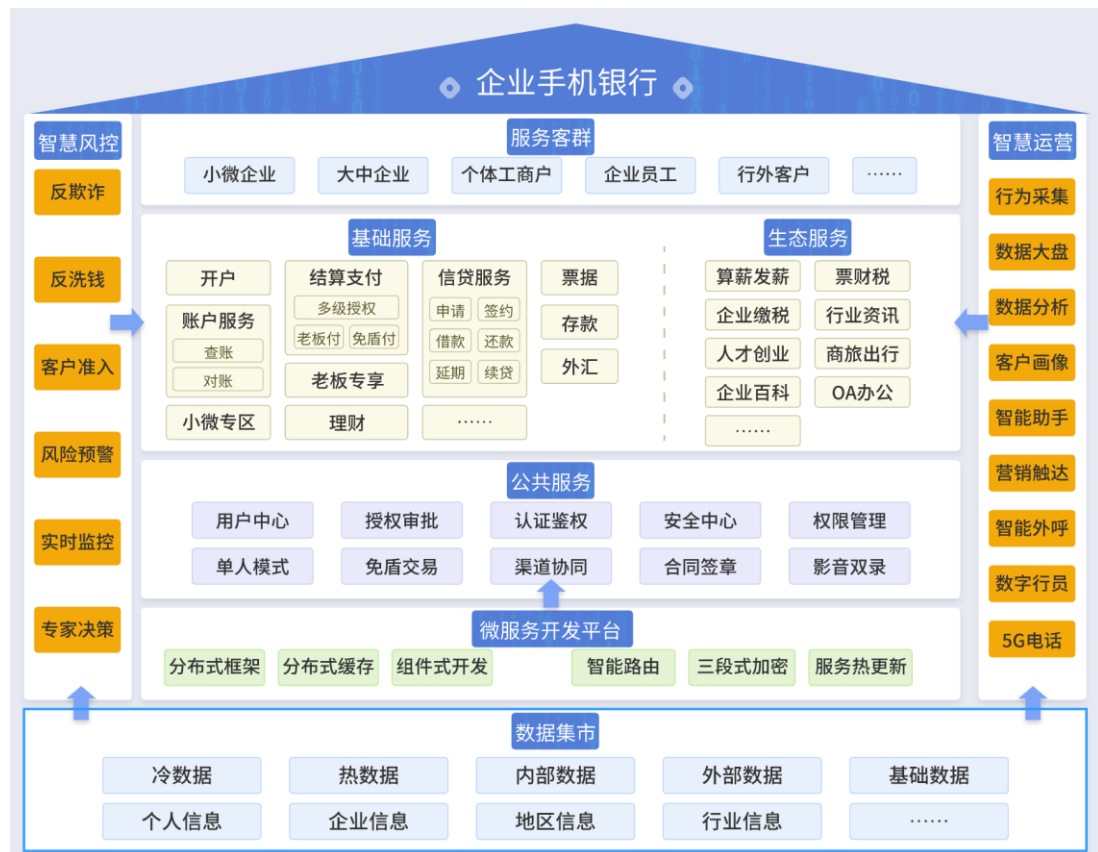
资料来源：中国银行业协会，华安证券研究所

图表 41 2022H1 年城商行手机银行平均月活跃用户数

排名	手机银行	月活跃用户数 (万人)
1	江苏银行	459.79
2	北京银行	435.81
3	宁波银行	272.19
4	徽商银行	253.28
5	上海银行	180.63
6	南京银行	175.68
7	中原银行	149.48

资料来源：零壹智库，华安证券研究所

图表 42 江苏银行企业手机银行生态圈



资料来源：中国电子银行网，华安证券研究所

本土经营优势方面：

江苏银行早期开拓小微业务的模式类似于 IPC 模式，行内有超 800 名专职小企业客户经理，遵循“双人四眼”的贷前调查模式开展作业。尽管从 2015 年起江苏银行强调发挥“税 e 融”（后更名为经营“随 e 贷”）产品和大数据风控的作用，但由训练有素的客户经理队伍所带来的客户服务能力依然非常重要。数智化转型为业务深度经营、快速拓展插上了翅膀，为以往的调查、申请、审核、审批、贷中、贷后等流程提供了有效的抓手，线下为线上之本，线上为线下之用。江苏银行的本土经营优势主要体现在：

（1）深耕本土，从产品、服务到人员队伍均是为本地客户所打造：与国股行相比，江苏银行的小微经营是围绕江苏区域展开并对外复制和拓展的，其根本在于对江苏区域经济和文化的深度了解和耕耘，客户信任度和忠诚度均较高。例如公司立足于科技型中小企业全生命周期的需要推出的科创类贷款“人才贷”“苏科贷”“成长之星”“投贷联动”系列产品。与小型银行相比，江苏银行品牌效应更明显，本地法人行与江苏区域的政府部门、其他机构合作更容易展开，为江苏银行提供多元化的数据来源和拓客渠道。

（2）决策半径短，响应迅速，可以实现客户精细化服务：服务本地的经营方针能够让江苏银行更专注于客户的综合服务，提供的服务方案更全面，更细致。客户经理在实际展业中遇到的市场变化和客户需求，都可以通过内部网络的“亮点”平台提出，总行决策层必须在一定时间内给予采纳与否的回复，在产品、服务、流程

等方面的迭代可以更快速，更有新意。目前江苏银行专注于“首贷扩面”行动就特别提到了“差异化授信模型、差异化定价策略、差异化额度审批”，在客户精细化管理、打通“最后一公里”方面更进一步。

（3）决策权一定程度上下放到经营机构，激发经营机构积极性：客户扫码申请后，客户经理可以在众多产品中进行选择和组合，也可以通过制定综合服务方案实现对客定价的上浮和下调。这样的机制保证了在授信方案制定时，客户经理必须综合考察客户的各方面情况，平衡收益和风险。这也保证了江苏银行的客户经理队伍在追求效益的过程中不断强化辨识客户资质和风险的能力，从而不断激发经营机构积极性。

图表 43 江苏银行小微差异化服务优势

	按担保方式	按企业类型
产品	信用类：随e贷、烟商贷 抵押类：快易贷 政府风险补偿类：小微贷、苏科贷、苏农贷	科技型企业：高企贷、人才贷、成长之星、投融资、投贷联动 农户：惠捷贷、阳光扶贫贷 个体工商户：微贷
定价	可选择固定利率、浮动利率	
用款方式	线下用款/线上用款：放款无需前往网点，手机银行可提款/ 无接触放款：个人经营贷客户无需开立实体卡即可用款	
还款方式	随借随还/按月付息，到期一次还本/等额本息/定制还款计划 符合条件可无还本续贷	

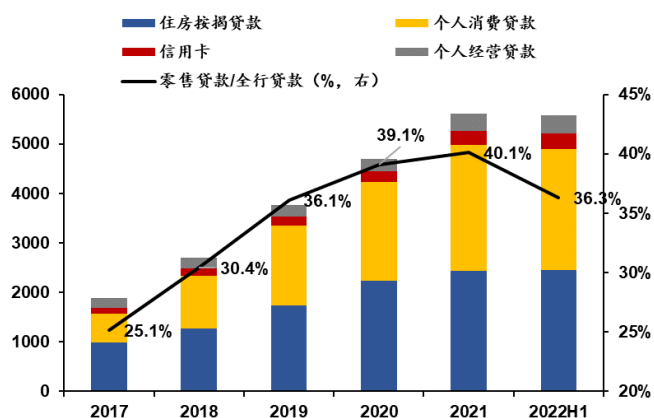
资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 零售转型正当时，构建第二增长极

4.1 重点发力消费金融，数字化转型乘势而上

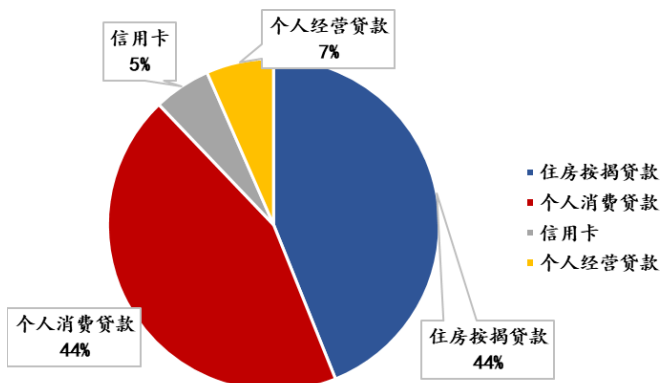
零售业务板块是江苏银行风格中“进”的体现，近年来持续优化业务结构，加快推进战略转型，已形成了涵盖住房、消费、民生等在内的产品体系。江苏银行的零售转型发力总量和结构两方面改善。从总量上来看，重点提升零售贷款占比，构建轻型银行，零售贷款规模保持高增，占全行各项贷款比例由 2017 年的 25.1% 增长到 2021 年的 40.1%。从结构上看，贷款结构以个人住房贷款和个人消费贷款为主。结构调整以消费贷为主要发力点，到 2022H1 占比为 44%，已和按揭贷款规模接近，以省内客户为主要客群。到 2022Q3，零售存款 4837 亿元，较 2021 年末增长 14.3%。零售贷款 5834 亿元，较 2021 年末增长 4%。

图表 44 江苏银行零售贷款余额 (亿元) 及占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

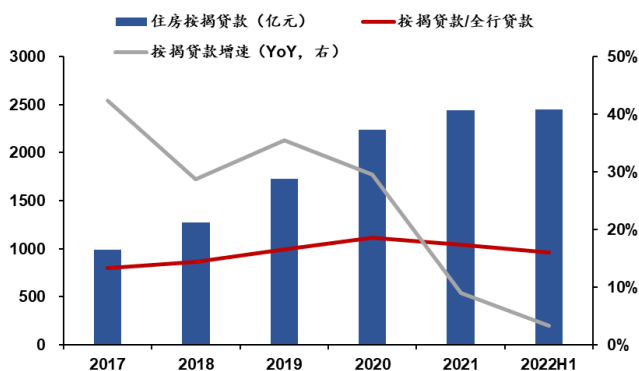
图表 45 江苏银行零售贷款结构 (2022H1)



资料来源: wind, 华安证券研究所

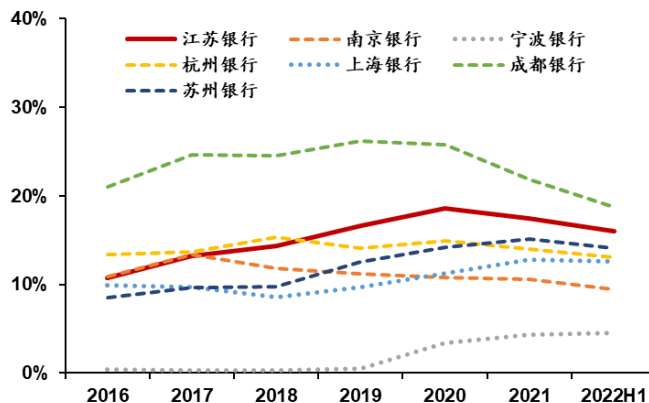
住房按揭贷款规模和占比在城商行同业中偏高, 但集中度有所改善。住房按揭贷款收益率高、有抵押物, 是传统意义上的优质资产。江苏银行线下展业的江苏+北上深杭均为高房价、高收入地区, 按揭贷款规模在同业中居前。2022 年上半年, 按揭贷款占比由 2020 年的 18.63% 下降到 15.95%, 集中度有所下降, 按揭规模在房地产市场回暖的情形下也有增长空间。

图表 46 江苏银行按揭贷款余额及占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

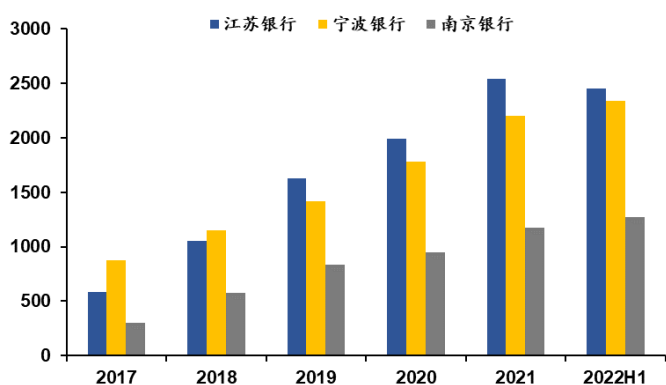
图表 47 按揭贷款占比在城商行同业中偏高



资料来源: wind, 华安证券研究所

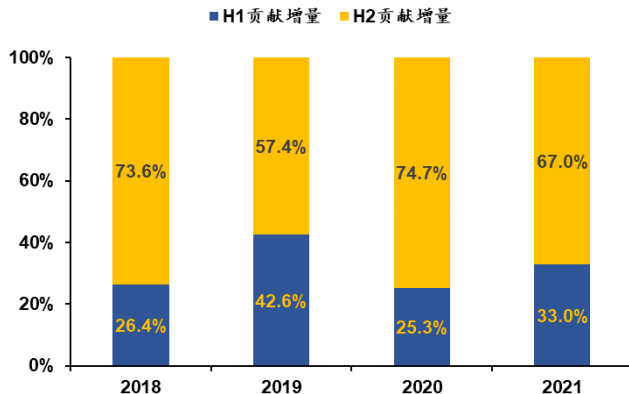
消费贷规模后来居上, 城商行中一马当先。江苏银行个人消费金融版图涵盖汽车消费、手机消费、市民服务等多个生活场景, 通过创新数字化消费贷款产品满足客户多样化需求。2018-2019 年是公司个人消费贷的弯道超车时期, 2019 年跃居城商行第一, 此后行业地位保持稳固。受到疫情反复影响, 个人贷款需求呈现脉冲式恢复特征, 这种特性与消费贷款“随借随还”的备用金属性是相匹配的。与美国等头部互联网机构开展深度合作, 拓展获客来源, 2020-2021 消费贷款放量增长。2022H1 居民消费需求减弱, 江苏银行重点发力公私联动, 在服务对公客群时深度挖掘潜在客户消费贷等方面需求, 消费贷余额同比仍增 12.8%。从江苏银行过往的零售消费贷投放节奏来看, 三四季度对全年的增量贡献往往好于一二季度, 未来随着零售信贷需求消费的边际复苏, 将带动消费贷优势继续巩固。

图表 48 江苏银行个人消费贷规模 (亿元) 居城商行首位



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 49 江苏银行过往消费贷款投放下半年好于上半年

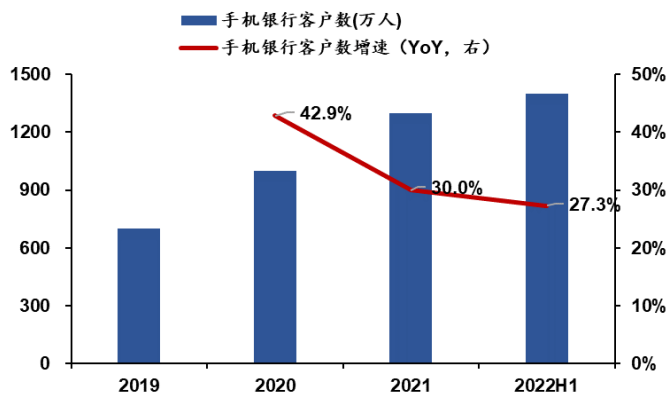


资料来源: wind, 华安证券研究所

“数字化转型+财富管理转型”带动线上 APP 客户数和客户 AUM 双增。在零售信贷尤其是消费信贷领域, 商业银行不仅面临来自同业的竞争, 也和互联网金融平台同台竞技, 互联网产品的实用度和适用度对用户体验来说至关重要。江苏银行在零售转型方面同样注重线上应用的迭代升级, 通过不断优化完善小程序、手机银行和直销银行“天天理财”三个端口用户体验, 打造获客、留客、活客的生态闭环。2022H1, 手机银行 APP 客户超过 1400 万户, 天天理财 APP 的 AUM 较 2021 年末增长 39%。

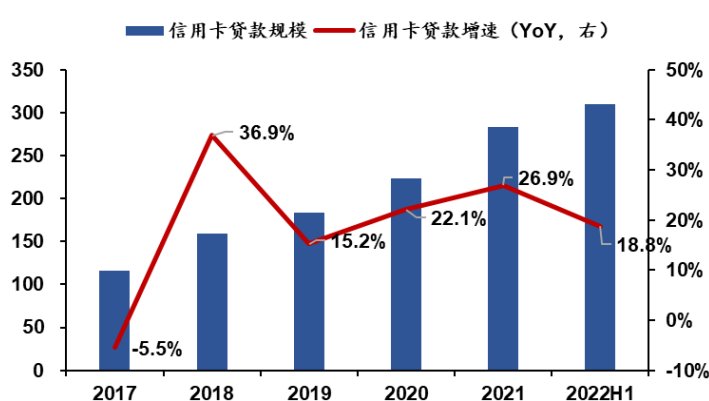
信用卡业务创新迭代迅速, 规模保持高增。业务层面, 信用卡贷款规模自 2018 年来同比增速每年均有 15% 以上, 2022 年上半年居民消费意愿减弱的同时仍有同比 18.8% 的高增速, 产品竞争优势显著。传统意义上信用卡分期和消费贷业务客群定位有重叠, 但江苏银行消费金融矩阵中消费贷、信用卡规模都有快速增长, 并且在一个领域的成功能够快速迭代复制到另一个领域, 也是线上线下布局合理、技术上响应迭代快速的体现。**产品层面,** 瞄准后疫情时期无接触消费金融需求, 创新推出纯线上无实体卡的无界卡、新 e 融卡, 线上渠道合作推出美团 BETTER 联名信用卡, 美团优选联名信用卡, APP 端信用卡注册客户数同比提升 22%。到 2022 年上半年末, 信用卡累计发卡 574 万张, 同比增长 26%。

图表 50 江苏银行手机银行 APP 客户数及增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 51 江苏银行信用卡贷款规模 (亿元) 及增速



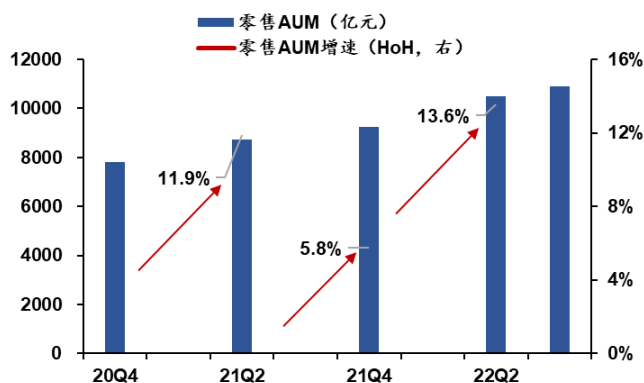
资料来源: wind, 华安证券研究所

消金公司发力线上消费金融场景，成为零售转型中利润新增长点。2021 年江苏银行旗下苏银消金公司成立，主要经营信用卡和消费贷业务。聚焦传统意义上的“征信白户”群体，例如应届毕业生、职场新白领等新市民群体，与互联网平台形成差异化竞争。成立以来不断推进自主渠道、平台业务和股东资源全渠道经营生态建设，在数字化、专业化、集约化方面更进一步。消金公司开业首年便实现盈利，到 2022 年上半年贷款余额 182 亿元，累计放款 353.7 亿元。净利润 0.58 亿元，较上年末增长 241%，逐渐成为利润增长点，为江苏银行零售转型注入新动力。

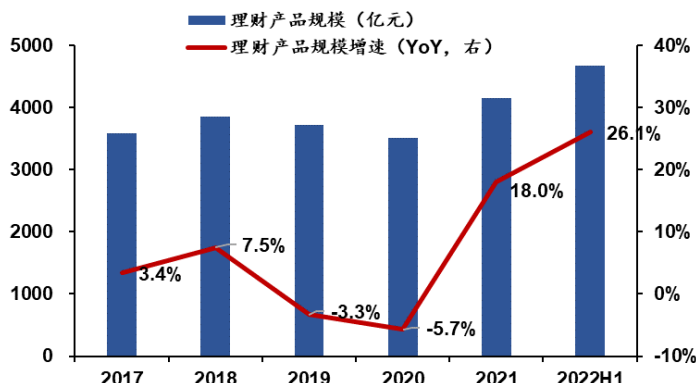
4.2 财富管理能力卓越，中收、投资收益有望再提升

随着零售客群不断挖潜，核心区域客户、核心客群数量显著增加，零售客户向理财客户的转变也更为顺畅。2021Q1，江苏银行零售 AUM 在城商行中率先突破 1 万亿元，到 2022 三季度末 AUM 规模为 10882 亿元，较 2021 年末增长 18%。客群定位方面，江苏银行零售客户分层为理财客户（30-200 万）、财富客户（200-600 万）和私行客户（600 万以上）。

图表 52 江苏银行零售 AUM 规模及增速



图表 53 江苏银行理财规模及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

私行业务聚焦 200-600 万财私客户群体，形成差异化竞争。与国股行聚焦客群不同，江苏银行重点服务 AUM 200-600 万的财私客户群体，为这部分在传统私行客群分层中的中端客户提供中高端服务。通过发行专享产品、打造专属权益、提供定制化财富管理方案等满足客户各方面需要。在对公企业家客户中挖掘私行需求，围绕企业家在“个人、家业、企业”的需求生态圈，为其提供“企业经营”“投资平台”“家业传承”的“企投家”综合服务方案。到 2021 年，财私客户金融资产余额超 2400 亿元，资产规模与客户数增速均达 26%，其中“企投家”客户对私行客户增长贡献率高达 38%。2022 年上半年财私客户数较 2021 年末增长 16%，高净值客户培育和留存效果好。

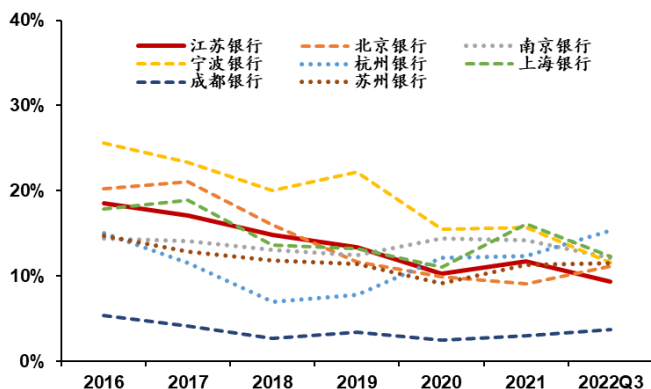
图 54 江苏银行私人银行专属产品系列

产品名称	圆融安享	圆融恒享	圆融臻享	圆融乐享
产品类型	固定收益类、现金管理类	固收+、偏债混合型	量化对冲 FOF、资产配置 FOF 等多资产配置产品	指数挂钩型、偏股混合型、股票型
投资策略	主要投资于标准化或非标准化固定收益类资产，策略稳健	投资于固定收益类资产及权益类资产，权益类资产不超过 40%，稳中有进	投资于多种大类资产，策略风格均衡，获取资产配置收益，攻守兼备	主要投资于权益类资产，波动较高，注重收益进攻性

资料来源：公司官网，华安证券研究所

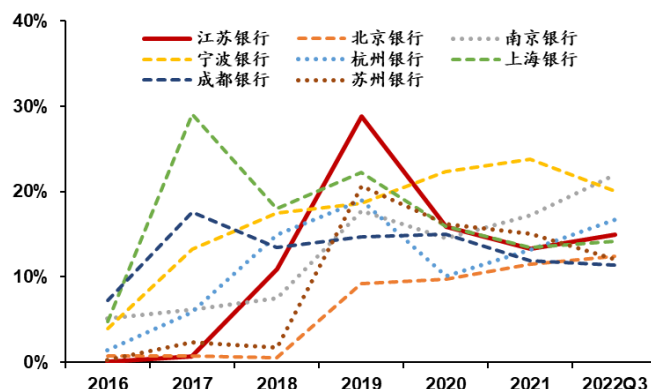
苏银理财综合投资实力提升叠加母行渠道端获客优势，成为财富管理转型新增增长极。苏银理财于 2020 年成立，到 2022H1，理财产品规模 4676 亿元。产品净值化率 100%，投资实力依然强劲。产品体系方面，理财产品中非现金管理类产品规模占比超 80%，以不同期限、中低风险固收类产品为基础，开发固收+、混合类等中长期限含权产品，满足投资者多元化、均衡化财富管理需求。2021 年苏银理财为客户创造收益 130 亿元，对客端平均收益率为 3.4%，并且为母行贡献了超过 50% 的代理手续费收入。目前江苏银行中收、投资收益占营收比重在城商行中处于中等水平，还有提升空间。稳定的零售获客渠道是理财规模稳步扩张的基础，而同风险下更为出色的理财投资收益又是吸引零售客户的重要因素，二者相互促进，将带动公司中收、投资收益稳步提升。

图 55 江苏银行中收净收入占比还有提升空间



资料来源：wind，华安证券研究所

图 56 江苏银行投资净收益占比处于城商行中等水平



资料来源：wind，华安证券研究所

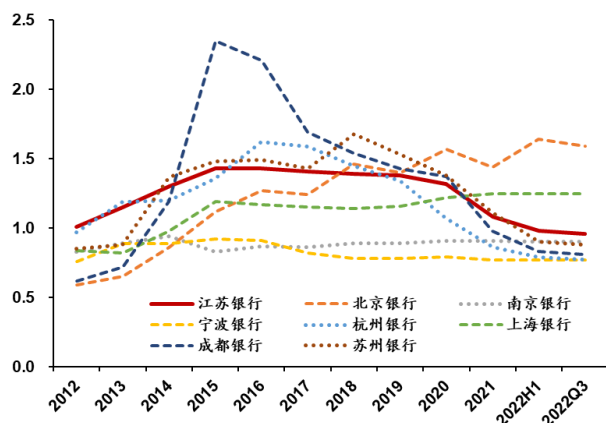
5 不良下降斜率更陡峭，资产质量改善明显

5.1 认定趋严下不良下降更快，同时具有拨备反哺利润空间

不良率连续 7 年呈逐年下降趋势，且 2021 年和 2022 年前三季度不良率相比同业降幅明显。通过严控新增+加大存量处置力度不断优化资产结构。严控新增方面，利用金融科技全面赋能风险管理，构建大数据智慧风控体系提升风险前瞻性，同时在信贷投向指引中更加明确准入标准、强化第一还款来源把控，不断夯实抵御信用风险能力。存量风险化解方面，通过不良资产集中经营、强化不良催收及诉讼清收等手段持续加大不良贷款清收力度。2021 年不良率大幅下降 24bps 到 1.08%，到

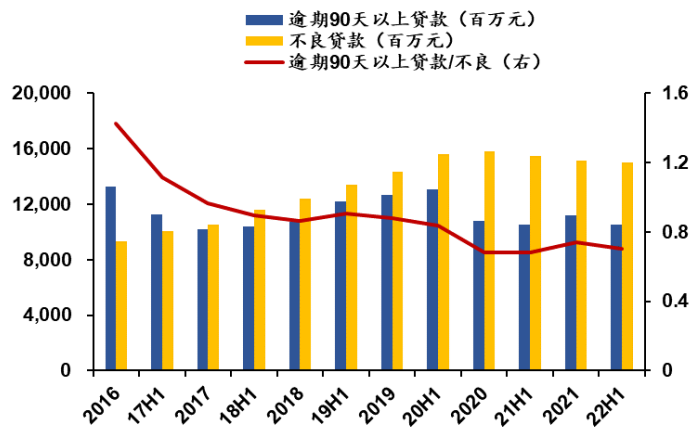
2022Q3, 又压降 10bps 到 0.96% 低位, 相当于公司 2011 年资产质量水平, 随着历史包袱逐渐出清, 资产质量改善明显。

图表 57 江苏银行不良率 (%) 自 2015 年来逐年下降, 2021、2022 年改善明显



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 58 江苏银行逾期 90 天以上贷款/不良在历史低位

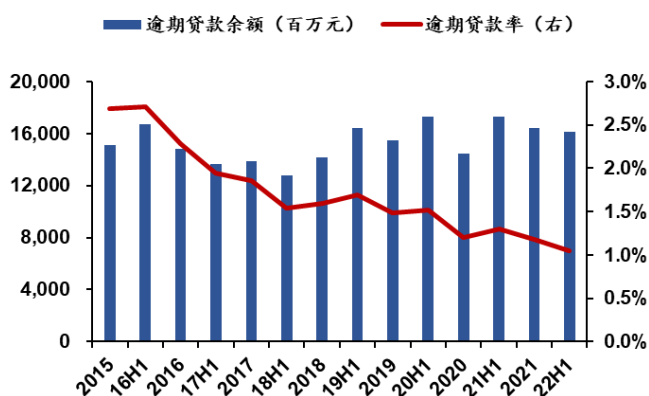


资料来源: wind, 华安证券研究所

不良偏离度行至 70.2% 低位, 不良认定趋严。从逾期 90 天以上贷款/不良来看, 公司的不良认定自 2017 年起趋严, 当前的不良和逾期率水平可以反馈公司资产质量真实情况。逾期贷款和关注贷款的余额和占比也在逐步压降, 逾期贷款率自 2016 年起逐年递减, 从 2.71% 下降到 2022H1 的 1.05%, 同时关注类贷款占比也从 2016 年的 3.01% 下降到 2022Q3 的 1.29%, 到 2022Q3 公司后四类贷款合计占比 2.25%, 处于 2012 年来历史最低位。

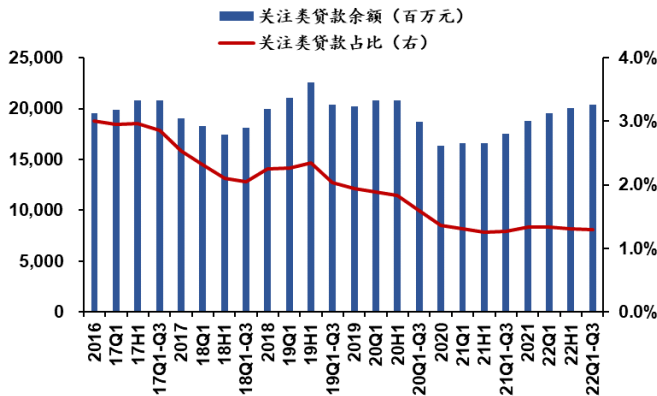
单季不良生成处于历史低位, 高扩表、高盈利下风险偏好并未降低。加回核销的不良新生成率自 2021 年来按季均有下降, 进入 2022 年以来前三季度不良生成率 (单季年化) 为 0.41%/1.17%/0.42%, 处于历史区间中较低水平。综合后四类贷款占比、逾期 90 天以上贷款和新生成不良贷款变化趋势来看, 当前的高扩表、高盈利模式下公司仍然严把不良准入关, 风险管理水平不断提高。

图表 59 江苏银行逾期贷款余额和逾期率



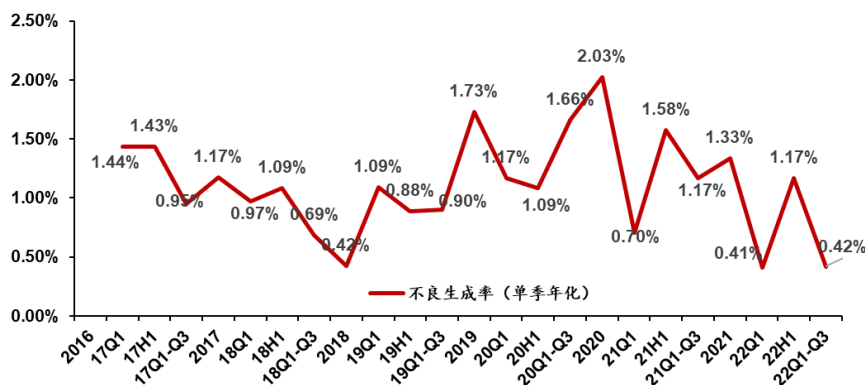
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 60 江苏银行关注类贷款余额和占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

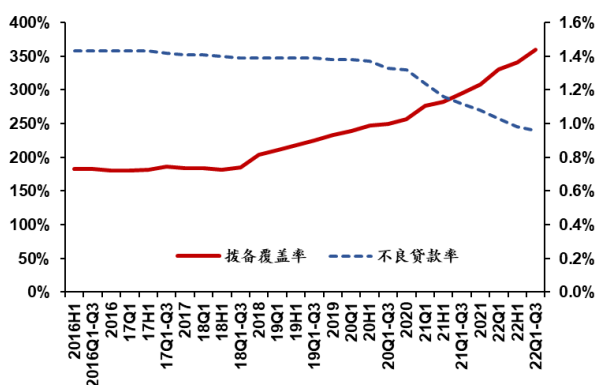
图表 61 江苏银行不良生成率测算（单季年化）



资料来源：wind，华安证券研究所

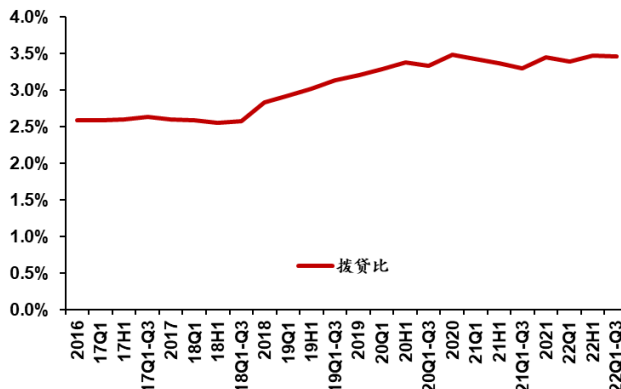
拨备覆盖率逐年提升，风险抵补仍有空间。自 2017 年以来江苏银行拨备覆盖率不断提升，风险抵补能力逐渐增强。到 2022Q3，拨备覆盖率为 360.05%，拨贷比为 3.46%。不良率下降斜率更陡峭同时拨备覆盖率逐季上升，利润释放空间充足。随着逾期和不良持续压降，拨备反哺利润能力将逐渐显现。

图表 62 江苏银行拨备覆盖率和不良贷款率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 63 江苏银行拨贷比



资料来源：wind，华安证券研究所

5.2 增速强劲板块不良率低于平均，未来资产质量改善还将受益于信贷结构改善

未来资产质量还有持续改善的空间，主要原因在于：（1）**贷款投向和江苏省产业布局和重点发力方向契合**。主要为先进制造、绿色环保、科技创新等领域，政策扶持下产业前景更明确，资产质量有保证。从江苏银行 2022H1 不良贷款行业分布来看，对公条线资产质量边际改善，零售条线不良率边际提升。其中制造业贷款不良占比下行幅度较大，从 2021 年末的 25.83% 下降到 2022H1 的 19.77%，但制造业贷款余额在所有行业中提升最多，占比提升 1.09% 到 12.52%，得益于公司在 2022 年上半年信贷投放结构向高端制造业集中。（2）**行业出现整体性风险时，及时调整新增贷款投放结构**。不良贷款占比较高（10.75%）且边际上升的房地产业，贷款余额占比较年初下降了 0.3%。由于在一般情况下不良贷款的发生在贷款投放一年之

后，当前的贷款投放反映出了公司对当前不良，即一年前左右的投放结构的回溯和反思，并及时进行动态调整。在敏捷响应、高效反馈的机制下，未来公司的资产质量还将受益于信贷结构集中于优质资产所带来的改善。

图表 64 江苏银行各行业不良贷款占比、贷款占比及较年初变化（2022H1）

行业分类	不良贷款占比 (%)	不良贷款占比较 年初变化 (%)	贷款余额占比 (%)	贷款余额占比较 年初变化(%)
农、林、牧、渔业	0.13	-0.5	1.47	0.32
制造业	19.77	-6.06	12.52	1.09
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	1.29	0.09	1.04	0.05
建筑业	2.55	-0.27	3.05	0.17
批发和零售业	15.19	-0.42	6.74	0.48
交通运输、仓储和邮政业	0.77	-0.15	1.40	0.04
住宿和餐饮业	0.32	0.01	0.25	0.03
信息传输、软件和信息技术服务业	0.93	0.36	0.92	0.15
金融业	0	0	0.45	0.25
房地产业	10.75	1.93	6.19	-0.30
租赁和商务服务业	13.72	0.99	12.86	0.44
科学研究和技术服务	1.8	0.1	1.04	0.30
水利、环境和公共设施管理业	1.08	0.5	6.33	0.71
居民服务、修理和其他服务业	0.03	-0.01	0.42	0.00
教育	0.05	0.01	0.13	-0.02
卫生和社会工作	0.09	0	0.23	0.02
文化、体育和娱乐业	0.55	0	0.45	0.00
个人经营性贷款	3.28	0	2.39	-0.09
个人贷款	27.71	3.42	33.94	-3.67

资料来源：公司公告，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

江苏省民营经济繁荣、融资需求旺盛，江苏银行作为唯一一家省属法人银行，服务本地实体经济有动力、有能力、有经验。对公业务发力先进制造、普惠小微和绿色环保均为高收益、低不良资产；零售业务重点发力的消费金融后来居上，和理财业务形成合力。本地城商行决策半径短、反馈机制高效是江苏银行形成攻守兼备、稳中有进的发展战略的坚实基础，未来还有望受益于数智化转型见效带来费用率进一步下降。由此，我们认为江苏银行业绩将持续维持高增，预测公司 2022-2024 年营业收入分别同比增长 16.99%/14.49%/11.45%，归母净利润分别同比增长 30.66%/24.88%/19.64%。主要假设如下：

1.规模增长：稳增长背景下，江苏银行坚定服务实体经济定位，资产规模增速保持稳定高增，其中高收益优质信贷资产为主要发力点。预计未来贷款增速保持 14%/13%/13%，其中对公贷款以高端制造业、普惠小微、绿色环保为主要增长点，占比 62%/61%/61%，零售贷款以消费金融为主要增长点，预计在消费复苏、房地产市场边际回暖背景下占比将有所提升，预计占比分别为 38%/39%/39%。

2.净息差：利率市场化改革后，金融让利对议价能力强的商业银行净息差影响较为有限。江苏银行与本地产业粘性高、服务质量优，资产端定价有优势，投放策略灵活；负债端广拓活存来源，成本下降有空间。随着新发放贷款利率中枢的下行，预计在 2022 年内下降到 2.00%，重定价影响和负债端利率下调预期相结合，预计 2023-2024 年企稳至 2.05%。

3.非息收入：零售 AUM 增长强劲、理财子公司综合实力彰显，未来零售和理财子公司的高效协同将带动中收、投资收益持续提升。预计 2022-2024 年非息收入增速将快速提升，预计净手续费收入增速分别为 12.2%/15.1%/16.8%。

4.业务及管理费用：公司的激励水平较为市场化，目前省内网点已实现辖区内县域全覆盖，省外网点和人员队伍拓展空间有限，拓客重点在线上端，数智化转型推动获客成本下降，预计业务及管理费用占营业收入比重在 2022 年持平在 22.5%，2023-2024 年智慧进化项目规模化应用带动费用占比微降到 22%，21.5%。

5.资产质量：2021、2022 年公司加大不良处置力度，2022Q3 不良率下降到 0.96%，存量包袱逐渐出清，同时安全边际增厚。预计未来在应对经济增长的不确定性下，公司拨备覆盖率仍将继续加大，利润释放空间也更加充足。预计 2022-2024 年不良率分别为 0.94%/0.91%/0.87%，拨备覆盖率分别为 381%/417%/442%。

江苏银行持续布局优质资产，对市场变化反应灵敏，在市场利率下行时竞争优势仍然凸显，在城商行中扩表速度、盈利能力都处于第一梯队，2022 年 12 月 1 日收盘价对应 2022 年 0.66 倍 PB，低于可比公司均值和中位数。基于以上分析，给予江苏银行 2022 年目标估值 0.9 倍 PB，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 65 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	归母净利润同比增长（%）			EPS（元）			PB		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600919.SH	江苏银行	7.36	30.72	27.39	23.20	1.21	1.69	2.09	0.59	0.64	0.56
601009.SH	南京银行	10.18	21.04	19.52	18.55	1.54	1.83	2.17	0.85	0.83	0.73
002142.SZ	宁波银行	31.96	29.87	19.27	20.10	3.13	3.51	4.22	1.95	1.35	1.16
600926.SH	杭州银行	13.15	29.77	26.05	22.33	1.43	1.96	2.40	1.10	0.92	0.80
601838.SH	成都银行	15.08	29.98	27.06	22.33	2.09	2.70	3.30	1.00	1.01	0.86

资料来源：wind，华安证券研究所

注：上市城商行盈利预测选用 wind 一致预期（180）天；收盘价为 2022 年 12 月 1 日数据

风险提示：

利率风险：宽信用、宽货币政策下利率继续下行，息差收窄。

市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。

经营风险：经济增长不及预期，融资需求下降拖累信贷增速。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	1512847	1718291	1948542	2205750	净利息收入	45480	53816	61721	68471
贷款减值准备	46582	59007	71234	81328	净手续费收入	7490	8404	9672	11295
债券投资	918249	997035	1076599	1146039	其他非息收入	10336	11840	13398	14732
存放央行	132508	138713	151276	168098	营业收入	63306	74060	84791	94498
同业资产	113675	127513	141752	155824	税金及附加	(737)	(1282)	(1368)	(1474)
资产总额	2618874	3010980	3398924	3768604	业务及管理费	(14307)	(16663)	(18654)	(20317)
吸收存款	1478812	1679339	1886234	2095983	营业外净收入	68	45	52	56
同业负债	471728	569241	656201	732164	拨备前利润	48290	56108	64762	72687
发行债券	432761	496516	547862	591642	资产减值损失	(22280)	(25500)	(27350)	(28026)
负债总额	2420819	2796536	3160830	3502391	税前利润	26010	30608	37412	44661
股东权益	198056	214445	238094	266213	税后利润	19943	25732	32133	38445
					归属母行净利润	19694	25732	32133	38445

盈利及杜邦分析				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	1.84%	1.85%	1.88%	1.92%
净非利息收入	0.72%	0.73%	0.72%	0.73%
营业收入	2.55%	2.58%	2.60%	2.64%
营业支出	0.61%	0.63%	0.62%	0.60%
拨备前利润	1.95%	1.95%	1.98%	2.04%
资产减值损失	0.90%	0.86%	0.81%	0.79%
税前利润	1.05%	1.08%	1.16%	1.25%
税收	0.24%	0.17%	0.16%	0.17%
ROAA	0.80%	0.91%	1.00%	1.07%
ROAE	10.49%	12.45%	14.16%	15.28%

业绩增长率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	22.96%	18.33%	14.69%	10.94%
净手续费收入	39.83%	12.20%	15.09%	16.78%
营业收入	22.88%	16.99%	14.49%	11.45%
拨备前利润	25.01%	16.19%	15.42%	12.24%
归属母行净利润	30.72%	30.66%	24.88%	19.64%

驱动性因素				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增长	16.88%	11.16%	11.13%	10.66%
贷款增长	25.90%	13.58%	13.40%	13.20%
存款增长	11.20%	13.56%	12.32%	11.12%
净手续费收入/营收	11.83%	11.35%	11.41%	11.95%
成本收入比	22.60%	22.50%	22.00%	21.50%
实际所得税税率	23.32%	15.93%	14.11%	13.92%

每股指标				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
PE	5.52	4.22	3.38	2.83
PB	0.73	0.66	0.57	0.50
EPS	1.33	1.74	2.18	2.60
BVPS	10.12	11.23	12.83	14.73
每股拨备前利润	3.27	3.80	4.38	4.92

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。