

江苏银行 (600919.SH)

三箭齐发，均衡发展

买入

核心观点

大对公、小微、零售齐头并进。公司近年来在筑牢对公业务良好基础的同时，焕新零售金融体系，2022年末大对公、小微、零售贷款占比分别为18.27%、35.02%和37.68%，三大业务板块均衡发展。

打造制造业行业专长，制造业贷款占比处在同业前列。江苏省是制造业大省，且近年来大力推进先进制造业产业体系建设。公司自2017年起持续加大对制造业贷款的考核力度，且重点考核先进制造业贷款，2022年末制造业贷款余额占对公贷款比重为22.6%，仅略低于A股上市城商行中的苏州银行（32.09%）和宁波银行（29.2%）。

以服务中小微企业为核心且不断下沉扩面，数字化能力持续增强。公司小微贷款余额占对公贷款的比重接近70%，且近年来普惠小微增长迅猛。公司小微贷款余额连续多年稳居江苏省内第一的宝座，与其金融科技赋能密不可分。2013年公司就把“智慧化”发展提升到战略高度，自主研发大数据库，当前已接入税务、电力、园区、高效、移动运营商等50多个大类。2022年通过线上渠道获客量战新增客户量的比例接近2/3。

零售业务转型成效显著，消费金融和财富管理空间广阔。三大经济圈居民富裕，金融需求旺盛，公司持续深化零售业务转型，大力发展消费金融和财富管理业务。苏银凯基消费金融公司实现稳健快速发展，打开业务区域拓展空间，2022年末消费贷款占个人贷款余额的47.6%。同时，公司打造“全客群、全渠道、全产品”的精细化管理体系，苏银理财竞争优势明显，2022年末零售AUM达1.07万亿元。

持续优化资产负债结构带来净息差逆势走阔，资产质量迈向第一梯队。2022年公司ROE和ROA位列A股上市城商行的第二位和第五位，盈利能力较强。一方面是近年来公司积极优化资产负债结构，不断加大高收益贷款投放，同时积极压降高成本结构性存款，净息差实现逆势走阔。另一方面，公司持续加大存量不良出清力度，同时积极管控新生成不良，不良指标大幅优化迈向对标行第一梯队。公司拨备覆盖率已提升至366%，安全垫厚。

盈利预测与估值：综合考虑估值测算，我们认为公司合理股价在9.1-10.6元，相较于当前股价有大约22%-43%溢价空间，维持“买入”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、财务风险、市场风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63,771	70,570	77,347	84,355	92,816
(+/-%)	22.6%	10.7%	9.6%	9.1%	10.0%
净利润(百万元)	19,694	25,386	30,718	35,573	39,656
(+/-%)	30.7%	28.9%	21.0%	15.8%	11.5%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.72	2.08	2.41	2.68
总资产收益率	0.81%	0.93%	1.00%	1.03%	1.03%
净资产收益率	14.1%	16.4%	17.8%	18.0%	17.7%
市盈率(PE)	5.9	4.5	3.8	3.2	2.9
股息率	5.1%	6.6%	8.0%	9.3%	10.3%
市净率(PB)	0.76	0.68	0.60	0.53	0.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

银行·城商行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.10 - 10.60元
收盘价	7.43元
总市值/流通市值	115307/114701百万元
52周最高价/最低价	7.99/6.75元
近3个月日均成交额	763.40百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

核心观点	5
公司概况：深耕江苏，三箭齐发	5
业务布局：三分天下，竞相发展	5
经营区域：深耕江苏提升份额，布局三大经济圈	6
股权结构：地方国企背景深厚，政企合作优势显著	7
管理层：高管行业履历深厚	8
区域经济优势显著，制造业强省	8
地区经济发达，财政实力雄厚	8
制造业强省，民营经济发达	9
融资需求旺盛，居民富裕	11
依托区域资源禀赋，深耕小微及零售业务	12
对公业务：打造制造业行业专长，深耕中小微企业	12
零售业务：转型持续深化，理财子和消金成为重要发力点	15
财务分析：业务优化，资产质量迈向第一梯队	19
盈利能力出色，处于上市城商行的领先地位	19
信贷高增；资负结构优化带来净息差逆势走阔	20
存量包袱出清，资产质量大幅改善	21
盈利预测	23
假设前提	23
未来三年业绩预测简表	24
盈利预测的敏感性分析	24
估值与投资建议	25
绝对估值	25
相对估值	26
投资建议	26
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28
免责声明	29

图表目录

图 1: 江苏银行的历史沿革	5
图 2: 江苏银行大对公、小微和零售业务齐头并进	6
图 3: 2022 年末江苏银行网点布局	7
图 4: 江苏银行在江苏省外贷款占比达到 14.8%	7
图 5: 公司在江苏省的贷款市场份额持续提升	7
图 6: 江苏省 GDP 增速高于全国 GDP 增速	9
图 7: 江苏省财政实力雄厚	9
图 8: 江苏省制造业投资增速快于全国	9
图 9: 江苏省规模以上工业企业资源丰富	10
图 10: 江苏省个体工商户数量庞大且持续快增	11
图 11: 江苏省人均 GDP 排名各省、直辖市前列	11
图 12: 江苏省人均可支配收入远超全国中位数水平	11
图 13: 江苏省存款余额增长稳定	12
图 14: 江苏省贷款余额增长较快	12
图 15: 江苏银行对公业务占据主导地位	12
图 16: 江苏银行制造业贷款稳步扩张	13
图 17: 江苏银行制造业贷款占对公贷款比重位居前列	13
图 18: 江苏银行小微贷款保持较快扩张	14
图 19: 江苏银行小微贷款户均规模持续下降	14
图 20: 江苏银行普惠性小微贷款增长迅猛	14
图 21: 江苏银行零售贷款比重处在同业前列	15
图 22: 江苏银行零售存款比重与资产端相匹配	15
图 23: 江苏银行零售业务存贷比基本稳定	16
图 24: 江苏银行个人贷款结构	16
图 25: 江苏银行信用卡业务稳健增长	17
图 26: 江苏银行近五年个人消费贷款增速较快	17
图 27: 江苏银行总/净资产收益率均呈现增长态势	19
图 28: 江苏银行营收和归母净利润增速	19
图 29: 江苏银行 2022 年 ROE 位于上市城商行的第二名	20
图 30: 江苏银行 2022 年 ROA 位于上市城商行的第五名	20
图 31: 公司贷款总额占总资产比重持续提升	20
图 32: 江苏银行资产端加大零售贷款投放力度	21
图 33: 江苏银行负债端公司活期存款占比不断提升	21
图 34: 江苏银行净息差逆势走阔	21
图 35: 江苏银行不良率和关注率大幅下降	22
图 36: 江苏银行不良率水平在同业中处于较好水平	22
图 37: 江苏银行信用成本持续高于不良生成率	23

图 38: 江苏银行不良贷款拨备覆盖率充足	23
图 39: 上市银行估值情况	26
表 1: 2023 年一季度末江苏银行前十大股东情况	8
表 2: 2022 年末江苏银行高管及其他重要人员	8
表 3: 江苏省 2022 年主要制造业产品产量情况	10
表 4: 2022 年末江苏银行主要行业贷款占贷款总额比重	13
表 5: 江苏银行小微贷款产品	15
表 6: 全国银行系消费金融公司概况	18
表 7: 2022 年城商行公募基金销售保有规模排名	19
表 8: 2022 年末城商行理财子存续理财规模	19
表 9: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)	24
表 10: 净利润增长的净息差的敏感性分析 (百万元)	25
表 11: 一、二阶段假设 (百万元)	25
表 12: 折现率假设	25
表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	26

核心观点

我们认为市场当前对江苏银行业务发展格局以及盈利增长潜力认知仍存在不足：

首先，江苏银行作为江苏省内最大的法人银行，深耕江苏省提升市场份额的同时，积极布局长三角、珠三角、环渤海三大发达经济圈，可最大程度的分享三大经济圈经济发展的红利。

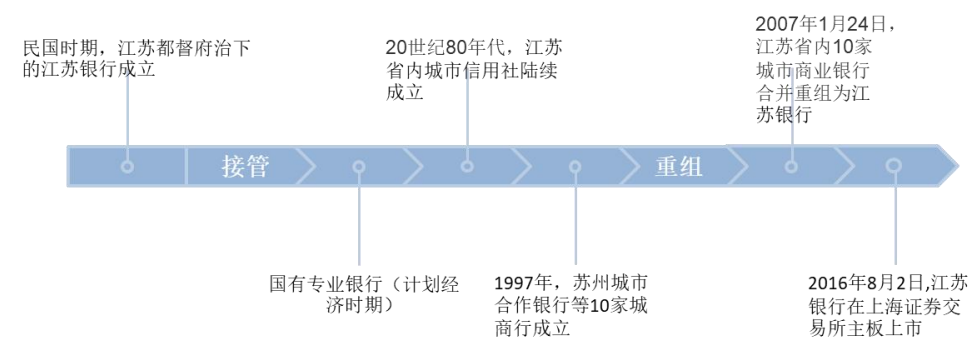
其次，**大对公、小微、零售均衡发展格局已形成，三轮驱动下有望维持稳步快速增长。**依托区域经济优势，多年来江苏银行专注服务实体经济，加大先进制造业支持力度，制造业贷款投放比例位居对标上前列。对公业务上公司以服务中小微企业为核心，小微贷款余额连续多年稳居江苏省内第一的宝座，且近年来不断下沉扩面，持续加大普惠金融领域支持力度。在筑牢对公业务良好基础的同时，公司还积极焕新零售金融体系，大力拓展消费金融和财富管理业务，最终形成了大对公、小微、零售业务齐头并进的均衡发展模式，业务成长空间广阔。

最后，**业务优化叠加资产质量大幅改善，公司 ROE 有望进一步回升。**近年来公司持续加大存量不良包袱出清，资产质量大幅改善迈向对标行第一梯队。我们看好江苏银行资产质量长期改善助力业绩维持高增。

公司概况：深耕江苏，三箭齐发

江苏银行于 2007 年 1 月 24 日挂牌开业，是由江苏省内原苏州商行、扬州商行、无锡商行、盐城商行、常州商行、镇江商行、徐州商行、淮安商行、连云港商行等十家城商行基础上合并重组设立。公司是全国 19 家系统重要性银行之一、也是江苏省内最大法人银行，总部位于江苏南京。2016 年 8 月 2 日，江苏银行在上海证券交易所主板上市，截至 2022 年末，资产总额达 2.98 万亿元。在 2022 年全球银行品牌 500 强榜单中位列第 71 位。

图1：江苏银行的历史沿革



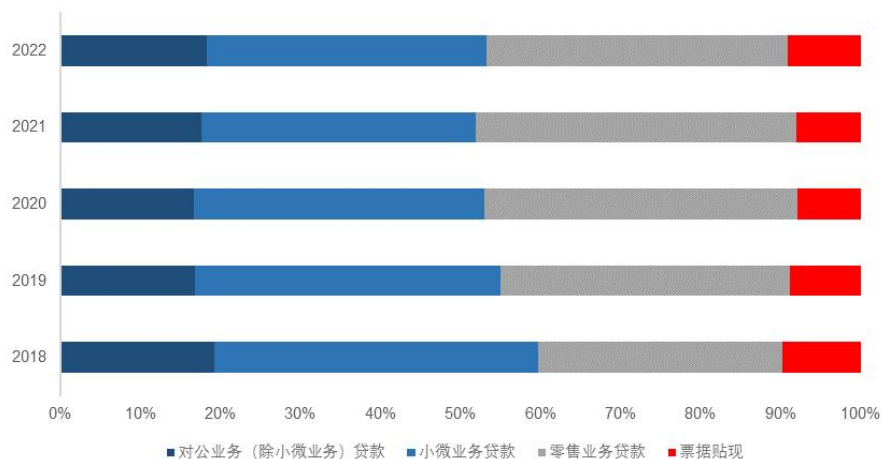
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务布局：三分天下，竞相发展

在江苏银行的业务板块中，**大对公业务（对公业务剔除小微）、小微业务、零售业务齐头并进。**近年来公司在筑牢大对公业务良好基础的同时，重点发展小微业务和零售金融业务，最终形成大对公业务、小微业务、零售业务齐头并进、均衡发展的模式。

2022 年末公司贷款结构如下：大对公贷款占 18.27%、小微贷款占 35.02%、零售贷款占 37.68%，票据贴现占 9.03%。2018 年以来小微和零售贷款比重呈现提升态势，但近两年由于经济下行压力加大，财政政策持续加码，因此大对公业务比重有所反弹。

图2：江苏银行大对公、小微和零售业务齐头并进



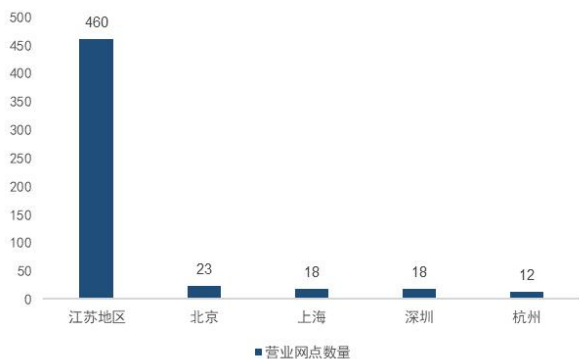
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营区域：深耕江苏提升份额，布局三大经济圈

公司在江苏省的贷款市场份额持续提升，同时积极布局长三角、珠三角、环渤海三大发达经济圈，规模有望维持稳步较快的增长。2022 年末公司共有 532 家机构（包括 1 家资金运营中心），覆盖江苏省全部 13 个地级市以及北京、上海、深圳、杭州等我国一线城市，服务网络辐射长三角、珠三角和环渤海三大经济圈。从 2022 年末贷款余额区域分布来看，江苏地区占贷款总额的 85.20%；长三角地区（不含江苏）占比 6.64%；环渤海地区占比 3.89%；珠三角地区占比 4.27%。

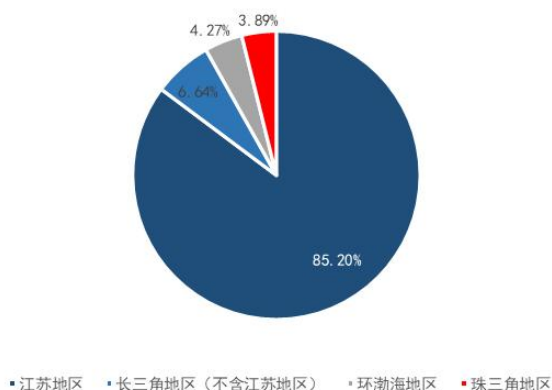
近年来公司深耕制造业中小企业，持续深化零售业务转向，经营能力大幅增强，在江苏省的贷款市场份额持续提升。2022 年末公司在江苏省的市场份额为 6.61%，较 2016 年末提升了 1.13 个百分点。同时，三大经济圈业务实现较好扩张，为公司规模扩张提供广阔的空间。

图3: 2022 年末江苏银行网点布局



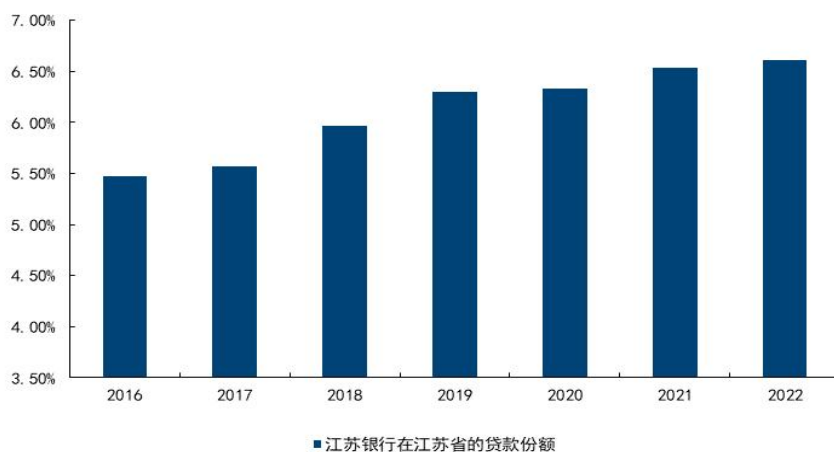
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 不包括资金运营中心。

图4: 江苏银行在江苏省外贷款占比达到 14.8%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司在江苏省的贷款市场份额持续提升



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

股权结构: 地方国企背景深厚, 政企合作优势显著

江苏银行的股权结构是以国有资本为主, 其股权相对分散。公司最大股东是江苏省国际信托有限责任公司, 2023 年一季度末持股比例为 8.17%。公司前十大股东中有 9 家为国有法人, 体现了其国有资本为主的多元化股权结构的同时, 也显示出地方国有资本对江苏银行发展的信心。除此之外, 江苏银行股东遍布交通、基建、金融、文化传媒等多领域、多行业, 银行积极开展行业间合作, 银企联系更加紧密, 银企合作更加便捷。

表1：2023年一季末江苏银行前十大股东情况

股东名称	期末持股数量（股）	比例（%）	股东性质
江苏省国际信托有限责任公司	1,206,607,072	8.17	国有法人
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	1,197,149,625	8.11	国有法人
华泰证券股份有限公司	871,890,310	5.90	国有法人
江苏宁沪高速公路股份有限公司	721,084,800	4.88	国有法人
无锡市建设发展投资有限公司	710,435,942	4.81	国有法人
香港中央结算有限公司	674,385,237	4.57	境外法人
江苏省广播电视集团有限公司	452,239,127	3.06	国有法人
苏州国际发展集团有限公司	351,459,272	2.38	国有法人
江苏省国信集团有限公司	292,201,391	1.98	国有法人

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理层：高管行业履历深厚

稳定的管理层以及高管雄厚的业内及政府背景有利于江苏银行更好地维护自身稳定，保持良好银政合作关系。董事长夏平先生出身业内，曾任中国建设银行江苏省分行副行长、南京银行党委副书记、行长，江苏银行党委书记，自2013年以来就担任江苏银行股份有限公司董事长，截止2022年年末，持股数为42900股。行长葛仁余先生深耕业内，曾任建设银行江苏省分行营业部运行中心经理，建设银行江苏省分行信息技术管理部总经理，南京银行信息技术部总经理，江苏银行股份有限公司副行长、党委委员，持股数达到41080股。

表2：2022年末江苏银行高管及其他重要人员

姓名	年龄	高管持股数（股）	简介
夏平	60	42,900	现任江苏银行董事长、党委书记，苏银金融租赁公司董事。
葛仁余	58	41,080	现任江苏银行执行董事、行长、首席信息官。
季金松	56	16,900	现任江苏银行执行董事、党委副书记，党委巡察办主任。
吴典军	54	41,470	现任江苏银行执行董事、董事会秘书、副行长、党委委员。
胡军	53	暂无	现任江苏省国际信托有限责任公司党委书记、董事长，江苏银行股东董事。
单翔	54	暂无	现任江苏凤凰出版传媒集团有限公司副总经理，江苏银行股东董事
姜健	57	暂无	现任华泰证券股份有限公司执行委员会委员，江苏银行股东董事

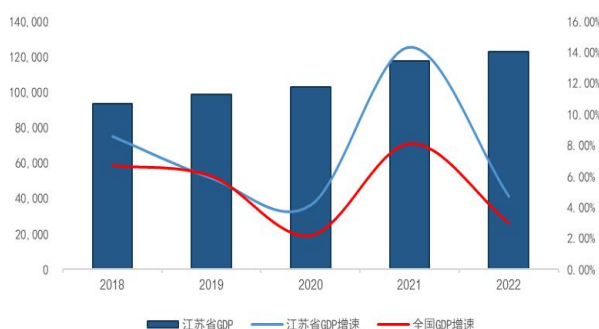
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

区域经济优势显著，制造业强省

地区经济发达，财政实力雄厚

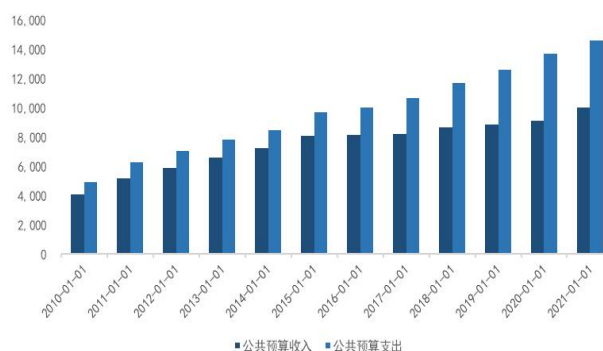
江苏省区域经济发达，GDP总量居全国前列，政府财政实力雄厚，带动地区投资水平不断提高。2022年，江苏省全省GDP总量为122875.62亿元，位居全国第二；江苏省GDP增速较快，近五年内有四年都超过了全国GDP增速；区域经济的快速发展也带动江苏省政府财政收入与支出的快速增长，江苏省2022年财政预算收入及支出均居于全国各省份的第二位；同时政府有力的财政支出也反哺经济，带动经济活力不断增强；地区高GDP、高财政支出带动了地区投资水平的不断提高，固定资产投资增速与GDP增速保持一致。政府有力的财政支出为地区企业和居民生活发展提供助力，为江苏银行发展对公和零售业务提供坚实的增量保障。

图6: 江苏省 GDP 增速高于全国 GDP 增速



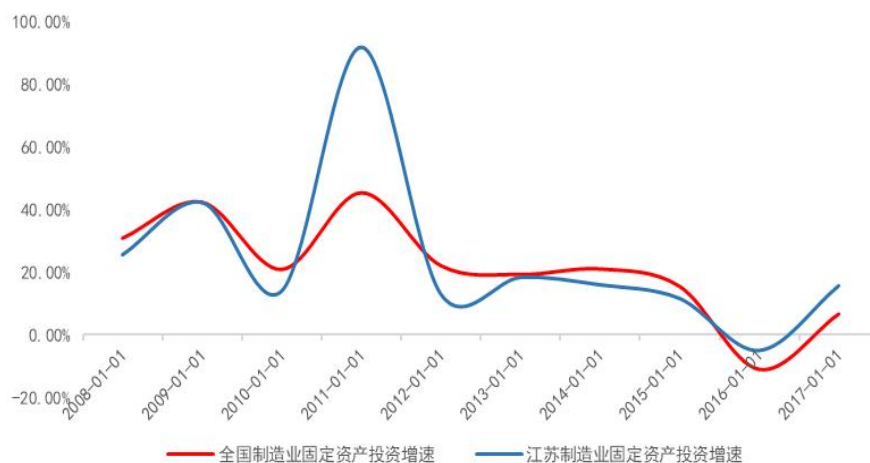
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图7: 江苏省财政实力雄厚



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图8: 江苏省制造业投资增速快于全国



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

制造业强省，民营经济发达

江苏省坚持把实体经济作为“看家本领”，把制造业强省建设摆在更加突出位置。2022年6月江苏省先进制造业集群联盟在南京成立，目前江苏全省16个重点集群规模占规上工业比重达70%左右，规上工业企业数突破3万家。在集群建设的引领带动下，江苏制造业增加值突破4.2万亿元，2022年前三季度制造业增加值占比达37.4%，均居全国首位，国家新型工业化产业示范基地数量全国第一，两化融合发展水平连续7年保持全国第一，百亿以上工业企业达到172家、平均营收规模达420亿元，省级以上专精特新企业今年将超过5000家。

图9：江苏省规模以上工业企业资源丰富



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

江苏省近年来大力推进先进制造业产业体系建设，发展势头领先。规模以上工业中，高技术、装备制造业增加值比上年分别增长 10.8%、8.5%，对规上工业增加值增长贡献率分别为 48.6%、85.2%，占规上工业比重为 24.0%、52.6%，比上年均提高 1.5 个百分点。分行业看，电子、医药、汽车、电气、专用设备先进制造业增加值分别增长 6.3%、11.0%、14.8%、16.3%和 6.0%。新能源、新型材料、新一代信息技术相关产品产量较快增长，其中新能源汽车、锂离子电池、太阳能电池、工业机器人、碳纤维及其复合材料、智能手机、服务器产量分别增长 93.2%、23.4%、36.2%、11.3%、64.6%、49.5%和 114.3%。制造业快速发展的同时，也带动制造业贷款需求的增加，江苏银行抓住机遇，打造制造业专长，形成以制造业为主要方向的对公业务模式。

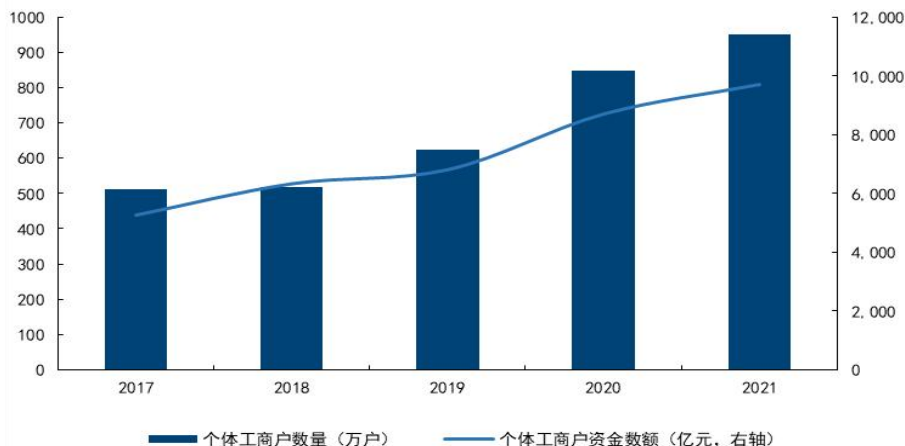
表3：江苏省 2022 年主要制造业产品产量情况

产品名称	单位	产量	增速 (%)
汽车	万辆	94.4	10.9
太阳能电池	万千瓦	10908	36.2
光纤	万千米	17944	27.5
服务器	万台	2.9	114.3
工业机器人	万套	7.1	11.3
智能手机	万台	5091	49.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

江苏省个体工商户数量庞大，营业范围遍布各行业，总体营业资金数额巨大。截止 2021 年年末，江苏省个体工商业户数达到 950.44 万户，注册资金超过 9700 亿元。私营经济的发达为江苏银行对公业务特别是小微业务提供沃土，银企合作加深，相互促进，进一步为江苏银行对业务转型升级提供广阔空间。

图10: 江苏省个体工商户数量庞大且持续快增

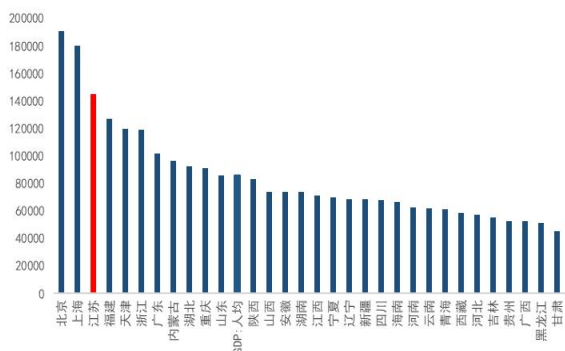


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

融资需求旺盛, 居民富裕

江苏省人均 GDP、人均可支配收入均居于全国前列, 居民储蓄、投资潜力较高。2022 年, 江苏省人均 GDP 在全国各省、直辖市中排名第三, 在各省中更是排名第一, 地区经济实力强劲; 江苏省居民人均可支配收入也较高, 达到 60178 元, 远远超出全国人均可支配收入的中位数 43504 元。同时, 人均可支配收入的增速也超过全国中位数水平, 居民收入获得感不断增强。江苏省存款增速保持稳定, 近十年以来存款始终保持增长且增速较快; 贷款余额增长更为强劲, 2010 年以来年增速始终保持在 10%以上, 年复合增长率达 10.89%。地区较高的人均 GDP、人均收入带动地区存贷业务发展的同时, 也为区域零售业务特别是财富管理业务提供广阔的增量空间。

图11: 江苏省人均 GDP 排名各省、直辖市前列



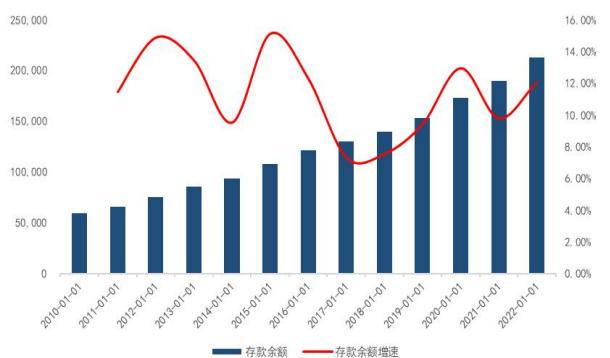
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图12: 江苏省人均可支配收入远超全国中位数水平



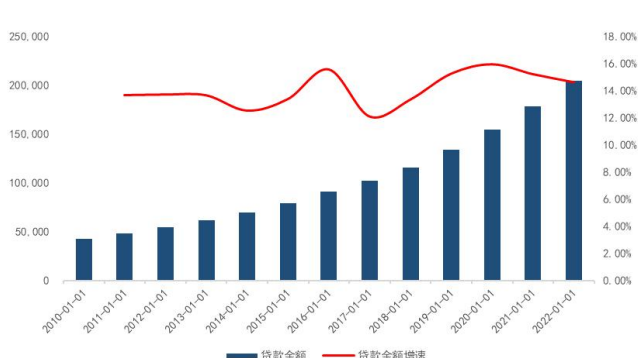
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 13: 江苏省存款余额增长稳定



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 14: 江苏省贷款余额增长较快



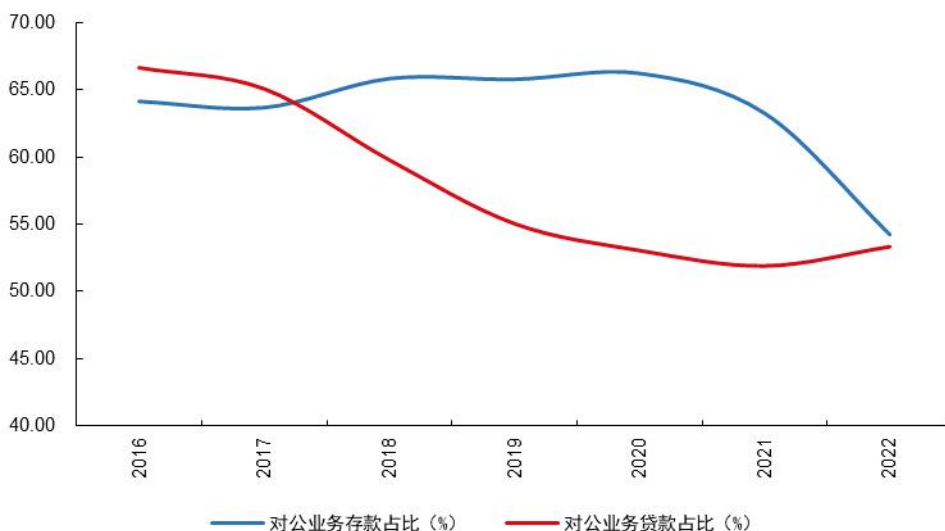
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

依托区域资源禀赋，深耕小微及零售业务

对公业务：打造制造业行业专长，深耕中小微企业

江苏银行依托区域资源禀赋，做强做实对公业务。2022 年末，公司对公存款余额 8822 亿元，占总存款的 54.3%；对公贷款余额 8549 亿元，占贷款总额的 53.3%。对公业务在公司内始终占据主导地位，近几年对公贷款余额占比保持稳定，对公存款余额占比虽然有所下降，但也维持在 50%以上的高位。

图 15: 江苏银行对公业务占据主导地位



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

打造制造业行业专长，加大先进制造业支持力度。自 2017 年起，江苏银行持续加大对制造业贷款的考核力度，并且重点考核先进制造业贷款。公司深入打造“苏银新智造”品牌，创新推出“智改数转贷”产品，坚持服务制造强省、科技强省、数字江苏、美丽江苏建设等江苏省“十四五”规划重点内容，深入拓展区域市场，打造本土化经营特色。2022 年末公司制造业贷款占贷款总额的比重为 12.04%，占

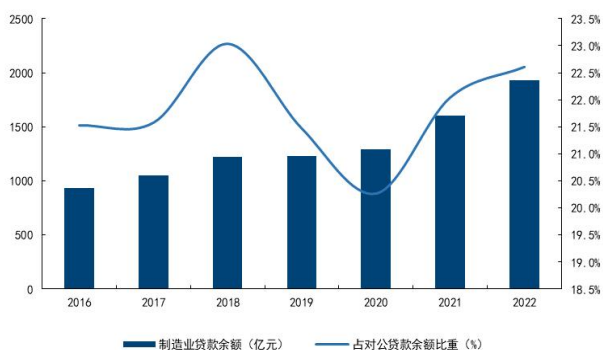
对公贷款余额的 22.6%，在上市城商行中仅略低于苏州银行和宁波银行。

表 4: 2022 年末江苏银行主要行业贷款占贷款总额比重

行业分布	贷款余额 (亿元)	占贷款总额比重 (%)
租赁和商务服务业	2048.99	12.77
制造业	1932.38	12.04
批发和零售业	1076.20	6.70
水利、环境和公共设施管理业	978.23	6.10
房地产业	892.97	5.57
建筑业	435.69	2.72
农、林、牧、渔业	227.33	1.42

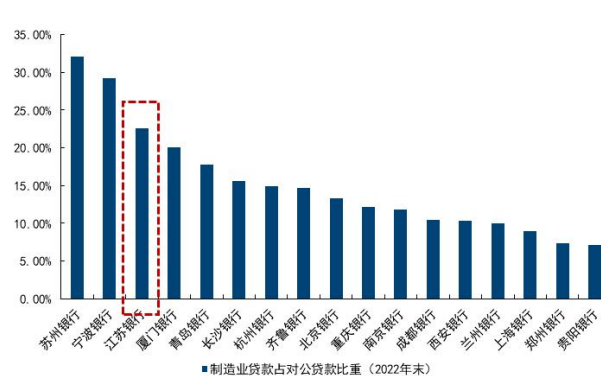
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 江苏银行制造业贷款稳步扩张



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

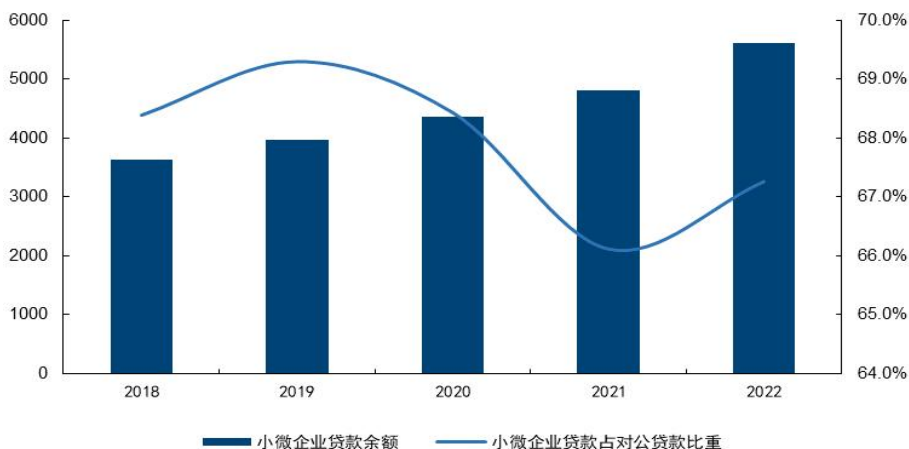
图 17: 江苏银行制造业贷款占对公贷款比重位居前列



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

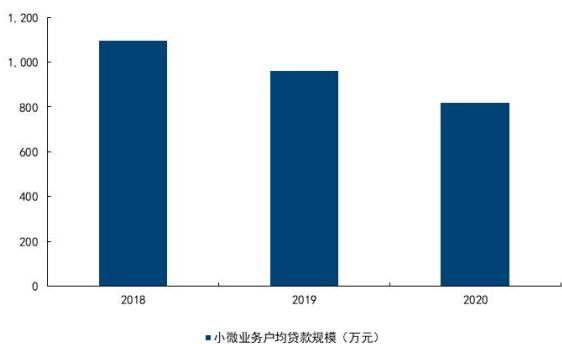
公司以服务中小微企业为核心，且不断下沉扩面。公司始终坚守服务地方经济、服务中小企业、服务城乡居民市场定位，在小微金融领域具备较强竞争力。2022 年末，公司小微贷款余额超 5618 亿元，在江苏省内市场份额继续保持第 1 位，占对公贷款余额的比重持续保持在约 70% 的水平。另外，近年来公司小微业务不断下沉，普惠型小微业务快速扩张，2022 年末普惠型小微贷款余额为 1385 亿元，占小微贷款的比重为 24.7%，较 2018 年提升了 9.6 个百分点。公司小微贷款户均持续下降，2020 年户均规模为 819 万元，2018 年则为 1097 万元，随着公司进一步下沉扩面，预计小微业务户均贷款规模仍将有所下降。

图18: 江苏银行小微贷款保持较快扩张



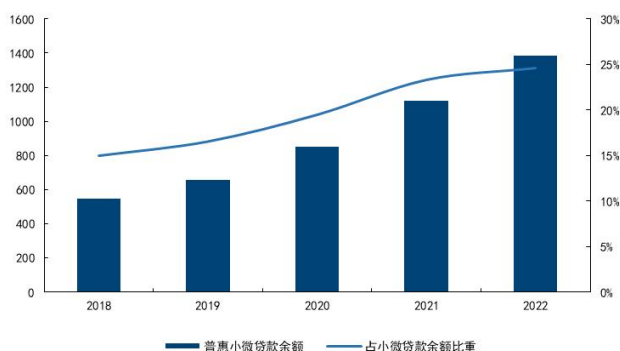
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 江苏银行小微贷款户均规模持续下降



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图20: 江苏银行普惠性小微贷款增长迅猛



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

不断强化数字化经营能力, 构筑小微业务护城河。江苏银行小微贷款余额连续多年稳居江苏省内第一的宝座, 与其金融科技赋能密不可分。公司致力于打造“最具互联网大数据基因的银行”, “智慧化”位列全行战略之首。在小微业务领域, 公司较早就形成了以数字化为助力, 不断提升优化小微企业服务能力的战略。2013年把“智慧化”发展提升到战略高度, 自主研发大数据库。2015年在业务率先落地小微企业全线上贷款产品“税e融”, 并不断对其迭代优化, 2020年整合推出新产品经营“随e贷”。当前公司大数据库已经接入税务、电力、园区、高效、移动运营商等50多个大类, 客户画像精准度不断提升, 线上服务能力大幅增强。2022年, 公司通过线上渠道获客量战新增客户量的比例接近2/3。

表5: 江苏银行小微贷款产品

	小微贷	经营随e贷
额度	最高可达 1000 万元	信用贷最高 200 万元，如可提供抵押最高可贷 1000 万元
费率	可享优惠利率，除贷款利息外，不另外收取其他费用	费率随额度提升而降低
适用客户	江苏省行政区域内注册并从事生产经营，符合国家划型标准小型、微型企业	企业成立满 1 年
申请条件	企业有适销对路的产品及产品生产销售合同（定单）、纳税信用等级 A/B/C/M 均可办。个体工商户、无有稳定的现金流（银行流水单）、有健全的财务会计核算（账表齐全）、有正常的纳况记录	银行信贷记录的首贷户也有专属方案
服务渠道	江苏省普惠金融发展风险补偿基金服务平台发布	“江苏银行随e融”小程序

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

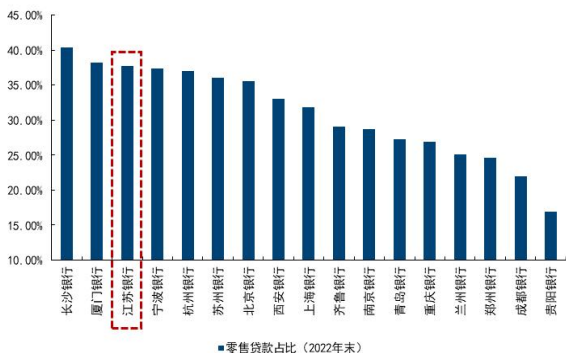
零售业务：转型持续深化，理财子和消金成为重要发力点

■ 零售业务：转型成效显著，打造全新增长极

江苏银行零售贷款占比在同业中处在高位。依托区域资源禀赋，公司自 2014 年便将零售业务作为重要的战略目标，坚持以客户为中心的经营理念，以数字化转型为抓手，通过连通服务节点、打通服务阻点、融通经营难点，深化全周期、全渠道、全链路的“智慧零售”建设，进一步扩展为客户提供个人金融服务的范围，有效提升服务效能。

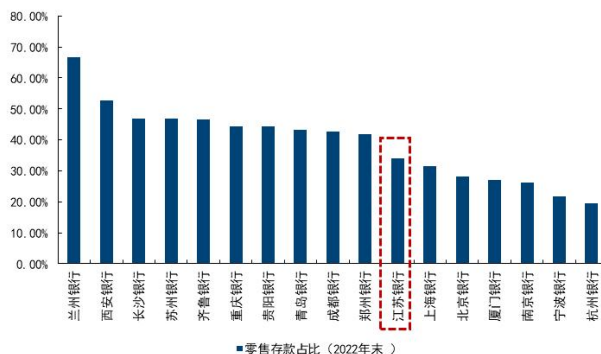
2022 年末公司零售贷款占贷款余额比重为 37.7%，在 A 股上市城商行中仅略低于长沙银行和厦门银行；期末零售存款占存款总额比重为 34.2%。公司零售业务存贷两端同时发力，存贷比基本维持稳定，2022 年有所下降主要是居民风险偏好下降带来居民存款高增。

图 21: 江苏银行零售贷款比重处在同业前列



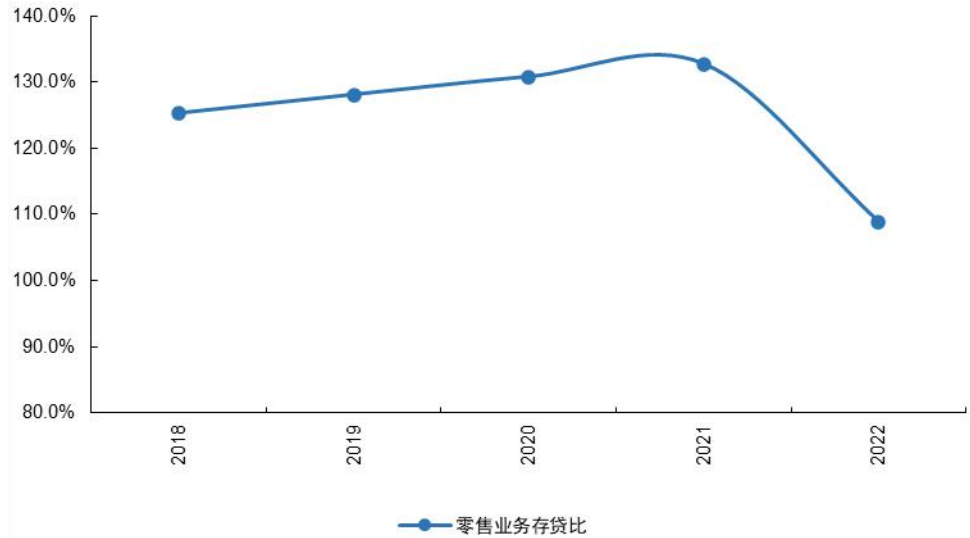
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 22: 江苏银行零售存款比重与资产端相匹配



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

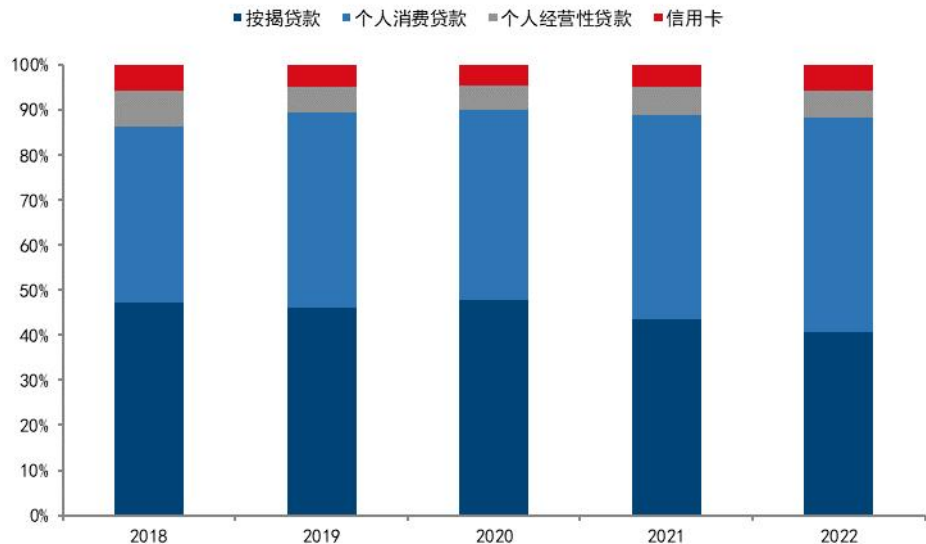
图 23: 江苏银行零售业务存贷比基本稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：存贷比=期末贷款余额/期末存款余额。

零售贷款主要投向消费和按揭，消费贷款比重呈现持续提升态势。2022 年末公司零售贷款结构，按揭贷款占 40.53%，个人消费贷占 47.61%，个人经营性贷款占 5.94%，信用卡占 5.92%。近年来江苏银行大力发展消费金融，消费贷规模占比持续提升，按揭贷款比重则呈现下降态势。

图 24: 江苏银行个人贷款结构



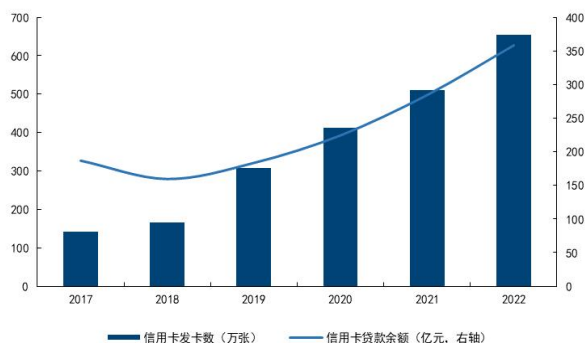
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 消费金融：业务快速扩张，消金公司进一步打开区域拓展空间

近年来江苏银行大力发展消费金融领域，取得不错成效。近年来公司个人消费贷款余额增速较快，近五年年复合增长率为 23.42%；2022 年末消费贷款余额达 2878 亿元，占个人贷款的 47.61%，呈现持续提升态势。2022 年末江苏银行信用卡累计

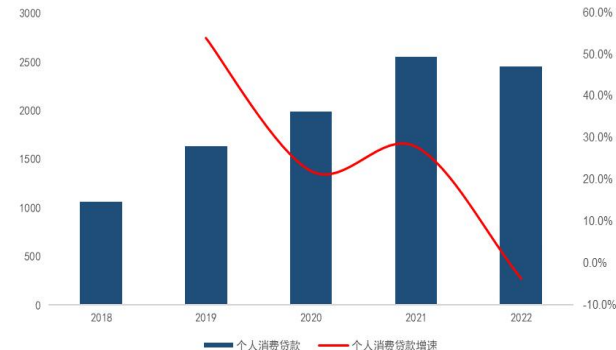
发卡 653.36 万张，较上年末增长 28.19%；信用卡贷款余额 357.79 亿元，较上年末增长 26.06%，占个人贷款余额的 5.92%，近年来保持稳中有升的趋势。

图 25：江苏银行信用卡业务稳健增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 26：江苏银行近五年个人消费贷款增速较快



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

苏银凯基消费金融公司实现稳健快速发展，打开业务区域拓展空间。2023 年一季度末，苏银凯基消金贷款余额突破 250 亿元，已累计服务全国客户 412 万户。2022 年实现营业收入 17.67 亿元，净利润 1.6 亿元，同比分别增长 336%和 841%。

2010 年首批消费金融公司发放牌照以来，陆续有 30 家消费金融公司宣布成立，其中 26 家有银行系背景，隶属银行多为城商行或农商行。在城农商行系的消费金融公司中，苏银凯基总资产位居前列。当前国家明确扎实推动共同富裕，要求金融机构强化普惠金融服务。消费金融公司主要服务大量长尾客群，覆盖面较广，近年也更加重视普惠化发展导向，积极倡导为新市民群体、广大乡村地区等提供普惠化、大众化的金融服务，发展前景广阔。

表6：全国银行系消费金融公司概况

公司名称	成立时间	隶属银行	2022年末总资产（亿元）
招联消费金融有限公司	2015/3/6	招商银行	1496.98
兴业消费金融有限公司	2014/12/22	兴业银行	617.95
马上消费金融股份有限公司	2015/6/15	重庆银行	610.91
中银消费金融有限公司	2010/6/10	中国银行	543.26
中邮消费金融有限公司	2015/11/19	邮政储蓄银行	444.22
杭银消费金融股份有限公司	2015/12/3	杭州银行	366.44
河南中原消费金融股份有限公司	2016/12/29	中原银行	270.09
苏银凯基消费金融有限公司	2021/3/2	江苏银行	247.26
湖南长银五八消费金融股份有限公司	2017/1/16	长沙银行	177.12
哈尔滨哈银消费金融股份有限公司	2017/1/24	哈尔滨银行	136.58
上海尚诚消费金融股份有限公司	2017/8/17	上海银行	127.27
北京阳光消费金融股份有限公司	2020/8/11	光大银行	118.73
四川锦程消费金融有限责任公司	2010/2/26	成都银行	113.21
湖北消费金融股份有限公司	2015/4/7	湖北银行	109.68
北银消费金融有限公司	2010/2/25	北京银行	98.18
晋商消费金融股份有限公司	2016/2/23	晋商银行	78.01
重庆小米消费金融有限公司	2020/5/29	重庆农村商业银行	63.16
盛银消费金融有限公司	2016/2/25	盛京银行	48.04
南银法巴消费金融有限公司	2015/5/14	南京银行	8.62
平安消费金融有限公司	2020/4/9	平安银行	-
陕西长银消费金融有限公司	2016/11/1	长安银行	-
安徽宁银消费金融股份有限公司	2016/1/19	宁波银行	-
中信消费金融有限公司	2019/6/12	中信银行	-
河北幸福消费金融股份有限公司	2017/6/14	张家口银行	-
内蒙古蒙商消费金融股份有限公司	2016/12/21	蒙商银行	-
四川省唯品富邦消费金融有限公司	2021/10/19	富邦华一银行	-

资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 财富业务：打造精细化财富管理体系，苏银理财优势明显

江苏银行始终将财富管理业务作为大零售转型的重要方向之一，打造“全客群、全渠道、全产品”的精细化管理体系。公司聚焦客户财富保值增值需求，以资产配置能力提升为重心推进财富管理经营模式优化。首先，公司建立“分层+分群”的差异化服务模式，焕新私行客户服务体系。2021年以来，江苏银行私人银行通过整合业内以及客户资源，实施私人银行分层经营模式改革，焕新升级“4+N”四行客户服务体系。另外，公司加强与头部管理人合作，丰富产品代销品类，满足各类客户财富管理需求，更好的帮助客户实现财富保值增值的目标。

财富管理业务经营成效显著。截止2022年末，公司零售AUM达1.07万亿元，较年初增长了17%，在城商行中率先突破1万亿元。其中，财富与私行客户金融资产余额超3000亿元，资产规模及客户数增速均超过20%；托管资产余额3.95万亿元，较上年末增长13.62%，证券投资基金托管规模继续居城商行第1位；2022年，公司代销股票和混合公募基金保有规模达到336亿元，位于城商行的第二名；理财产品规模4383亿元，位于所有上市城商行的第一位。

苏银理财强化公司资产配置能力，提升长期竞争力。旗下苏银理财规模近年来增长迅速，2022年理财规模位居上市城商行理财子的第三位，竞争优势明显。伴随居民财富管理意识崛起，理财子发展空间巨大，且未来资产配置多元化有望成为理财子的重要发展方向。当前监管对理财子牌照严格管理，长三角区域居民富裕且财富管理意识较强，苏银理财成长空间广阔。另外，财富管理未来核心竞争优势也是大类资产配置能力，拥有理财子公司的江苏银行在财富管理业务拓展上优势明显。

表7：2022年城商行公募基金销售保有规模排名

排名	银行	股票+混合公募基金保有规模（亿元）
1	宁波银行	446
2	江苏银行	336
3	上海银行	293
4	北京银行	233
5	南京银行	99
6	杭州银行	71
7	青岛银行	33

资料来源：基金业协会，国信证券经济研究所整理

表8：2022年末城商行理财子存续理财规模

子公司名称	成立时间	隶属银行	理财规模（亿元）
上银理财	2022.03	上海银行	4360
宁银理财	2019.12	宁波银行	3967
苏银理财	2020.08	江苏银行	3735
北银理财	2020.11	北京银行	3545
南银理财	2020.08	南京银行	3400
杭银理财	2019.12	杭州银行	3283
青银理财	2020.11	青岛银行	2200
徽银理财	2020.04	徽商银行	1878

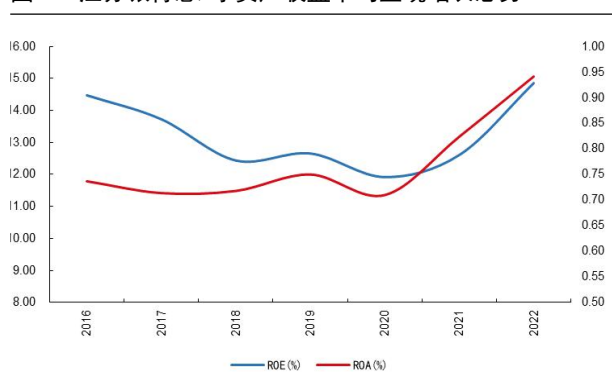
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：业务优化，资产质量迈向第一梯队

盈利能力出色，处于上市城商行的领先地位

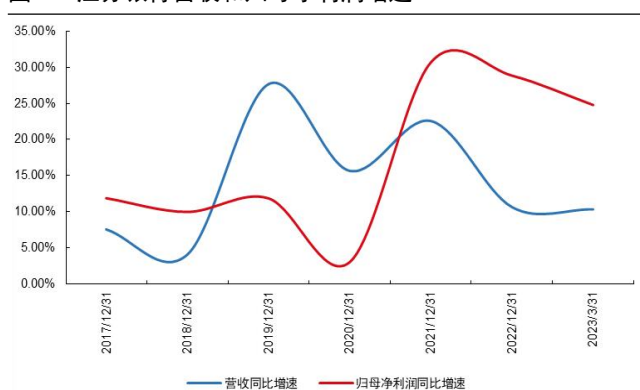
ROE和ROA近两年持续提升，盈利能力处于上市城商行的领先地位。2022年公司ROE（加权）和ROA分别为14.85%和0.94%，分别位于A股上市城商行的第二位和第五位，公司盈利能力出色。2022年公司营收和归母净利润同比分别增长10.7%和28.9%，2023年一季度由于贷款重定价等因素，银行业营收承压，但公司营收和归母净利润继续保持10.3%和24.8%的稳定高增长，彰显了公司稳健的经营能力和盈利能力。

图27：江苏银行总/净资产收益率均呈现增长态势



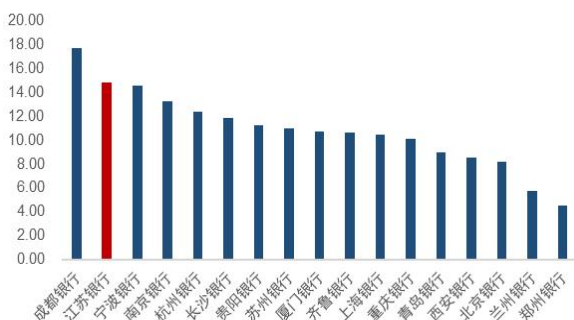
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：江苏银行营收和归母净利润增速



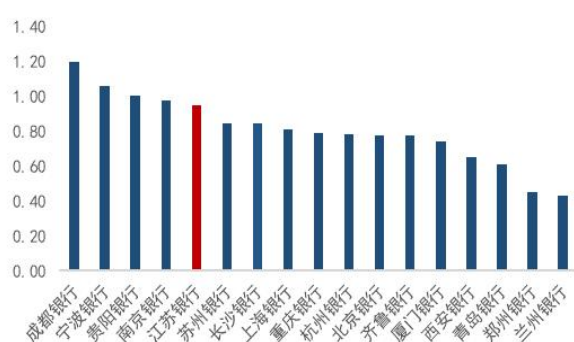
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：江苏银行 2022 年 ROE 位于上市城商行的第二名



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：江苏银行 2022 年 ROA 位于上市城商行的第五名

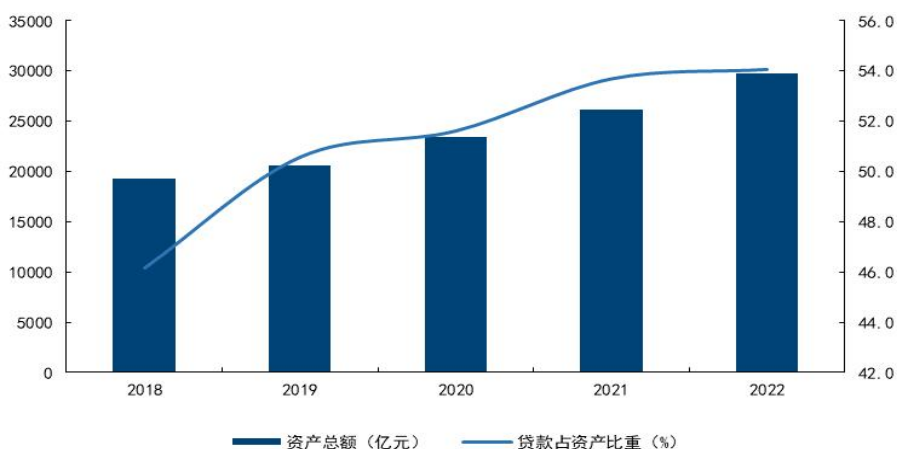


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

信贷高增；资产负债结构优化带来净息差逆势走阔

信贷投放加速，资产结构优化。近年来公司积极调整资产结构，向传统存贷业务发力，2022 年末公司资产总额 2.98 万亿元，贷款总额 1.61 万亿元，存款总额 1.66 万亿元，2018-2022 年均复合增速率分别为 11.0%、16.5%、10.0%，贷款实现高增。2022 年末贷款余额占总资产的比例为 54.05%，较 2016 年末提升了 13.2 个百分点。

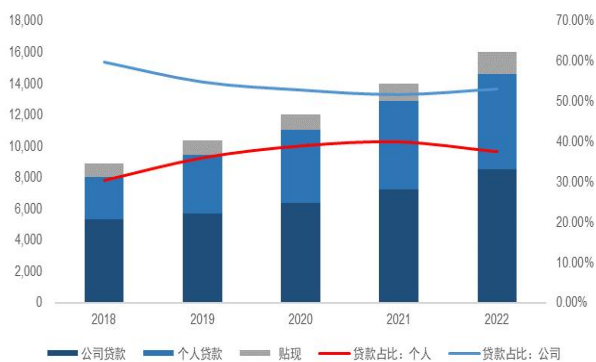
图31：公司贷款总额占总资产比重持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

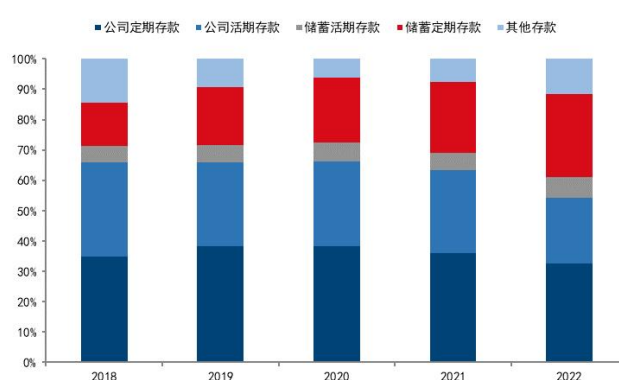
受益于资产负债结构的优化，公司净息差实现逆势走阔。负债端，江苏银行依托银政合作以及地区优势拓客强基，多元化拓展低成本的活期存款，同时积极压降高成本结构性存款，带来计息负债成本率持续下降。2022 年末江苏银行存款中对公存款占比 53.19%，其中对公活期存款占比 21.33%，对公定期存款占比 31.86%，银行吸收公司活期存款的能力不断增强。资产端，贷款占总资产比重持续提升，且信贷投向上公司持续加大小微和零售信贷投放。受益于资产负债结构的优化，公司近几年净息差实现逆势走阔。

图 32: 江苏银行资产端加大零售贷款投放力度



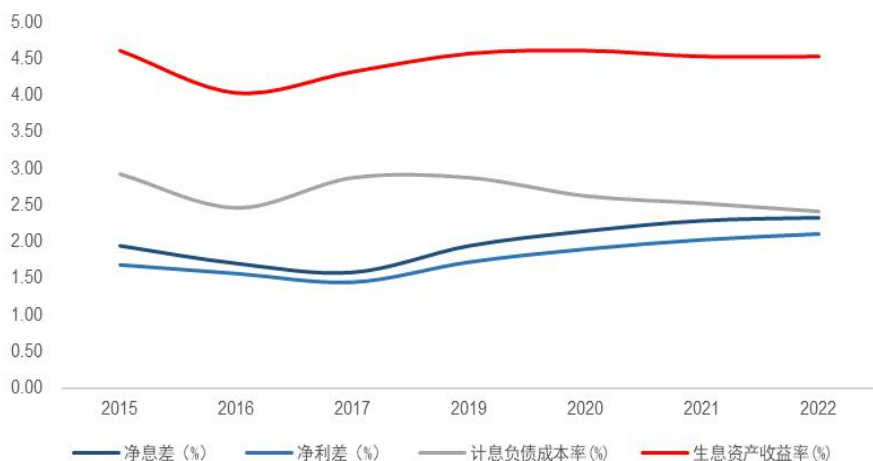
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 江苏银行负债端公司活期存款占比不断提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 34: 江苏银行净息差逆势走阔

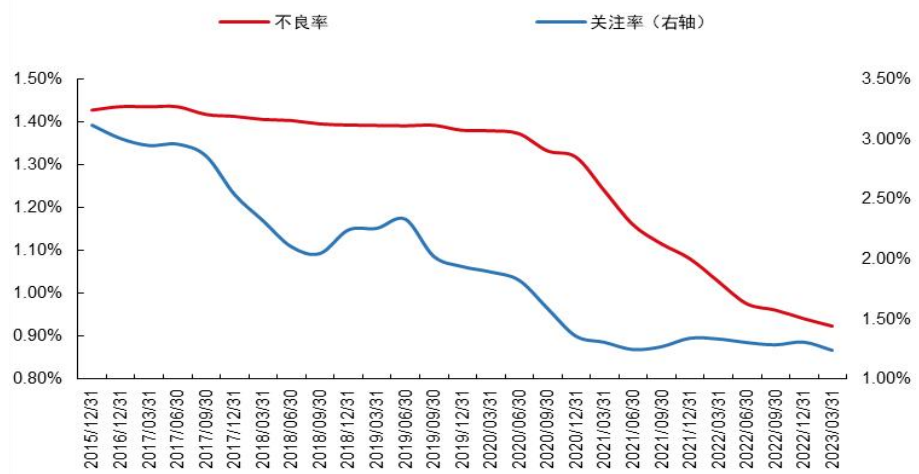


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 新金融工具准则施行后, 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产持有期间形成的收益不再计入利息收入; 但江苏银行披露的净息差、净利差按照还原口径利息净收入计算, 并考虑了基金投资收益及其免税效应还原因素。

存量包袱出清, 资产质量大幅改善

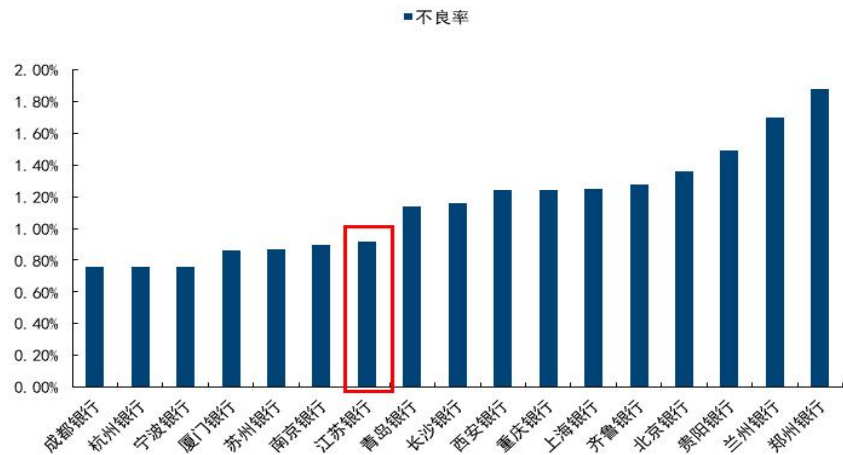
江苏银行资产质量迈向第一梯队。近年来公司持续加大存量不良出清力度, 同时加强风险管控, 不良贷款生成率处在较低水平。2020 年以来公司资产质量指标大幅改善。2023 年 3 月末, 公司不良贷款率为 0.92%, 关注率 1.24%, 不良率在上市城商行中处在中等偏上水平, 资产质量优异。

图 35: 江苏银行不良率和关注率大幅下降



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

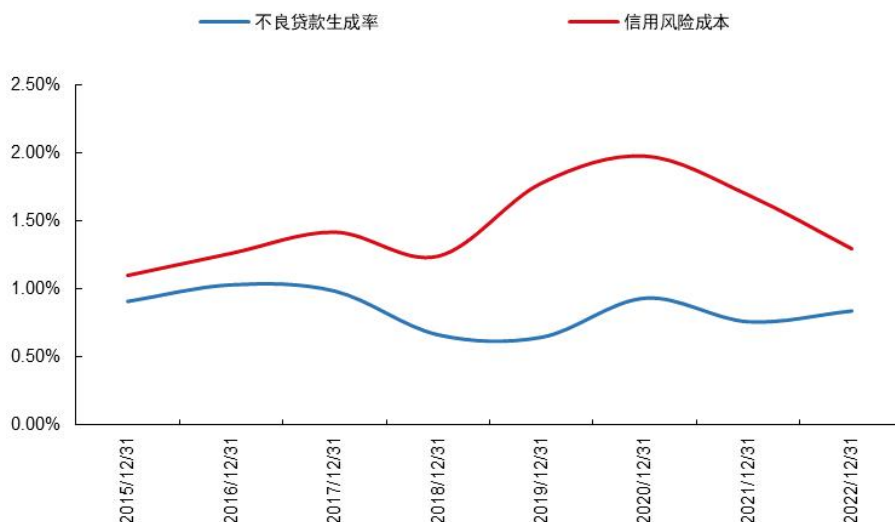
图 36: 江苏银行不良率水平在同业中处于较好水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

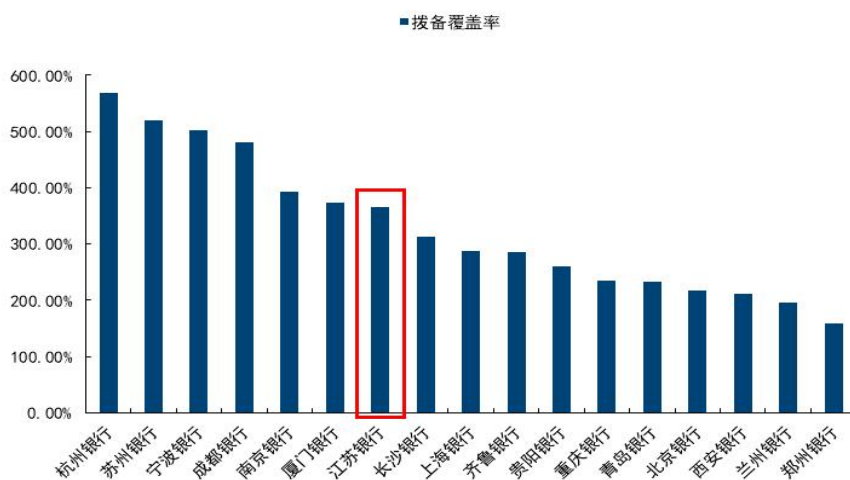
江苏银行拨备计提充足, 2018 年以来信用风险成本持续提升且明显高于不良贷款生成率。2021 年受让利政策等影响, 信用风险成本虽然有所下行, 但仍然高于不良贷款生成率。2023 年 3 月末, 公司拨备覆盖率达 365.70%, 在上市城商行中处在较高水平, 为业绩增长提供足够的安全垫。

图 37: 江苏银行信用成本持续高于不良生成率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 38: 江苏银行不良贷款拨备覆盖率充足



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下:

(1) 总资产增长率: 江苏银行近年来深耕三大经济圈, 区域经济发展且信贷需求旺盛。同时, 公司持续优化资产结构, 加大小微和零售信贷投放, 为信贷扩张形成有效支撑, 因此预计公司未来信贷规模仍将保持稳定高速增长。我们假设 2023-2025 年总资产同比增速分别为 14%/12%/10%;

(2) 净息差: 伴随小微和零售信贷比重的提升, 预计资产端收益率企稳, 但考虑到重定价因素, 预计净息差将有所回落, 我们预计 2023-2025 年公司按照期初期末余额测算的加回 FVPL 投资收益后的净息差保持为 2.20%/2.15%/2.15%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性, 可能存在较大误差, 我们在下表中对净息差做了敏感性分析;

(3) 资产质量: 近年来公司加大不良确认和处置的力度, 存量不良包袱基本出清。同时, 公司积极加强风险管控, 不良生成率稳定在较低水平。我们预计未来几年公司资产质量仍将进一步优化, 假设 2023-2025 年不良率稳定在 0.92%, 信用成本为 1.15%/0.95%/0.90%。

(4) 其他: 假设未来分红率维持在 30%; 不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年归母净利润分别为 307/356/397 亿元, 对应同比增速分别为 21.0%/15.8%/11.5%。对应每股收益分别为 2.08/2.41/2.68 元。

表9: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	70570	77347	84355	92816
其中: 利息净收入	52264	57186	63114	70021
手续费净收入	6252	5939	5939	6236
其他非息收入	12055	14223	15301	16558
营业支出	37896	37866	38633	41846
其中: 资产减值损失	19676	17896	16853	17882
利润总额	32629	39481	45723	50970
归母净利润	25386	30718	35573	39656
EPS (元)	1.72	2.08	2.41	2.68

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁, 因此净息差对预测影响不确定性很大, 我们进行如下敏感性分析:

表10: 净利润增长的净息差的敏感性分析 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
悲观情形：货币政策宽松，广义净息差降幅更大				
广义净息差假设	2.29%	2.15%	2.05%	2.05%
归母净利润	25,386	29,831	33,571	37,434
归母净利润增速	28.9%	17.5%	12.5%	11.5%
EPS (元)	1.72	2.02	2.27	2.53
基准情形				
广义净息差假设	2.29%	2.20%	2.15%	2.15%
归母净利润	25,386	30,718	35,573	39,656
归母净利润增速	28.9%	21.0%	15.8%	11.5%
EPS (元)	1.72	2.08	2.41	2.68
乐观情形：信贷需求恢复，广义净息差企稳				
广义净息差假设	2.29%	2.22%	2.20%	2.20%
归母净利润	25,386	31,072	36,575	40,767
归母净利润增速	28.9%	22.4%	17.7%	11.5%
EPS (元)	1.72	2.10	2.48	2.76

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值，相关假设如下：

表11: 一、二阶段假设 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
净资产	215431	239703	267415	297908	328048	359994	393858	429753	467802	508134	550886	596203	644239	695157
摊薄 ROE	11.8%	12.8%	13.3%	13.3%	12.8%	12.4%	12.0%	11.6%	11.3%	11.1%	10.8%	10.6%	10.4%	10.2%
归母净利润	25386	30718	35573	39656	42035	44557	47231	50064	53068	56252	59628	63205	66998	71017
同比	28.9%	21.0%	15.8%	11.5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
分红率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
股利	7615	9215	10671	11896	12611	13367	14169	15019	15921	16876	17888	18962	20099	21305

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表12: 折现率假设

无风险收益率	3.0%	第二阶段增长率	6%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	30%
β	1.3	永续增长率	3%
COE	12%	永续分红率	50%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用三阶段 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 10.1-11.9 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

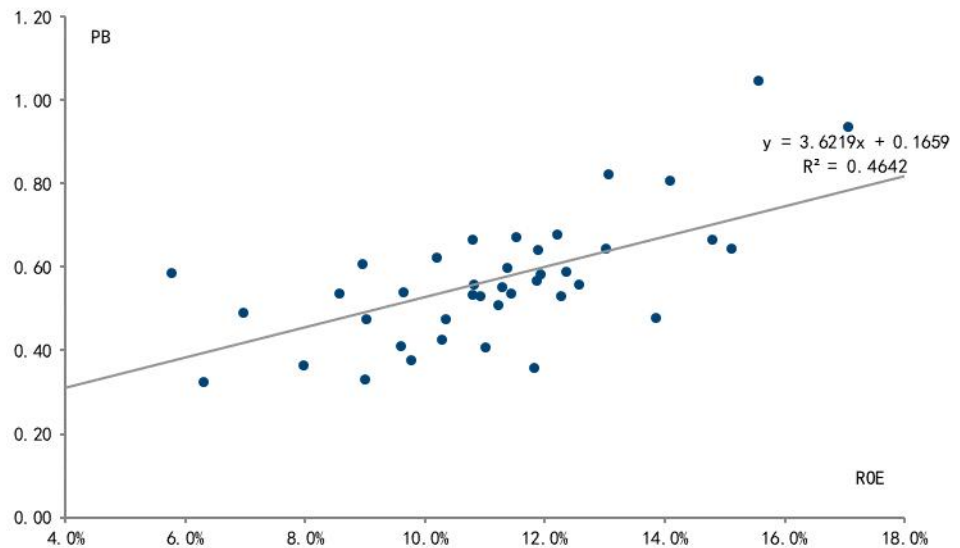
		折现率变化				
		11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
永续 增长 率变 化	2.0%	11.7	11.1	10.5	10.0	9.5
	2.5%	12.0	11.3	10.7	10.1	9.6
	3.0%	12.3	11.6	10.9	10.4	9.8
	3.5%	12.7	11.9	11.2	10.6	10.0
	4.0%	13.2	12.3	11.5	10.8	10.2

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值

我们将全部上市银行放在一起进行横向比较。按照 PB(MRQ) 以及 2022 年 ROE, 公司静态 ROE 对应 0.7-0.8 倍 PB(MRQ) 的理论估值, 据此计算其合理价值为 8.2-9.4 元。

图 39: 上市银行估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 按 2023 年 7 月 14 日收盘价计算。

投资建议

综合考虑估值测算, 绝对估值在 10.1-11.9 元, 相对估值在 8.2-9.4 元, 取平均值, 我们认为公司合理股价在 9.1-10.6 元, 相较当前股价 7.43 元 (2023 年 7 月 14 日收盘价) 有大约 22%-43% 溢价空间, 维持 “买入” 评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值相结合的方法计算得出公司的合理估值, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司折现率的假设和永续

增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

（1）市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

（2）我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

（3）相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

附表：财务预测与估值

每股指标 (元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (十亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.33	1.72	2.08	2.41	2.68	营业收入	64	71	77	84	93
BVPS	10.31	11.42	12.98	14.77	16.73	其中：利息净收入	45	52	57	63	70
DPS	0.40	0.52	0.62	0.72	0.81	手续费净收入	7	6	6	6	6
						其他非息收入	11	12	14	15	17
资产负债表 (十亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营业支出	37	38	38	39	42
总资产	2,619	2,980	3,398	3,805	4,186	其中：业务及管理费	14	17	19	21	23
其中：贷款	1,359	1,556	1,774	1,987	2,186	资产减值损失	22	20	18	17	18
非信贷资产	1,260	1,424	1,624	1,818	2,000	其他支出	1	1	1	1	1
总负债	2,421	2,765	3,158	3,538	3,888	营业利润	26	33	39	46	51
其中：存款	1,479	1,659	1,874	2,080	2,289	其中：拨备前利润	49	52	57	63	69
非存款负债	942	1,106	1,284	1,457	1,599	营业外净收入	0	(0)	0	0	0
所有者权益	198	215	240	267	298	利润总额	26	33	39	46	51
其中：总股本	15	15	15	15	15	减：所得税	6	6	8	9	10
普通股净资产	152	169	192	218	247	净利润	20	26	32	37	41
						归母净利润	20	25	31	36	40
总资产同比	12.0%	13.8%	14.0%	12.0%	10.0%	其中：普通股净利润	20	25	31	36	40
贷款同比	16.6%	14.5%	14.0%	12.0%	10.0%	分红总额	6	8	9	11	12
存款同比	11.2%	12.2%	13.0%	11.0%	10.0%						
贷存比	92%	94%	95%	96%	96%	营业收入同比	22.6%	10.7%	9.6%	9.1%	10.0%
非存款负债/负债	39%	40%	41%	41%	41%	其中：利息净收入同比	18.6%	15.7%	9.4%	10.4%	10.9%
权益乘数	13.2	13.8	14.2	14.2	14.1	手续费净收入同比	39.8%	-16.5%	-5.0%	0.0%	5.0%
						归母净利润同比	30.7%	28.9%	21.0%	15.8%	11.5%
资产质量指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩增长归因	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	1.08%	0.94%	0.92%	0.92%	0.92%	生息资产规模	13.3%	12.2%	12.6%	13.0%	10.9%
信用成本率	1.91%	1.45%	1.15%	0.95%	0.90%	净息差 (广义)	5.2%	3.5%	-3.1%	-2.7%	0.0%
拨备覆盖率	308%	362%	322%	281%	254%	手续费净收入	2.3%	-4.0%	-1.3%	-0.8%	-0.4%
						其他非息收入	1.7%	-1.1%	1.5%	-0.5%	-0.5%
资本与盈利指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业务及管理费	1.6%	-3.0%	-0.0%	0.0%	0.0%
ROA	0.81%	0.93%	1.00%	1.03%	1.03%	资产减值损失	31.7%	15.9%	10.9%	6.6%	1.4%
ROE	14.1%	16.4%	17.8%	18.0%	17.7%	其他因素	-25.2%	5.3%	0.5%	0.2%	0.0%
核心一级资本充足率	8.78%	8.79%	8.77%	8.90%	9.17%	归母净利润同比	30.7%	28.9%	21.0%	15.8%	11.5%
一级资本充足率	11.07%	10.87%	10.85%	10.98%	11.25%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032