

➤ **扎根金融沃土，区位优势显著。**江苏银行业务基本盘在苏南地区，但相比省内其他上市城商行，在苏北地区的机构、资产布局优势明显，有望更好受益于苏北展现出的经济增长强劲势头。与此同时，制造业转型升级、小微经济发达，都是江苏经济可持续发展的重要动力，对区域融资需求保持旺盛以及资产质量稳定有深远意义。

➤ **如何建立起小微业务护城河？**江苏银行持续保持省内小微贷款市占率首位，其小微贷款贡献了超 1/3 的贷款总量。我们认为其小微业务优势的形成至少包含两方面：一是差异化的客户定位，更多聚焦中小企业而非个体经营户，这使其能够与省内农商行进行错位竞争，并充分体现在小微贷款户均规模的差异上；二是数字化的全面赋能，是小微拓客及小微资产质量的关键支撑。

➤ **交易银行快速发展，可以带来什么？**江苏银行于 2017 年成立交易银行部，供应链金融和现金管理是其业务的核心，前者有望成为小微贷款持续投放的重要抓手，2022 年其贷款增速高达 70%，后者核心产品 2022 年交易量同比增速超 30%，低成本负债沉淀的规模效应有望不断显现，进而优化对公存款成本率。

➤ **十年零售转型成效显著。**消费金融、财富管理是江苏银行零售转型的重点。把握政策机遇，江苏银行于 2013 年开始发力消费贷，2021 年开始消费贷成为其个贷中的最重要构成，并为江苏银行带来了领先的资产收益率和净息差。客群基础、渠道优势以及资产管理能力，是江苏银行财富管理业务领先的三大要素，助力其成为首家零售 AUM 破万亿元的城商行。

➤ **“逆袭”的 ROE 如何延续？**2021 年开始，江苏银行 ROE 快速回升，截至 23Q1 仅次于城商行中的成都和宁波银行，估值层面呈现出较好的抗跌性，但当前仍是“高 ROE-低估值”标的。展望后续，我们认为三方面支撑其 ROE 保持相对高位：**一是净息差优势有望延续**，负债端成本压降或是关键；**二是对比同业，中收贡献度有较大提升空间**，特别是拥有着城商行中最大规模的理财子公司；**三是资产质量稳定向好背景下，信用成本仍有下行空间**，毕竟过去三年不良核销力度持续加大，历史包袱加速卸下。

➤ **投资建议：净息差优势突出，资产质量持续改善，高 ROE 可持续**

小微业务、交易银行、零售转型均是江苏银行的经营亮点，并助力其在过去两年的复杂经济环境中实现 ROE 弯道超车，而后续净息差优势有望延续、中收贡献度提升以及信用成本下行或是其 ROE 延续相对高位的关键。预计 23-25 年 EPS 分别为 1.61 元、1.93 元和 2.33 元，2023 年 7 月 21 日收盘价对应 0.7 倍 23 年 PB，低于可比同业均值，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**经济增长不及预期；区域信用风险暴露；居民资产负债表收缩。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	70,570	79,063	91,230	105,662
增长率 (%)	10.7	12.0	15.4	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	25,386	30,915	37,099	44,775
增长率 (%)	28.9	21.8	20.0	20.7
每股收益 (元)	1.72	1.61	1.93	2.33
PE	4	4	4	3
PB	0.6	0.7	0.6	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 7 月 21 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

7.02 元



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 于博文

执业证书：S0100122020008

邮箱：yubowen@mszq.com

### 相关研究

- 1.江苏银行 (600919.SH) 2022 年业绩快报点评：业绩持续高景气，资产质量向好-2023/02/02
- 2.江苏银行 (600919.SH) 2022 年三季度点评：业绩延续高增，零售转型深化-2022/10/30
- 3.江苏银行 (600919.SH) 22Q3 业绩预增公告点评：利润保持高增，转股指日可待-2022/10/18
- 4.江苏银行 (600919.SH) 2022 年中报点评：息差逆势提升，业绩靓丽高增-2022/08/30
- 5.江苏银行 (600919.SH) 2022 年半年度业绩快报点评：业绩景气度显著回升，资产质量持续改善-2022/07/18

# 目录

<b>1 扎根金融沃土，区位优势明显</b>	<b>3</b>
1.1 不可忽视的苏北发展潜力	3
1.2 制造业发达，小微市场蓬勃发展	4
1.3 股东增持显信心，管理层经验丰富	5
<b>2 深耕小微，发力交易银行</b>	<b>7</b>
2.1 如何建立起小微业务护城河？	7
2.2 高速发展的交易银行业务	10
<b>3 零售转型，带来坚挺息差和中收增长潜力</b>	<b>12</b>
3.1 十年零售转型成效显著	12
3.2 消费金融，带来坚挺息差	13
3.3 财富管理业务为何领先？	15
<b>4 高性价比投资标的</b>	<b>18</b>
4.1 高 ROE、低估值特点突出	18
4.2 高 ROE 支撑因素之一：净息差优势可持续	19
4.3 高 ROE 支撑因素之二：中收贡献度仍有提升空间	23
4.4 高 ROE 支撑因素之三：信用成本仍具下行空间	25
4.5 可转债转股对 ROE 摊薄影响有限	28
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>29</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	29
5.2 估值分析与投资建议	29
<b>6 风险提示</b>	<b>31</b>
<b>插图目录</b>	<b>33</b>
<b>表格目录</b>	<b>34</b>

# 1 扎根金融沃土，区位优势明显

## 1.1 不可忽视的苏北发展潜力

**扎根经济大省，享居民财富快速积累。**江苏银行成立于 2007 年，总部位于江苏南京，是江苏省内最大的法人银行。自成立以来，江苏银行始终深耕江苏本土地区，目前已成为长三角地区的龙头城商行，截至 2022 年末共有 532 家分支机构，其中 460 家位于省内，实现了江苏省内县域全覆盖。

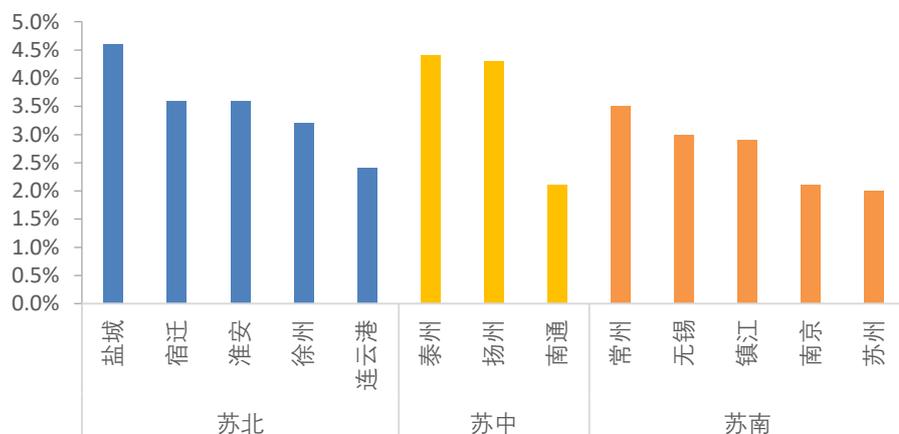
图1：江苏银行 2022 年机构分布情况



资料来源：公司财报，民生证券研究院

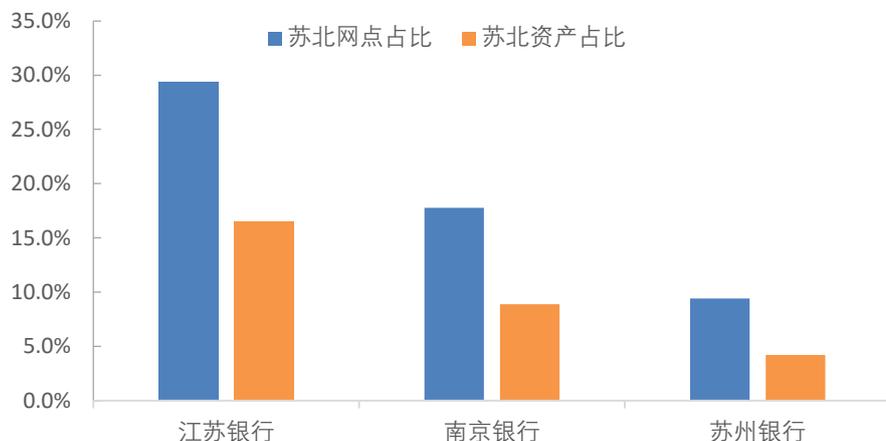
**业务基本盘在苏南，苏北展业优势明显。**苏南作为江苏省经济实力相对更强的区域，是省内银行的“兵家必争之地”，截至 2022 年末，江苏银行在苏南以 243 个网点、1.4 万亿的资产规模位居省内城商行第一，业务基石地位明显。

**苏北经济快速发展，江苏银行区位优势有望进一步凸显。**近年来苏中、苏北经济发展迅猛，2022 年大部分苏北城市 GDP 增速超过江苏省平均水平，部分原因在于国家对先进制造业的大力支持，使得徐州、盐城、淮安等以制造业为主导产业的城市快速发展，加之徐州本就位于交通枢纽，可以带动苏北其他城市的经济发展。

**图2：2022 年江苏各城市 GDP 增速**


资料来源：江苏省统计局，民生证券研究院

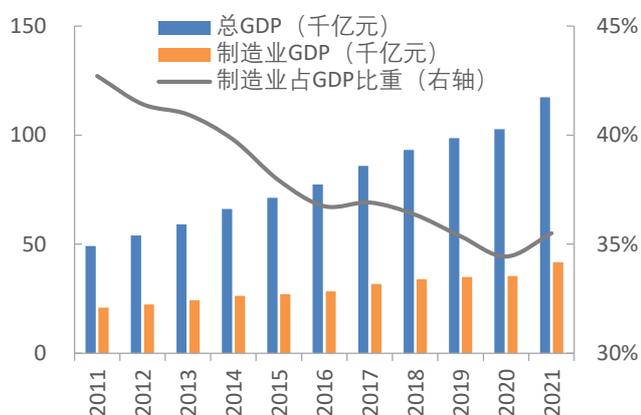
与区域内其他城商行进行对比，江苏银行在苏北具有较强的竞争优势。其苏北的网点占比 29.4%，资产占比 16.5%，明显高于南京银行和苏州银行，有望更好享受苏北经济发展的红利。

**图3：2022 年江苏银行、南京银行、苏州银行苏北网点及资产占比**


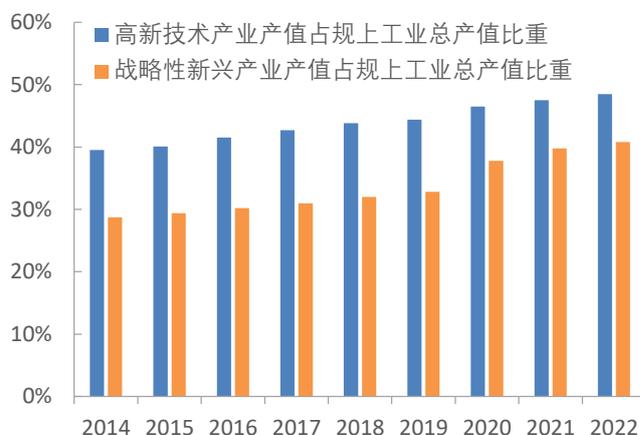
资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 1.2 制造业发达，小微市场蓬勃发展

**制造业大省，转型升级促经济持续发展活力。**江苏省作为制造业大省，制造业 GDP 贡献占比长期以来超 1/3。近年来江苏省走在产业结构优化升级前列，2022 年江苏高新技术产业产值占规上工业总产值比重达到 48.5%，战略性新兴产业产值占规上工业总产值也超过 40%。制造业转型升级，孕育了更长期视角下的融资需求，同时对于区域金融机构资产质量也形成长期支撑。

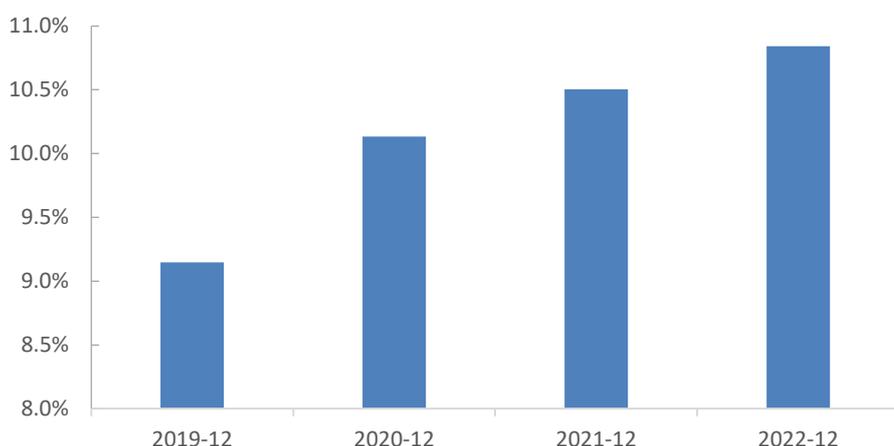
**图4：江苏省制造业占比**


资料来源：江苏省统计局，民生证券研究院

**图5：江苏省先进制造业产值占比**


资料来源：江苏省统计局，民生证券研究院

**小微经济沃土，融资需求旺盛。**江苏省小微经济发达，2022年非公有制经济增加值占GDP比重超3/4，民营经济增加值占GDO比重和私营个体经济增加值占GDP比重均超过50%。小微融资需求保持旺盛，截至2022年末，江苏省普惠小微企业贷款余额同比增速高出各项贷款增速14.5pct，同时在全国普惠小微贷款余额中的占比也接近11%。

**图6：江苏省普惠小微贷款余额占比**


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.3 股东增持显信心，管理层经验丰富

**国资股东占比高。**江苏银行前十股东多为地方国有企业，国资占比达41.1%，深厚的国资背景会成为江苏银行拓展政务金融等业务的坚实后盾，其中江苏省国际信托有限责任公司为第一大股东，持股比例8.17%。

**图7：截至 2022 年末江苏银行前十大股东**

股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例	股东性质
江苏省国际信托有限责任公司	12.07	8.17%	国有法人
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	11.97	8.11%	国有法人
华泰证券股份有限公司	8.68	5.88%	国有法人
江苏宁沪高速公路股份有限公司	7.21	4.88%	国有法人
香港中央结算有限公司	7.14	4.84%	境外法人
无锡市建设发展投资有限公司	7.1	4.81%	国有法人
江苏省广播电视集团有限公司	4.52	3.06%	国有法人
苏州国际发展集团有限公司	3.51	2.38%	国有法人
江苏省国信集团有限公司	2.92	1.98%	国有法人
江苏凤凰资产管理有限责任公司	2.71	1.84%	国有法人

资料来源：公司财报，民生证券研究院

**股东多次增持，彰显长足发展信心。**自江苏银行上市以来，除了 2021 年，每年都有重要股东的股权增持。2022 年之前股东增持均使用自有资金，2023 年 6 月，江苏省投资管理有限责任公司通过可转债方式增持江苏银行 1.05 亿股，增持后，与江苏信托保持合并第一大股东。股东多次增持，表明了对江苏银行的长期发展信心，同时也对助推其可转债转股的进程。

**图8：江苏银行上市以来股东增持情况梳理**

时间	公司名称	增持股数 (亿股)	增持后持股数 (亿股)	增持后持股比例
2018/5/17	江苏省国际信托有限责任公司	0.31	9.24	8.00%
2018/5/21	江苏凤凰出版传媒集团	0.12	8.85	7.67%
2019/3/14	江苏省国际信托有限责任公司	1.01	10.29	8.91%
2019/3/14	江苏凤凰出版传媒集团	1.23	10.08	8.73%
2019/8/27	江苏省国际信托有限责任公司	1.17	11.46	9.92%
2020/7/2	江苏凤凰出版传媒集团	1.26	11.34	9.82%
2022/11/18	江苏宁沪高速公路股份有限公司	0.77	10.38	7.03%

资料来源：公司财报，民生证券研究院

**管理层长期深耕江苏本土，经验丰富。**董事长夏平以及行长葛仁余均有较丰富的国有行江苏省分行的工作经验，对于本土经济发展及金融机构展业理解深刻。其中葛仁余 2022 年 9 月开始任职行长一职，此前长期的银行信息技术相关工作经验有望进一步赋能江苏银行的数字化转型。

**图9：截至 2022 年江苏银行管理层情况**

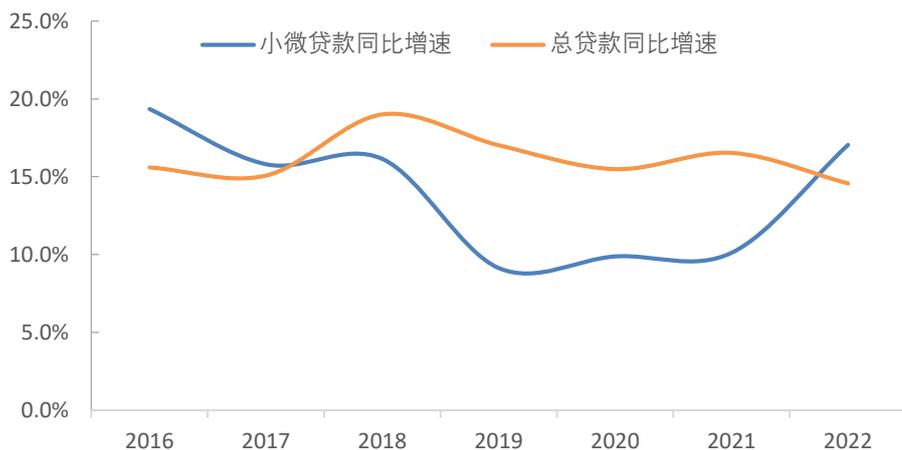
姓名	职位	工作经历介绍
夏平	董事长	曾任中国建设银行南京分行国际业务部副总经理、六合县支行行长、第一支行行长、江苏省分行营业部总经理助理、副总经理、江苏省分行党委委员、副行长，中国建设银行苏州分行党委书记、行长，南京银行党委副书记、行长，江苏银行党委副书记。现任江苏银行董事长、党委书记，苏银金融租赁公司董事长。
葛仁余	行长	曾任中国建设银行南京分行计算机处科员、科技处处长助理、副处长，中国建设银行江苏省分行营业部运行中心经理、信息技术管理部总经理，南京银行信息技术部总经理，江苏银行信息科技部总经理，江苏银行党委委员、副行长。现任江苏银行执行董事、党委副书记、行长、首席信息官，城银清算服务有限责任公司董事。

资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 2 深耕小微，发力交易银行

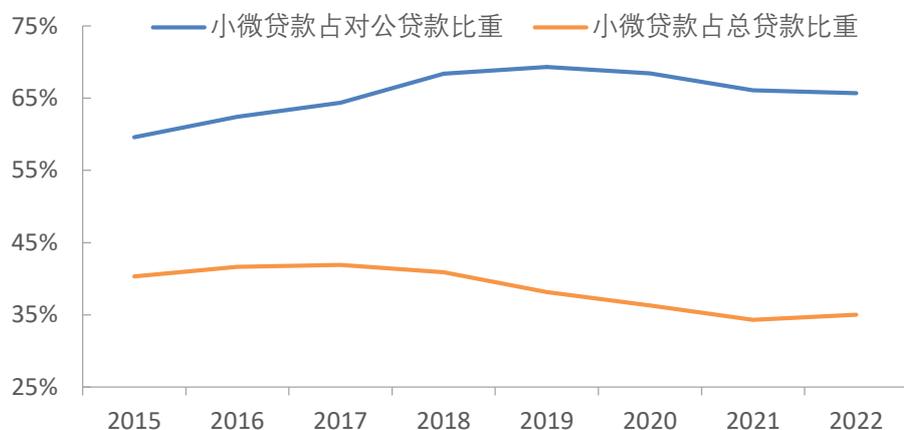
### 2.1 如何建立起小微业务护城河？

**长期坚持服务中小，省内小微市占率长期保持第一。**江苏银行自建立伊始便将中小企业作为重要客户，始终坚持服务中小企业、服务地方经济、服务城市市民的方针，深入贯彻落实监管部门各项小微企业信贷支持政策。截至 2022 年末，江苏银行小微贷款余额超 5600 亿元，在省内小微贷款市场份额继续保持领先。

**图10：江苏银行小微贷款及总贷款同比增速**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**小微业务贡献超 1/3 的贷款投放。**江苏银行小微贷款规模在对公贷款中占比自 2016 年以来持续保持在 60%以上，到 2022 年末已接近 2/3，在总贷款中的占比尽管有所回落（主要是零售贷款占比提升所致），但始终高于 1/3，由此可见，小微业务是江苏银行重要的扩表支撑。

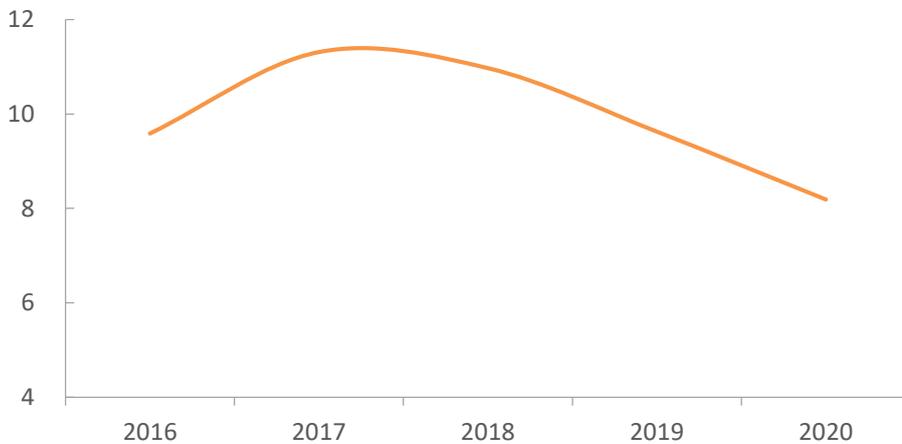
**图11：江苏银行小微贷款占对公贷款及总贷款比重**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**江苏银行小微核心竞争力来自哪里？**近几年，在政策引领以及此前疫情对经济活动的影响下，小微市场竞争趋于激烈，除了大行发力拓展小微市场，省内众多农商行在小微领域展业经验丰富，在这样的市场环境中江苏银行小微贷款仍能保持高速投放，市场份额亦稳定高位，我们认为主要有两方面原因：

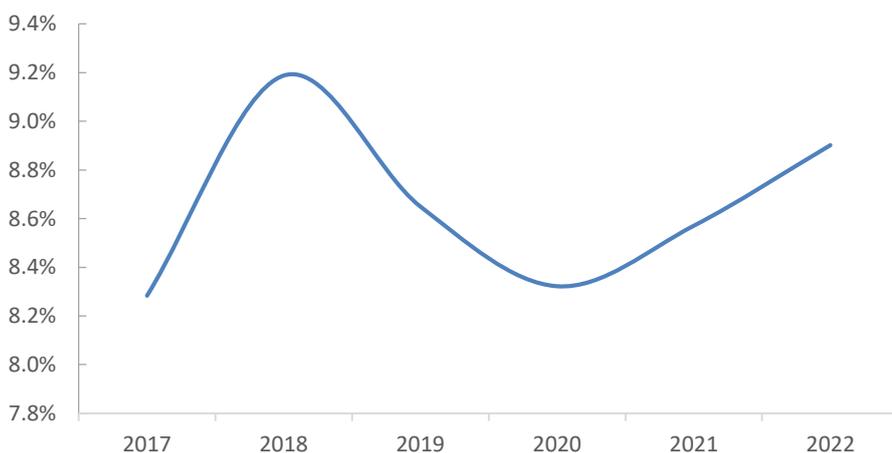
### 1、差异化的客户定位

**聚焦中小企业，与省内农商行错位竞争。**国有行近几年在小微市场的发力从市场份额角度看，更多影响的是农商行，对股份、城商行影响相对有限，可能是价格差异相对较小带来的结果。但江苏省内农商行众多，小微深耕多年，江苏银行与以常熟银行为代表的农商行的小微客户定位差异主要体现为两点：1) 聚焦中小企业客户，而不是小微企业主，后者更多体现在个人经营贷中；2) 这也带来了小微贷款户均规模的明显差别，例如常熟银行个人经营贷户均规模不足 40 万元，而我们预计江苏银行当前小微贷款户均规模在 600 万元左右（最新披露的数据为 2020 年的 820 万元）。

**图12：江苏银行小微贷款户均情况（百万元/户）**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**较早布局科创领域。**同时为了迎合江苏省科创经济发达，科创企业总体增速较快的本土环境，江苏银行较早进行科创企业布局，制定助力科技自立自强 24 条、人才金融“新十条”，发布服务科创金融改革试验区行动方案，形成科技金融全周期产品图谱。截至 2022 年末，科创企业贷款余额 1428 亿元，2019 年以来的复合增速高达 16.63%。

**图13：2022 江苏银行科创贷款占全部贷款百分比**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 2、数字化的全面赋能

江苏银行在数字化理解和建设上走在城商行前沿。早在 2013 年，江苏银行就启动了“智慧银行”建设，2014 年将“智慧化”提升为四化战略之一并且在业内首批推出直销银行，2019 年新一轮五年战略中将“智慧化”提升至四化战略首位。业务与科技融合的成效已经显现，例如手机银行月活客户数持续保持城商行首位，

基于人工智能技术研发的大语言模型平台已经实现了客服场景的首次应用等。

**数字化建设对于江苏银行小微业务开展形成强赋能。**2015年,江苏银行在业内率先落地全线上小微贷款产品“税e融”,该产品创设基于小微企业的纳税数据;2020年,“税e融”进阶至“随e贷”,大数据等技术贯穿信贷全流程,数字化小微展业模式成熟度达到新层次,以该产品为代表的江苏银行小微服务方式,一方面借助数字化实现拓客,另一方面也是小微资产质量的关键保障。截至2022年末,江苏银行小微不良率0.85%,连续多年实现不良额和不良率的双降。

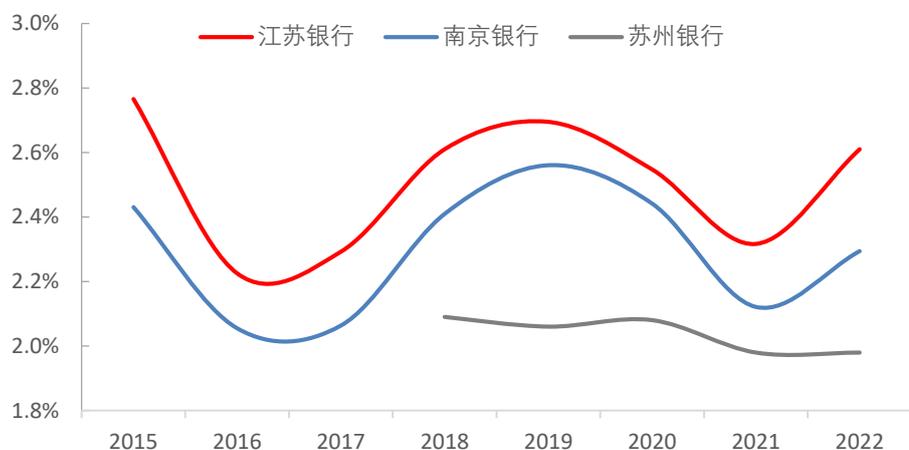
图14: 数字化转型战略



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

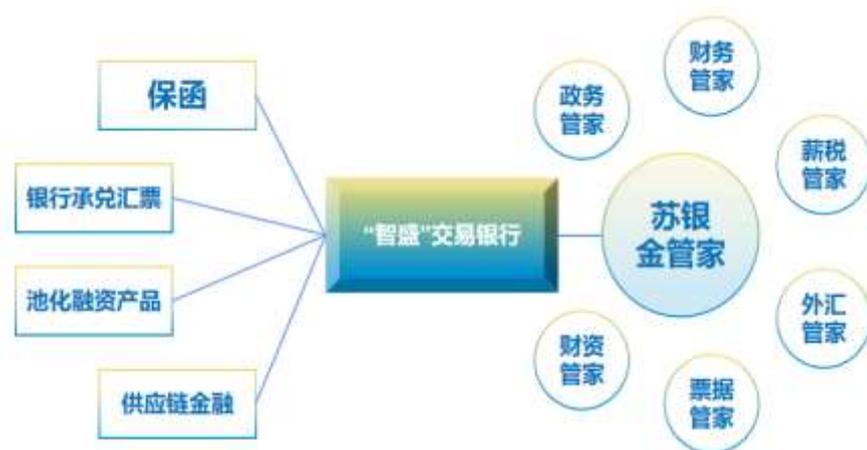
## 2.2 高速发展的交易银行业务

2017年,江苏银行成立了交易银行部,并将供应链金融和现金管理等作为核心业务环节。交易银行业务通过综合化的金融服务有利于强化客户粘性,同时随着规模效应的显现也有利于低成本负债沉淀。

**图15：对公存款平均付息率：江苏银行 vs.可比同业**


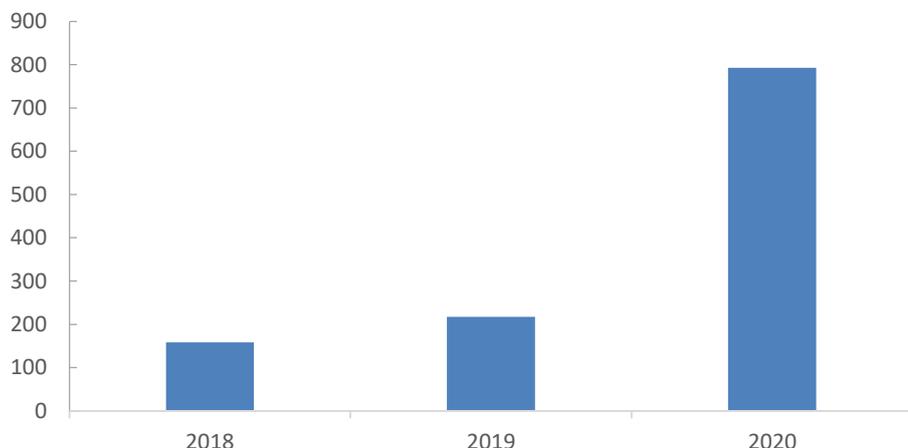
资料来源：公司官网，民生证券研究院

**交易银行业务量实现长足发展。现金管理业务**通常包括为企业客户提供账户管理、流动性管理等产品和服务，过程中能够获得可观的企业流动性资金，这部分资金通常不以收益率为追求目的，因此是银行获得低成本对公存款的重要抓手。截至 2022 年末，江苏银行现金管理核心产品“苏银金管家”累计服务客户超 2 万户，同比增幅高达 120%，交易量同比增长 32%，低成本负债沉淀规模值得期待。

**图16：江苏银行交易银行基本架构**


资料来源：公司官网，民生证券研究院

**供应链金融方面**，2018-2020 年江苏银行供应链金融业务链规模复合增速高达 123.8%，2022 年供应链贷款同比增速达 70%，而供应链金融本身也是小微金融服务的重要手段之一（基于核心企业信用对产业链上下游企业融资），这可能也意味着，供应链金融是未来江苏银行小微展业甚至整体扩表的重要抓手。

**图17：供应链金融业务链（亿元）**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 3 零售转型，带来坚挺息差和中收增长潜力

### 3.1 十年零售转型成效显著

江苏银行已走过十年零售转型之路。2013年开始将战略重心转向大零售业务，2017年提出了“智慧零售”战略，推动金融科技在零售业务中的运用和创新，2022年提出在深化智慧零售战略推进的基础上，以两大APP作为核心载体，加速从交易平台向线上客户服务平台转变。

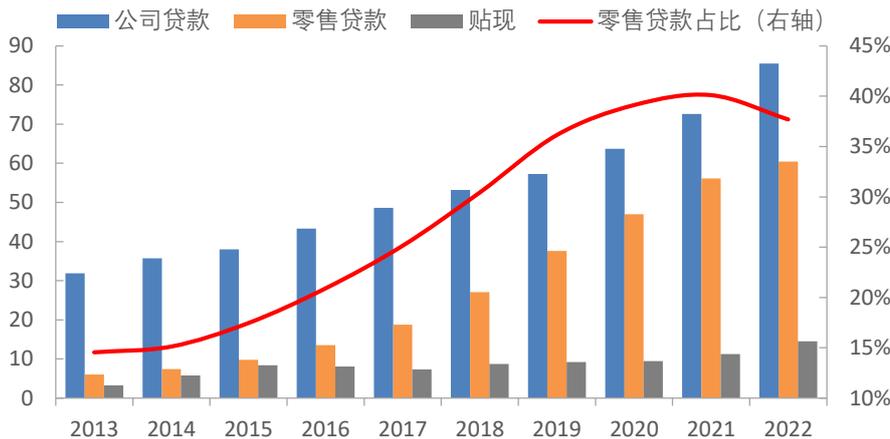
**图18：江苏银行零售战略转型过程**

零售战略转型	
2013	开始将战略重心向零售倾斜，以业务下沉为方向，建立健全服务平台；以消费贷款为突破，调整优化个贷结构；以产品创新为驱动，加强各类客户拓展；以分期业务为重点，提升卡业务盈利能力。
2014	加快“卡拉贷”、“卡分期”等消费类贷款产品的推广，消费金融贷款大幅增长。抓住互联网机遇推出直销银行。
2015	实施消费金融与信用卡事业部制改革。成立私人银行中心，搭建了由私行中心、财富管理中心、理财中心构成的三级财富分层服务体系。
2016	网贷产品初具市场影响力，研发上线“财e融”、“金e融”、“房e融”三大产品，特别是“金e融”在10个城市开通，累计申请客户数超8万人，累计投放超60亿元。
2017	以打造“智慧零售”为目标，积极推进零售转型发展，推动金融科技在零售业务中的应用。通过运用大数据、云计算与人工智能等新兴科技，在公司内部实施智慧引擎项目，推出投融资一体化智能投顾系统——阿尔法智投。
2018	深化“智慧零售”建设，积极运用金融科技推进业务创新，提升零售业务运行效率和发展质量。推出阿尔法保险，满足客户线上化投资保障需求。推出了基于物联网、互联网技术的线上工程机械按揭贷款产品。
2019	充分运用互联网、大数据、人工智能、生物与图像识别等技术，推出手机银行5.0版、直销银行5.0升级版，实现网点柜面、智能柜台“无卡”办业务，开放以“PC+小程序”双平台，持续拓展线上零售应用场景生态圈。
2020	整合原有信用贷款产品上线个人消费“随e贷”，利用微信小程序，突破传统营销边界，实现“员工客户经理化”、“客户客户经理化”，通过互联网引流进一步强化获客能力。
2021	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	深入推进智慧零售战略，全面洞悉客户线上化服务需求，以“金融+场景”“金融+智慧”为抓手，以江苏银行手机银行APP、天天理财APP两大核心载体为依托，强化数字驱动、场景建设和落地应用，加速从交易平台向线上客户服务平台转变。

资料来源：公司财报，民生证券研究院

**资产端的零售转型成效斐然。**2013 年零售转型以来，江苏银行零售贷款余额复合增速接近 30%（2014-2022 年），截至 2022 年末零售贷款占比达 37.7%，尽管较 2021 年有所滑落，但是在 2022 年末的零售贷款占比依旧是 2013 年零售占比的 2.6 倍。

**图19：江苏银行零售贷款占比（百亿元）**

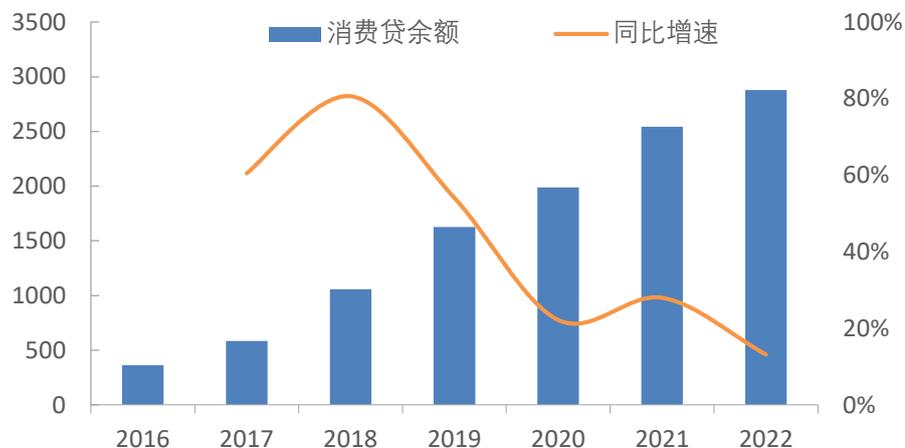


资料来源：公司财报，民生证券研究院

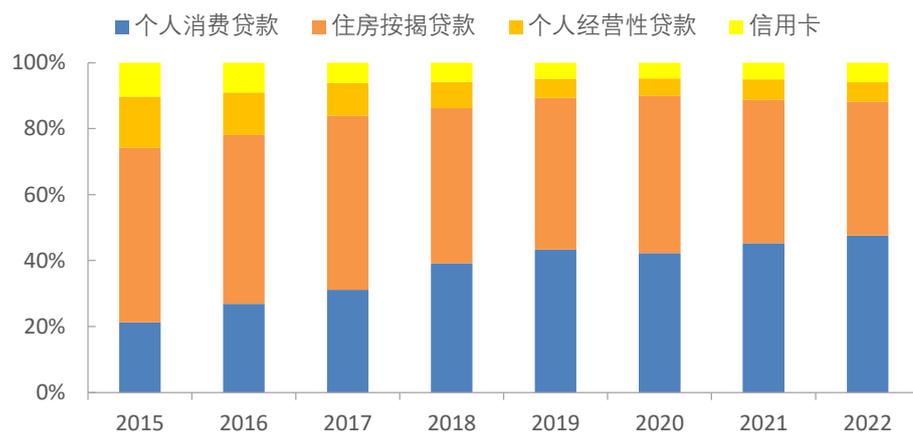
### 3.2 消费金融，带来坚挺息差

**伴随零售转型战略的提出，消费贷款投放明显提速。**2013 年国务院《关于金融支持经济结构调整和升级的指导意见》中，明确提出“发展消费金融促进消费升级”，当年也是江苏银行开启零售转型的元年，2013 年“卡易贷”（江苏银行代表性消费贷产品）余额同比增长超 81 倍，主要是启动了该产品的全国性推广。

**消费贷已成江苏银行个贷最重要构成。**经历几年的高增长后，消费贷款在江苏银行个人贷款中的占比于 2021 年首次超过按揭贷款，截至 2022 年末已达 47.6%。此外，2020 年江苏银行获批消费金融牌照，2021 年苏银凯基消费金融公司正式展业，且当年即实现盈利，贷款余额超 100 亿元，2022 年 8 月，贷款余额超 200 亿元，成为江苏银行消费金融发展的新生推动力量。

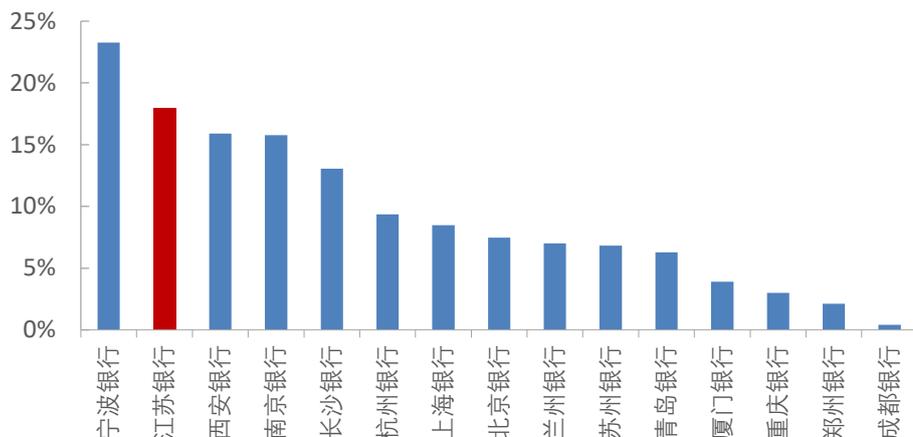
**图20：江苏银行消费贷款增长情况（亿元）**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

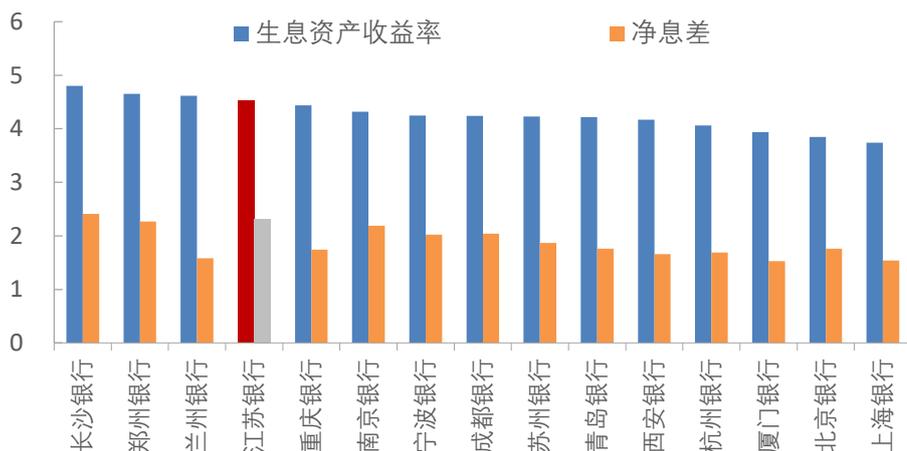
**图21：江苏银行零售贷款结构**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**领先的消费贷占比，为江苏银行带来领先的资产收益率和净息差。**截至2022年末，江苏银行消费贷占总贷款比重在可比同业中排名第二，仅次于宁波银行，帮助其在江苏省这样金融竞争激烈的区域仍拥有可比同业中上游的生息资产收益率以及第二的净息差。

**图22：截至 2022 年末消费贷占总贷款比重：江苏银行 vs.可比同业**


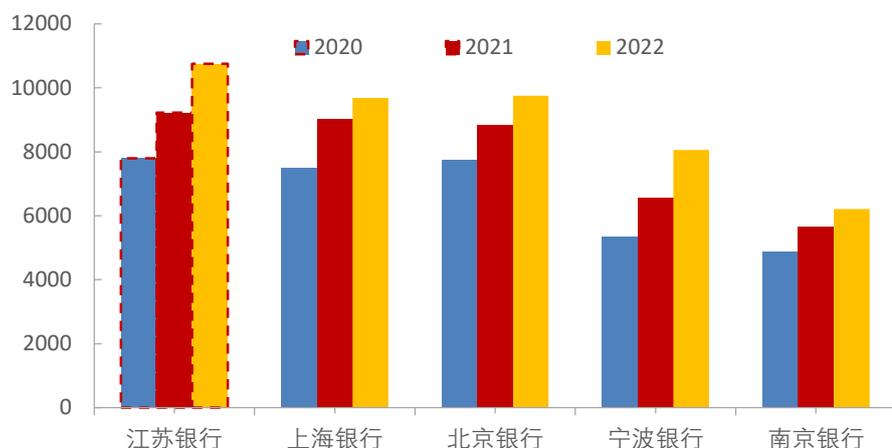
资料来源：wind，民生证券研究院 注：未包括齐鲁、贵阳银行，因数据披露有限，下同。

**图23：2022 年生息资产收益率&净息差 (%)：江苏银行 vs.可比同业**


资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.3 财富管理业务为何领先？

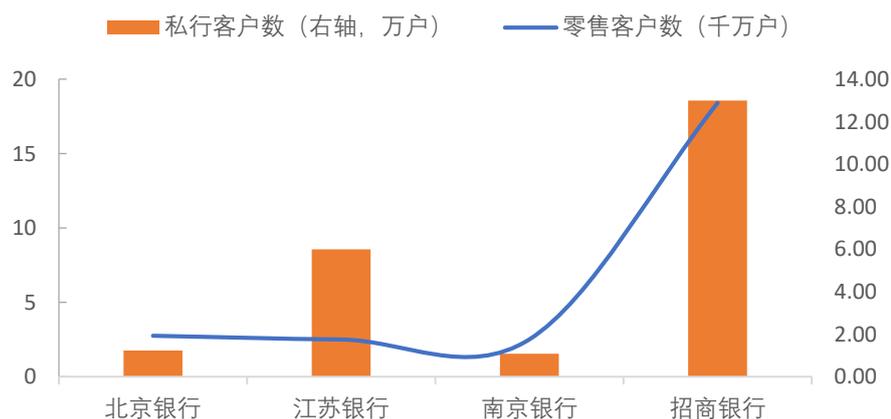
**首个零售 AUM 破万亿的城商行。**自江苏银行开启零售转型，财富管理业务就是重要一环，2020 年以来零售 AUM 均位居城商行首位，2022 年零售 AUM 首破一万亿元，进一步拉开与同业间的差距。

**图24：江苏银行及主要可比同业零售 AUM 规模（亿元）**


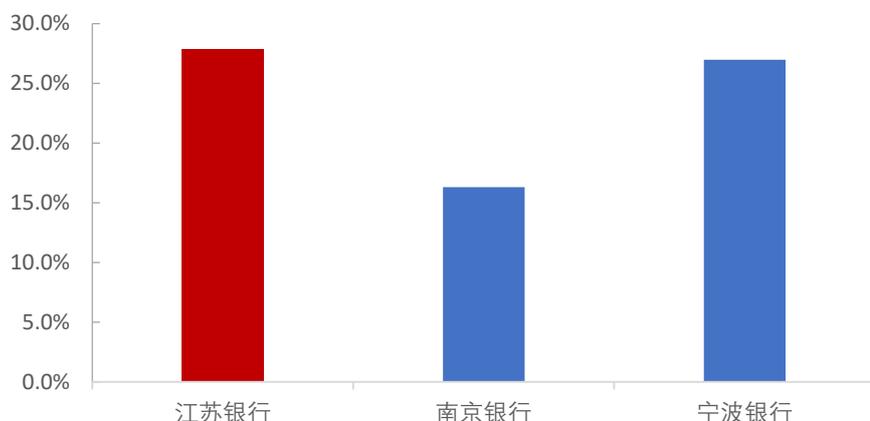
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**客群基础、渠道优势以及资产管理能力是江苏银行财富管理业务快速发展的重要支撑。**

首先，江苏省人均收入水平高、高净值人群分布多，赋予了江苏银行发展财富管理业务的基础，截至 2022 年末江苏银行零售客户超 2500 万户，私行、财富客户数约 6 万户，后者明显高于可比同业，一定程度解释了为何零售 AUM 居城商行首位，私行客户 AUM 贡献度达 27.9%。

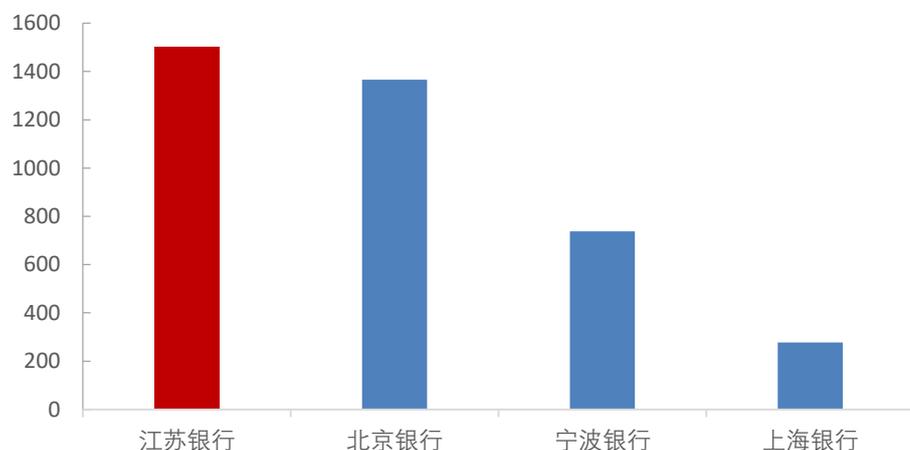
**图25：零售、私行客户数：江苏银行 vs.可比同业**


资料来源：公司财报，民生证券研究院 注：江苏银行的私行口径是私行客户和财富客户总和

**图26: 私行 AUM 贡献度: 江苏银行 vs.可比同业**


资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

渠道优势上, 一方面是线下网点数量的绝对优势, 截至 2022 年末, 江苏银行在省内就拥有 460 家分支机构, 实现省内县域全覆盖; 另一方面, 线上渠道建设也优势明显, 手机银行客户数、月活客户数均位居城商行首位。此外, 渠道能力建设的成效也在显现, 例如非货基金保有量的快速增长。

**图27: 手机银行客户数: 江苏银行 vs.可比同业 (万户)**


资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

对于银行发展财富管理业务而言, 理财业务是核心抓手, 理财规模持续增长背后归根结底依赖于资产管理能力。截至 2022 年末, 苏银理财产品余额近 4400 亿元, 排名城商行首位。根据普益标准发布的银行理财能力排名, **江苏银行多次位居城商行理财综合能力首位**, 23Q1 苏银理财发行能力、运营管理能力均位居城商行第一, 收益能力位居第二, 产品研发能力位居第四。

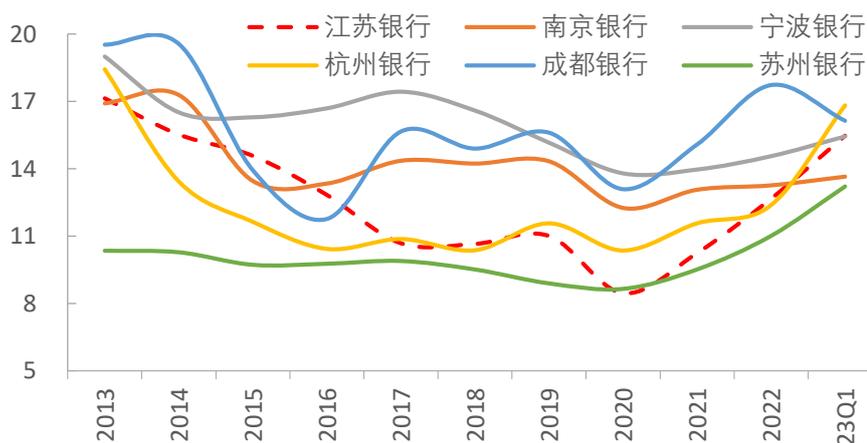
**图28: 江苏银行理财产品余额及增速**


资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

## 4 高性价比投资标的

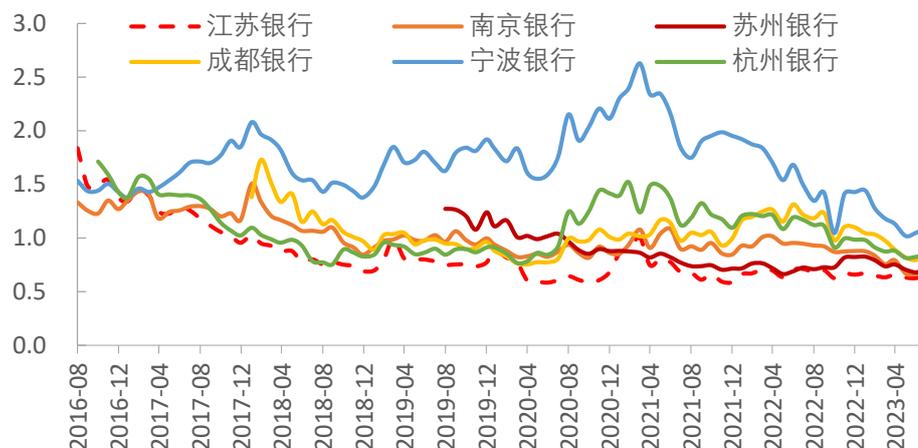
### 4.1 高 ROE、低估值特点突出

“逆袭”的 ROE 带来了江苏银行的估值抗跌性。2013-2020 年, 江苏银行 ROE 水平呈现波动下行趋势, 2020 年甚至在可比同业 (特指江浙上市城商行及成都银行, 下同) 中排名末位, 2021 年以来, ROE 快速回升、斜率陡峭, 截至 23Q1 仅次于成都和宁波银行。

**图29: ROE (%) : 江苏银行 vs.可比同业**


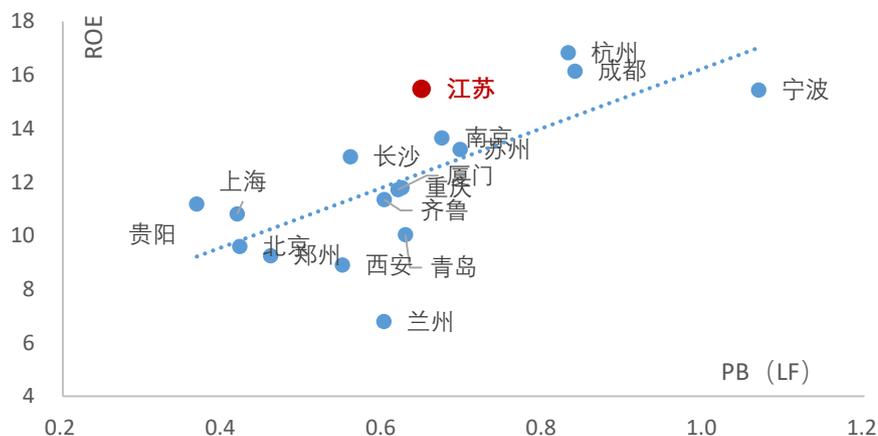
资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 23Q1 为年化数据

反映到估值上, 2021 年以来 (截至 2023 年 7 月 14 日) 江苏银行 PB (LF) 仅回落 5.1%, 而可比同业普遍回调 20%左右, 个别标的估值折半。

**图30: PB (LF): 江苏银行 vs.可比同业**


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 截至 2023 年 7 月 14 日收盘价

从 PB-ROE 角度看, 江苏银行仍然被低估。当前江苏银行拥有 A 股上市城商行第三的 ROE, 却只匹配着第六的 PB 估值水平, 理论上估值提振空间可观, 但需要领先的 ROE 水平的持续性予以配合。

**图31: 上市城商行 ROE (%) —PB (LF)**


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 根据 2023 年 7 月 14 日收盘价计算 PB (LF), ROE 为根据 23Q1 财报测算的年化 ROE。

我们认为, 未来江苏银行高 ROE 的支撑因素至少有三方面: 一是净息差优势的延续, 二是中收贡献度的提升, 三是信用成本仍存下行空间。

## 4.2 高 ROE 支撑因素之一: 净息差优势可持续

利息净收入贡献度的明显抬升, 是 2021 年以来江苏银行 ROE 逆袭的关键因素之一。对比江苏银行与省内两家上市城商行, 2021-2022 年, 仅江苏银行实现

了利息净收入对 ROE 贡献度的抬升。

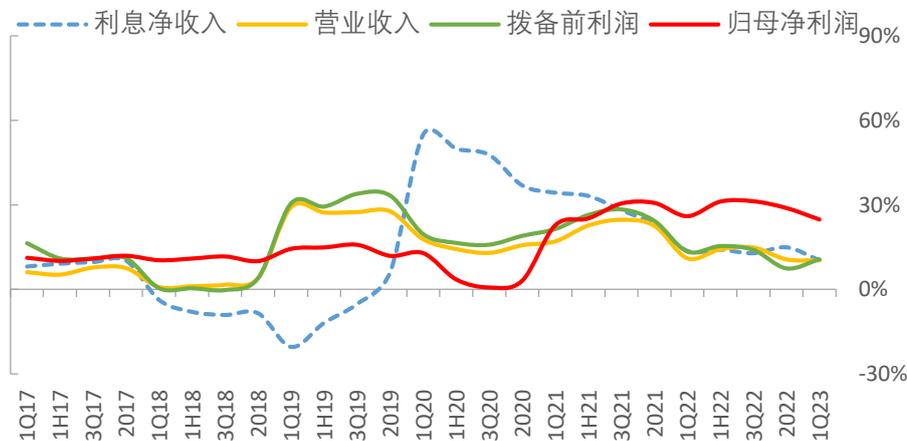
图32：ROE 贡献因子拆解之净利息收入：江苏银行 vs.省内上市城商行

		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
江苏银行	利息净收入	1.75%	1.65%	1.38%	1.28%	1.68%	1.84%	1.87%
	利息收入	4.15%	4.51%	4.42%	4.08%	4.20%	4.23%	4.13%
	利息支出	2.40%	2.85%	3.05%	2.80%	2.52%	2.40%	2.27%
南京银行	利息净收入	2.27%	1.82%	1.81%	1.65%	1.66%	1.66%	1.42%
	利息收入	4.59%	4.27%	4.49%	4.27%	4.09%	3.94%	3.62%
	利息支出	2.32%	2.45%	2.68%	2.62%	2.43%	2.28%	2.20%
苏州银行	利息净收入	2.40%	2.18%	2.21%	1.85%	2.06%	1.79%	1.71%
	利息收入	4.72%	4.96%	4.99%	4.37%	4.34%	4.09%	3.87%
	利息支出	2.32%	2.78%	2.77%	2.51%	2.29%	2.30%	2.17%

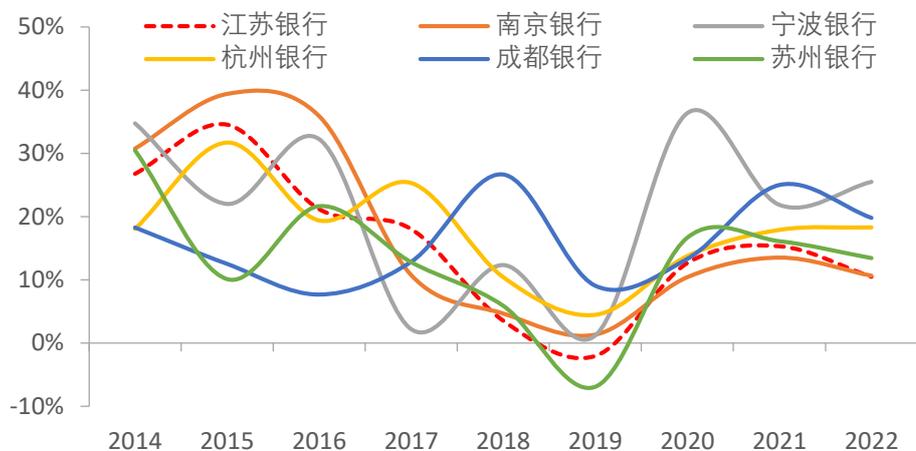
资料来源：wind，民生证券研究院 注：图中数据为利润表对应科目与总资产平均余额之商，下同。

坚挺的息差是利息净收入贡献度抬升的关键。回看过去三年，江苏银行保持着相对温和的扩表节奏，生息资产同比增速基本在南京、苏州银行之间，当然这与江苏银行显著领先的资产规模有关。

图33：截至 23Q1 江苏银行业绩累计同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

**图34：生息资产同比增速：江苏银行 vs.可比同业**


资料来源：wind，民生证券研究院

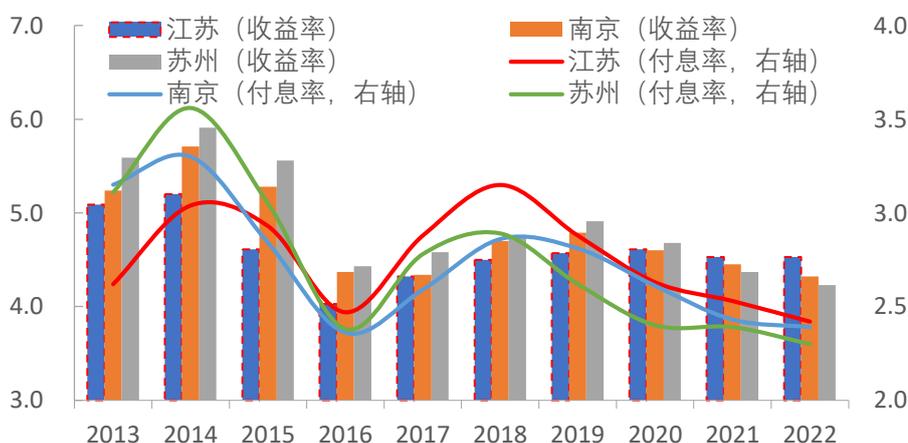
过去两年，江苏银行净息差快速“弯道超车”。回溯过去十年，2013-2020年，江苏银行在当前上市的17家城商行中排名中后，特别是2015-2018年，2021年跃至第三位，2022年继续爬升至第二位。

**图35：过去十年江苏银行在上市城商行中的排名（当前上市的17家城商行，%）**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
净息差	2.75	2.45	1.94	1.70	1.58	1.59	1.94	2.14	2.28	2.32
净息差排名	12	13	17	17	16	17	12	10	3	2

资料来源：wind，民生证券研究院

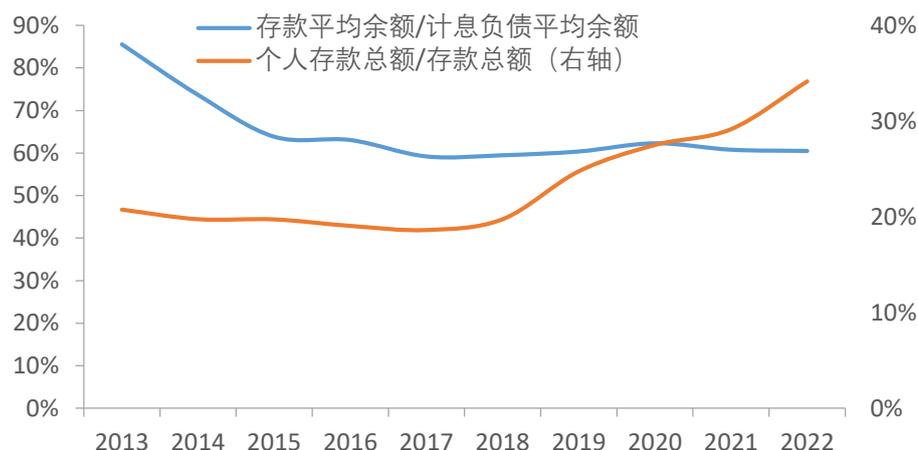
资产、负债两端结构改善，支撑净息差不降反升。资产端，2020年开始贷款在生息资产中的比重实现回升，同时零售贷款（特别是消费信贷）的占比明显上升，助推江苏银行生息资产收益率在复杂的经济环境中保持基本稳定，优于省内其他上市城商行表现。

**图36：净息差两端拆解（%）：江苏银行 vs.省内城商行**


资料来源：wind，民生证券研究院 注：收益率为生息资产收益率，付息率为计息负债成本率

零售转型成效在负债端的体现主要从 2019 年开始，个人存款在总存款中的占比开始快速提升，2019-2022 年累计提升 14.4pct，同时个人活期存款占比也有较好表现，自 2018 年以来累计回升 1.6pct，即使是在存款定期化较为明显的 2022 年，个人活期存款占比也有明显提升，这成为计息负债成本率下行的关键支撑之一。

图37：江苏银行负债结构变化历程



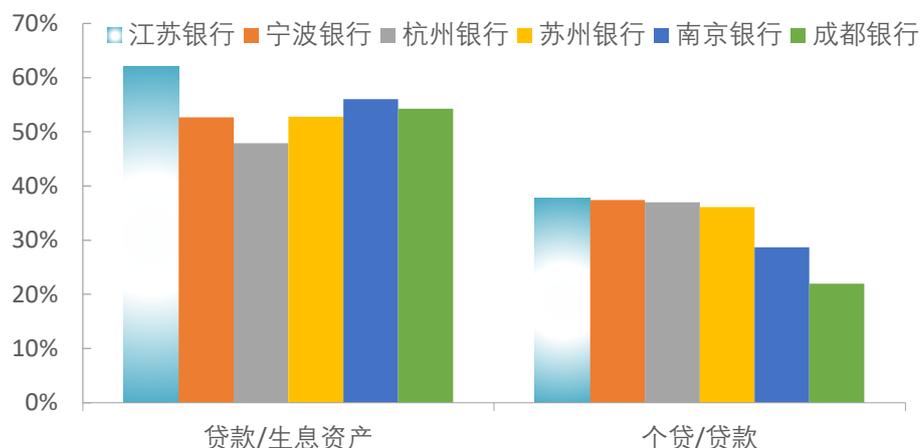
资料来源：wind，民生证券研究院

图38：江苏银行个人存款占比变化 (%)



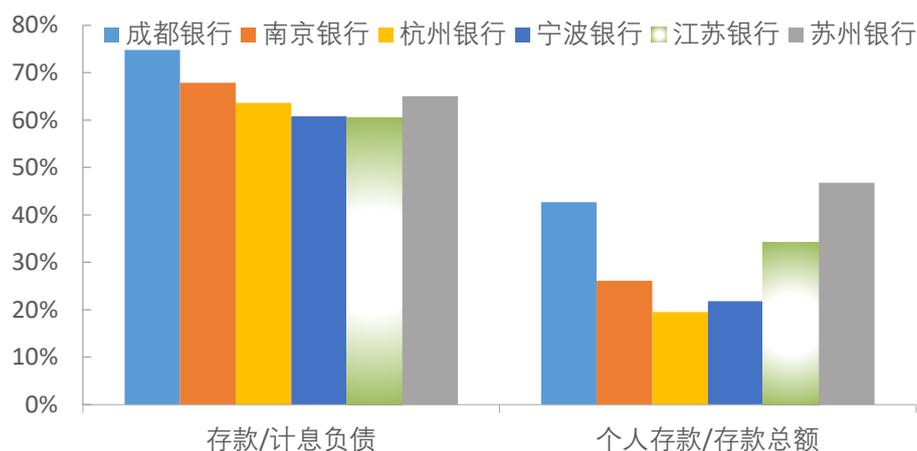
资料来源：wind，民生证券研究院

展望后续，净息差优势延续的关键或在负债成本的继续压降。十年零售转型、小微贷款占比高，形成了江苏银行生息资产收益率高的坚实基础，且从贷款在生息资产中占比、个贷在贷款中占比来看，江苏银行的资产结构已经处于同业较优水平。

**图39：资产结构情况：江苏银行 vs.可比同业**


资料来源：wind，民生证券研究院

**江苏银行兼具负债成本压降空间和能力。** 尽管近几年计息负债成本率明显下行，且降幅不弱于省内其他两家城商行，但是无论是从存款在计息负债中的占比还是个人存款在存款中的比重来看，相较可比同业都有进一步改善空间，进而推动负债成本下行。此外，在监管、自律机制引导银行负债成本下行基础上，江苏银行对公端交易银行业务、零售端财富管理业务等的深入推进，在低成本负债沉淀上的效果也有望逐渐显现。

**图40：负债结构情况：江苏银行 vs.可比同业**


资料来源：wind，民生证券研究院

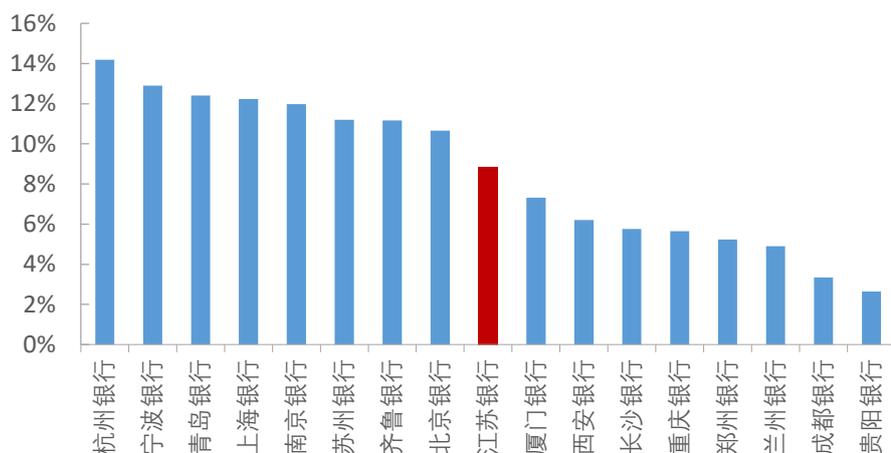
### 4.3 高 ROE 支撑因素之二：中收贡献度仍有提升空间

**江苏银行中收对营收以及 ROE 贡献度仍有提升空间。** 截至 2022 年末，江苏银行中收在总营收中的占比为 8.9%，在全部上市城商行中排名中游，在江浙地区城商行中排名靠后。对比省内两家城商行，中收对 ROE 的贡献度也明显更低。

**图41：ROE 贡献因子拆解之中收：江苏银行 vs.省内两家城商行**

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
江苏银行	0.40%	0.34%	0.28%	0.30%	0.24%	0.30%	0.22%
南京银行	0.41%	0.32%	0.30%	0.31%	0.35%	0.36%	0.28%
苏州银行	0.42%	0.32%	0.31%	0.33%	0.26%	0.29%	0.27%

资料来源：wind，民生证券研究院

**图42：截至 2022 年末上市城商行中收在总营收中的占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

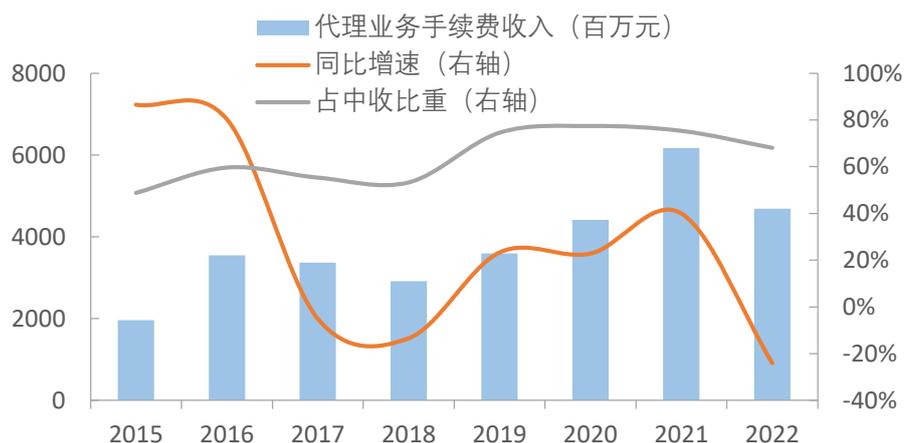
仅从手续费收入角度看，江苏银行具有不低的成本收入比。截至 2022 年末，江苏银行中间业务收入的成本收入比接近 11，在上市城商行中排名中上游，与此同时手续费支出占总营收比重不足 0.9%，明显低于其他江浙地区城商行，这或许意味着，江苏银仍有充足的中间业务投入空间，而伴随投入的增加，中收贡献度仍有提升空间。

**图43：截至 2022 年末上市城商行中间业务成本收入比**


资料来源：wind，民生证券研究院

**代理业务是中收贡献度提升的关键。**与大部分银行相似，代理业务手续费收入是江苏银行中收的核心组成。未来苏银理财凭借领先的综合管理能力，规模有望稳健增长，同时在渠道侧非货公募代销的快速崛起也有望成为代理业务手续费增长的抓手，特别是这类产品通常对应更高的销售费率。

**图44：江苏银行代理业务手续费规模及增速**

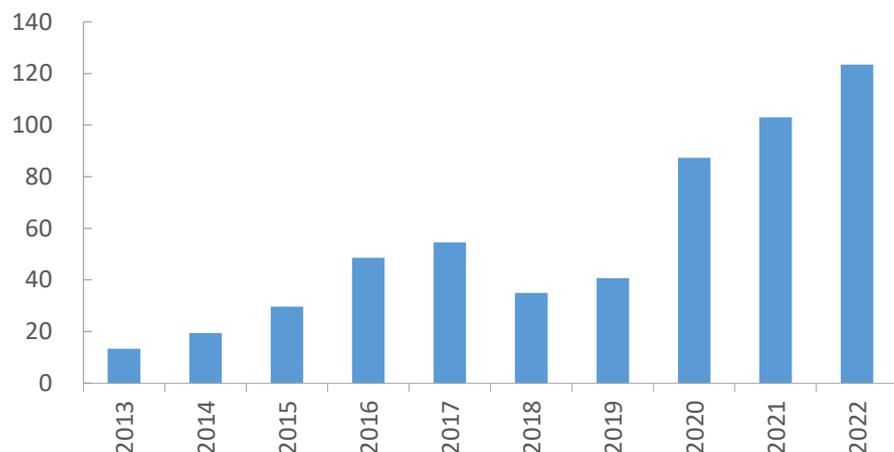


资料来源：公司财报，民生证券研究院

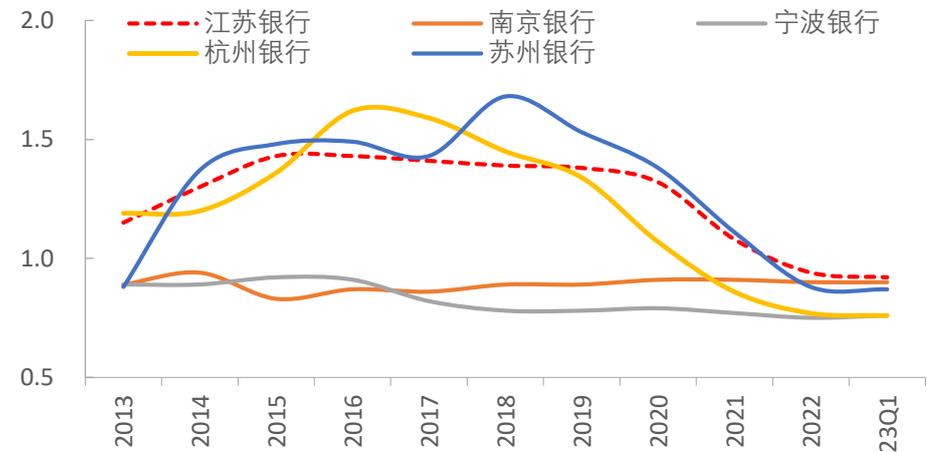
#### 4.4 高 ROE 支撑因素之三：信用成本仍具下行空间

**伴随核销力度加大，不良率快速下行。**2020年以来，江苏银行不良包袱加速卸下，不良核销金额显著提升，推动不良贷款率2020-2022年累计下行44bp，截至23Q1已经基本与南京银行持平。

**图45：截至2022年末江苏银行不良贷款核销金额（亿元）**

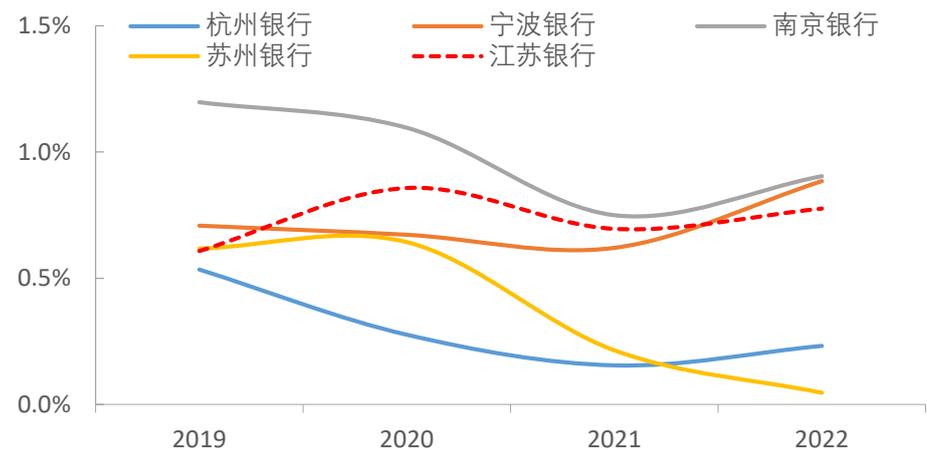


资料来源：wind，民生证券研究院

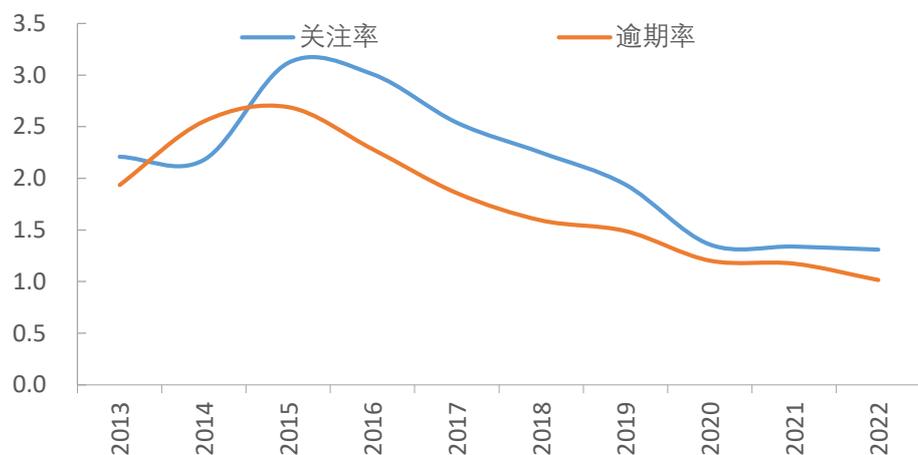
**图46: 不良率 (%) : 江苏银行 vs.江浙地区城商行**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**区域不良周期、不良前瞻指标以及业务结构特点, 都指明江苏银行稳定向好的资产质量走势。**首先, 江苏省上一轮不良周期已经过去, 省内银行不良贷款率自2016年以来持续下行, 而当前作为国内信用集聚效应最强的省份之一, 不良资产压力相对较小。其次, 从资产质量相关指标看, 2020-2022年江苏银行不良净生成率保持平稳, 关注率、逾期率等不良前瞻指标也稳中向好。最后, 业务结构也是银行资产质量的重要保障, 江苏银行零售贷款、对公小微贷款占比较高的特点, 有利于风险分散, 进而助力资产质量保持平稳。

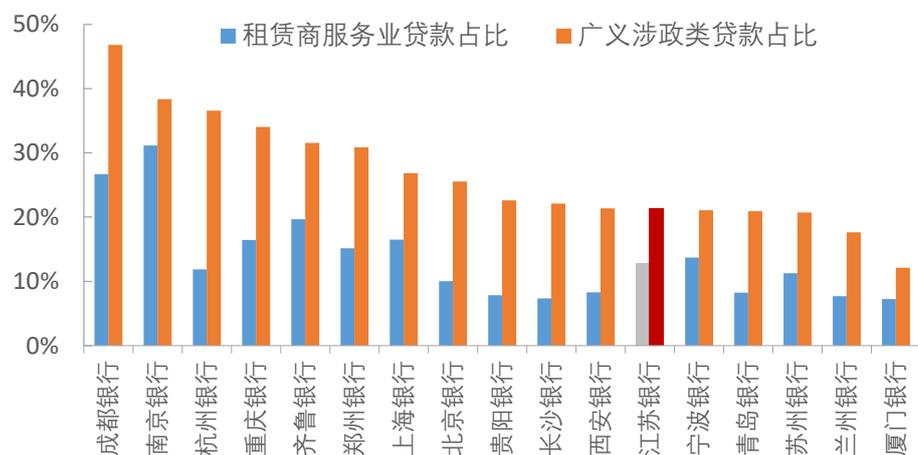
**图47: 不良净生成率: 江苏银行 vs.江浙地区城商行**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图48：截至 2022 年末江苏银行关注率、逾期率 (%)**


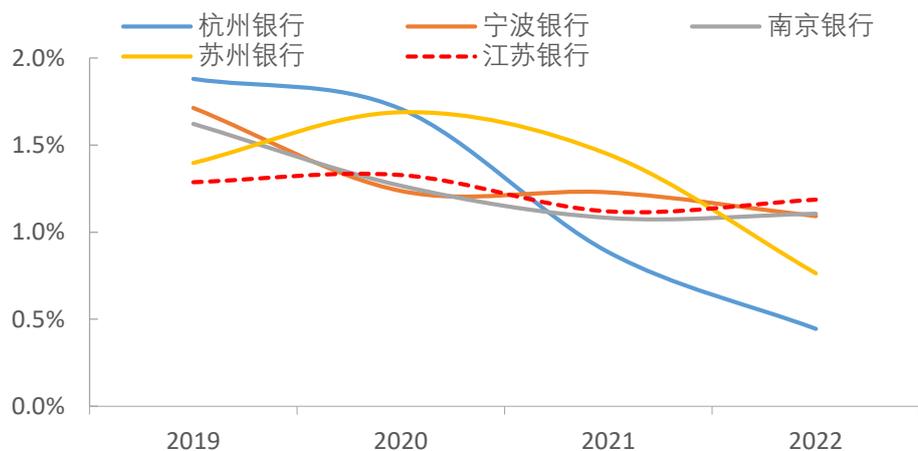
资料来源：wind，民生证券研究院

此外，就市场当前较为关注的城投资产质量，我们粗略地以对公贷款中租赁商务服务业代表城投类贷款，以租赁商服务业及基建三行业（水利、电力、交通等）之和作为广义涉政类贷款，测算显示，江苏银行在上市城商行中城投类贷款占比排名 9/17，广义涉政类贷款占比排名 12/17，从风险敞口的角度看，江苏银行压力或较为可控。

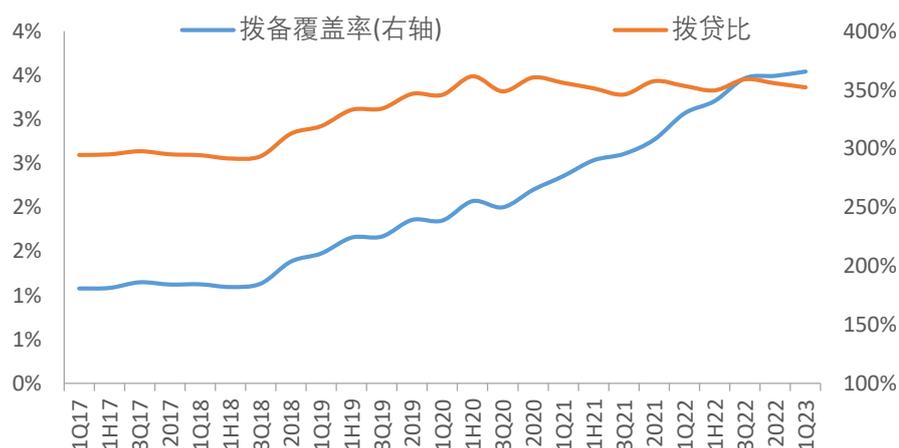
**图49：截至 2022 年末上市城商行涉政贷款占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

**信用成本仍具下行空间。**截至 2022 年末，江苏银行信用成本在江浙上市城商行中最高，但一方面存量不良已经历三年的加速出清，新增不良预计较为可控，另一方面，截至 23Q1，拨备覆盖率已经升至超 360%的较高水平（上市城商行中游），大幅计提拨备的必要性在降低，因此信用成本有望下行，特别是当存量不良基本核销到位时，信用成本的下行速度有望明显加快。

**图50：信用成本：江苏银行 vs.江浙地区城商行**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图51：截至 23Q1 江苏银行拨备水平**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.5 可转债转股对 ROE 摊薄影响有限

2019年4月，江苏银行发行200亿元可转债，截至2023年6月末，转股率约22.4%。根据7月21日收盘价计算，距离强赎价仅有1.4%的涨幅需求。

**当前江苏银行资本并不算充裕，可转债转股意愿较强。**截至23Q1，江苏银行核心一级资本充足率仅高于监管要求63bp（仅优于杭州、成都银行），若剩余可转债年内可以完成转股，根据23Q1风险加权资产做静态测算，核心一级资本充足率有望较23Q1提高约72bp。

**可转债转股或对ROE摊薄有限。**经测算，若2023年下半年剩余可转债全部转股，对ROE的影响约-0.7pct。但这并未考虑可转债转股后资产投放或更为积极，使得利息净收入对ROE的贡献度获得扩张和净息差的双轮驱动。此外，为实现转股，江苏银行也有望保持较强的业绩增长动力。因此综合来看，对ROE的实

际影响或更为有限。

图52：江苏银行可转债转股对 ROE 影响测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润	253.86	309.15	370.99	447.75
归母净利润同比增速	28.90%	21.78%	20.00%	20.69%
归属于母公司普通股净资产（假设2023下半年未新增转股）	1658.70	1968.57	2284.51	2665.26
ROAE（假设2023年下半年未新增转股）	16.10%	17.05%	17.45%	18.09%
归属于母公司普通股净资产（假设2023下半年全部转股）	1658.70	2123.82	2439.76	2820.51
ROAE（假设2023年下半年全部转股）	16.10%	16.35%	16.26%	17.02%
若2023年下半年全部转股对ROE的摊薄			-0.70%	

资料来源：wind，民生证券研究院测算

## 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：区域融资需求有望保持旺盛，伴随可转债转股，资本约束变小，有助于保持投放增速。预测 23-25 年贷款同比增速为 14.5%、14.0%和 14.0%，总资产同比增速为 12.7%、12.1%和 11.8%。

2、净息差：资产投放结构决定了生息资产收益率有望保持稳定，而负债端伴随结构的改善成本下行空间明显。预测 23-25 年净息差(测算值)为 1.88%、1.91%和 1.95%。

3、非息业务收入：低基数效应下，中收或迎较好修复；货币环境大概率维持合理宽松，金融投资收益有望保持稳定。预测 23-25 年非息收入同比增速为 15.0%、20.0%和 20.0%，净手续费收入同比增速为 10.0%、15.0%和 15.0%。

4、资产质量：综合考虑区域经济发展良好，并经历三年力度较大的存量风险出清，新生不良预计有限。预测 23-25 年不良贷款率为 0.90%、0.84%和 0.81%，拨备覆盖率 348.1%、336.8%、318.7%。

根据以上假设，我们预计 2023-2025 年公司营收同比增速分别为 12.0%、15.4%和 15.8%，归母净利润增速分别为 21.8%、20.0%和 20.7%。

### 5.2 估值分析与投资建议

我们选取江浙地区其他上市城商行与江苏银行进行估值对比，因为它们的区域资源禀赋相似，并经历着相似的信用周期，理论上应具有相近的 $\beta$ 。从对比结果看，江苏银行 PB 估值低于可比同业均值，不高于可比同业中值。

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)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002142.SZ	宁波银行	24.70	3.49	4.16	5.00	1.2	1.1	0.9
600926.SH	杭州银行	11.33	1.10	1.63	2.14	0.8	0.7	0.7
002966.SZ	苏州银行	6.76	1.07	1.28	1.55	0.7	0.6	0.6
601009.SH	南京银行	8.15	1.78	1.97	2.30	0.7	0.6	0.5
平均值						0.9	1.0	0.9
中位数						0.8	0.7	0.7
600919.SH	江苏银行	7.02	1.72	1.61	1.93	0.6	0.7	0.6

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价时间为 2023 年 7 月 21 日

小微业务、交易银行、零售转型均是江苏银行的经营亮点，并助力其在过去两年的复杂经济环境中实现 ROE 的弯道超车，而后续净息差优势有望延续、中收贡献度提升以及信用成本下行或是其 ROE 延续相对高位的关键。预计 23-25 年 EPS 分别为 1.61 元、1.93 元和 2.33 元，2023 年 7 月 21 日收盘价对应 0.7 倍 23 年 PB，低于可比同业均值，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 经济增长不及预期。**尽管稳增长政策正在不断落地,但外部经济环境复杂,内需增长若不及预期,经济修复速度可能也会较为缓慢,进而影响融资需求。

**2) 区域信用风险暴露。**若特定行业或领域信用风险加速暴露,可能对银行资产质量产生冲击,进而影响利润增速。

**3) 居民资产负债表收缩。**若居民扩表意愿延续疲态,对于按揭、消费贷等个人信贷投放会产生消极影响,进而影响银行扩表和净息差表现。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	523	580	660	753
手续费及佣金	63	69	79	91
其他收入	121	142	174	212
营业收入	706	791	912	1,057
营业税及附加	-8	-9	-11	-13
业务管理费	-173	-190	-209	-230
拨备前利润	524	589	690	812
计提拨备	-197	-119	-123	-128
税前利润	326	470	566	683
所得税	-63	-71	-85	-102
归母净利润	254	309	371	448

资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	16,049	18,376	20,948	23,881
同业资产	1,184	1,243	1,305	1,371
证券投资	10,542	11,596	12,756	14,031
生息资产	29,183	32,693	36,562	40,913
非生息资产	1,182	1,461	1,672	1,775
总资产	29,803	33,579	37,640	42,068
客户存款	16,251	18,202	20,386	22,628
其他计息负债	8,393	9,595	10,809	12,230
非计息负债	3,005	3,305	3,635	3,999
总负债	27,649	31,102	34,830	38,857
股东权益	2,154	2,478	2,810	3,210

每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股净利润(元)	1.72	1.61	1.93	2.33
每股拨备前利润(元)	3.54	3.06	3.59	4.22
每股净资产(元)	11.23	10.23	11.87	13.85
每股总资产(元)	201.78	174.49	195.59	218.59
P/E	4	4	4	3
P/PPOP	2	2	2	2
P/B	0.6	0.7	0.6	0.5
P/A	0.03	0.04	0.04	0.03

利率指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净息差(NIM)	1.91%	1.88%	1.91%	1.95%
净利差(Spread)	2.11%	2.12%	2.14%	2.15%
贷款利率	5.36%	5.34%	5.34%	5.36%
存款利率	2.34%	2.32%	2.31%	2.31%
生息资产收益率	4.53%	4.50%	4.50%	4.50%
计息负债成本率	2.42%	2.38%	2.36%	2.35%

盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E
ROAA	1.17%	1.26%	1.35%	1.46%
ROAE	16.10%	17.05%	17.45%	18.09%

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

收入增长	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润增速	28.9%	21.8%	20.0%	20.7%
拨备前利润增速	7.5%	12.6%	17.1%	17.6%
税前利润增速	23.2%	44.1%	20.5%	20.5%
营业收入增速	10.7%	12.0%	15.4%	15.8%
净利息收入增速	14.9%	11.0%	13.7%	14.2%
手续费及佣金增速	-16.5%	10.0%	15.0%	15.0%
营业费用增速	21.0%	10.0%	10.0%	10.0%

规模增长	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产增速	13.6%	12.0%	11.8%	11.9%
贷款增速	14.2%	14.5%	14.0%	14.0%
同业资产增速	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	14.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他资产增速	19.9%	23.6%	14.5%	6.1%
计息负债增速	13.4%	12.8%	12.2%	11.7%
存款增速	12.0%	12.0%	12.0%	11.0%
同业负债增速	35.7%	25.0%	20.0%	20.0%
股东权益增速	8.8%	15.0%	13.4%	14.2%

存款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
活期	28.5%	29.0%	29.5%	30.0%
定期	60.0%	59.5%	59.0%	58.5%
其他	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%

贷款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
企业贷款(不含贴现)	53.3%	53.3%	53.3%	53.3%
个人贷款	37.7%	37.7%	37.7%	37.7%
票据贴现	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.94%	0.90%	0.84%	0.81%
正常	97.71%	97.81%	97.89%	97.93%
关注	1.31%	1.29%	1.27%	1.26%
次级	0.52%	0.51%	0.50%	0.49%
可疑	0.24%	0.23%	0.22%	0.21%
损失	0.18%	0.16%	0.12%	0.12%
拨备覆盖率	362.1%	348.1%	336.8%	318.7%

资本状况	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	13.07%	12.81%	12.66%	12.62%
核心资本充足率	8.79%	8.94%	9.16%	9.45%
资产负债率	92.77%	92.62%	92.53%	92.37%

其他数据	2022A	2023E	2024E	2025E
总股本(亿元)	147.7	192.4	192.4	192.4

## 插图目录

图 1: 江苏银行 2022 年机构分布情况	3
图 2: 2022 年江苏各城市 GDP 增速	4
图 3: 2022 年江苏银行、南京银行、苏州银行苏北网点及资产占比	4
图 6: 江苏省普惠小微贷款余额占比	5
图 7: 截至 2022 年末江苏银行前十大股东	6
图 8: 江苏银行上市以来股东增持情况梳理	6
图 9: 截至 2022 年江苏银行管理层情况	7
图 10: 江苏银行小微贷款及总贷款同比增速	7
图 11: 江苏银行小微贷款占对公贷款及总贷款比重	8
图 12: 江苏银行小微贷款户均情况 (百万元/户)	9
图 13: 2022 江苏银行科创贷款占全部贷款百分比	9
图 14: 数字化转型战略	10
图 15: 对公存款平均付息率: 江苏银行 vs. 可比同业	11
图 16: 江苏银行交易银行基本架构	11
图 17: 供应链金融业务链 (亿元)	12
图 18: 江苏银行零售战略转型过程	12
图 19: 江苏银行零售贷款占比 (百亿元)	13
图 20: 江苏银行消费贷款增长情况 (亿元)	14
图 21: 江苏银行零售贷款结构	14
图 22: 截至 2022 年末消费贷占总贷款比重: 江苏银行 vs. 可比同业	15
图 23: 2022 年生息资产收益率&净息差 (%): 江苏银行 vs. 可比同业	15
图 24: 江苏银行及主要可比同业零售 AUM 规模 (亿元)	16
图 25: 零售、私行客户数: 江苏银行 vs. 可比同业	16
图 26: 私行 AUM 贡献度: 江苏银行 vs. 可比同业	17
图 27: 手机银行客户数: 江苏银行 vs. 可比同业 (万户)	17
图 28: 江苏银行理财产品余额及增速	18
图 29: ROE (%): 江苏银行 vs. 可比同业	18
图 30: PB (LF): 江苏银行 vs. 可比同业	19
图 31: 上市城商行 ROE (%) - PB (LF)	19
图 32: ROE 贡献因子拆解之净利息收入: 江苏银行 vs. 省内上市城商行	20
图 33: 截至 23Q1 江苏银行业绩累计同比增速	20
图 34: 生息资产同比增速: 江苏银行 vs. 可比同业	21
图 35: 过去十年江苏银行在上市城商行中的排名 (当前上市的 17 家城商行, %)	21
图 36: 净息差两端拆解 (%): 江苏银行 vs. 省内城商行	21
图 37: 江苏银行负债结构变化历程	22
图 38: 江苏银行个人存款占比变化 (%)	22
图 39: 资产结构情况: 江苏银行 vs. 可比同业	23
图 40: 负债结构情况: 江苏银行 vs. 可比同业	23
图 41: ROE 贡献因子拆解之中收: 江苏银行 vs. 省内两家城商行	24
图 42: 截至 2022 年末上市城商行中收在总营收中的占比	24
图 43: 截至 2022 年末上市城商行中间业务成本收入比	24
图 44: 江苏银行代理业务手续费规模及增速	25
图 45: 截至 2022 年末江苏银行不良贷款核销金额 (亿元)	25
图 46: 不良率 (%): 江苏银行 vs. 江浙地区城商行	26
图 47: 不良净生成率: 江苏银行 vs. 江浙地区城商行	26
图 48: 截至 2022 年末江苏银行关注率、逾期率 (%)	27
图 49: 截至 2022 年末上市城商行涉政贷款占比	27
图 50: 信用成本: 江苏银行 vs. 江浙地区城商行	28
图 51: 截至 23Q1 江苏银行拨备水平	28
图 52: 江苏银行可转债转股对 ROE 影响测算	29

## 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 .....	30
公司财务报表数据预测汇总 .....	32

## 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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026