

600919.SH

增持

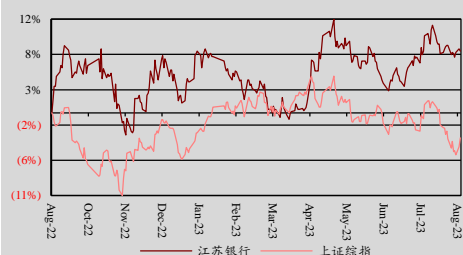
原评级：增持

市场价格：人民币 7.05

板块评级：强于大市

本报告要点

- 业绩高增长+高股息，突显投资价值

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.4)	(1.8)	(6.0)	0.9
相对上证综指	(4.0)	2.5	(3.3)	4.1

发行股数 (百万)	15,936.88
流通股 (百万)	15,855.28
总市值 (人民币 百万)	112,673.78
3个月日均交易额 (人民币 百万)	573.68
主要股东	
江苏省国际信托有限责任公司	8.17

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年8月30日收市价为标准

相关研究报告

- 《江苏银行》20230803
- 《江苏银行》20230502
- 《江苏银行》20230426

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：城商行 II

证券分析师：林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

联系人：丁黄石

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030036

江苏银行

业绩高增长+高股息，突显投资价值

江苏银行1H23归母净利润同比增长27.2%，净利息收入同比增长6.4%，手续费收入同比下降24.2%，其他非息同比增长49.6%，营业收入同比增长10.6%。总资产较年初增长10.5%，贷款增长8.8%，存款增长13.6%。不良率0.91%，拨备覆盖率378%，核心一级资本充足率8.86%。

公司区位优势不可复制，客户基础扎实，上市以来经营管理能力持续提升，风险控制水平不断增强，持续推动业绩快速增长和盈利能力提升。2023年PB0.6X，股息率7.55%，基本面扎实、高股息低估值。市场对公司经营管理改善和长期竞争力定价不足，维持对公司**增持**评级，持续看好。

支撑评级的要点

- 业绩高位持续增长，营收稳中有升

江苏银行2023年上半年归母净利润同比增长27.2%，增速较1季度提升2.4个百分点；2季度单季同比增长29.5%。公司上半年营业收入同比增长10.6%，较1季度增速略升0.3个百分点。业绩贡献主要来自规模和拨备，业绩高增长下带动盈利能力持续提升，公司上半年ROAE为18.20%，同比提升2.11个百分点。2季度47亿转债转股，核心一级资本充足率8.86%，同比提升29bp，截止8月29日，最近30交易日股价超过强赎10天，转债未转股87亿元，预计转债转股完成概率高。若转股全部完成后，测算核心一级资本充足率相对2023年中期提升0.7个百分点，资本压力大幅缓解。

- 其他非息高增贡献盈利，金融市场业务表现出色

上半年公司其他非息同比增长29.66亿元，同比增速为49.6%，对冲手续费收入下行压力，上半年手续费收入同比减少8.7亿元，同比下降24.2%。

- 息差同比降幅较小，存贷利差表现稳定

息差小幅下行，上半年公司净息差2.28%，同比下降8bp，存贷利差3.06%，同比下降1bp，降幅较小，保证息差稳定。公司上半年资产端收益率为4.45%，同比下降14bp，其中贷款收益率5.32%，同比下降9bp。负债端付息率为2.36%，同比下降10bp。存款成本率2.26%，同比下降8bp。

2季度测算净息差1.89%，环比下降14bp，降幅扩大，或主要源于负债端成本上升。

估值

- 根据公司中期业绩，我们维持盈利预测，2023/2024年EPS为1.66/1.93元，目前股价对应2023/2024年PB为0.60x/0.51x，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行、疫情反复导致资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	63,771	70,570	78,577	89,555	101,374
变动 (%)	22.58	10.66	11.35	13.97	13.20
归母净利润 (百万元)	19,694	25,386	32,175	37,126	42,124
变动 (%)	30.72	28.90	26.74	15.39	13.46
每股收益 (元)	1.21	1.60	1.66	1.93	2.21
净资产收益率 (%)	13.70	15.82	16.85	15.98	15.43
市盈率 (倍)	5.83	4.41	4.25	3.65	3.20
市净率 (倍)	0.68	0.62	0.60	0.51	0.43

资料来源：公司公告，中银证券预测

江苏银行 1H23 归母净利润同比增长 27.2%，净利息收入同比增长 6.4%，手续费收入同比下降 24.2%，其他非息同比增长 49.6%，营业收入同比增长 10.6%。总资产较年初增长 10.5%，贷款增长 8.8%，存款增长 13.6%。不良率 0.91%，拨备覆盖率 378%，核心一级资本充足率 8.86%。

公司区位优势不可复制，客户基础扎实，上市以来经营管理能力持续提升，风险控制水平不断增强，持续推动业绩快速增长和盈利能力提升。2023 年 PBO.6X，股息率 7.55%，基本面扎实、高股息低估。市场对公司经营管理改善和长期竞争力定价不足，维持对公司增持评级，持续看好。

1、业绩高位持续增长，营收稳中有升

江苏银行 2023 年上半年归母净利润同比增长 27.2%，增速较 1 季度提升 2.4 个百分点；2 季度单季同比增长 29.5%。公司上半年营业收入同比增长 10.6%，较 1 季度增速略升 0.3 个百分点。业绩贡献主要来自规模和拨备，业绩高增长下带动盈利能力持续提升，公司上半年 ROAE 为 18.20%，同比提升 2.11 个百分点。2 季度 47 亿转债转股，核心一级资本充足率 8.86%，同比提升 29bp，截止 8 月 29 日，最近 30 交易日股价超过强赎 10 天，转债未转股 87 亿元，预计转债转股完成概率高。若转股全部完成后，测算核心一级资本充足率相对 2023 年中期提升 0.7 个百分点，资本压力大幅缓解。

2、存款、贷款增速均处于高位

贷款持续较快增长。按期末时点，总资产同比增 14.7%，贷款同比增长 13.8%，增速较 1 季度末略降 1.0 个百分点仍处于高位。按类别看，对公（不含票据）和零售贷款比分别增 18.2%、13.6%，票据贴现同比下降 15.6%，一般贷款增长较好。对公行业中，制造业、租赁及商务服务、水利环境等占比高且增长较快；零售贷款中，按揭贷款同比增长 2.8%，保持正增，消费及经营贷款增长较快，合计同比增长 23.1%。公司债券投资同比增长 13.9%，较 1 季度增速下行 3.2 个百分点，2 季度公司减配交易类债券投资，环比下降 5.4%，期末交易类占比总资产 12.0%，较 1 季度末下降 1.1 个百分点，考虑到公司其他非息收入大幅增长，交易类下降或仅为期末时点变化。

存款增速高位，零售存款增长较快。按期末时点，公司存款同比增长 13.5%，增速持续保持高位。存款增长主要来自储蓄存款支撑，期末零售存款同比增 34.0%，其中个人定期同比增 39.2%，活期增 9.7%，零售存款定期化趋势延续。对公存款同比减少 2.8%，其他存款同比增长 45.5%，其中，票据和信用证保证金存款增长较快。

3、偏弱外部环境下息收入增长较快，息差下行幅度有限

公司息收入增长放缓仍显韧性。上半年净利息收入同比增长 6.4%，较 1 季度增速下降 3.9 个百分点，2 季度单季同比增长 2.7%。息收入增长主要来自规模支撑，平均余额生息资产同比增长 13.4%。

息差小幅下行，上半年公司净息差 2.28%，同比下降 8bp，存贷利差 3.06%，同比下降 1bp，降幅较小，保证息差稳定。资产收益率和负债成本均下行，资产收益率下行更多。公司上半年资产端收益率为 4.45%，同比下降 14bp，其中贷款收益率 5.32%，同比下降 9bp，在银行业资产端收益率整体下行的环境下。负债端付息率为 2.36%，同比下降 10bp。存款成本率 2.26%，同比下降 8bp，存款成本下降对冲部分息差下行压力。

2 季度测算净息差 1.89%，环比下降 14bp，降幅扩大，或主要源于负债端成本上升。

4、其他非息高增贡献盈利，金融市场业务表现出色

手续费收入呈现压力。公司上半年手续费收入同比下降 24.2%，降幅较 1 季度扩大 7.6%，主要源于代销理财基金业务承压，上半年代理业务手续费同比减少 30.2%。

上半年公司其他非息同比增长 49.6%，2 季度单季同比增长 65.0%，较 1 季度增速提升 34.7 个百分点。

5、资产质量平稳

上半年末不良贷款率为 0.91%，环比 1 季度下降 1bp，不良余额环比 1 季度增长 2.3%。半年末公司关注类贷款占比 1.29%，较 1 季度上升 5bp，逾期贷款占比 0.99%，较去年末占比下降 3bp，其中 90 天以内逾期较去年末增长 5.6%。整体资产质量保持平稳，逾期相关指标改善。对公不良率 1.03%，较上年末增 13bp，零售贷款不良率 0.88%，较上年末增 4bp。正常贷款迁徙率 1.31%，同比上升。

6、非贷拨备反哺盈利，贷款存量拨备平稳

非贷拨备反哺盈利。上半年资产减值损失同比下降 24.5%。上半年贷款减值计提同比下降 7.5%，利润反哺主要源于非贷，表外业务拨备回冲较多贡献盈利。

存量拨备保持平稳。半年末拨备覆盖率 378.09%，拨贷比 3.45%，公司从 2023 年中报开始调整拨备计算口径，贷款损失准备余额含以公允价值计量且其变动计入其他综合收益项下的贷款损失准备，该影响或静态提升拨备覆盖率 8 个百分点，提升拨贷比 7bp。与去年末相比，拨备覆盖率上升 6.34 个百分点，拨贷比下降 5bp，存量拨备平稳，拨备优势持续。全部拨备/总资产 2.45%，全部拨备/加权风险资产 3.67%，较去年底下降 22bp 和 41bp。

风险提示：

经济下行、海外风险超预期。

图表 1. 江苏银行 2023 年半年报摘要

Table with 13 main sections: Profit Statement, Assets, Business Growth, Net Income, Balance Sheet, Loan Portfolio, Revenue, Risk Management, Credit Assets, Costs and Taxes, Capital and Profitability, Non-performing Assets, and Off-balance Sheet Assets. Each section contains quarterly and annual data from 2022 to 2023.

资料来源：公司公告，中银证券，除百分比外，其他为RMB 百万

主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	5.83	4.41	4.25	3.65	3.20
PB	0.68	0.62	0.60	0.51	0.43
EPS	1.21	1.60	1.66	1.93	2.21
BVPS	10.31	11.42	11.77	13.87	16.25
每股拨备前利润	3.30	3.54	3.22	3.67	4.15
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	12.09	13.86	12.54	12.81	12.82
贷款增长	16.51	14.59	13.50	13.50	13.50
存款增长	11.20	12.16	13.00	12.00	12.00
贷款收益率	5.34	5.31	5.20	5.22	5.22
生息资产收益率	4.21	4.11	4.05	4.07	4.09
存款付息率	2.36	2.37	2.37	2.34	2.32
计息负债付息率	2.63	2.49	2.49	2.47	2.45
净息差	1.83	1.86	1.80	1.84	1.87
风险成本	1.71	1.30	0.95	0.95	0.95
净手续费增速	22.96	14.92	9.60	15.45	14.33
成本收入比	22.44	24.52	24.50	24.50	24.50
所得税税率	22.91	19.24	21.00	20.50	20.50
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	0.82	0.94	1.04	1.06	1.06
ROAE	13.70	15.82	16.85	15.98	15.43
净利息收入	1.84	1.87	1.80	1.84	1.87
非净利息收入	0.74	0.65	0.67	0.65	0.64
营业收入	2.57	2.52	2.47	2.49	2.50
营业支出	0.61	0.65	0.63	0.64	0.64
拨备前利润	1.97	1.87	1.83	1.85	1.86
拨备	0.90	0.70	0.51	0.52	0.52
税前利润	1.07	1.17	1.32	1.33	1.34
税收	0.24	0.22	0.28	0.27	0.27
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	22.96	14.92	9.60	15.45	14.33
营业收入	22.58	10.66	11.35	13.97	13.20
拨备前利润	24.58	7.28	11.44	14.01	13.23
归属母公司利润	30.72	28.90	26.74	15.39	13.46
资产质量 (%)					
不良率	1.08	0.94	0.90	0.98	0.92
拨备覆盖率	317.83	370.23	359.58	321.89	328.50
拨贷比	3.43	3.48	3.24	3.15	3.02
不良净生成率 (测算)	0.80	0.88	0.85	0.84	0.75

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务报表 (人民币 百万元)

利润表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利息收入	104,871	115,707	128,991	146,217	165,378
利息支出	(59,392)	(63,443)	(71,711)	(80,090)	(89,775)
净利息收入	45,480	52,264	57,279	66,127	75,604
手续费净收入	7,490	6,252	5,627	6,189	6,808
营业收入	63,771	70,570	78,577	89,555	101,374
业务及管理费	(14,307)	(17,307)	(19,251)	(21,941)	(24,837)
拨备前利润	48,756	52,305	58,287	66,455	75,246
拨备	(22,280)	(19,676)	(16,336)	(18,541)	(21,045)
税前利润	26,476	32,629	41,951	47,914	54,202
税后利润	20,409	26,352	33,141	38,092	43,090
归属母公司净利	19,694	25,386	32,175	37,126	42,124
资产负债表					
贷款总额	1,405,709	1,610,853	1,828,318	2,075,141	2,355,285
贷款减值准备	(48,279)	(56,131)	(59,284)	(65,357)	(71,137)
贷款净额	1,357,430	1,554,722	1,769,034	2,009,783	2,284,148
债券投资	918,032	1,053,964	1,180,439	1,322,092	1,480,743
存放央行	130,994	140,826	149,944	167,938	188,090
同业资产	113,675	118,401	130,241	143,265	157,591
其他资产	98,743	112,383	146,418	165,006	184,788
生息资产	2,632,015	2,996,689	3,372,485	3,804,510	4,292,195
资产总额	2,618,874	2,980,295	3,376,076	3,808,084	4,295,360
存款	1,478,812	1,658,678	1,874,306	2,099,222	2,351,129
同业负债	471,728	578,083	653,234	751,219	863,902
发行债券	432,761	478,305	526,136	589,272	659,985
计息负债	2,383,302	2,715,066	3,053,676	3,439,714	3,875,016
负债总额	2,420,819	2,764,863	3,115,995	3,509,912	3,954,098
股本	14,770	14,770	18,120	18,120	18,120
资本公积	27,700	27,700	44,350	44,350	44,350
盈余公积	22,786	26,519	31,214	36,610	42,714
一般风险准备	37,215	42,028	46,651	51,782	57,478
未分配利润	44,727	53,860	69,192	96,756	128,046
股东权益	198,056	215,431	260,081	298,172	341,263
资本状况 (%)					
资本充足率	13.38	13.07	15.43	16.83	17.93
核心一级资本	8.78	8.79	9.60	9.80	10.00
杠杆率	13.22	13.83	12.98	12.77	12.59
RORWA	1.24	1.42	1.61	1.67	1.70
风险加权系数	67.46	65.54	64.22	63.20	62.19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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