

002839.SZ

增持

原评级：未有评级

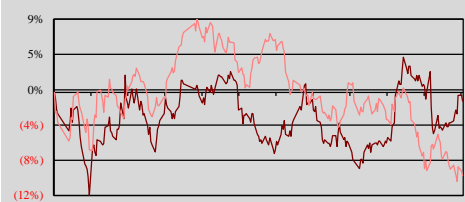
市场价格：人民币 4.48

板块评级：强于大市

本报告要点

- 立足小微，本地异地齐头并进

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.0)	(1.1)	8.9	(4.2)
相对深圳成指	6.5	(0.4)	16.4	4.0

发行股数 (百万)	2,169.65
流通股 (百万)	2,070.58
总市值 (人民币 百万)	9,720.03
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	89.79
主要股东	
江苏沙钢集团有限公司	8.18

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 9 月 27 日收市价为标准

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：农商行 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

张家港行

立足小微，本地异地齐头并进

张家港行核心优势来自规模、业绩高增长及贷款高定价。公司信贷增速较快，源于本地市场的份额优势以及异地业务的积极布局；同时公司信贷主体为小微客户，“两小”事业部成立下带动公司专业化经营能力提升，“两小”贷款规模迅速增长。在此经营模式下公司业绩亦高增。公司根植张家港，当地经济绝对体量大，交通、教育、医疗创新环境等因素持续吸引人口净流入，未来具有高增长的发展前景，首次覆盖，给予**增持**评级。

支撑评级的要点

■ 经济体量优势明显，人口持续净流入

张家港市经济绝对体量大，2022 年 GDP 为 3302 亿元，占苏州经济比重 13.78%，对苏州经济的贡献度高。其经济特点一方面是第三产业占比突出，2022 年占比为 48.5%，高于可比城市；另一方面重工业在第二产业中占据绝对优势，重工业总产值占全部规模以上工业总产值常年位于 75% 以上，金属加工、化学制造业贡献大部分利润。此外张家港市重工业贸易体量大，份额占比高，矿产品、建材及化工贸易企业营收贡献大。

张家港市进出口额/GDP 远高于可比区县市，2021 年比重达 92.7%，其港区战略定位主要服务本地经济发展，轨道交通布局近年持续加速。交通、教育、医疗创新环境等因素持续吸引人才，人口常年保持净流入。

■ 本地份额领先，异地扩张彰显竞争力

张家港行在当地网点最多、覆盖面最广，具有做熟、做透当地市场的明显优势。2022 年张家港行本地存款市场份额为 20.7%，位于张家港市金融机构第一，贷款市场份额为 13.77% 亦位于前列。

张家港行积极布局异地业务，异地贷款增速常年超过本地，2022 年末异地贷款占比过半，成为公司重要增长极。公司形成了“立足江苏，重点苏南和沿江”的跨区域发展总体布局，在发展中积极转型，将异地支行打造成为 1000 万元以下普惠型小微企业贷款专营机构，提供差异化服务。

■ 小微业务竞争力突显

公司小微客户基础好，小微业务优势明显。公司在发展中确立了以中小微企业客户为主体的信贷业务结构，上市后公司重点发展“两小”业务，进一步做小做散客户。在事业部改革下，小微金融事业部以及小企业部依次成立，专业化经营能力持续提升，“两小”贷款迅速增长。2022 年末微贷规模 244 亿元，普惠型小微贷款规模 211 亿元，占贷款比重达 41.5%，较 2018 年占比提升 15.8 个百分点，绝对数量及比例均显著提升。

■ 信贷收益优势明显，资产质量逐年改善

公司核心优势来自规模、业绩高增长及贷款高定价。一方面公司资产增速较快，常年超 10%，2022 年资产增速在可比农商中仅低于常熟银行，存、贷款增速均为 15.2%，在所有上市银行中居前列，规模增长带动收入盈利持续提升；另一方面公司主营小微客户，通过高定价覆盖风险，信贷收益优势明显。专注经营小微的模式下，公司定价能力和业务竞争力较强，整体风险定价模式仍较好。高信贷定价下净息差成为盈利主要贡献，息差优势主要在资产端，与定位小微相匹配，而存款成本略偏弱。此外其他非息收入占比较高，投资业务贡献积极。公司信用成本较高，资产质量略弱于优秀可比苏南农商，与公司客户更偏向高定价下沉小微有关。

估值

- 基于分析预测，我们认为公司估值将持续在可比同业中保持领先水平。我们预测张家港行 2023 年 PB0.65X，2024 年 PB0.57X，首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致银行资产质量恶化，张家港市本地经济发展低于预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币 百万)	4,616	4,827	5,623	6,663	7,793
增长率(%)	10.05	4.57	16.48	18.51	16.96
归母净利润(人民币 百万)	1,304	1,682	1,837	2,152	2,567
增长率(%)	30.30	29.00	9.21	17.17	19.25
每股收益(人民币)	0.72	0.73	0.80	0.95	1.14
净资产收益率(%)	11.04	12.95	12.90	13.46	13.97
市盈率(倍)	6.21	6.13	5.58	4.73	3.93
市净率(倍)	0.65	0.72	0.65	0.57	0.49

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

一、经济体量优势明显，人口持续净流入.....	7
1、重工业及进出口对当地经济影响大.....	7
2、债务压力略高于可比城市.....	13
3、人均收入较高，城市优势吸引人口净流入.....	15
二、张家港本地份额领先，异地扩张彰显竞争力	17
1、根植张家港本地.....	17
2、本地网点覆盖面广，市场份额领先.....	18
3、异地业务扩张积极，改革转型实现异地专营普惠小微贷款	19
三、两小战略积极推动，小微业务竞争力突显	21
1、中小微企业为信贷客户主体，专业化经营推动“两小”贷款加速增长	21
2、机构改革推动“两小”部门专业化经营	22
四、财务分析：高增长带动盈利能力提升.....	24
1、存、贷款增速双高，规模增长带动业绩提升	24
1、息差水平较高，贷款收益率突出、存款付息率亦高	28
2、投资类收入占比较高.....	38
3、上市银行中成本收入比较高.....	40
4、资产质量略弱于苏南可比同业.....	41
5、拨备水平较高	47
6、核心资本水平较弱仍需补充.....	50
五、盈利预测：业务积极增长，估值修复或优于同业平均水平	52
风险提示：	53

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 2022 年 GDP 百强县市前十位	7
图表 2. 2022 年苏州 GDP 位居江苏省首位（亿元）	7
图表 3. 2022 年苏州市各区及代管市 GDP 增速（亿元）	7
图表 4. 张家港市历年三次产业占比.....	8
图表 5. 2022 年苏南区域可比县级市三次业占比.....	8
图表 6. 可比县级市历年 GDP 增速	8
图表 7. 张家港三大产业历年增长率.....	8
图表 8. 张家港市历年重工业产值情况.....	9
图表 9. 2021 年可比城区重工业利润情况（亿元）	9
图表 10. 张家港市历年工业结构（总产值占比）	9
图表 11. 张家港工业行业总产值同比增速（占比前四大）	9
图表 12. 2021 年可比市区利润占比前五大工业行业分布.....	10
图表 13. 张家港市重工业企业利润占比明显高于可比市区（2021）	10
图表 14. 矿产建材及化工贸易企业营收及占比（亿元）	11
图表 15. 可比城市矿产品建材及化工贸易企业营收占比.....	11
图表 16. 2021 年民间及外资规模以上工业企业资产占比.....	11
图表 17. 张家港进出口金额及占 GDP 比重（亿元）	12
图表 18. 可比市区进出口金额占 GDP 比重	12
图表 19. 张家港历年进出口增速.....	12
图表 20. 张家港进出口占苏州比重及历年进出口增速.....	12
图表 21. 江苏省沿江沿海港口布局规划（2015 年—2030 年）摘要.....	12
图表 22. 2022 年江苏省主要港口数据.....	13
图表 23. 张家港市铁路轨道规划情况.....	13
图表 24. 2022 年一般公共预算收入及财政自给率.....	14
图表 25. 2022 年债务率.....	14
图表 26. 可比市 AAA 城投债地域利差（BP）	14
图表 27. 可比市 AA+城投债地域利差（BP）	14
图表 28. 张家港市历年贷款/GDP	14
图表 29. 可比市区 2022 年贷款占 GDP 比重	14
图表 30. 2022 年可比城市城镇居民人均可支配收入.....	15
图表 31. 2022 年可比城市常住人口及常住人口增长率.....	15
图表 32. 张家港市历年居民可支配收入（单位：元）	15
图表 33. 张家港市历年人口迁入迁出情况（单位：人）	15
图表 34. 张家港市卫生机构数和高新技术企业数（个）	16

图表 35. 张家港市人才情况（单位：人）	16
图表 36. 张家港行发展历程	17
图表 37. 2023 年半年报张家港行前 10 大股东股权结构	18
图表 38. 张家港行管理层情况	18
图表 39. 张家港行存贷款市场份额及异地存贷款占比	19
图表 40. 张家港行本地存款、贷款市场份额稳定	19
图表 41. 张家港行异地贷款增速常年超过本地	19
图表 42. 2016 年-2022 年张家港行本地、异地经营发展	20
图表 43. 张家港行客户贷款结构（单位：亿元）	21
图表 44. “两小”贷款余额及占比逐年提升	21
图表 45. 微贷与普惠型小微企业贷款余额	21
图表 46. 微贷与普惠型小微企业贷款户数	22
图表 47. 2017 年以后积极向央行申请支农支小再贷款	22
图表 48. 张家港行对公客户管理体系	22
图表 49. 可比银行杜邦拆解对比 2022N	24
图表 50. 可比农商行资产同比增速历史数据	25
图表 51. 可比农商行归母净利润同比增速历史数据	25
图表 52. 可比银行贷款同比增速	25
图表 53. 可比银行存款同比增速	25
图表 54. 可比农商行贷款同比增速历史数据	25
图表 55. 可比农商行存款同比增速历史数据	25
图表 56. ROAA	26
图表 57. ROAE	26
图表 58. 可比农商行 ROAA 历史数据	26
图表 59. 可比农商行 ROAE 历史数据	26
图表 60. 上市银行资产同比增速	27
图表 61. 上市银行归母净利润同比增速	27
图表 62. 上市银行 ROAE	28
图表 63. 上市银行 ROAA	28
图表 64. 可比银行净息差	29
图表 65. 可比银行净息差历史走势	29
图表 66. 可比银行净利差	29
图表 67. 可比银行净利差历史走势	29
图表 68. 可比银行资产收益率	29
图表 69. 可比银行负债付息率	29
图表 70. 上市银行净息差对比	30
图表 71. 上市银行净利差对比	30
图表 72. 上市银行资产收益率对比	31
图表 73. 上市银行负债付息率对比	31

图表 74. 2022N 上市银行资产结构对比	32
图表 75. 2022N 上市银行对公贷款结构对比	32
图表 76. 可比银行贷款收益率	33
图表 77. 可比银行贷款收益率历史走势	33
图表 78. 可比银行债券投资收益率	33
图表 79. 可比银行债券投资收益率历史走势	33
图表 80. 2022N 可比银行对公贷款收益率（含贴现）	33
图表 81. 2022N 可比银行零售贷款收益率	33
图表 82. 上市银行贷款收益率对比	34
图表 83. 上市银行债券投资收益率对比	34
图表 84. 上市银行对公贷款收益率对比	35
图表 85. 上市银行零售贷款收益率对比	35
图表 86. 2022N 上市银行负债结构对比	36
图表 87. 上市银行存款挂牌利率（截至 2023 年 6 月）	36
图表 88. 上市银行存款付息率对比	37
图表 89. 可比银行存款付息率	37
图表 90. 可比银行存款付息率历史走势	37
图表 91. 2022N 上市银行存款结构对比	37
图表 92. 可比银行收入结构 2022N	38
图表 93. 上市银行净手续费收入占比	38
图表 94. 上市银行投资类收入占比	39
图表 95. 可比银行投资类收入占比	39
图表 96. 可比银行其他非息加回税收减免占比营收	39
图表 97. 可比银行 FVOCI 金融投资占总资产	40
图表 98. 可比银行交易类资产占总资产	40
图表 99. 可比银行实际所得税率	40
图表 100. 2022 年末可比银行债券投资结构对比	40
图表 101. 成本收入比位居可比行中游	41
图表 102. 可比行业务及管理费/平均总资产	41
图表 103. 上市银行成本收入比	41
图表 104. 不良率处于可比同业低位	42
图表 105. 上市农商行不良率逐年下降	42
图表 106. 关注类贷款占比	42
图表 107. 逾期贷款占比	42
图表 108. 上市银行不良率	43
图表 109. 上市银行不良+关注类贷款占比	43
图表 110. 逾期/不良可比行中比例较高	44
图表 111. 90 天以上逾期/不良处可比行较低水平	44
图表 112. 2018 年以来核销+期末不良/2018 年贷款	44

图表 113. 逾期/不良上市银行对比	45
图表 114. 90 天以上逾期/不良上市银行对比	45
图表 115. 可比银行不良生成率	46
图表 116. 可比银行不良生成率历史走势	46
图表 117. 可比银行逾期生成率	46
图表 118. 可比银行逾期生成率历史走势	46
图表 119. 上市银行不良生成率	46
图表 120. 上市银行逾期生成率	47
图表 121. 可比银行拨备覆盖率	47
图表 122. 可比银行拨备覆盖率历史走势	47
图表 123. 可比银行拨贷比	48
图表 124. 可比银行拨贷比历史走势	48
图表 125. 可比银行拨备/不良+关注类贷款	48
图表 126. 可比银行拨备/逾期贷款	48
图表 127. 上市银行拨备覆盖率	49
图表 128. 上市银行拨贷比	49
图表 129. 上市银行拨备占资产情况 2022N	50
图表 130. 信用成本可比行中较高	50
图表 131. 1H23 资本情况	50
图表 132. 可比银行核心一级资本充足率	51
图表 133. 可比银行核心一级资本充足率历史走势	51
图表 134. 可比银行加权平均风险资产同比	51
图表 135. 可比银行估值对比（截至 9 月 27 日收盘）	52
主要比率（%）	54
财务报表(人民币 百万元)	54

一、经济体量优势明显，人口持续净流入

1、重工业及进出口对当地经济影响大

(1) 张家港市经济体量大

张家港市是江苏省县级市，和常熟、太仓、昆山共同被苏州市代管。苏州与南京、无锡等城市共位于苏南区域，区域内经济发达，县域经济体量大，苏州 GDP 总量常年位于江苏省内第一位。张家港市与昆山、常熟以及无锡域内的江阴、宜兴市，常年位居全国百强县的前十位，2022 年张家港市 GDP 总量在全国百强县中位居第三位。

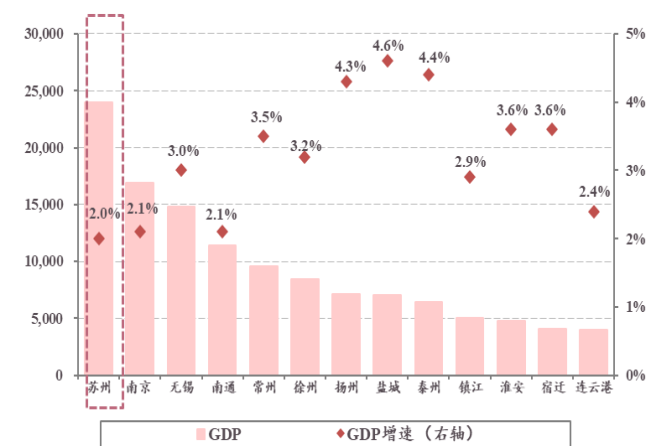
2022 年张家港市实现地区生产总值 3302 亿元，其经济总量在苏州辖下 6 个区和 4 个县级市中排名第三，占苏州经济比重 13.78%，较 2021 年占比略升。张家港经济绝对体量较大，对苏州经济的贡献度高。

图表 1. 2022 年 GDP 百强县市前十位

排名	县（市）	GDP（亿元）	所属市
1	昆山市	5,007	苏州市
2	江阴市	4,754	无锡市
3	张家港市	3,302	苏州市
4	晋江市	3,207	泉州市
5	常熟市	2,787	苏州市
6	慈溪市	2,522	宁波市
7	宜兴市	2,237	无锡市
8	神木市	2,231	榆林市
9	长沙县	2,114	长沙市
10	义乌市	1,836	金华市

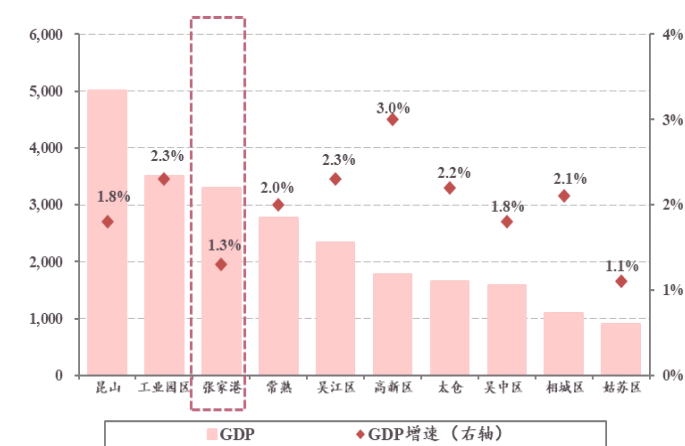
资料来源：万得，中银证券整理

图表 2. 2022 年苏州 GDP 位居江苏省首位（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2022 年苏州市各区及代管市 GDP 增速（亿元）

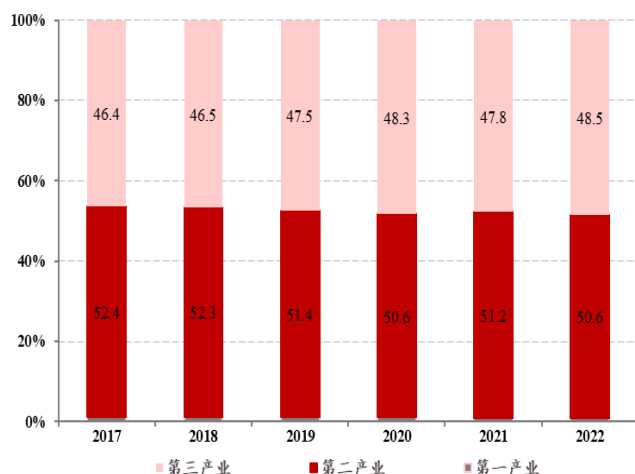


资料来源：各区及县级市统计公报，中银证券

(2) 重工业、第三产业占比相对较高

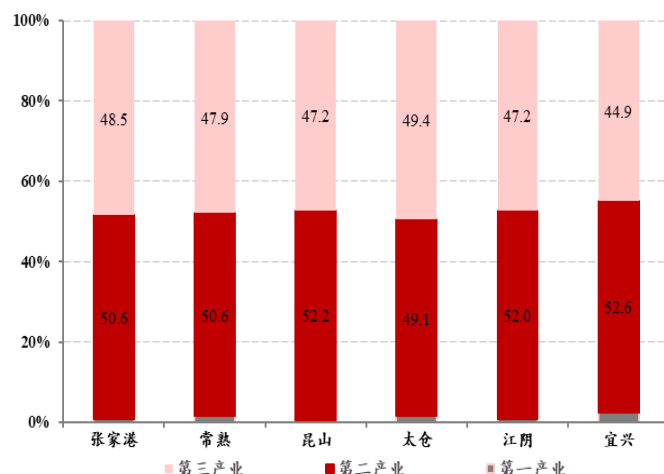
张家港市第三产业占比逐年提升，由 2017 年占比 46.4% 提升至 2022 年 48.5%，第三产业占比略高于常熟、昆山等可比城市。张家港市产业结构中重工业占比高，本地相关贸易占比亦较大。2015 年之后张家港市经济增长趋势与可比县市基本一致，但前期经济波动较大，尤其是在 2013-2014 年，张家港市经济增速下行较快，增长率明显落后于可比县级市。

图表 4. 张家港市历年三次产业占比



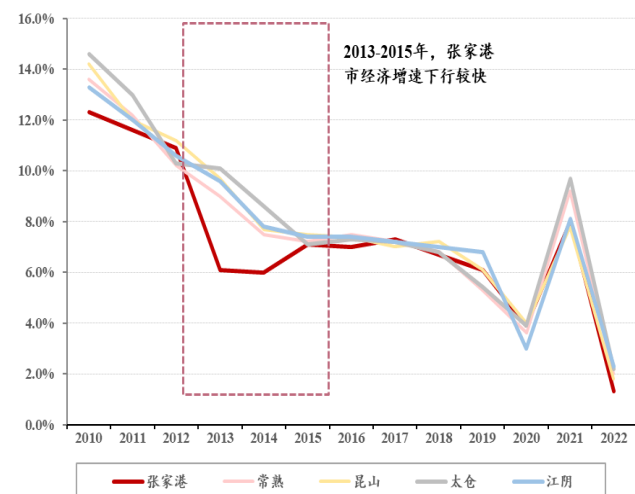
资料来源：历年张家港市统计公报，中银证券

图表 5. 2022 年苏南区域可比县级市三次业占比



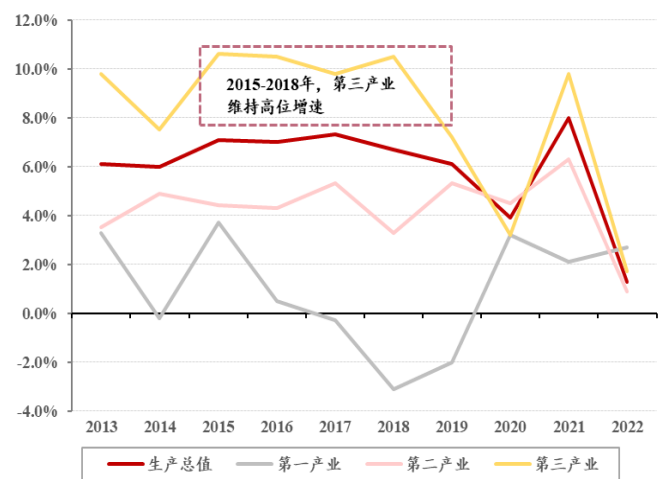
资料来源：各县级市统计公报，中银证券

图表 6. 可比县级市历年 GDP 增速



资料来源：万得，中银证券

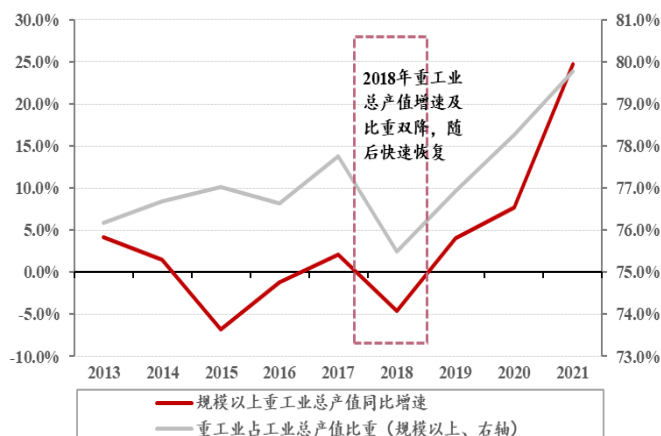
图表 7. 张家港三大产业历年增长率



资料来源：历年张家港市统计年鉴，中银证券

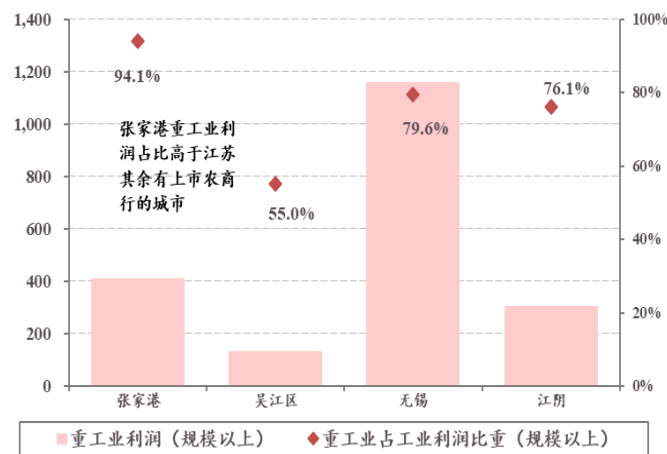
重工业在第二产业中占据绝对优势，其波动对经济和企业盈利影响较大。张家港市重工业总产值占全部规模以上工业总产值常年位于 75% 以上，2018 年重工业总产值出现负增长，重工业总产值占比下行，随后快速恢复至往年水平。2021 年张家港市重工业利润占规模以上工业利润比重达 94.1%，明显高于江苏省其他可比农商行所处市区（常熟市未披露详细数据），重工业对其经济的影响显著高于其他城区和县市。疫情期间，大宗商品价格上升，2021 年重工业总产值同比增速由 2020 年 7.7% 的水平大幅攀升至 24.7%，重工业产值占比突破 79%，达历史最高。近年来大宗商品价格上涨带动相关产业增长是张家港市第二产业持续增长的主要原因。2022 年多重因素影响下大宗商品价格出现明显回落，张家港市工业企业受较大影响，总产值增速回落，其中冶金行业与纺织业受影响明显，其产值同比分别下降 8.2% 和 3.9%。

图表 8. 张家港市历年重工业产值情况



资料来源：张家港市统计年鉴，中银证券

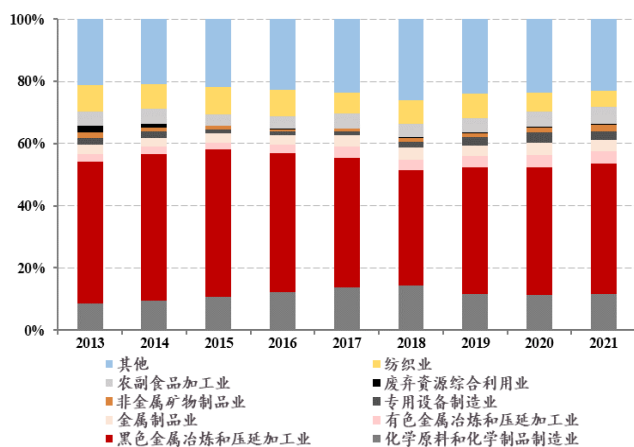
图表 9. 2021 年可比城区重工业利润情况 (亿元)



资料来源：2021 年江苏省统计年鉴，中银证券

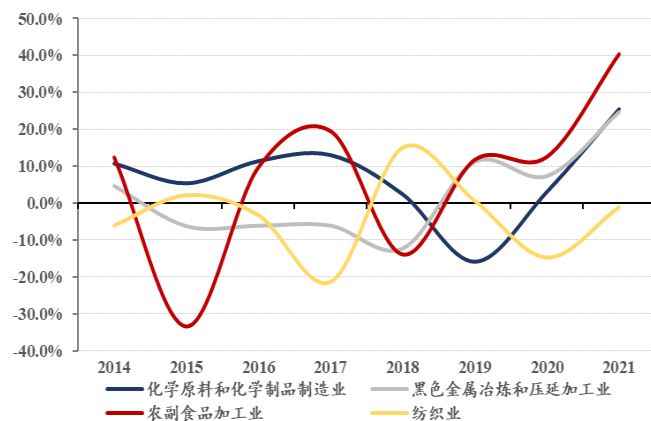
从细分工业结构来看，黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、农副食品加工业及纺织业为张家港市工业总产值占比前 4 大行业。其中，黑色金属冶炼行业总产值占比常年在 40% 以上，2018 年在供给侧改革以及环保限产政策下，企业生产受制，黑色金属冶炼行业总产值占比及增速均达到谷底，随着大宗商品价格回升，逐步回升，2021 年其对工业利润贡献近 60%，贡献度远高于其余可比市区；此外，化学相关制造业总产值占比常年高于 10%，2018 年之后其占比逐步下行。总体看，张家港市前四大工业行业总产值 2021 年增速均较往年有较大的提升。

图表 10. 张家港市历年工业结构 (总产值占比)



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 张家港工业行业总产值同比增速 (占比前四大)



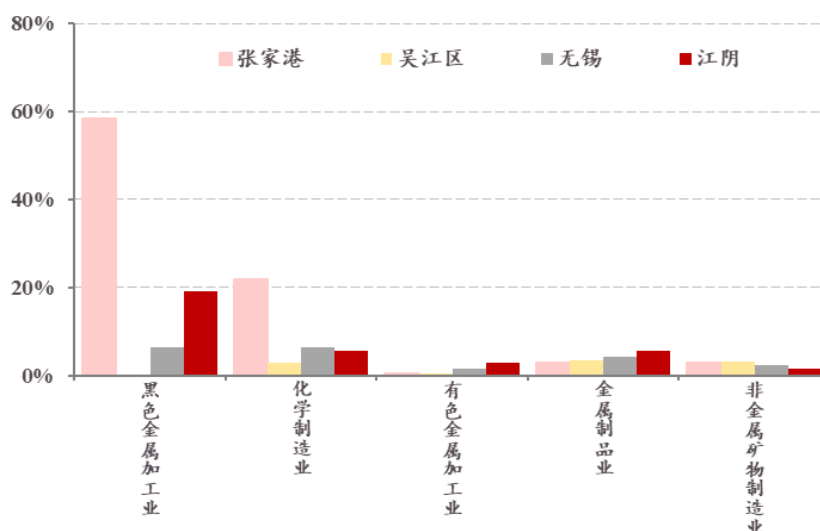
资料来源：历年张家港市统计年鉴，中银证券

图表 12. 2021 年可比市区利润占比前五大工业行业分布

可比市区	利润占比前五大工业行业	
张家港市	1、黑色金属加工业 (58%) 2、化学制造业 (22%) 3、专用设备制造业 (3%) 4、金属制品业 (3%) 5、非金属矿物制造业 (3%)	
吴江区	1、化学纤维制造业 (20%) 2、计算机, 通信和其它电子设备制造业 (14%) 3、通用设备制造业 (11%) 4、专用设备制造业 (5%) 5、纺织业 (8%)	
无锡市	1、计算机, 通信和其它电子设备制造业 (15%) 2、电器机械和器材制造业 (11%) 3、通用设备制造业 (11%) 4、汽车制造业 (10%) 5、专用设备制造业 (9%)	
江阴市	1、计算机, 通信和其它电子设备制造业 (11%) 2、铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业 (8%) 3、电器机械和器材制造业 (8%) 4、纺织业 (10%) 5、金属制品业 (6%)	

资料来源: 2021 各市统计年鉴, 中银证券

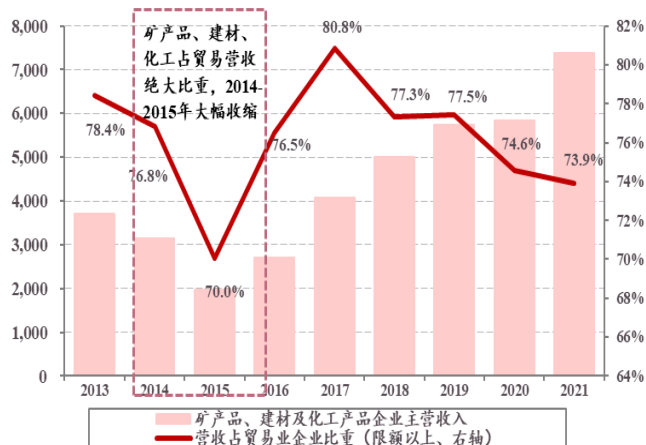
图表 13. 张家港市重工业企业利润占比明显高于可比市区 (2021)



资料来源: 2021 各市统计年鉴, 中银证券

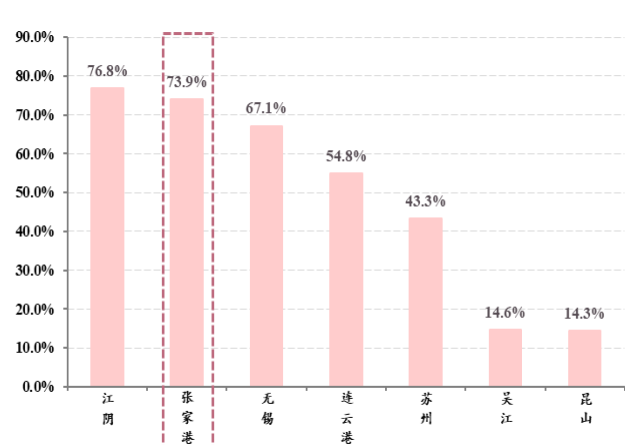
同时, 矿产品、建材及化工贸易企业营收占据了贸易企业营收绝大比重。2017 年以来其主营业务收入占比虽持续下行, 但 2021 年比重仍达 73.9%。张家港市重工业贸易体量大, 份额占比高, 相较可比市区, 2021 年张家港市矿产品建材及化工贸易营收占比仅低于江阴, 远高于同在苏州域内的吴江区及昆山市。

图表 14. 矿产建材及化工贸易企业营收及占比（亿元）



资料来源：历年张家港市统计年鉴，中银证券

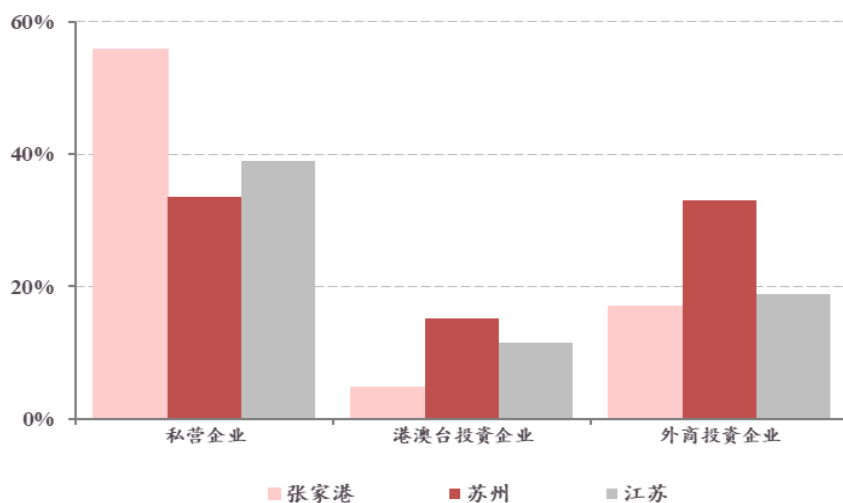
图表 15. 可比城市矿产品建材及化工贸易企业营收占比



资料来源：2021 年各市统计年鉴，中银证券

此外张家港市民间及外资企业活跃，2021 年规模以上工业企业中，私营企业以及港澳台、外商投资企业资产规模占比达 77.3%，超过江苏全省整体情况，较苏州整体略低 4.4 个百分点。其中，张家港市私营企业资产规模占比达 55.8%，远高于江苏、苏州私营企业占比，但港澳台及外商投资企业资产规模占比低于苏州及江苏。

图表 16. 2021 年民间及外资规模以上工业企业资产占比



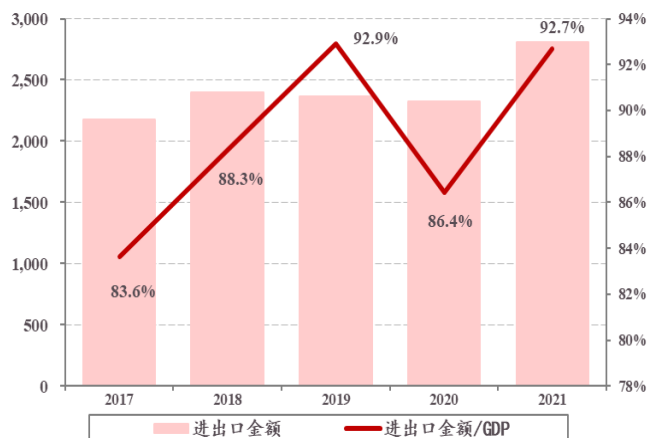
资料来源：2021 相关省市统计年鉴，中银证券

(3) 张家港市进出口对经济贡献度高，轨道交通布局积极

进出口对经济贡献度高。2022 年张家港全市实现进出口总额 466 亿美元，同比增长 8.0%，**张家港市进出口额/GDP 远高于可比区县市**，2021 年比重达 92.7%，远高于吴江、常熟、无锡等城区。

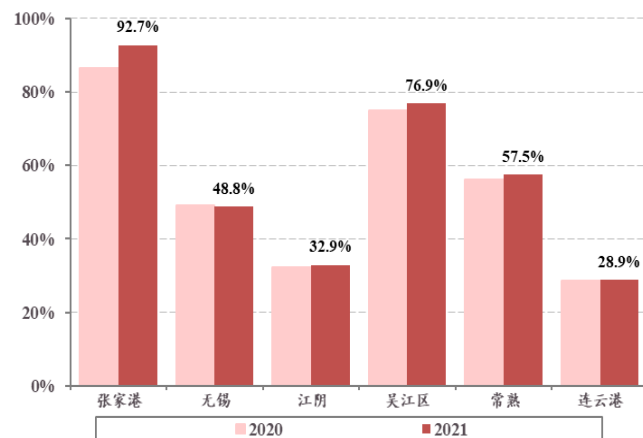
张家港进出口额占苏州市比重日益上升，2020 年受疫情影响占比略有下行，后占比回升，2022 年其进出口占苏州比重达 11.7%，较 2021 年占比提升 0.6 个百分点。此外，张家港市进出口增速均高于苏州增速，仅 2020 年增速低于苏州整体增速。

图表 17. 张家港进出口金额及占 GDP 比重（亿元）



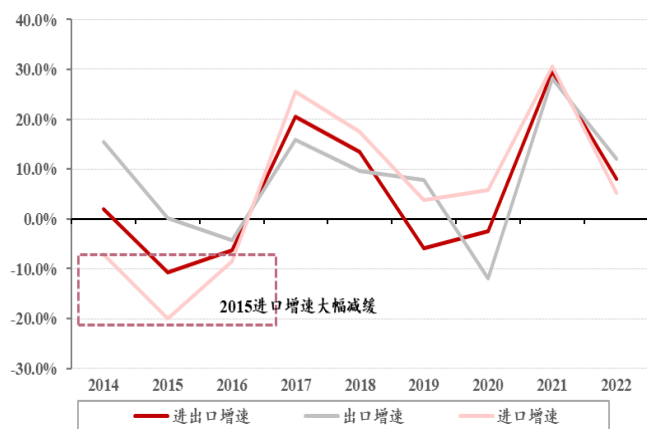
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 可比市区进出口金额占 GDP 比重



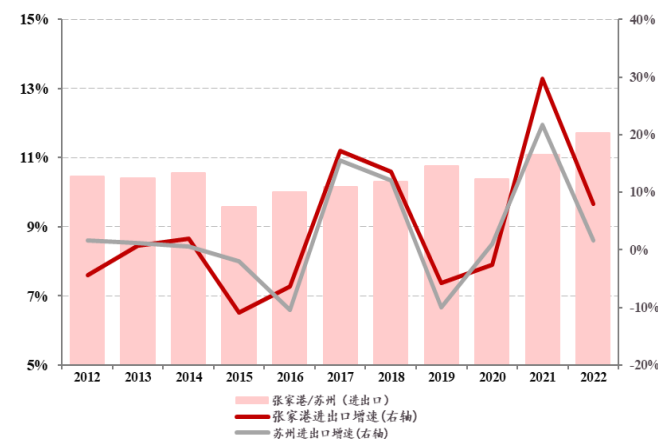
资料来源：各市统计公报，中银证券

图表 19. 张家港历年进出口增速



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 张家港进出口占苏州比重及历年进出口增速



资料来源：万得，中银证券

张家港港区战略定位主要服务本地经济发展。根据江苏省政府颁布的江苏省沿江沿海港口布局规划（2015—2030 年），苏州港中重点发展的港区是太仓港，张家港港区定位以服务本地区经济发展和临港产业为主，港口自身特征对集装箱运输业务形成部分限制。

图表 21. 江苏省沿江沿海港口布局规划（2015 年—2030 年）摘要

港口	港区个数	重点发展	港口定位
苏州港	3	太仓港区	
其中：太仓港区			
建设规模化的集装箱港区，打造成为上海国际航运中心的重要组成部分，同时承担长江三角洲地区大宗散货海进江中转运输服务			
以服务本地区经济发展和临港产业为主			
张家港及常熟港区			
南京港	7	龙潭港区、西坝港区	积极拓展港口现代物流、航运服务等功能，逐步发展成为区域性航运物流中心
连云港港	4	连云港区、徐圩港区	打造成为中哈物流中转基地、上合组织成员国出海口、东中西合作示范区和区域性国际枢纽港
南通港	12	通海港区，通州湾港区	加强港区整合，推进陆海统筹、江海联动
镇江港	7	大港港区	推进资源整合和经营管理一体化，以发展江海河联运为主
扬州港	3	扬州港区	服务临港产业、腹地中转运输
泰州港	3	高港港区	服务临港产业和苏中地区经济社会发展为主，为长江中上游地区提供中转运输服务
常州港	3	录安洲港区	常州地区生产生活物资运输
江阴	4	申夏港区	为无锡市、江阴市发展外向型经济服务
盐城港	4	大丰港区	为盐城市和苏北地区发展外向型经济服务

资料来源：交通运输部官网，中银证券

图表 22. 2022 年江苏省主要港口数据

港口	港口类型	货物吞吐量 (万吨)	同比 (%)	集装箱吞吐量 (万 TEU)	同比 (%)
苏州港	内河港	57,276	1.2	908	11.9
其中：张家港港区		24,400	(5.1)	85	(2.7)
常熟港区		6,352	(2.8)	20.86	0.0
太仓港区		26,554	9.2	802.59	14
泰州港	内河港	36,444	3.3	33	2.1
江阴港	内河港	35,062	3.9	53	(12.4)
南通港	内河港	28,508	(7.6)	224	10.5
连云港	沿海港	30,111	11.9	557	10.6
南京港	内河港	27,155	1.1	320	2.9
镇江港	内河港	22,542	(4.9)	38	(13.1)
盐城港	沿海港	13,543	20.8	53	40.2
扬州港	内河港	10,646	5.0	57	(6.9)

资料来源：交通运输部官网，各地统计局官网，中银证券

轨道交通方面，逐步形成长三角核心城市 1 小时出行圈。2020 年 7 月沪苏通铁路 I 期通车，张家港、常熟、太仓共同拥有了第一条高铁线，大幅提升了苏南区域出行便利程度。该线路将张家港与上海的通勤时间缩短至 1 小时，2021 年铁路客运总量达 322.67 万人次。

目前张家港市计划构建 3 条铁路干线与 4 条市域（郊）铁路组成的轨道交通体系，其中江苏南沿江城际铁路（沪宁沿江高铁）计划 2023 年 9 月份开通，将进一步缩短张家港、常熟、太仓等城市与上海的通行时间。未来随着铁路轨道规划的落地，张家港市将逐步形成与长三角核心城市的 1 小时出行圈。

图表 23. 张家港市铁路轨道规划情况

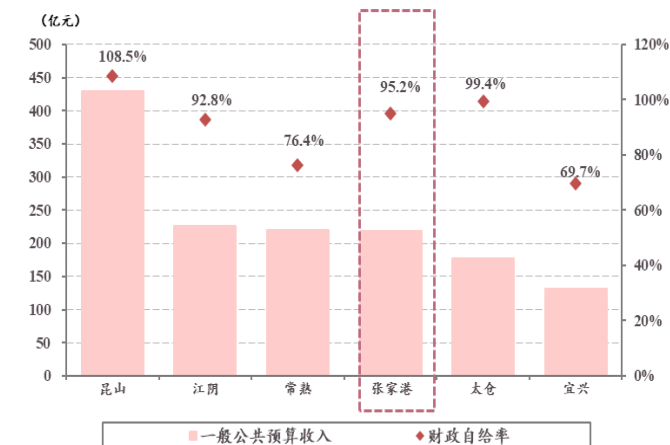
铁路	铁路类别	定位	开通情况
沪苏通铁路	干线铁路	连接上海与南通市，承担上海、江苏城际旅客交流为主，兼顾货物运输和中长途旅客交流	2020 年 I 期开通运营，设计时速 200 公里/小时
江苏南沿江城际	干线铁路	连接南京至太仓市，长江三角洲城市群核心区域城际轨道交通网的骨干线路	预计 2023 年开通，设计时速 350 公里/小时
通苏嘉甬铁路	干线铁路	连接南通至宁波，长江三角洲城市群的重要城际通道与纽带	南段计划年内开工，计划 2025 年建成，设计时速 350 公里/小时
苏虞张线	市域（郊）铁路	苏州城区联系常熟、张家港	“十四五”期间开工建设
宜锡张线	市域（郊）铁路	联系张家港主城区与无锡硕放机场、无锡太湖新城	“十四五”期间开工建设
沿江都市快线	市域（郊）铁路	好地服务沿江板块间以及与上海的联系	开展方案研究中
市铁路专用线	市域（郊）铁路	提升港口物流服务水平 and 辐射范围，促进港铁联动发展，方便沿江居民出行	待启动项目报批

资料来源：江苏省“十四五”铁路发展暨中长期路网布局规划，中银证券整理

2、债务压力略高于可比城市

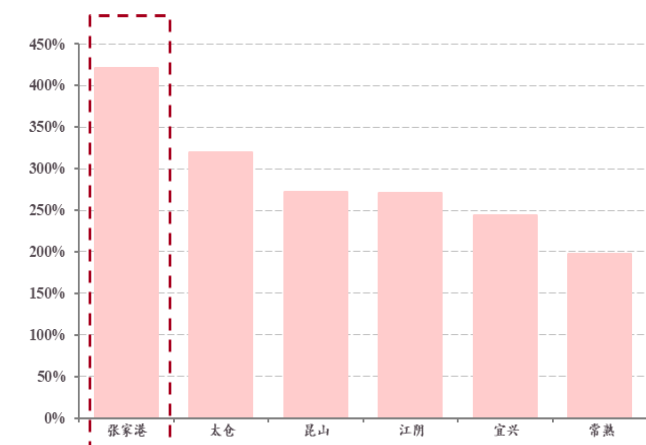
张家港市财政基础良好，AA+城投信用利差较高。2022 年，张家港市实现一般公共预算收入 219.07 亿元，同比下降 17.1%；一般公共预算支出 230.15 亿元，同比下降 5.8%。张家港市在江苏可比城市中财政自给率较高，但考虑城投债务后债务率较高。苏州市信用环境良好，其城投债地域利差在江苏省地级市中最低，张家港背靠苏州，从截至 2023 年 9 月末数据看，其 AAA 城投债地域利差在可比县级市中居中，但 AA+城投债地域利差较高，回顾 2021 年及 2022 年历史数据，张家港市 AA+城投地域利差在可比县级市中仍较高。

图表 24. 2022 年一般公共预算收入及财政自给率



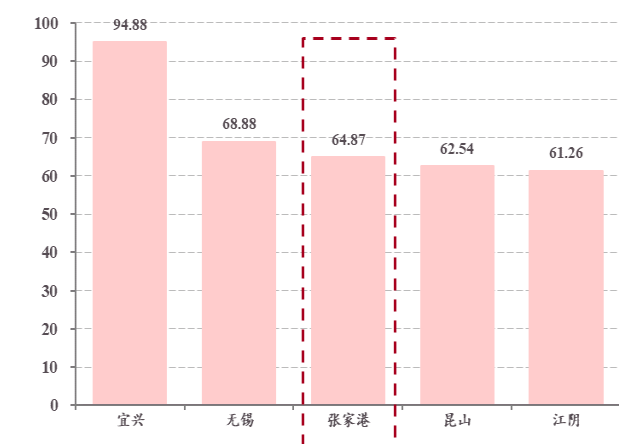
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 2022 年债务率



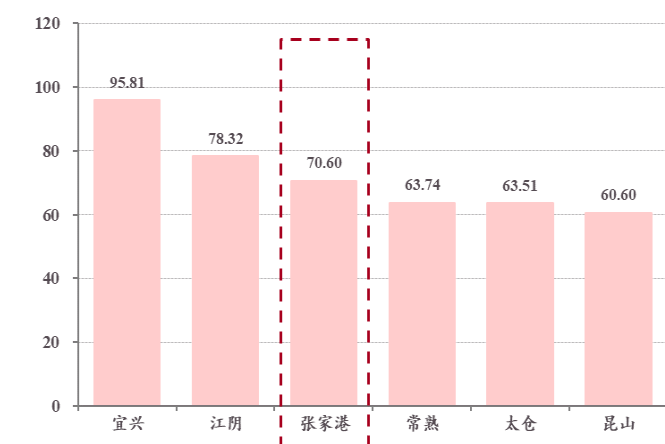
资料来源：企业预警通，中银证券，债务率=(地方政府债务余额+城投平台有息债务)*100%/地方政府综合财力

图表 26. 可比市 AAA 城投债地域利差 (BP)



资料来源：万得，中银证券，数据截至 2023.09.25

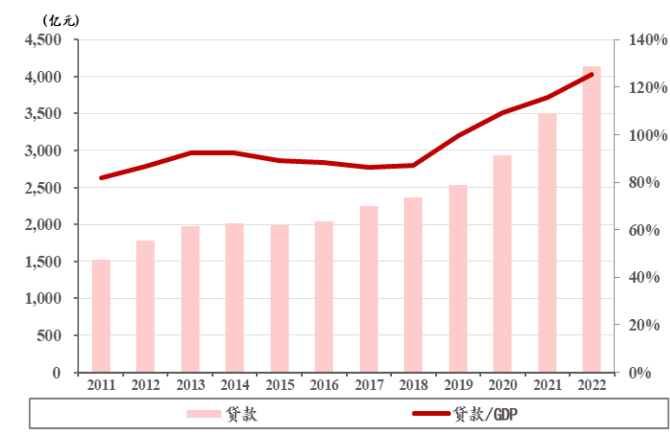
图表 27. 可比市 AA+ 城投债地域利差 (BP)



资料来源：万得，中银证券，数据截至 2023.09.25

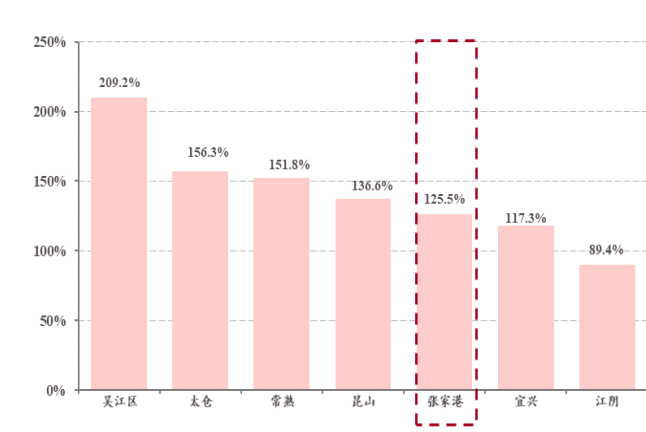
张家港市中长期贷款投放积极，占比逐年上升。张家港市信贷占 GDP 的比重从 2013 年开始出现下行，2018 年占比企稳回升，截至 2022 年末信贷占比水平低于苏州域内的常熟、昆山、太仓及吴江区，信贷增长仍有空间。

图表 28. 张家港市历年贷款/GDP



资料来源：张家港市历年统计公报，中银证券

图表 29. 可比市区 2022 年贷款占 GDP 比重

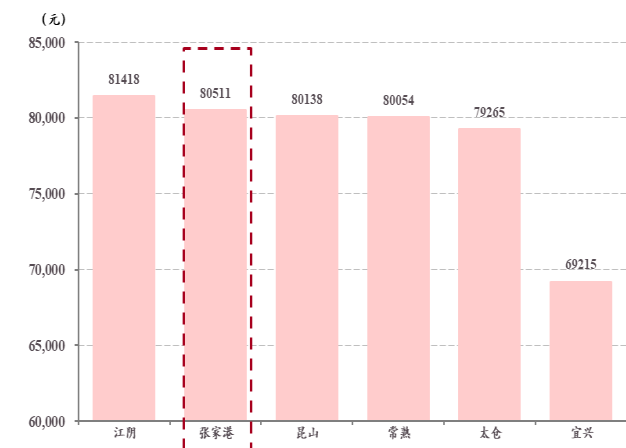


资料来源：2022 年各市统计公报，中银证券

3、人均收入较高，城市优势吸引人口净流入

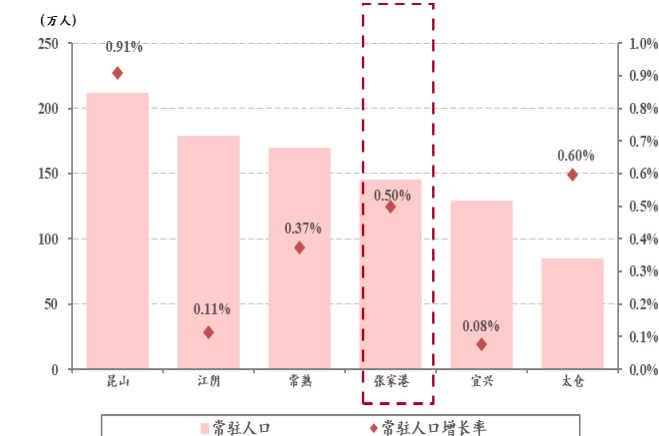
张家港市人均可支配收入位于前列，2022 年末在可比城市中仅低于江阴，城镇居民可支配收入提升较快，居民财富水平较高。张家港人口增长率在可比城市中居前，人口常年保持净流入，2017-2018 年人口净流入速度有所减缓，但随后又快速增长，2021 年净流入人口达 2060 人，净流入人数创历史新高。

图表 30. 2022 年可比城市城镇居民人均可支配收入



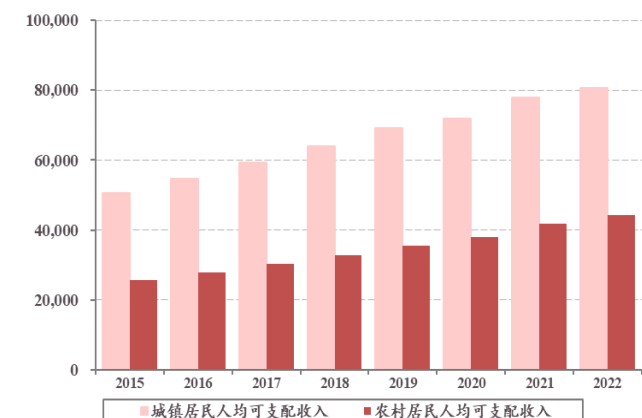
资料来源：各市统计公报，中银证券

图表 31. 2022 年可比城市常住人口及常住人口增长率



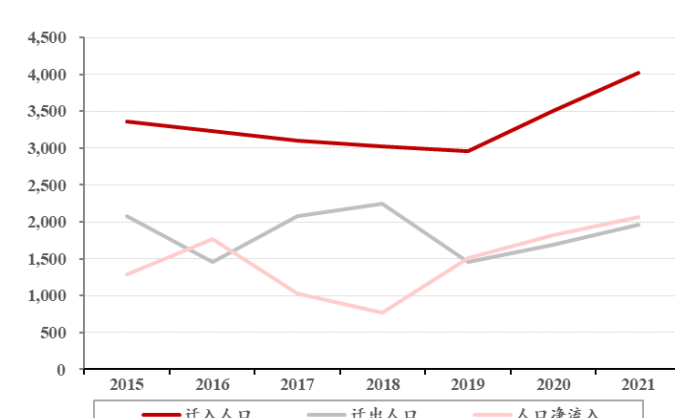
资料来源：各市统计公报，中银证券，昆山市为 2021 年数据

图表 32. 张家港市历年居民可支配收入 (单位：元)



资料来源：张家港市历年统计公报，中银证券

图表 33. 张家港市历年人口迁入迁出情况 (单位：人)

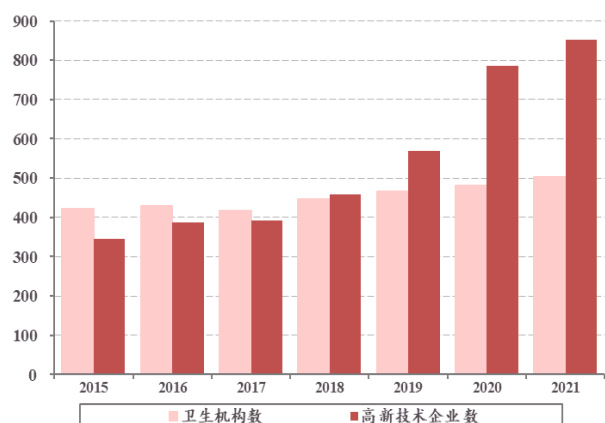


资料来源：张家港市历年统计年鉴，中银证券

近年来张家港市的发展及自身优势持续吸引了人才流入，2020 年沪苏通铁路张家港站启用，张家港市成为“三铁交汇”的长三角沿江地区重要的综合性交通枢纽城市。张家港市的创新人才聚集加速，获批人力资源和社会保障部与江苏省人民政府共建中国张家港留学人员创业园，高新技术企业数逐年增加的同时也吸引了一大批科技人才。

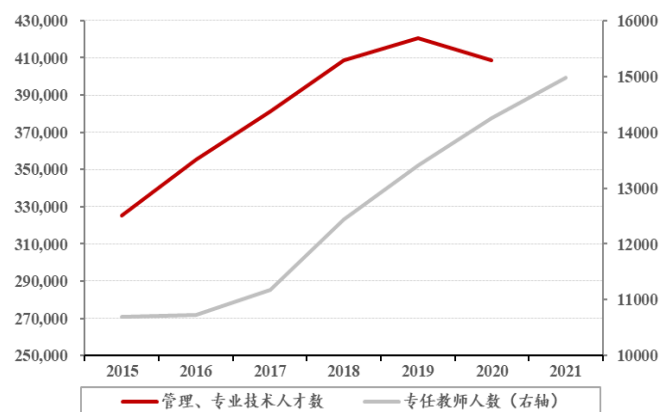
医疗教育保障匹配人口同步增长。张家港市教育水平名列前茅，在 2021 年省教育现代化建设监测中，张家港市综合得分位居全省前列，列苏州市各县市第一，专任教师人数达 14987 人，同比增加 737 人；卫生机构数量 502 个，逐年稳步上升。

图表 34. 张家港市卫生机构数和高新技术企业数 (个)



资料来源：张家港市历年统计年鉴，中银证券

图表 35. 张家港市人才情况 (单位：人)



资料来源：张家港市历年统计年鉴，中银证券，2021 缺失技术人才数据

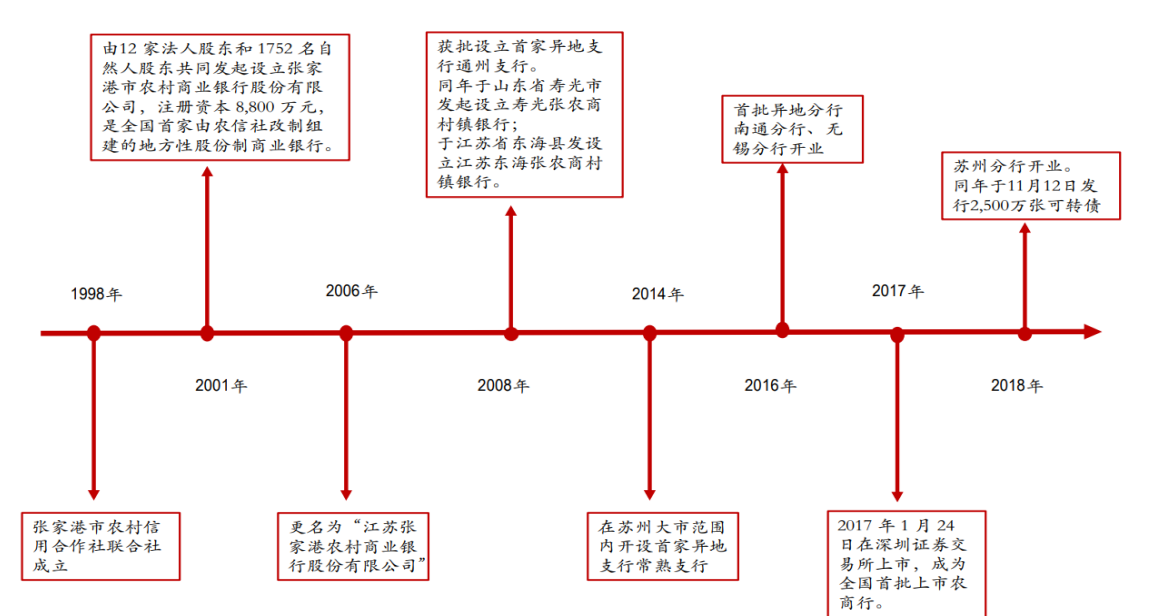
二、张家港本地份额领先，异地扩张彰显竞争力

1、根植张家港本地

(1) 前身为张家港市农村信用合作社联合社

张家港行前身是张家港市农村信用合作社联合社，期间经历法人合并、更名和股份制改制，2006 年更名为张家港农村商业银行股份有限公司。

图表 36. 张家港行发展历程



资料来源：上市公司年报，中银证券

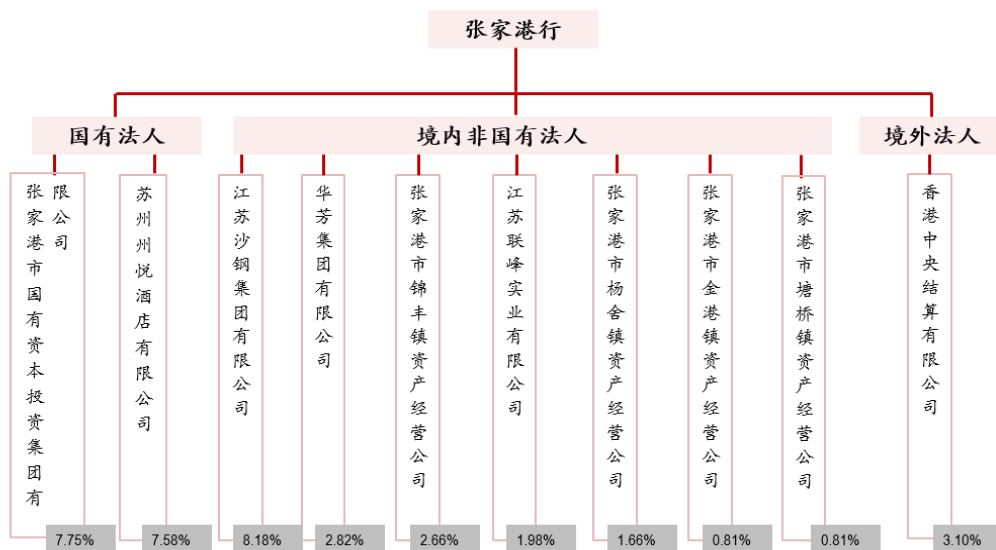
(2) 股权结构分散、核心管理团队优秀

张家港行股权结构分散、不存在控股股东和实际控制人。张家港行主要股东包括沙钢集团、张家港市国有资本投资集团和苏州洲悦酒店，其持股比例在 5% 以上，且高管位列董事会席位。主要股东持股比例多年来保持稳定。

张家港行管理层基本出自省内农信系统，近 10 年来张家港行仅经历了两次董事长及行长变更，且均在 2017 年后。最近一次发生于 2023 年 6 月公司董事会换届，董事长季颖与副行长郭卫东均到龄转岗改任公司督导员，管理层交接稳步进行；现任行长吴开曾担任江阴银行副行长，从业经验丰富。

张家港行中层干部团队专业能力强，稳定性强。截至 2022 年 6 月末，全行中层干部平均年龄为 40 岁，近五年来下降了 5 岁，35 周岁以下占比 33%。在干部学历方面，硕士占比 15%，核心管理团队人员稳定性强、专业能力突出。截至 2023 年 6 月末，全行员工平均年龄仅为 36 岁。

图表 37. 2023 年半年报张家港行前 10 大股东股权结构



资料来源：上市公司半年报，中银证券

图表 38. 张家港行管理层情况

姓名	职务	工作经历
吴开	行长	1979 年 3 月出生，硕士研究生学历，经济师。历任江阴市澄江信用社员工，江阴农村商业银行国际业务部总经理助理、副总经理，资金运营部副总经理，江阴农村商业银行申港支行行长，金融同业部总经理，江阴农村商业银行副行长，江南农村商业银行董事、副行长。现任张家港行党委副书记、董事、行长。
孙瑜	副行长	1974 年 1 月出生，本科学历，经济师。历任交通银行张家港支行柜员、稽核科科员，张家港行后塍支行柜员，总行营业部柜员、客户经理，杨舍支行副行长，个人业务部副总经理，本行零售业务部总经理。现任张家港行党委委员、副行长。
陆亚明	副行长	1967 年 4 月出生，本科学历。历任张家港农村信用联社合兴信用社记账员、信贷员，张家港行合兴支行副行长、副行长，授信评审部副总经理、总经理，信贷管理部总经理，昆山农村商业银行副行长。现任张家港行党委委员、副行长。
陈金龙	副行长	1976 年 9 月出生，本科学历，经济师。历任中国银行张家港支行国际贸易结算科办事员，张家港行风险管理部办事员、总经理助理，公司业务部副总经理，社区金融部副总经理，塘桥支行副行长、行长，小微金融事业部总经理，港区支行行长，授信评审部副总经理，苏州分行副行长，合规管理部总经理，江苏兴化农村商业银行党委委员、副行长。现任张家港行党委委员、副行长。
陶怡	副行长	1985 年 12 月出生，研究生学历。历任常熟农商行小额贷款中心员工、主管、技术顾问、团队督导、业务管理部部长、总经理助理，无锡滨湖兴福村镇银行副行长，张家港行小微金融事业部总经理、普惠金融事业部总经理。现任张家港行党委委员、副行长兼普惠金融总部总裁。
王辉	副行长	1983 年 5 月出生，研究生学历，经济师。历任张家港行塘市支行员工、副行长，大客户部副总经理、塘市支行副行长、崇川支行行长，公司金融总部总经理兼投资银行部总经理。现任张家港行党委委员、副行长兼公司金融总部总裁。
戚飞燕	董事会秘书	1983 年 9 月出生，本科学历。历任张家港日报社社会生活部记者、编辑，中国民生银行张家港支行办公室副主任、中国民生银行张家港支行金港支行副行长、中国民生银行张家港塘桥支行副行长、张家港行办公室副主任，现任张家港行董事会秘书、董事会办公室主任、办公室主任。

资料来源：上市银行年报及官网，中银证券

2、本地网点覆盖面广，市场份额领先

张家港行是张家港地区网点最多、覆盖面最广的银行，截至 2022 年末在张家港市共设 1 家总行直属营业部及 25 家支行，截至 2022 年中期本地网点共计 76 个，密集的网点使得张家港行将服务下沉渗透到农村集镇。张家港行的前身可以追溯到 1952 年的农村信用社，在本地市场提供金融服务的历史已经超过 50 年，客户根基扎实，人脉优势明显，具有做熟、做透当地市场的基础。

2018 年张家港行对本地支行进行重组，构建了对公业务集中运营、零售业务网格化管理的新模式。近年依托零售网格化管理，张家港行加快农村金融服务点建设，构建村镇/社区金融生态圈，实现本地社区管理全覆盖。

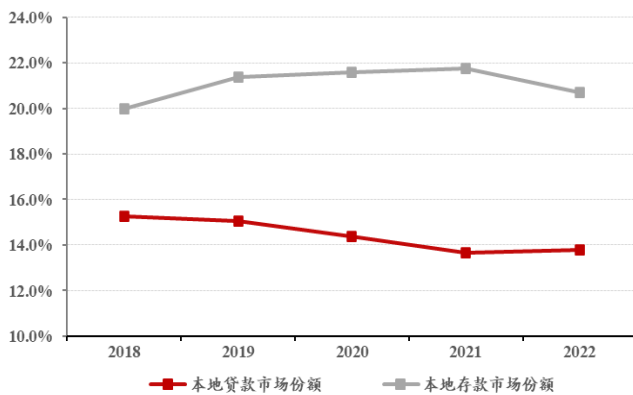
张家港行在本地业务优势明显，其中 2022 年存款市场份额 20.7%，位于张家港市金融机构第一，2022 年贷款市场份额 13.77%，与农行常年保持在前两位。

图表 39. 张家港行存贷款市场份额及异地存贷款占比

年份	本地贷款(亿元)	本地存款(亿元)	本地贷款市场份额 (%)	本地存款市场份额 (%)	异地贷款占比 (%)	异地存款占比(%)
2018	358.15	597.21	15.15	19.98	40.47	24.88
2019	380.36	691.86	15.03	21.38	46.73	25.52
2020	444.07	844.42	14.36	21.59	47.67	23.09
2021	507.98	922.47	13.66	21.76	49.11	25.97
2022	569.79	1,077.61	13.77	20.70	50.47	24.96

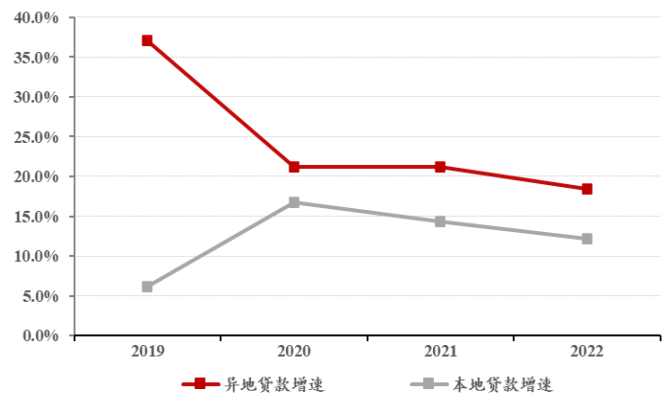
资料来源：公司年报，2018 年数据为测算，2021、2022 年异地存款占比数据为测算，中银证券

图表 40. 张家港行本地存款、贷款市场份额稳定



资料来源：公司年报，中银证券，2018 年数据为测算

图表 41. 张家港行异地贷款增速常年超过本地



资料来源：公司年报，中银证券

3、异地业务扩张积极，改革转型实现异地专营普惠小微贷款

张家港行在深耕本地市场的同时通过开设异地分行扩大异地团队，并积极参与村镇银行股权投资发展异地业务，异地贷款增长迅速，增速常年超过本地贷款增速，贷款占比不断提升，2022 年超过 50%，异地存款占比也稳定 24%左右。

一方面，逐步开设异地分支行，异地份额不断提升。2016 年开设昆山支行，南通、无锡两家分行开业，公司是江苏省内首批设立异地支行的农商行。苏州分行 2018 年开业，三家异地分行的设立，使公司初步形成“立足江苏，重点苏南和沿江”的跨区域发展总体布局。苏州、无锡、南通经济总量大，市场空间更大，增大了公司的业务发展空间，异地业务成为推动公司业务经营发展的重要增长极。

截至 2022 年末张家港行在张家港以外区域共设立 16 家异地支行和 1 家社区支行，异地支行数量较 2016 年增加 4 个，异地支行近年来受监管因素开设受限，在现有网点下张家港行异地业务人均产出大幅上升。公司同时积极推动异地支行改革，将异地支行打造成为 1000 万元以下普惠型小微企业贷款专营机构，实施差别化服务和专业化经营。

另一方面，公司积极参与村镇银行股权投资。张家港于 2008 年发起设立山东寿光、连云港东海两家村镇银行，截至 2022 年末公司还投资参股了江苏兴化、安徽休宁、江苏太仓 3 家质优农商行。

2018 年以来张家港行异地贷款增长迅速，截至 2022 年末异地贷款余额达 580.49 亿元，较 2018 年增加 337.04 亿元；2022 年异地贷款占比达到 50.47%，较 2018 年上升 10 个百分点，规模及在比重均有显著提升。

图表 42. 2016 年-2022 年张家港行本地、异地经营发展

年份	本地	异地
2016	实施“互联网+”战略，将在张家港分布最广、数量最多的网点与电子银行、移动金融结合， 本地机构存贷款业务市场份额稳居张家港市金融机构前茅。	开设昆山支行，首批两家分行 南通分行、无锡分行 获准开业，苏州分行筹建规划获批，异地机构存贷款业务快速增长。
2017	开展“网点下沉、人员下沉、客户下沉、服务下沉”专项建设，实现网点由交易处理型向销售服务型转型； 机构网点在本地覆盖最广，存贷款市场份额长期稳居张家港金融机构前茅。	新设如皋支行；获准筹建苏州分行，完成以苏州、无锡、南通三大板块为支柱的跨区域发展总体布局， 异地机构存款、贷款余额占公司各项存款、贷款总量的比例达到四分之一和三分之一。
2018	完成本地基层支行机构改革，形成“7+2+16+1”机构设置，即 7 家中心支行、2 家综合支行、16 家零售支行、1 家对公支行， 构建了对公业务集中运营、零售业务网格化管理的新模式。	开设苏州分行和江阴支行，完成以苏州、无锡、南通 3 家分行为支柱，在省内外开设 14 家异地支行、2 家控股村镇银行并投资 5 家农商行的区域性商业银行布局。
2019	1、在张家港网点达到 82 家，成为全市网点最多、覆盖面最广， 唯一一家将金融服务渗透到本地众多城乡社区、农村集镇的银行业金融机构。 2、实施“互联网+”战略，推进“线上+线下”立体化营销网络体系，在张家港市 32 家金融机构中， 张家港行本地存款、贷款市场份额分别为 21.38%和 15.03%，均位居全市首位；新增存款市场份额高 30.68%，存贷款增量居前。	夯实跨区域发展根基，重点破题异地机构转型发展模式，打造异地业务发展全新引擎，高效统筹本异地“两个市场”。
2020	1、将相关政府服务窗口业务至本地所有网点，完成综合服务点建设 30 家，打通农村普惠金融服务“最后一公里”。 2、本地经营机构本外币各项 存款、贷款市场份额分别为 21.59%和 14.36%，均名列本地金融机构首位，新增存款市场份额继续保持全市第一。	完成 17 家异地支行向普惠型小微贷款专营机构的转型，实施差别化服务和专业化经营。
2021	本地机构本外币各项存款市场份额 21.76%，存款增量市场份额 22.92%，其中储蓄存款市场份额 34.06%，储蓄存款增量市场份额 48.53%， 四项市场份额指标均位居张家港市 34 家金融机构首位；贷款市场份额 13.66%，居全市前列。	将 16 家异地支行打造成为 1000 万元以下普惠型小微企业贷款专营机构，年末异地分支行贷款余额 490.19 亿元，较年初增加 85.69 亿元，余额和增长额在母公司的占比分别达 50.57%和 59.38%。
2022	本地机构存款市场份额 20.70%，其中储蓄存款市场 34.89%， 均位居张家港市 34 家金融机构首位；贷款市场份额 13.77%，稳居前列； 扎根长三角中心城市群，深耕本地市场与拓展异地发展空间并举。	围绕资金结算、授信融资、新市民服务等延展综合服务范围， 提升异地贡献度； 促进异地机构负债端资产端贡献度双提升；加强异地干部本土化建设；加强异地区域品牌建设。

资料来源：公司年报，中银证券

三、两小战略积极推动，小微业务竞争力突显

1、中小微企业为信贷客户主体，专业化经营推动“两小”贷款加速增长

公司拥有较好的小微企业客户的基础。张家港行在改制之前信贷客户的主体是乡镇企业和农村个体工商户，客户经发展逐步成长为中小微企业，形成了稳定的中小微客户群。此外公司在张家港市网点密布，客户经理队伍庞大，本地的人脉优势、对财务信息的有效掌握以及较短的信贷审批流程满足了中小微型企业贷款的便捷性需求。

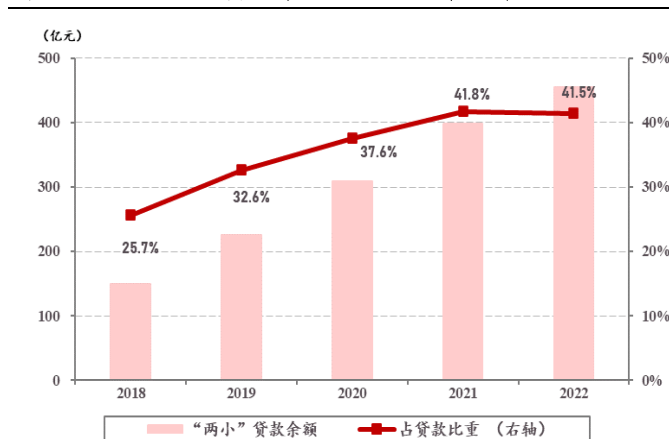
小微金融事业部与小企业部的成立推动张家港行“两小”业务发力。张家港行在 2001 年完成了股份制改造，在此后的发展中确立了构建以中小微企业客户为主体的信贷业务结构。2017 年上市后，公司重点发展“两小”业务，进一步做小做散客户。随着 2017 年小微金融事业部成立以及 2018 年小企业部成立，公司“两小”贷款迅速增长，业务占比大幅提升。截至 2022 年末，张家港行“两小”贷款余额为 455.83 亿元，同比增加 56.65 亿元；“两小”贷款占全部贷款的比重达 41.5%，较 2018 年占比提升 15.8 个百分点，“两小”客户已成为张家港行信贷业务投放主要对象。

图表 43. 张家港行客户贷款结构（单位：亿元）

	年份	对公贷款余额	小型企业	微型企业	小微合计占比 (%)
上市前	2013	285.03	165.60	15.85	63.7
	2014	289.48	180.49	15.27	67.8
	2015	284.13	190.40	22.39	74.9
	2016H	286.94	193.54	24.34	75.9
	年份	对公贷款余额	微贷	普惠型小微企业贷	小微合计占比 (%)
上市后	2018	384.2	76.00	73.35	38.9
	2019	398.08	124.00	101.54	56.7
	2020	421.96	170.13	138.15	73.1
	2021	473.29	223.06	176.12	84.3
	2022	528.94	244.33	211.50	86.2

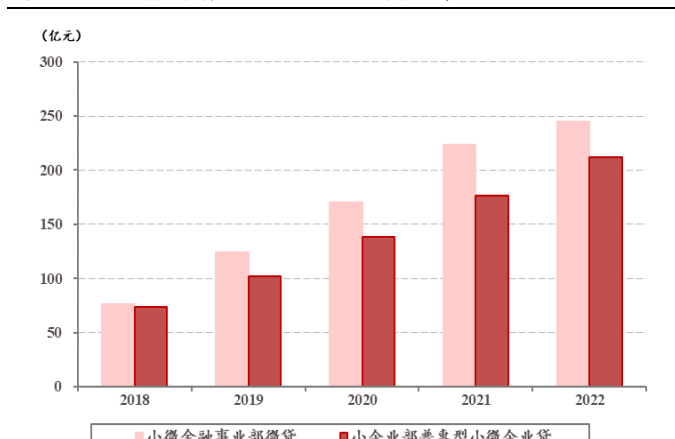
资料来源：公司招股说明书，公司年报，中银证券

图表 44. “两小”贷款余额及占比逐年提升



资料来源：上市银行年报，中银证券

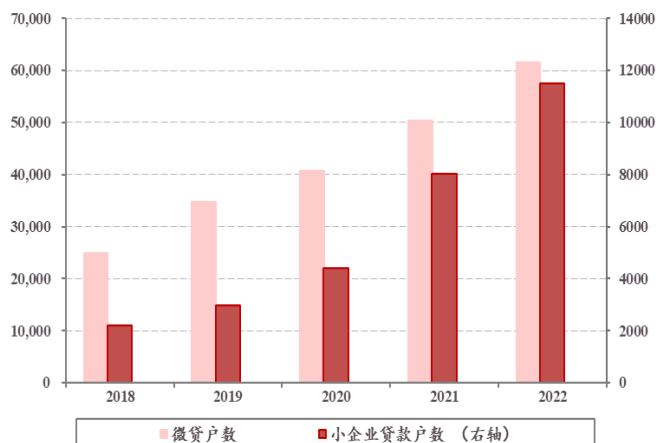
图表 45. 微贷与普惠型小微企业贷款余额



资料来源：上市银行年报，中银证券。小微企业贷款包括小型、微型企业贷款；个体工商户经营性贷款；小微企业主经营性贷款。

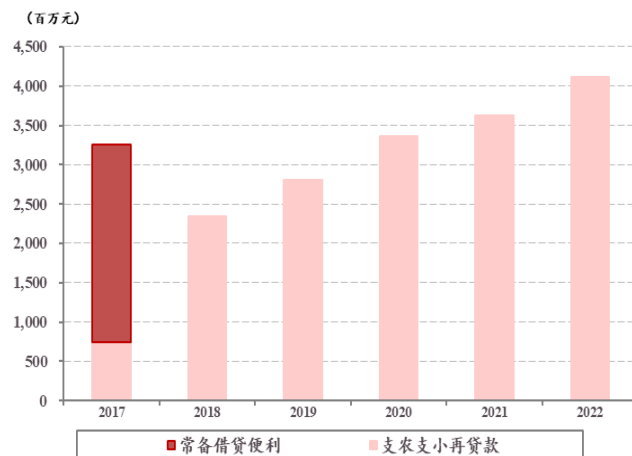
“两小”贷款规模、客户数均高速增长。微贷方面，2022 年末微贷规模从 2016 年末 21 亿元增至 244 亿元，总量增长超 220 亿元；微贷户数由 2016 年末 1.67 万户增至 6.16 万户，较成立之初增 4.49 万户。普惠小微贷款方面，2022 年末余额达 211.50 亿元，较小企业部成立之初增 138.15 亿元，客户数达 11500 户，较成立之初增 9310 户。同时小企业部积极申请央行各项金融扶持政策，截至 2022 年末申领支农再贷款资金 13 亿元、支小再贷款资金 28 亿元，为超 2000 家小微企业、涉农企业及农户提供了专项资金支持。

图表 46. 微贷与普惠型小微企业贷款户数



资料来源：上市银行年报，中银证券

图表 47. 2017 年以后积极向央行申请支农支小再贷款

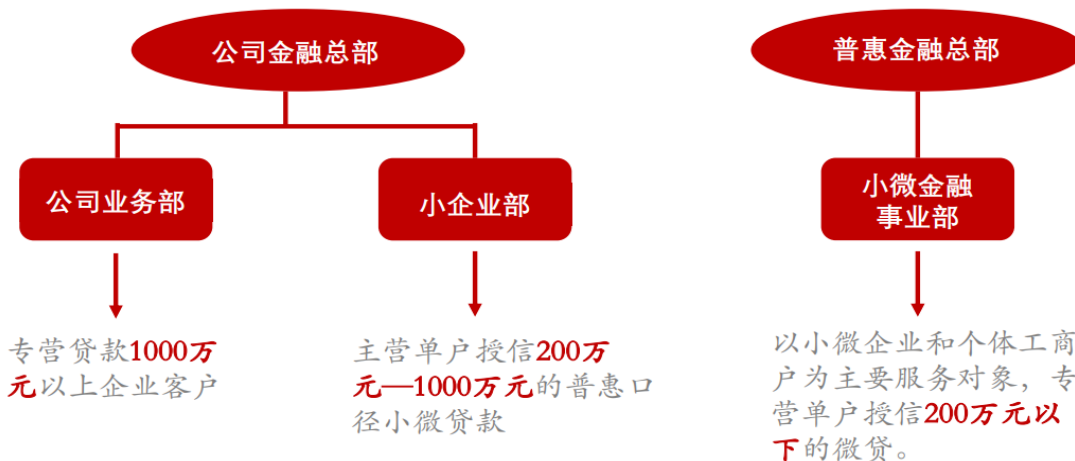


资料来源：上市银行年报，中银证券

2、机构改革推动“两小”部门专业化经营

2020 年公司推进机关部门架构改革，对公司、零售条线进行整合，成立公司金融总部、普惠金融总部，并在公司金融总部设立公司业务部、小企业部，在普惠金融总部设立小微金融事业部，实施专业化分工和分层经营。其中小微金融事业部专营单户授信 200 万元以下的微贷，小企业部主营单户授信 200 万-1000 万元的普惠口径小微贷款。

图表 48. 张家港行对公客户管理体系



资料来源：上市公司年报，中银证券

(1) 小微金融事业部专营微贷

张家港行于 2010 年成立小额贷款中心并试营业，2012 年 2 月更名为“小微企业信贷中心”，2017 年 3 月更名为小微金融事业部，实现事业部制管理，进一步聚焦“支农支小”“服务小微”的战略，2020 年归入普惠金融总部下，将服务对象进一步下沉至 200 万元以下的个体工商户和小微企业，聚焦国有行、股份行较难渗透的领域，形成自身的独特优势。

小微金融事业部获总行重点资源倾斜，独立经营、独立核算，其信贷额度、绩效考核机制、审批机制、激励和约束机制均单列。架构扁平化，增强决策效率，支撑小微业务发展。内部按“业务线、支持线和风控线”设置业务发展、数字微贷、培训管理等八个管理部门。下设苏州、南通等五大分部，分部下设 23 家分中心、33 个团队。

2018年起,小微金融事业部开始向外输出微贷业务管理模式,输出对象包括江苏区域内高邮、兴化、海安、盐城等农商,也包括山西、山东、青海等多家省外农商行,输出内容包括帮助组建微贷团队、培训员工和建立IT系统。张家港行微贷模式得到了省政府及省联社的认可,其向外输出也扩大了自身品牌的影响力。

(2) 小企业部普惠型小微企业贷款

张家港行于2018年6月在公司金融部下新设立小企业部,2019年1月升格为总行一级部门,统筹管理本异地机构普惠口径业务,组建“总部管理团队+分支机构专营团队”的条线框架,除总行管理团队外,基层共有14个本地专营团队和23个异地专营团队,对小企业客户经理实行双线并行管理,2020年归入公司金融总部下。

小企业部专门服务单户授信1000万元以下小企业,主营单户授信200万元—1000万元的普惠口径小微贷款,按“专业化、分层经营”的理念,提升扩大小微企业、三农经营主体信贷的可得性、便利度与覆盖面,有力支持小企业的融资需求。

四、财务分析：高增长带动盈利能力提升

我们选取江浙区域的农商行以及同区域城商行中的江苏银行、南京银行、苏州银行作为可比银行，源于这些银行主要经营地区在苏州、南京、无锡，均位于苏南片区，经营环境相似。

公司客户主要面向小微，选择较高风险溢价客户，通过高定价覆盖风险。公司净息差较高，贷款定价较高，信用成本较高，存量拨备较为充足，ROAA 和 ROAE 居于优秀的苏南农商行中等。公司普惠小微业务竞争力较强，本区和异地发展积极，规模增长迅速。

从 2022 年的杜邦拆解来看，净息差较高是相对优势主要贡献，其他非息亦较高，信用成本相对拖累，充足的拨备覆盖、定价覆盖和较强的业务竞争力，整体风险定价模式仍较好。净息差主要贡献在贷款定价，与定位小微相匹配，相对类似常熟银行，存款成本略偏弱。其他非息收入占比较高，投资业务贡献积极。公司信用成本较高，资产质量略弱于优秀可比苏南农商，与公司客户更偏向高定价下沉小微有关。公司规模增长较快，加权平均风险资产增长较快，资本消耗较快，截至 2022 年末核心一级资本充足率较低，资本补充需求相对较强。

图表 49. 可比银行杜邦拆解对比 2022N

2022N	江苏银行	南京银行	苏州银行	紫金银行	无锡银行	苏农银行	江阴银行	常熟银行	张家港行
ROAE	14.8%	15.1%	11.5%	9.6%	13.0%	10.9%	11.9%	13.1%	12.2%
RORWA	1.4%	1.6%	1.1%	1.0%	1.4%	1.2%	1.5%	1.4%	1.4%
杠杆	15.7	15.6	12.5	13.0	13.4	12.3	11.9	11.9	12.7
风险杠杆	0.66	0.58	0.71	0.72	0.71	0.74	0.66	0.77	0.71
利息收入	4.13%	3.62%	3.87%	4.01%	3.83%	3.70%	3.90%	4.95%	4.42%
利息支出	-2.27%	-2.20%	-2.17%	-2.14%	-2.14%	-1.85%	-1.92%	-2.10%	-2.19%
净利息收入	1.87%	1.42%	1.71%	1.87%	1.69%	1.85%	1.98%	2.85%	2.22%
净手续费收入	0.22%	0.28%	0.27%	0.03%	0.11%	0.08%	0.06%	0.07%	0.03%
净其他非息收入	0.43%	0.65%	0.43%	0.19%	0.37%	0.45%	0.31%	0.38%	0.49%
净非利息收入	0.65%	0.93%	0.70%	0.22%	0.48%	0.53%	0.36%	0.45%	0.52%
营业收入	2.52%	2.34%	2.41%	2.09%	2.17%	2.38%	2.35%	3.30%	2.74%
税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
业务及管理费	-0.62%	-0.70%	-0.79%	-0.81%	-0.67%	-0.81%	-0.71%	-1.27%	-0.89%
营业费用及营业税	-0.14%	-0.49%	-0.21%	-0.55%	-0.15%	-0.58%	-0.17%	-0.36%	-0.21%
营业外收入及其他费用	-0.01%	-0.01%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.01%	-0.02%	0.00%	0.04%
拨备前利润	1.87%	1.61%	1.57%	1.26%	1.48%	1.56%	1.60%	2.01%	1.87%
资产减值损失	-0.70%	-0.46%	-0.57%	-0.35%	-0.40%	-0.55%	-0.56%	-0.75%	-0.82%
税前利润	1.17%	1.14%	1.00%	0.90%	1.08%	1.01%	1.04%	1.26%	1.05%
所得税	-0.22%	-0.17%	-0.16%	-0.16%	-0.11%	-0.12%	-0.04%	-0.16%	-0.09%
税后利润	0.94%	0.97%	0.84%	0.74%	0.97%	0.89%	1.00%	1.10%	0.96%
归母净利润	0.91%	0.97%	0.80%	0.74%	0.97%	0.89%	1.00%	1.03%	0.96%

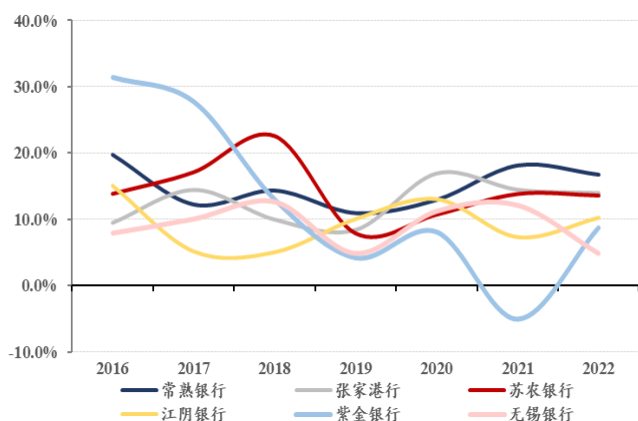
资料来源：万得，中银证券

1、存、贷款增速双高，规模增长带动业绩提升

公司资产增速常年超 10%，2019 年增速回落至 10% 下方，但随后在 2020 年增速恢复至 16.9% 创近年新高，2022 年资产增速在可比农商中仅低于常熟银行。其中，2022 年存、贷款增速均为 15.2%，可比农商中亦低于常熟，可比城商中高于江苏，在所有上市银行中居前列。

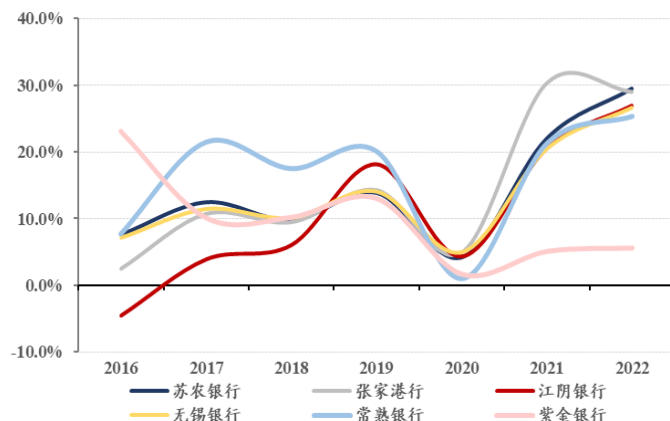
规模增长带动收入盈利持续快速提升，公司业绩自 2017 年起开始突显，当年归母净利润实现近年来首次两位数增长，2020 年受疫情影响增速下行至 4.9%，但随后快速反弹，2021、2022 年归母净利润增速均超 29%，2022 年增速在所有上市银行中仅次于苏农银行。业绩增长推动公司盈利能力持续提升，2021 年和 2022 年公司 ROAA ROAE 均增长迅速，其中 2022N 公司 ROAA ROAE 分别为 0.96% 和 12.21%，同比分别提升 0.09 和 1.13 个百分点。

图表 50. 可比农商行资产同比增速历史数据



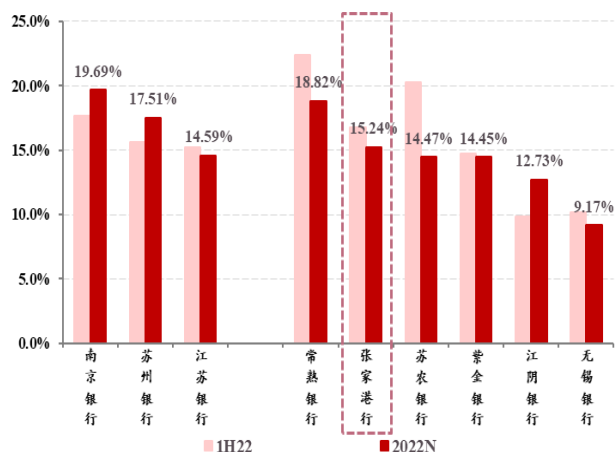
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 51. 可比农商行归母净利润同比增速历史数据



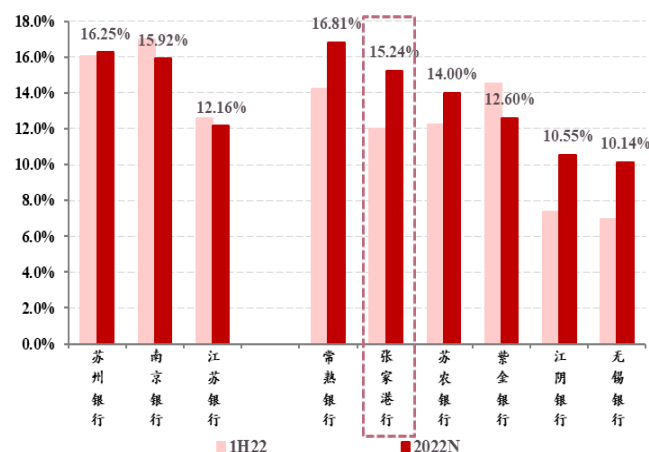
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 52. 可比银行贷款同比增速



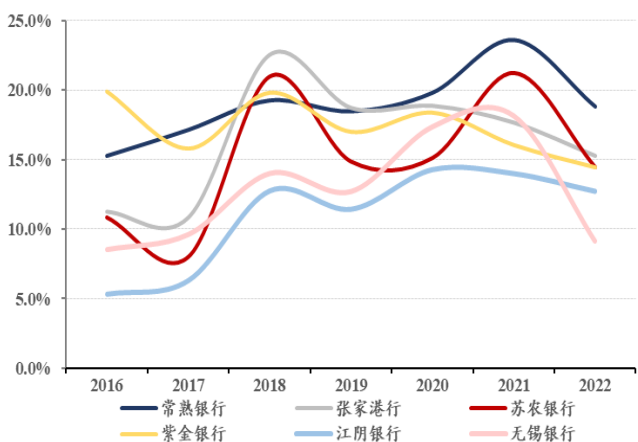
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 53. 可比银行存款同比增速



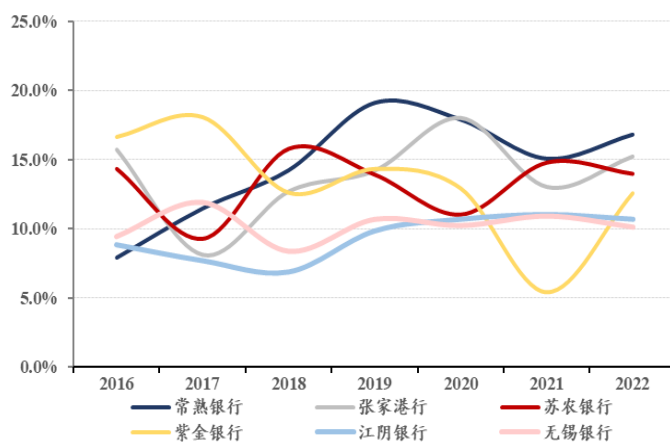
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 54. 可比农商行贷款同比增速历史数据



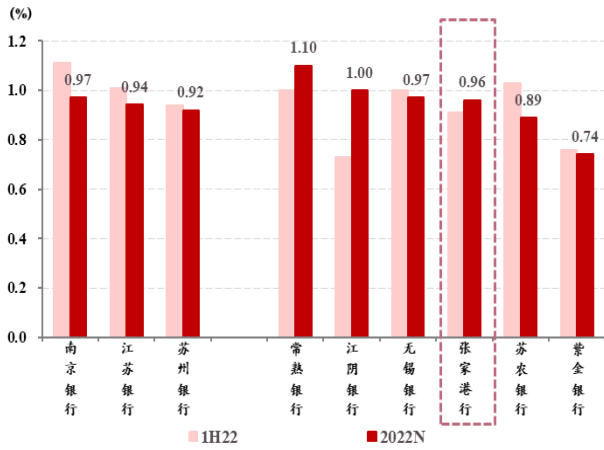
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 55. 可比农商行存款同比增速历史数据



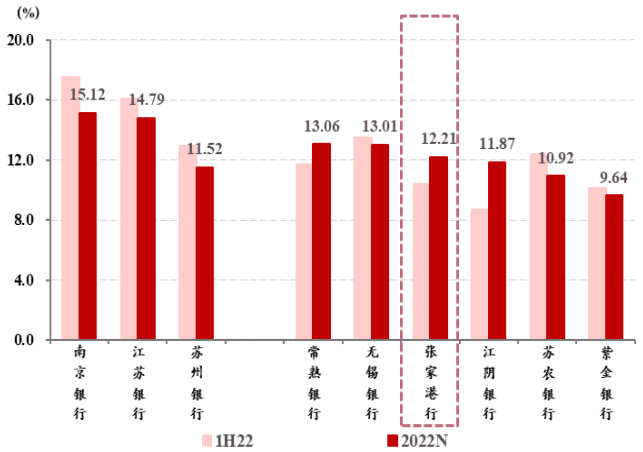
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 56. ROAA



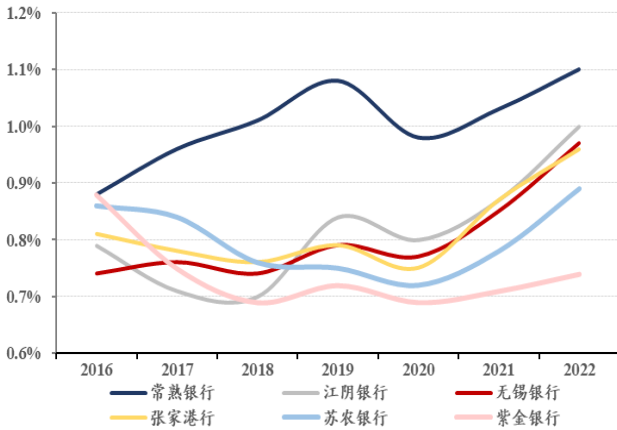
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 57. ROAE



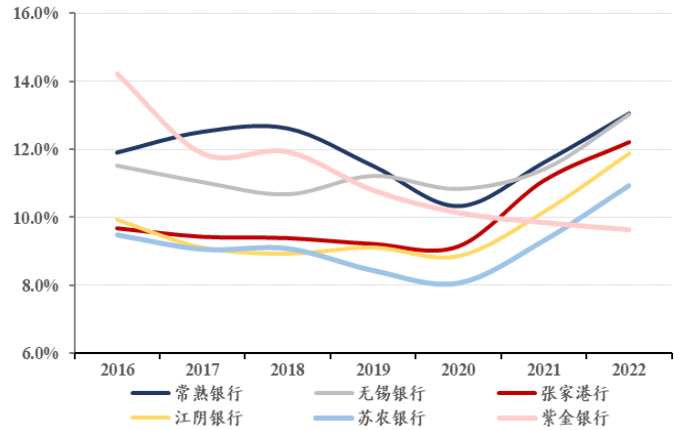
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 58. 可比农商行 ROAA 历史数据



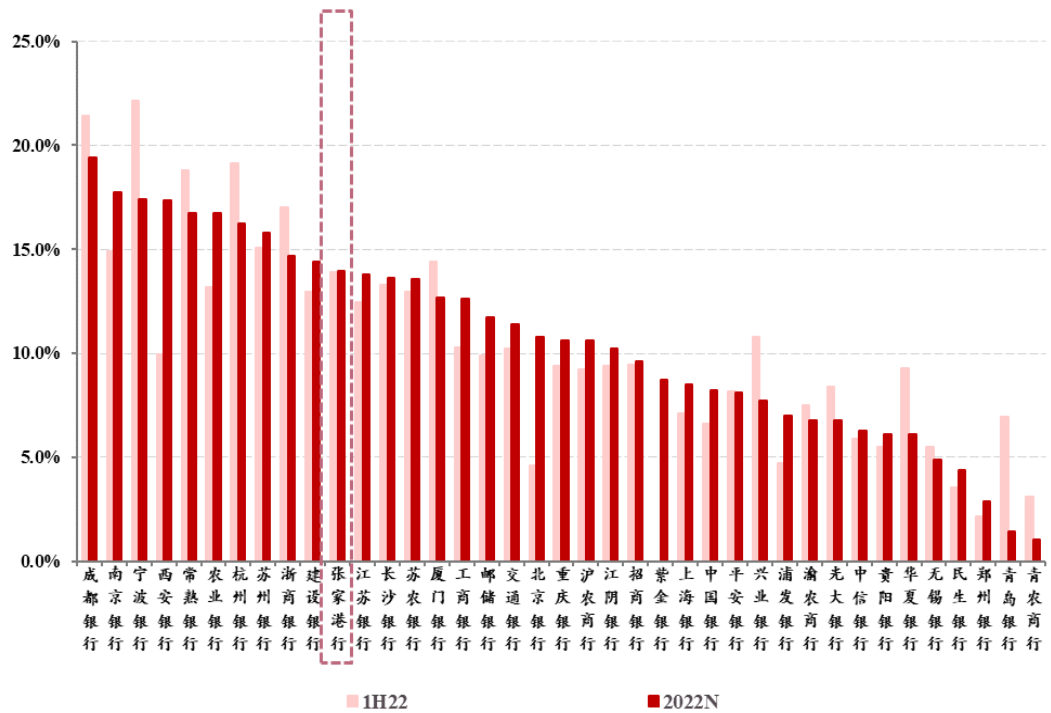
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 59. 可比农商行 ROAE 历史数据



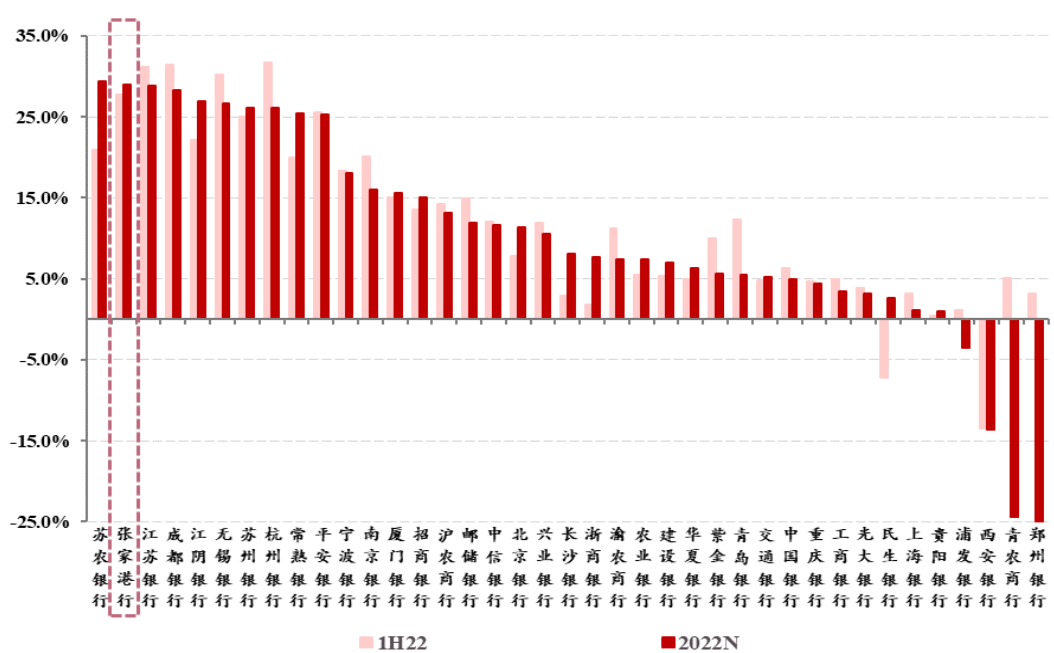
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 60. 上市银行资产同比增速



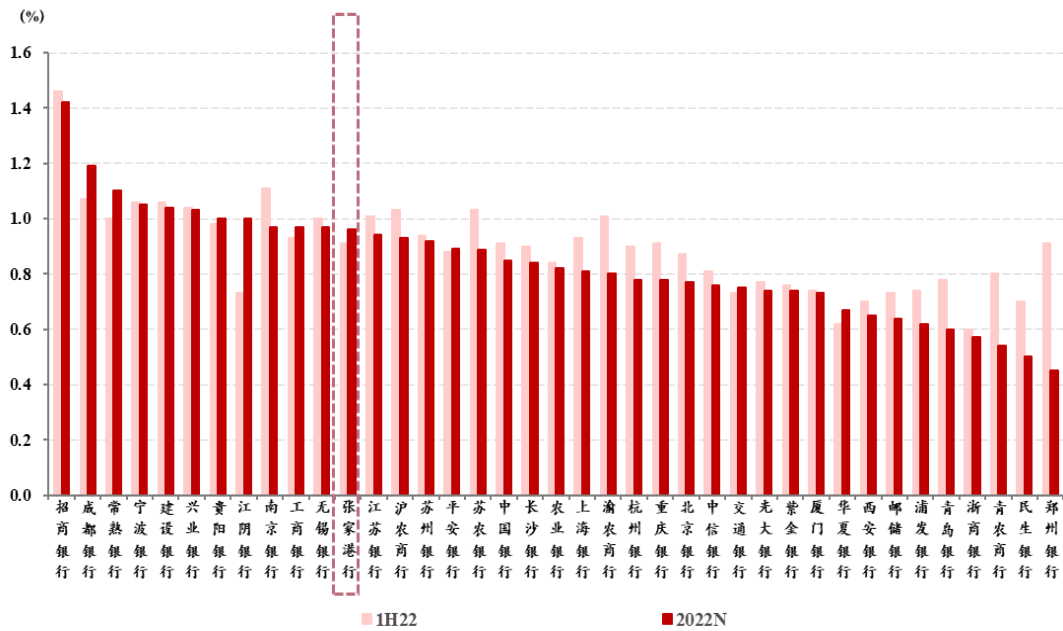
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 61. 上市银行归母净利润同比增速



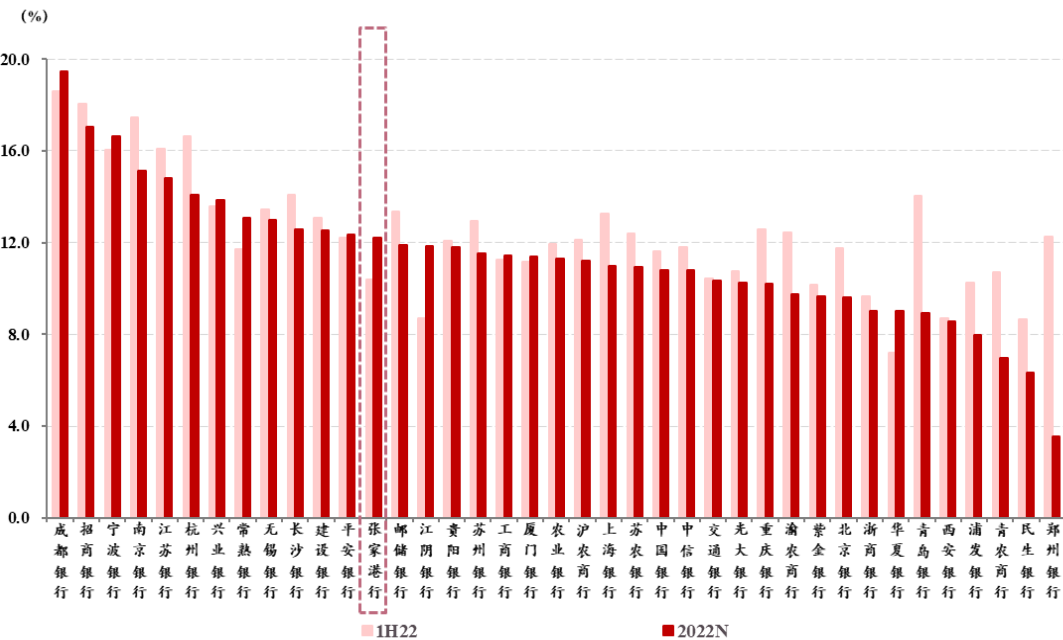
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 62. 上市银行 ROAE



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 63. 上市银行 ROAA



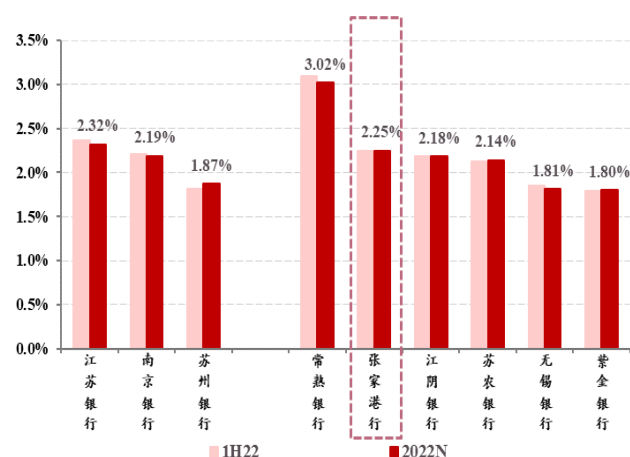
资料来源：上市公司年报，中银证券

1、息差水平较高，贷款收益率突出、存款付息率亦高

张家港行净息差、净利差在可比银行中水平较高，在上市银行中亦高。高息差主要源于资产收益率高，贷款收益率较高，源于公司定位下沉中小客户，负债付息率亦处于高位，源于较高存款定价。

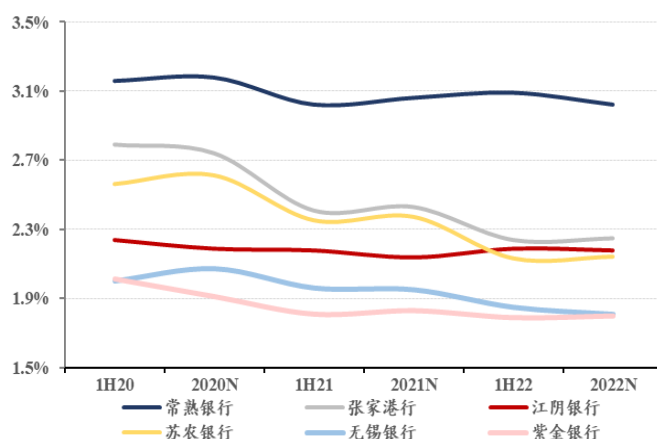
从历史数据看公司净息差在可比银行中相对较强，主要源于资产方收益率较高，贷款占比较高，贷款收益率位于前列，对息收入贡献显著；零售贷款占比较高，测算零售贷款收益率较高，仅低于常熟。负债方成本显著高于同业，存款占比较高，存款付息率亦高，且存款成本率近年呈上升趋势。高成本定期存款，尤其是个人定期占比显著高于同业，使得存款付息率较高。

图表 64. 可比银行净息差



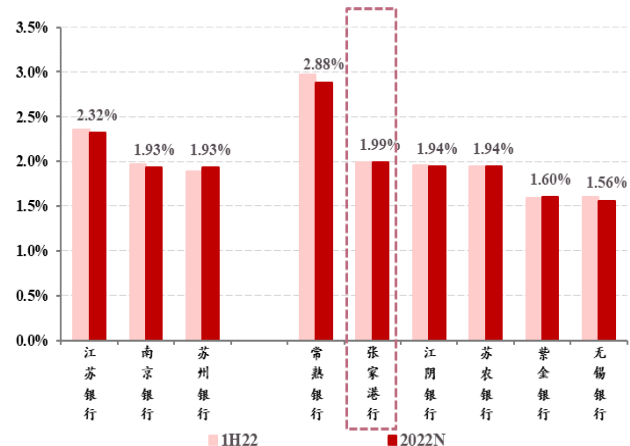
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 65. 可比银行净息差历史走势



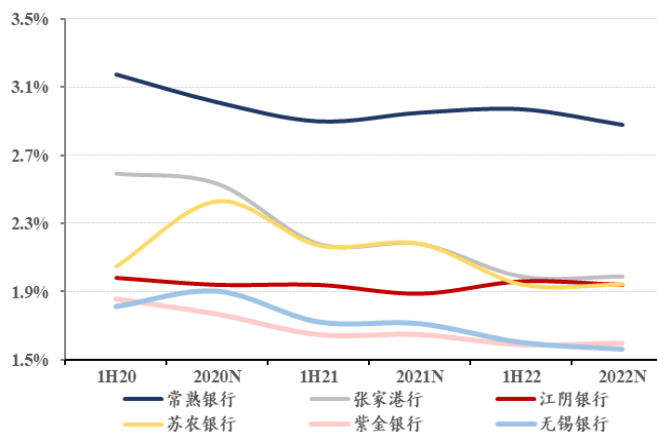
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 66. 可比银行净利差



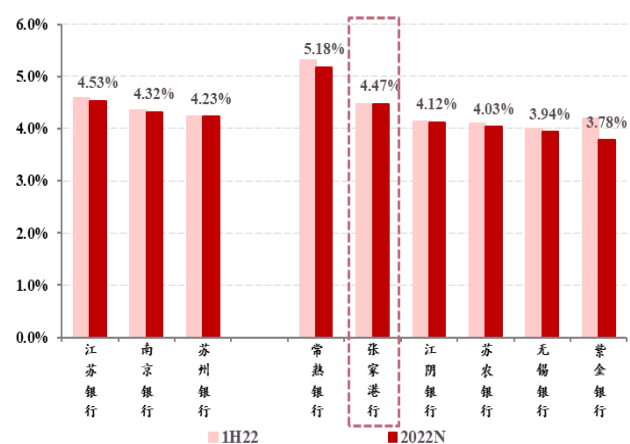
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 67. 可比银行净利差历史走势



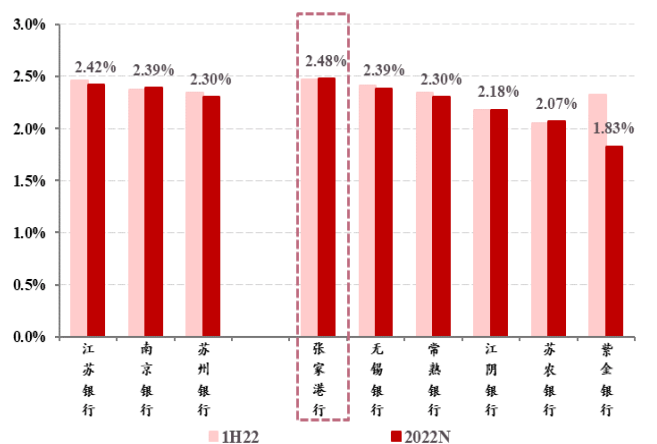
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 68. 可比银行资产收益率



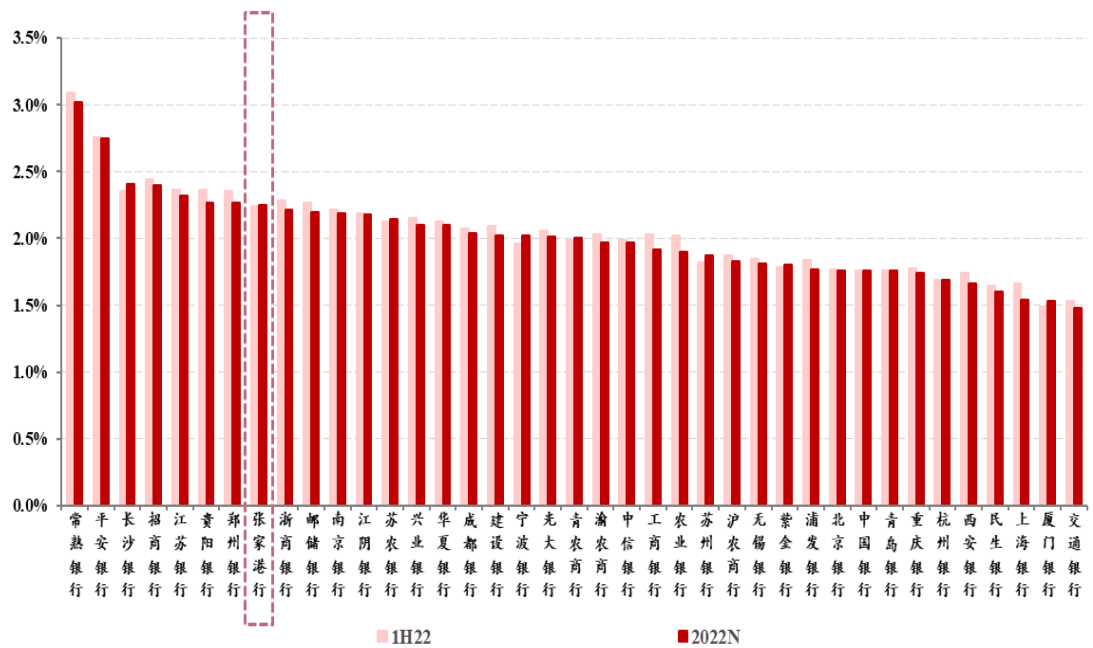
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 69. 可比银行负债付息率



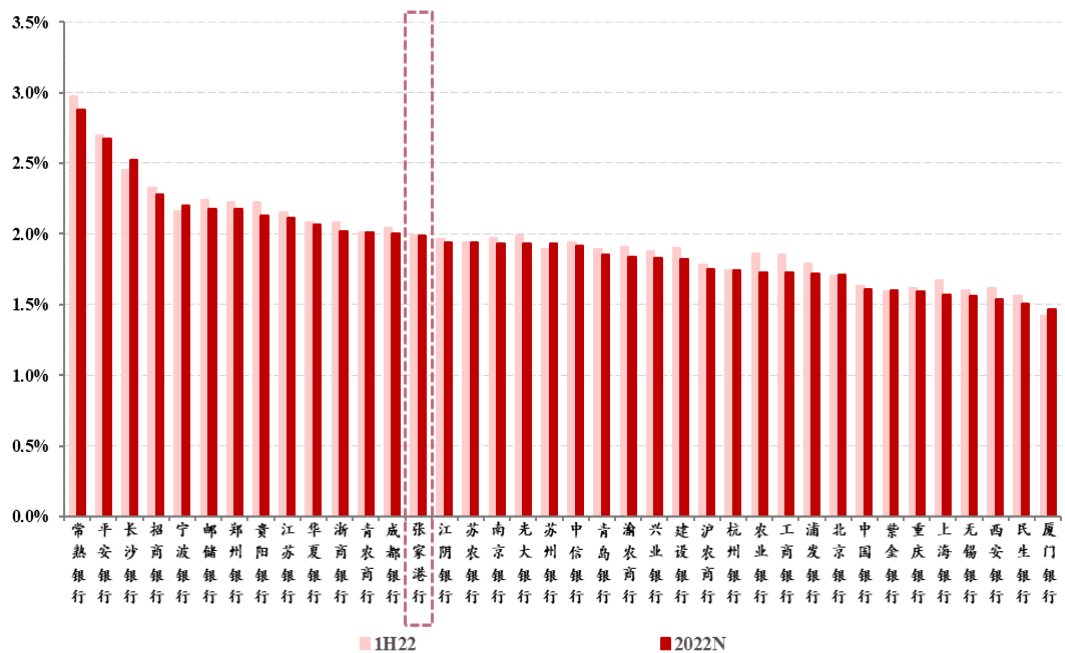
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 70. 上市银行净息差对比



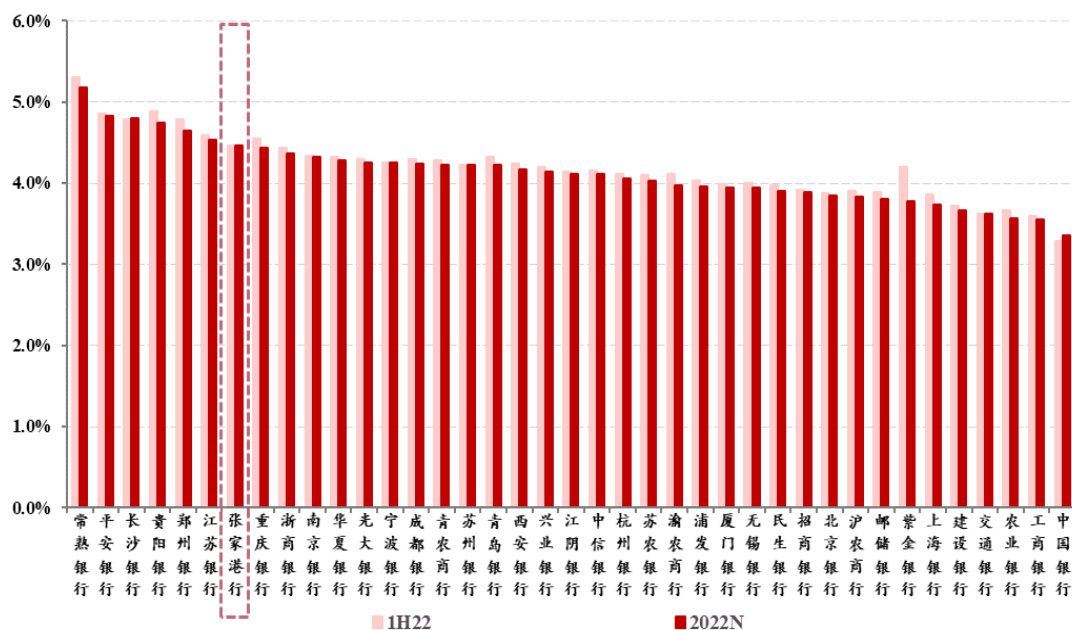
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 71. 上市银行净利差对比



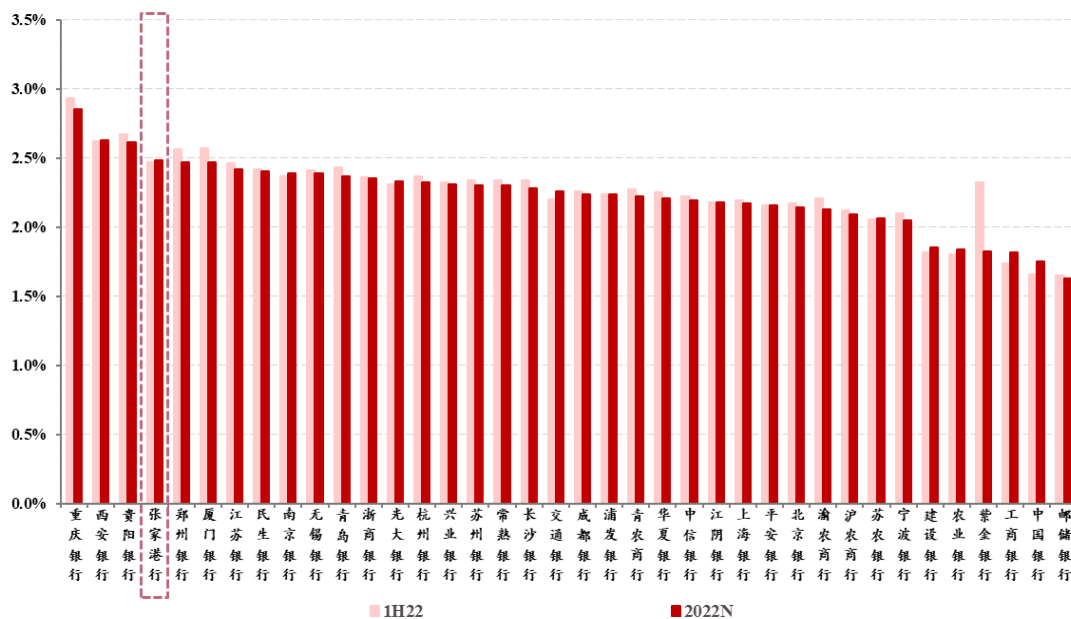
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 72. 上市银行资产收益率对比



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 73. 上市银行负债付息率对比



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 74. 2022N 上市银行资产结构对比

	工行	建行	农行	中行	邮储	交行	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	郑州	厦门	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港
生息资产/总资产	98%	99%	100%	97%	100%	98%	98%	98%	99%	99%	96%	99%	98%	100%	97%	99%	99%	101%	99%	98%	100%	100%	101%	100%	95%	97%	100%	100%	94%	100%	100%	98%	100%	100%	99%	99%	100%	99%
贷款比例	60%	63%	59%	61%	51%	57%	61%	60%	52%	61%	60%	57%	63%	60%	61%	55%	47%	53%	46%	44%	42%	46%	50%	51%	44%	48%	47%	53%	53%	53%	46%	60%	68%	58%	61%	60%	66%	61%
对公贷款/贷款	59%	55%	54%	59%	35%	63%	39%	50%	50%	48%	50%	54%	33%	64%	66%	56%	60%	52%	66%	54%	56%	55%	73%	58%	81%	61%	54%	52%	69%	53%	48%	59%	60%	68%	60%	65%	36%	47%
个人贷款/贷款	38%	42%	42%	39%	58%	35%	54%	40%	42%	42%	43%	43%	62%	29%	28%	35%	32%	40%	30%	39%	38%	41%	25%	32%	18%	31%	36%	38%	26%	38%	47%	38%	28%	21%	26%	23%	61%	44%
按揭占比	31%	34%	31%	31%	34%	23%	25%	19%	25%	20%	15%	17%	9%	14%	7%	21%	13%	17%	11%	4%	14%	16%	22%	13%	7%	19%	15%	14%	14%	18%	17%	31%	0%	15%	9%	12%	9%	10%
其他个人贷款占比	8%	8%	11%	8%	25%	12%	29%	21%	17%	22%	28%	26%	53%	16%	22%	14%	19%	23%	20%	34%	24%	25%	3%	19%	11%	13%	21%	24%	12%	20%	30%	8%	28%	6%	16%	12%	52%	34%
信用卡	3%	5%	4%	3%	3%	8%	15%	9%	10%	11%	12%	14%	20%	8%	0%	1%	3%	2%	1%	0%	0%	6%	2%	5%	2%	0%	0%	1%	0%	2%	3%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	
票据/贷款	3%	2%	2%	2%	7%	2%	8%	10%	7%	10%	7%	3%	5%	6%	6%	9%	8%	8%	4%	8%	6%	4%	1%	9%	1%	7%	10%	10%	5%	9%	5%	3%	11%	11%	14%	11%	3%	8%
其他/贷款	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
债券投资比例	27%	25%	28%	24%	34%	31%	24%	29%	35%	29%	30%	31%	27%	31%	29%	33%	40%	35%	46%	49%	47%	45%	34%	35%	49%	38%	37%	37%	37%	28%	41%	27%	22%	34%	28%	33%	24%	32%
央行比例	9%	9%	8%	9%	9%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	7%	7%	6%	6%	10%	4%	7%	6%	10%	5%	9%	5%	6%	7%	5%	7%	5%
同业比例	4%	3%	5%	7%	5%	6%	9%	5%	7%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	7%	8%	4%	3%	2%	5%	2%	8%	7%	2%	4%	6%	3%	4%	8%	9%	4%	5%	3%	5%	1%	3%	1%
存放同业	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	0%	2%	0%	1%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	1%	0%	2%	1%	1%	6%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
拆放同业	1%	1%	2%	3%	2%	4%	2%	4%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	5%	8%	2%	1%	1%	2%	1%	4%	0%	0%	1%	4%	0%	1%	3%	7%	1%	0%	0%	1%	0%	2%	0%
买入返售	2%	2%	3%	2%	2%	1%	6%	0%	2%	1%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	0%	2%	1%	4%	6%	0%	2%	0%	2%	3%	0%	0%	2%	3%	1%	2%	0%	0%	0%

资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 75. 2022N 上市银行对公贷款结构对比

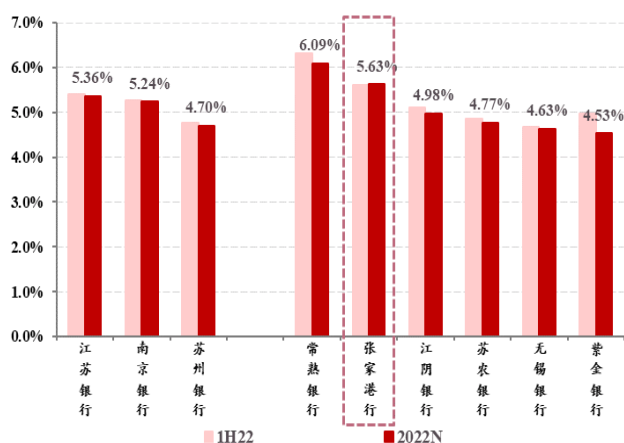
2022N	工行	建行	农行	中行	邮储	交行	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	郑州	厦门	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港
对公贷款占比	60%	56%	54%	60%	37%	65%	39%	53%	53%	49%	52%	54%	33%	64%	65%	56%	59%	53%	66%	54%	59%	57%	77%	59%	82%	64%	55%	54%	70%	52%	47%	64%	62%	67%	60%	65%	36%	46%
制造业	15%	15%	17%	20%	15%	18%	20%	18%	22%	17%	17%	20%	14%	15%	22%	13%	9%	23%	12%	25%	14%	16%	10%	12%	7%	16%	28%	10%	7%	20%	21%	14%	9%	29%	48%	46%	50%	39%
批发和零售业	4%	10%	7%	22%	7%	5%	8%	6%	10%	7%	11%	8%	10%	9%	17%	10%	9%	13%	11%	16%	6%	11%	7%	8%	12%	14%	12%	9%	18%	23%	5%	20%	18%	18%	12%	16%	10%	19%
政信类	59%	51%	51%	29%	49%	49%	39%	39%	39%	45%	40%	40%	7%	49%	30%	46%	43%	40%	56%	34%	58%	39%	60%	57%	28%	29%	32%	39%	44%	23%	64%	28%	33%	39%	17%	24%	25%	23%
交通运输、 仓储和邮政业	24%	17%	20%	17%	29%	17%	21%	7%	6%	6%	6%	6%	4%	4%	1%	8%	0%	3%	0%	3%	1%	2%	2%	2%	8%	3%	3%	2%	2%	2%	9%	2%	3%	2%	1%	2%	0%	2%
电力、燃气及水 的生产和供应业	9%	10%	10%	9%	10%	7%	9%	6%	6%	4%	4%	4%	3%	4%	1%	7%	2%	2%	2%	2%	0%	3%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	0%	7%	0%	1%	2%	2%	2%	2%	
水利、环境和 公共设施管理业	11%	6%	7%	3%	5%	9%	3%	7%	9%	16%	7%	17%	0%	11%	6%	12%	13%	11%	8%	7%	38%	21%	21%	25%	9%	12%	10%	21%	19%	7%	24%	8%	14%	5%	1%	8%	8%	5%
租赁和商务服务业	14%	18%	15%	0%	6%	15%	7%	18%	17%	19%	22%	14%	0%	30%	21%	18%	28%	24%	47%	22%	19%	13%	34%	28%	10%	11%	18%	15%	22%	14%	24%	18%	15%	30%	12%	12%	15%	14%
房地产业	7%	8%	7%	12%	8%	11%	16%	12%	14%	11%	15%	9%	22%	7%	17%	11%	17%	10%	6%	13%	9%	5%	8%	5%	11%	11%	6%	9%	14%	8%	1%	16%	8%	1%	3%	0%	3%	2%
建筑业	3%	5%	3%	3%	6%	4%	4%	6%	6%	4%	5%	8%	4%	7%	5%	6%	5%	5%	2%	6%	5%	15%	5%	10%	27%	19%	10%	19%	8%	12%	3%	16%	15%	5%	12%	6%	0%	7%
采掘业	2%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	0%	3%	0%	1%	2%	1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%	1%	2%	0%	0%	4%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
其他	10%	10%	13%	11%	12%	10%	12%	16%	6%	16%	10%	15%	42%	11%	8%	12%	17%	9%	14%	6%	8%	13%	8%	7%	13%	12%	13%	9%	7%	13%	6%	7%	18%	9%	7%	8%	12%	10%

资料来源：上市银行公告，中银证券

(1) 资产方，贷款收益率高，零售贷款占比和收益率双高

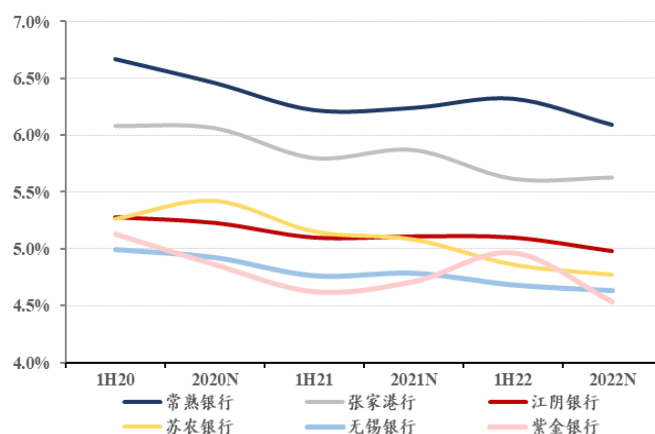
与可比同业相比，公司贷款收益率仅低于常熟，在所有上市银行中亦居前。结构看，在可比同业中对公贷款占比偏低，零售贷款占比较高。我们对未公布零售及对公信贷收益率的银行进行收益率测算（由于贴现原因对公收益率略有偏差），根据测算结果，2022 年末张家港对公贷款收益率（含贴现）略高于可比行平均，零售贷款收益率突出，仅低于常熟。这与张家港行专注小微业务有关。

图表 76. 可比银行贷款收益率



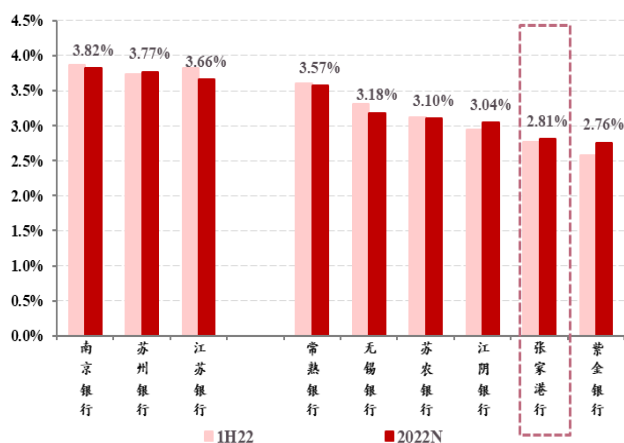
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 77. 可比银行贷款收益率历史走势



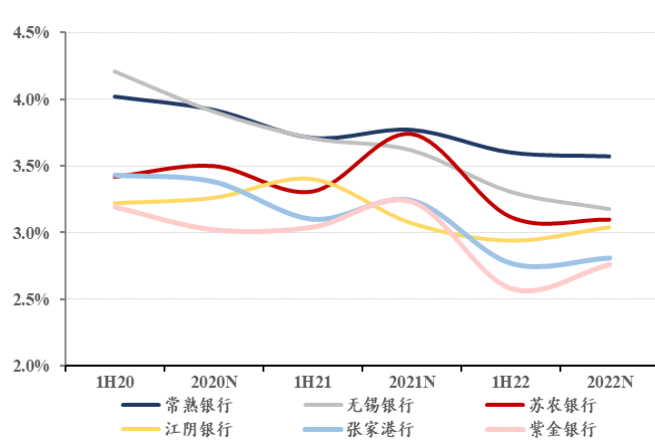
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 78. 可比银行债券投资收益率



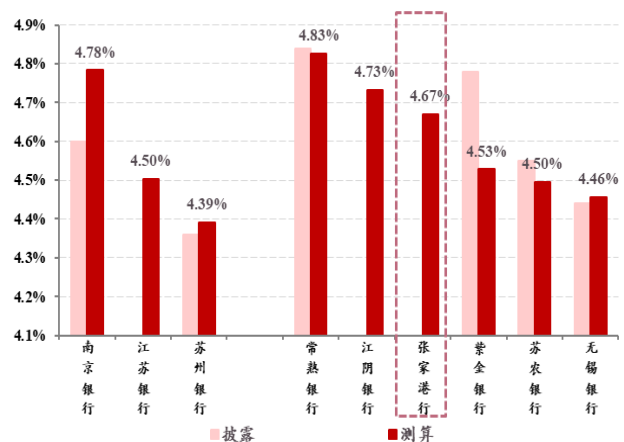
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 79. 可比银行债券投资收益率历史走势



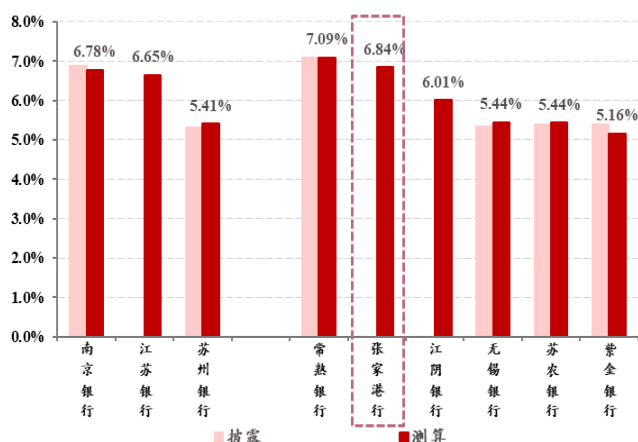
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 80. 2022N 可比银行对公贷款收益率（含贴现）



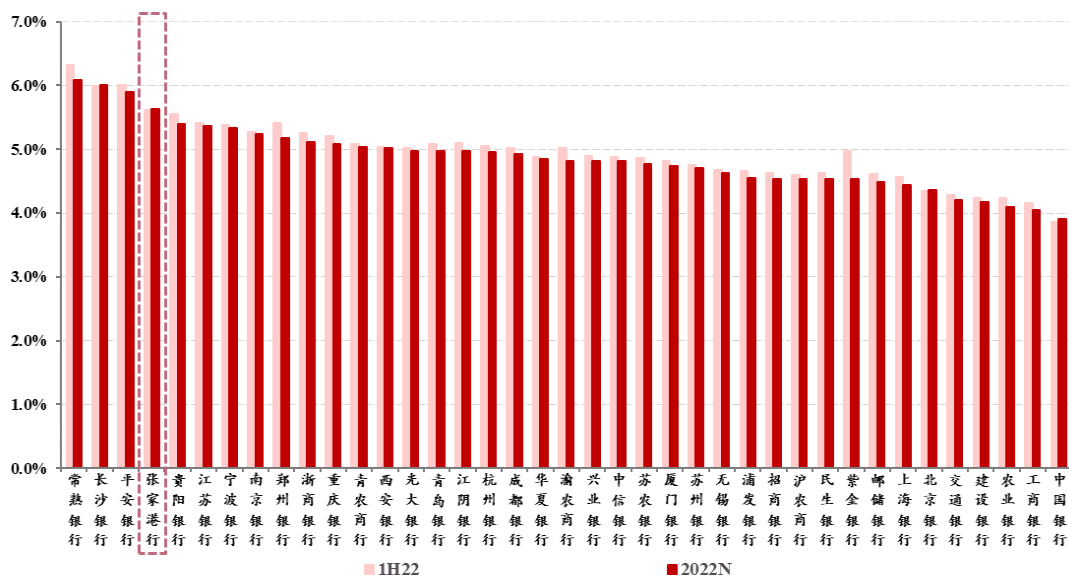
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 81. 2022N 可比银行零售贷款收益率



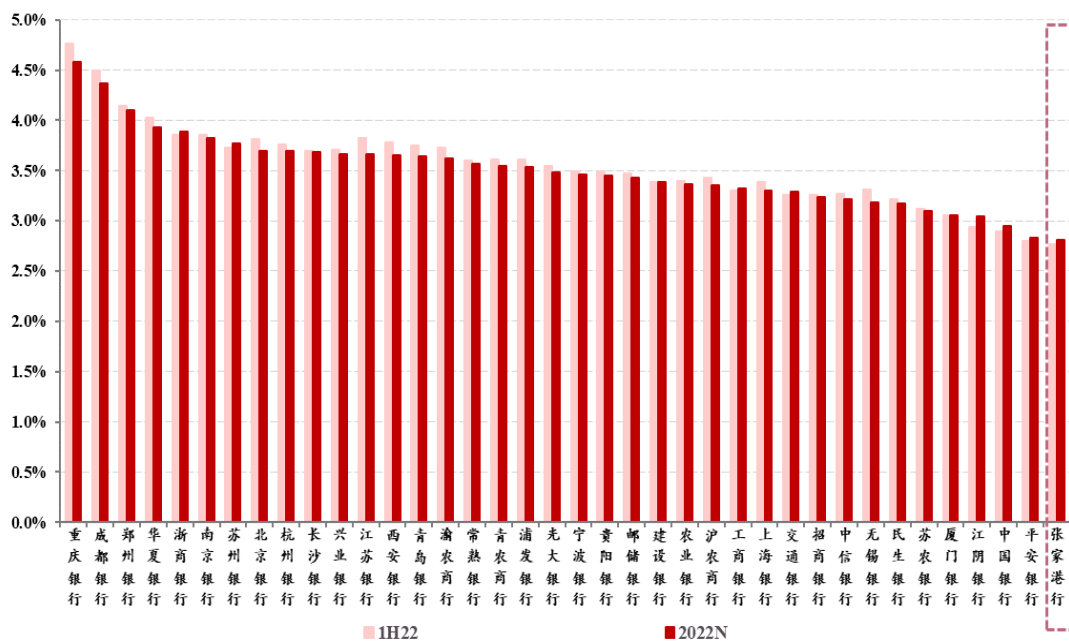
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 82. 上市银行贷款收益率对比



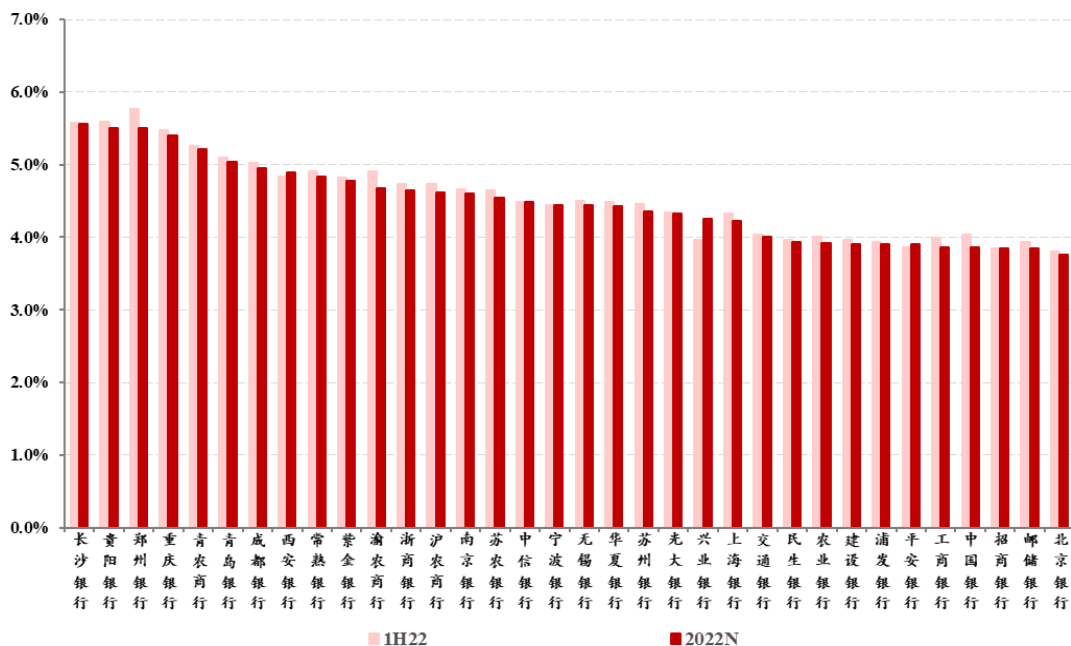
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 83. 上市银行债券投资收益率对比



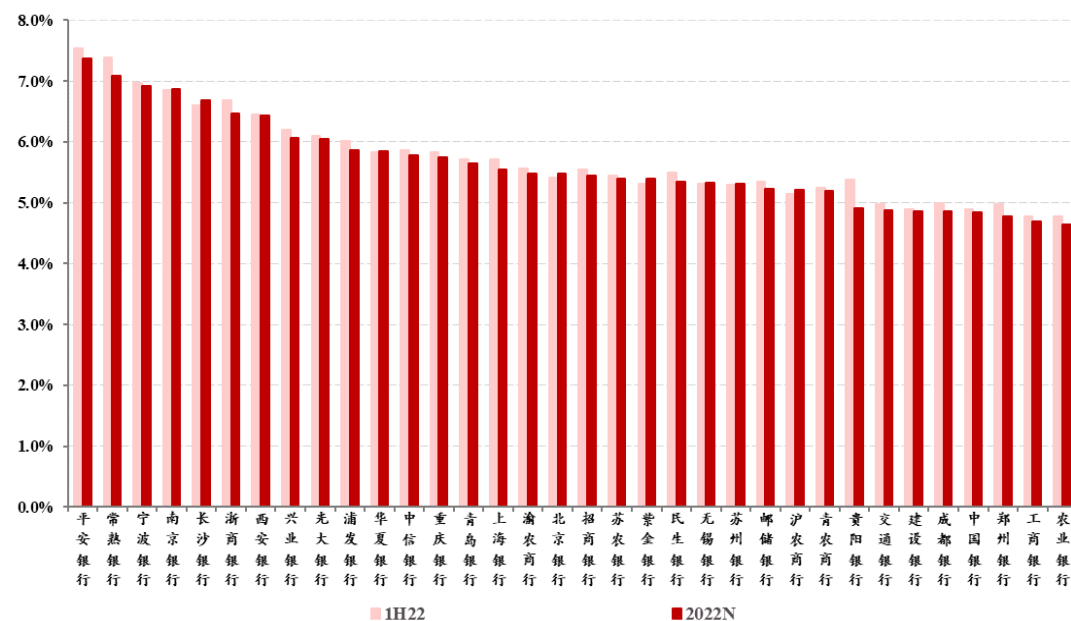
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 84. 上市银行对公贷款收益率对比



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 85. 上市银行零售贷款收益率对比



资料来源：上市公司年报，中银证券

(2) 存款付息率高拖累负债成本

张家港行存款占比与可比农商行接近，但存款付息率更高。农商行主要负债来源于存款，可比农商行存款占比均超 80%，2022 年末张家港行存款占比达 84%，在可比农商行中低于无锡。

张家港行定期存款，尤其是个人定期存款占比略高，2022 年末占比达 47%，可比行中仅低于常熟。张家港行存款付息率在可比农商行中最高，在上市银行中亦位于较高水平，存款付息率波动较小；挂牌利率看，张家港行居民存款的挂牌利率明显高于可比银行，在所有上市银行中亦处于高水平，其高息揽储的特征推动存款增长同时也拖累了负债端成本。

图表 86. 2022N 上市银行负债结构对比

	工行	建行	农行	中行	邮储	交通	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	郑州	厦门	沪农	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港
计息负债/总负债	97%	97%	98%	96%	99%	88%	97%	97%	98%	98%	96%	98%	96%	98%	98%	97%	97%	98%	99%	96%	98%	98%	99%	99%	97%	99%	99%	99%	99%	97%	98%	99%	98%	97%	98%	99%	98%	96%	99%
存款比例	83%	79%	80%	77%	96%	66%	83%	61%	56%	66%	60%	68%	69%	58%	68%	62%	59%	60%	66%	60%	61%	69%	76%	60%	65%	71%	67%	76%	63%	59%	82%	67%	72%	85%	90%	84%	84%	81%	84%
同业比例	11%	12%	12%	14%	2%	17%	12%	19%	28%	20%	26%	15%	14%	25%	17%	22%	26%	21%	20%	17%	19%	11%	6%	18%	17%	13%	15%	6%	18%	18%	9%	18%	8%	8%	5%	7%	11%	9%	10%
发行债券比例	4%	5%	6%	6%	1%	4%	2%	17%	14%	12%	10%	15%	14%	15%	13%	13%	12%	17%	12%	20%	18%	18%	16%	21%	15%	15%	17%	17%	18%	20%	7%	14%	19%	5%	2%	7%	4%	6%	5%
货币比	78%	85%	79%	87%	57%	92%	80%	100%	104%	100%	104%	91%	99%	110%	91%	94%	83%	97%	75%	80%	76%	74%	75%	92%	74%	77%	78%	66%	98%	98%	70%	77%	84%	91%	74%	78%	80%	91%	80%
货币比(剔除贴现)	74%	81%	74%	84%	53%	89%	73%	92%	96%	90%	98%	88%	93%	104%	84%	86%	75%	88%	71%	73%	72%	71%	74%	80%	74%	71%	71%	57%	93%	88%	62%	70%	79%	80%	65%	67%	69%	87%	72%

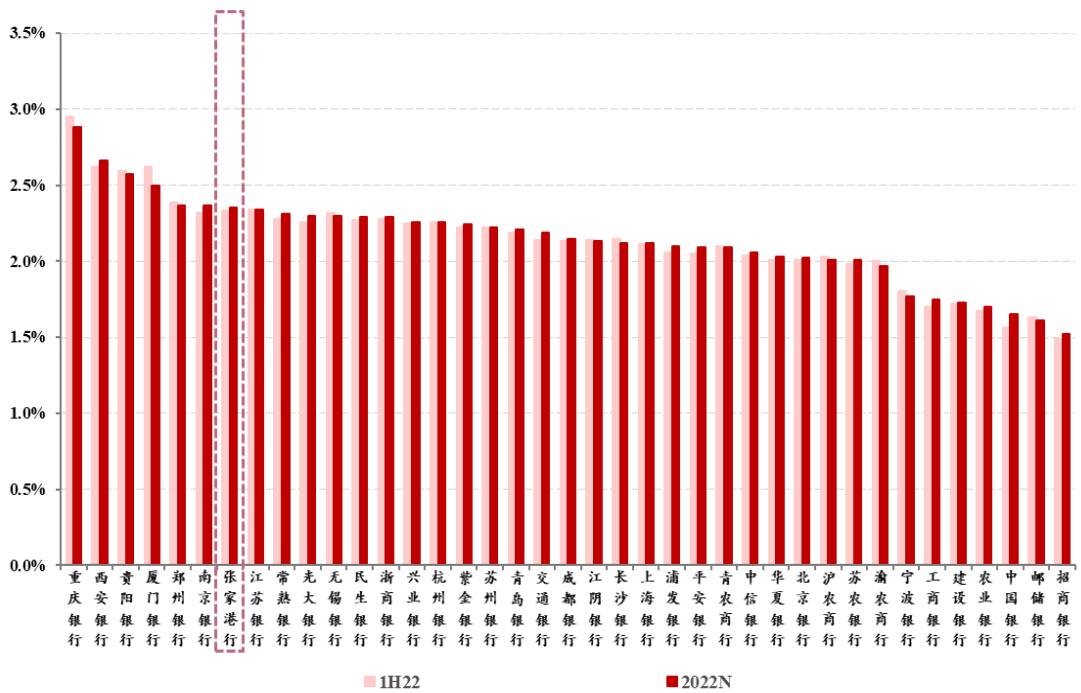
资料来源：上市银行公告，中银证券

图表 87. 上市银行存款挂牌利率（截至 2023 年 6 月）

	活期（年利 率%）		整存整取											
			三个月		半年		一年		两年		三年		五年	
	居民	单位	居民	单位	居民	单位	居民	单位	居民	单位	居民	单位	居民	单位
工商银行	0.20	0.20	1.25	1.25	1.45	1.45	1.65	1.65	2.05	2.05	2.45	2.45	2.50	2.50
建设银行	0.20	0.20	1.25	1.25	1.45	1.45	1.65	1.65	2.05	2.05	2.45	2.45	2.50	2.50
农业银行	0.20	0.20	1.25	1.25	1.45	1.45	1.65	1.65	2.05	2.05	2.45	2.45	2.50	2.50
中国银行	0.20	0.20	1.25	1.25	1.45	1.45	1.65	1.65	2.05	2.05	2.45	2.45	2.50	2.50
邮储银行	0.20	0.20	1.25	1.25	1.46	1.46	1.68	1.68	2.05	2.05	2.45	2.45	2.50	2.50
交通银行	0.20	0.20	1.25	1.25	1.45	1.45	1.65	1.65	2.05	2.05	2.45	2.45	2.50	2.50
招商银行	0.20	0.20	1.25	1.25	1.45	1.45	1.65	1.65	2.05	2.05	2.45	2.45	2.50	2.50
兴业银行	0.25	0.25	1.10	1.10	1.30	1.30	1.50	1.50	2.10	2.10	2.65	2.65	2.70	2.70
浦发银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.20	2.20	2.50	2.50	2.55	2.55
中信银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.10	2.10	2.50	2.45	2.55	2.50
民生银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.15	2.15	2.50	2.50	2.55	2.55
光大银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.20	2.20	2.50	2.50	2.55	2.55
平安银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.30	2.30	2.50	2.50	2.55	2.55
华夏银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.20	2.00	2.50	2.45	2.55	2.55
浙商银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.30	2.30	2.75	2.75	2.80	2.80
江苏银行	0.20	0.20	1.30	1.21	1.55	1.43	1.75	1.65	2.25	2.10	2.65	2.65	2.65	2.65
上海银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.20	2.20	2.45	2.45	2.50	2.50
宁波银行	0.25	0.25	1.32	1.30	1.59	1.55	1.87	1.85	2.35	2.30	2.75	2.65	2.80	2.80
南京银行	0.25	0.25	1.35	1.21	1.55	1.43	1.75	1.65	2.35	2.10	2.80	2.70	2.80	2.70
杭州银行	0.25	0.25	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.80	2.35	2.25	2.85	2.70	2.85	2.70
成都银行	0.39	0.34	1.75	1.21	1.95	1.43	2.15	1.65	2.75	2.31	3.20	2.88	3.20	3.20
长沙银行	0.25	0.25	1.60	1.10	1.80	1.30	2.00	1.50	2.50	2.10	3.10	2.75	3.10	
重庆银行	0.25	0.25	1.25	1.10	1.45	1.30	1.65	1.50	2.05	2.10	2.45	2.75	2.50	2.75
贵阳银行	0.25	0.25	1.48	1.48	1.75	1.75	2.10	2.02	2.60	2.60	3.25	3.25	3.30	3.30
贵阳银行	0.38	0.38	1.85	1.85	2.05	2.05	2.25	2.25	2.85	2.85	3.50	3.50	4.00	4.00
郑州银行	0.25	0.30	1.40	1.40	1.65	1.65	1.90	1.90	2.40	2.10	2.85	2.75	3.00	3.00
青岛银行	0.20	0.20	1.25	1.25	1.50	1.50	1.70	1.70	2.15	2.15	2.50	2.50	2.65	2.65
苏州银行	0.20	0.25	1.40	1.21	1.60	1.43	1.80	1.65	2.30	2.10	2.75	2.50	2.75	2.55
西安银行	0.25	0.30	1.45	1.45	1.70	1.70	2.00	2.00	2.42	2.42	3.00	3.00	3.05	3.05
北京银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.55	1.85	1.85	2.30	2.10	2.50	2.50	2.55	2.55
厦门银行	0.35	0.35	1.50	1.35	1.75	1.55	2.15	1.75	2.70	2.31	3.10	2.75	3.20	3.03
齐鲁银行	0.20	0.20	1.30	1.30	1.55	1.50	1.75	1.70	2.20	2.15	2.60	2.55	2.55	2.50
渝农商行	0.20	0.20	1.25	1.33	1.45	1.59	1.65	1.85	2.05	2.11	2.45	2.45	2.50	2.75
沪农商行	0.20	0.20	1.35	1.35	1.55	1.55	1.85	1.85	2.30	2.30	2.70	2.70	2.85	2.85
青农商行	0.20	0.20	1.25	1.10	1.50	1.30	1.70	1.50	2.15	2.10	2.50	2.50	2.65	2.65
常熟银行	0.15	0.15	1.44	1.25	1.69	1.50	1.85	1.70	2.45	2.21	3.00	2.75	3.00	2.75
紫金银行	0.25	0.25	1.35	1.21	1.55	1.43	1.80	1.65	2.40	2.10	2.85	2.75	2.85	2.75
无锡银行	0.20	0.20	1.30	1.20	1.55	1.40	1.80	1.60	2.35	2.20	2.90	2.85	2.90	
张家港行	0.20	0.20	1.40	1.25	1.65	1.50	1.95	1.65	2.50	2.31	3.00	3.00	3.00	3.00
苏农商行	0.15	0.15	1.35	1.20	1.60	1.40	1.85	1.65	2.20	2.15	2.75	2.75	2.75	2.75
江阴银行	0.15	0.15	1.40	1.30	1.60	1.50	1.85	1.65	2.35	2.10	2.90	2.75	2.95	2.75

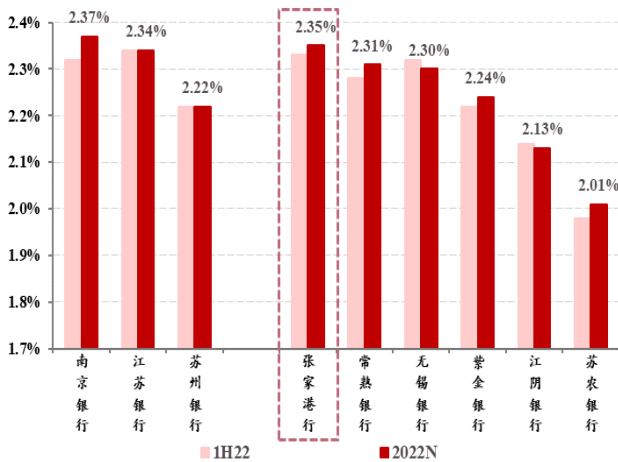
资料来源：各银行官网，中银证券

图表 88. 上市银行存款付息率对比



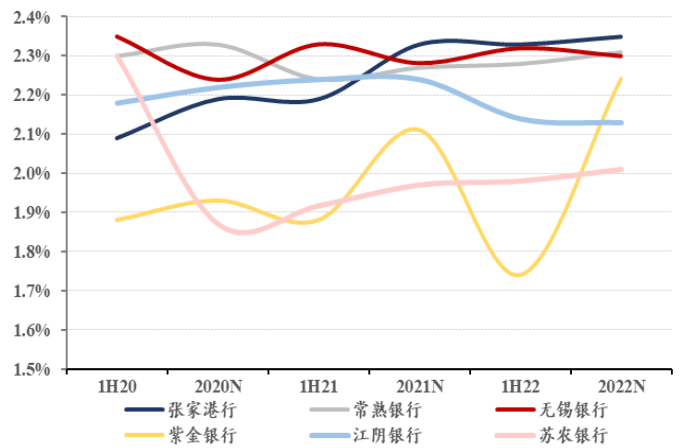
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 89. 可比银行存款付息率



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 90. 可比银行存款付息率历史走势



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 91. 2022N 上市银行存款结构对比

	工行	建行	农行	中行	邮储	交行	招商	浦发	兴业	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	苏州	西安	郑州	厦门	沪农	渝农	青农	紫金	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港
企业活期存款	27%	27%	22%	27%	7%	25%	36%	34%	29%	38%	25%	21%	26%	28%	37%	33%	28%	21%	20%	29%	42%	28%	32%	16%	24%	26%	23%	25%	25%	29%	27%	13%	19%	22%	17%	27%	19%	14%	16%
个人活期存款	20%	22%	26%	19%	25%	11%	26%	8%	8%	7%	7%	6%	9%	7%	4%	9%	8%	7%	4%	7%	6%	16%	8%	5%	12%	8%	11%	9%	11%	6%	8%	18%	13%	9%	11%	11%	12%	12%	9%
企业定期存款	22%	19%	15%	22%	4%	36%	22%	38%	40%	36%	49%	40%	42%	36%	49%	31%	40%	32%	49%	43%	34%	21%	22%	35%	28%	29%	23%	19%	22%	31%	16%	4%	11%	20%	25%	15%	14%	10%	18%
个人定期存款	29%	31%	34%	27%	64%	26%	15%	19%	15%	18%	18%	21%	22%	16%	9%	20%	24%	27%	22%	15%	14%	31%	34%	39%	32%	34%	34%	42%	31%	21%	41%	64%	54%	45%	43%	39%	42%	54%	47%
其他	2%	2%	2%	6%	0%	1%	1%	1%	8%	1%	0%	12%	0%	13%	1%	8%	0%	11%	5%	6%	4%	4%	5%	4%	4%	2%	8%	2%	11%	17%	8%	1%	2%	4%	4%	9%	12%	10%	10%

资料来源：上市银行公告，中银证券

2、投资类收入占比较高

农商行整体受牌照限制影响，手续费占比总体较低，2022 年末张家港行手续费收入占比在上市银行中最低。

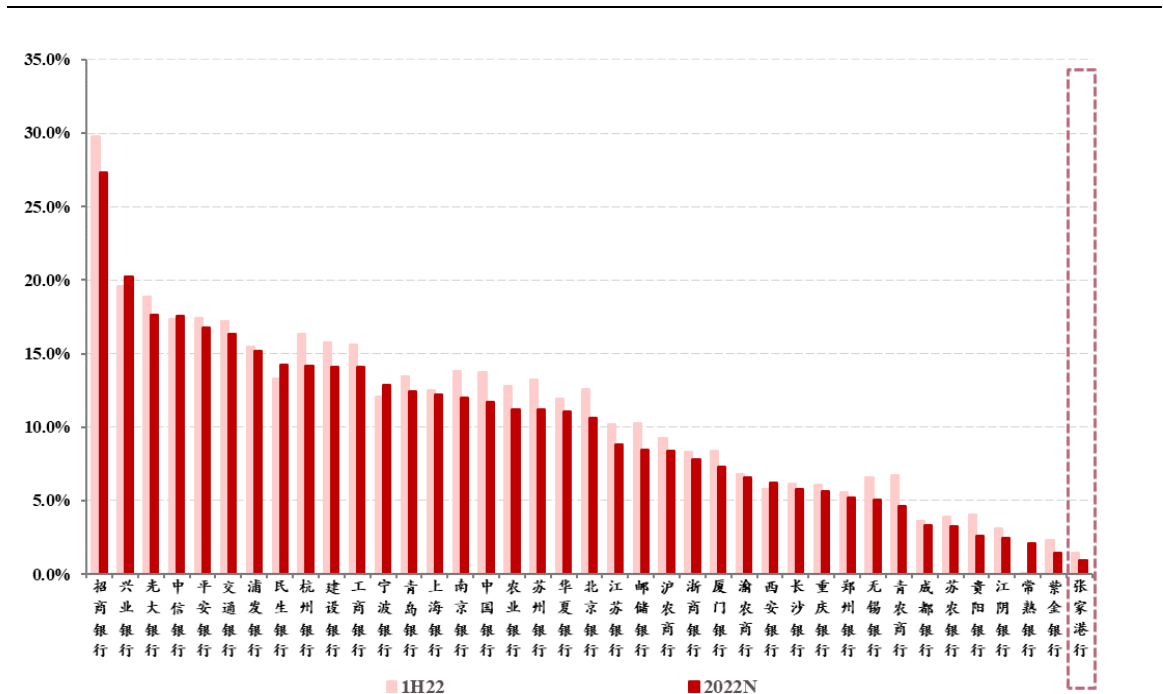
公司其他非息占比在可比行中较高，2022 年占比达 17.9%，可比农商中仅低于苏农，可比城商中低于南京。其中，投资类相关非息占比较高，2022 年末占比为 15.5%，在可比农商行中仅低于苏农。税率方面，2022 年末实际所得税率在可比银行中亦最低，2022 年末其他非息收入加回税收减免后，其占营收比重为 25.8%，在可比银行中仅低于南京，与无锡、苏农、江阴水平相当。此外，张家港行交易类资产占总资产比重较低，以公允价值计量且其收益计入其他综合收益（FVOCI）类金融投资占总资产比重较高，高于可比城商行，与苏农、紫金水平相近。

图表 92. 可比银行收入结构 2022N

时间	息收入	非息收入					占比变化 (2022N-2021N)		
2022N	占比	手续费占比	其他非息占比	其中		非投资相关非息占比	息收入	非投资相关非息	投资相关非息
				投资相关	非投资相关				
江苏银行	74.1%	8.9%	17.1%	16.0%	1.1%	10.0%	2.7%	-2.6%	-0.1%
南京银行	60.5%	12.0%	27.6%	25.9%	1.7%	13.6%	-5.8%	-1.5%	7.2%
苏州银行	70.9%	11.2%	17.9%	15.5%	2.4%	13.6%	1.3%	0.5%	-1.9%
紫金银行	89.5%	1.5%	9.0%	7.2%	1.8%	3.2%	1.6%	-0.7%	-0.9%
无锡银行	77.9%	5.1%	17.1%	14.2%	2.9%	8.0%	-2.7%	3.2%	-0.4%
苏农银行	77.7%	3.3%	19.0%	16.9%	2.1%	5.4%	-1.5%	-1.5%	2.9%
江阴银行	84.5%	2.5%	13.1%	10.8%	2.2%	4.7%	0.4%	-0.8%	0.4%
常熟银行	86.4%	2.1%	11.5%	11.0%	0.5%	2.6%	-1.0%	-1.5%	2.5%
张家港行	81.1%	1.0%	17.9%	15.5%	2.4%	3.3%	1.2%	-1.5%	0.4%

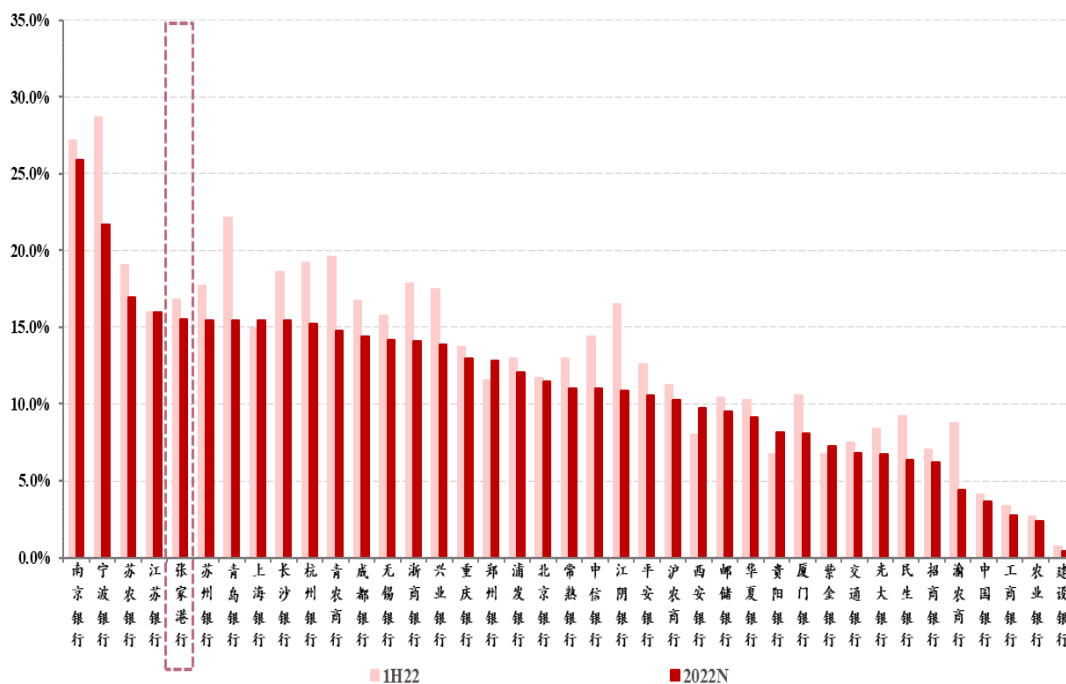
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 93. 上市银行净手续费收入占比



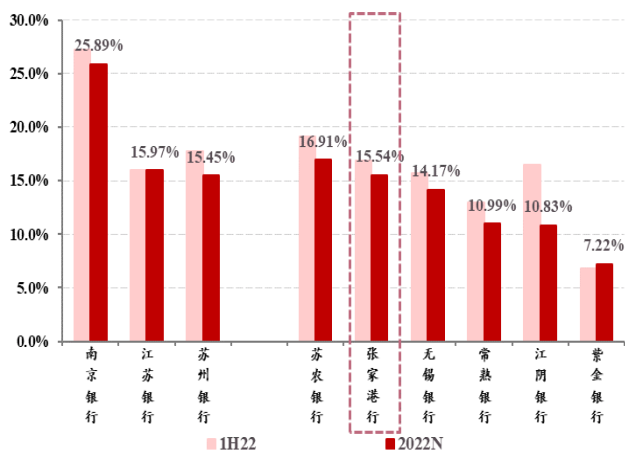
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 94. 上市银行投资类收入占比



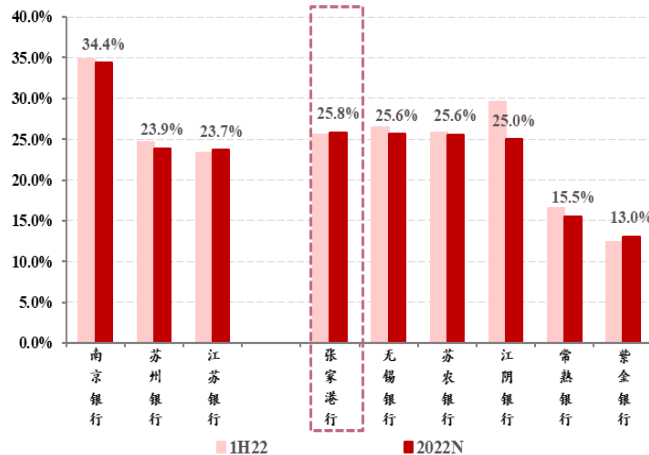
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 95. 可比银行投资类收入占比



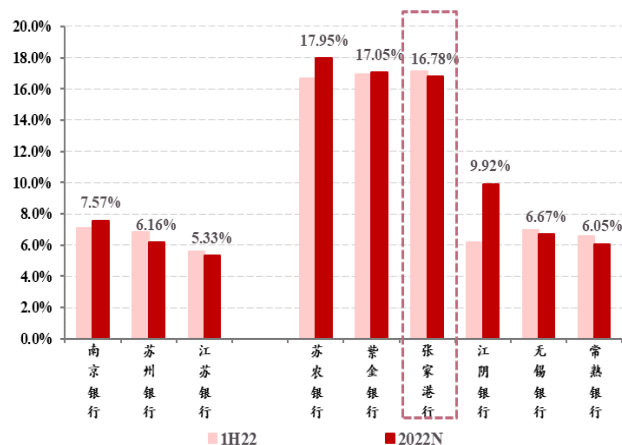
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 96. 可比银行其他非息加回税收减免占比营收



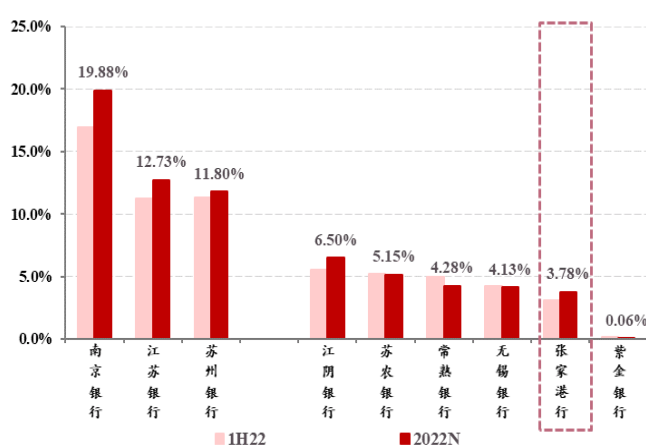
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 97. 可比银行 FVOCI 金融投资占总资产



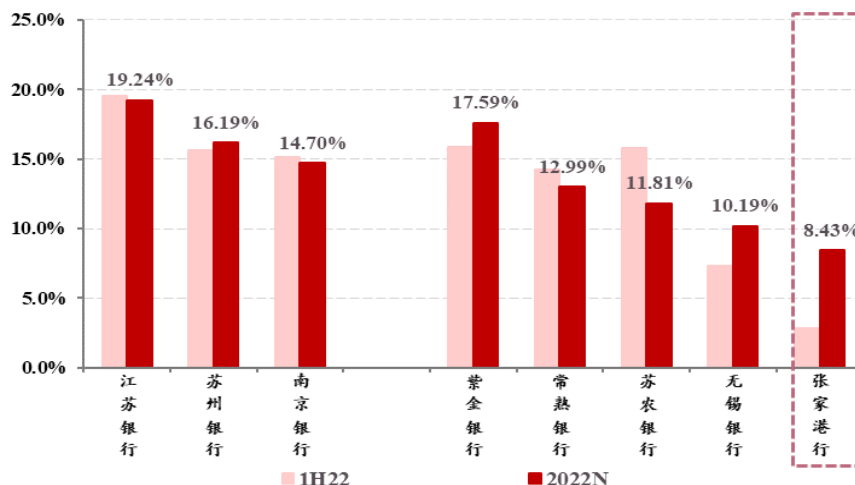
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 98. 可比银行交易类资产占总资产



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 99. 可比银行实际所得税率



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 100. 2022 年末可比银行债券投资结构对比

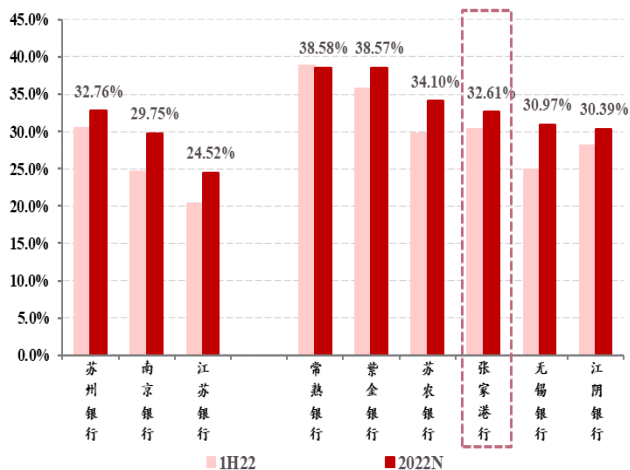
	江苏银行	南京银行	苏州银行	紫金银行	无锡银行	苏农银行	常熟银行	张家港行
利率债	47%	29%	35%	45%	60%	50%	58%	62%
金融机构债和存单	4%	19%	3%	44%	9%	17%	5%	6%
信用债	13%	14%	11%	9%	12%	14%	15%	12%
资管计划和基金等	26%	27%	34%	0%	13%	16%	15%	12%
其他	10%	11%	16%	3%	5%	3%	7%	9%

资料来源：上市公司年报，中银证券

3、上市银行中成本收入比较高

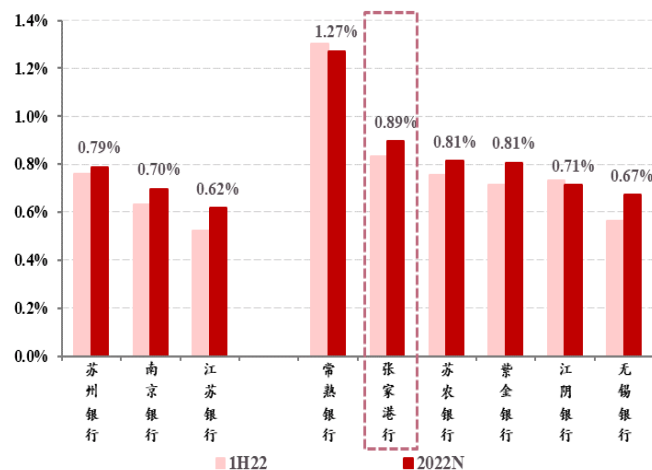
在可比银行中，张家港行成本收入比位于中游，业务及管理费/平均总资产行业较高，这与客户定位普惠小微模式有关。

图表 101. 成本收入比位居可比行中游



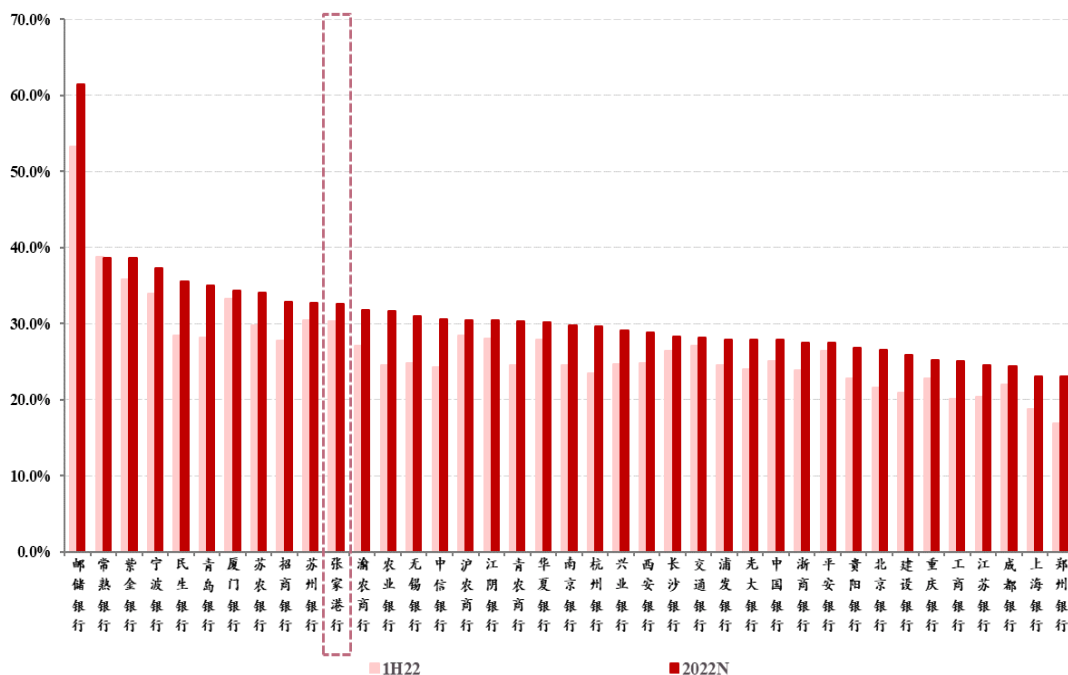
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 102. 可比行业务及管理费/平均总资产



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 103. 上市银行成本收入比



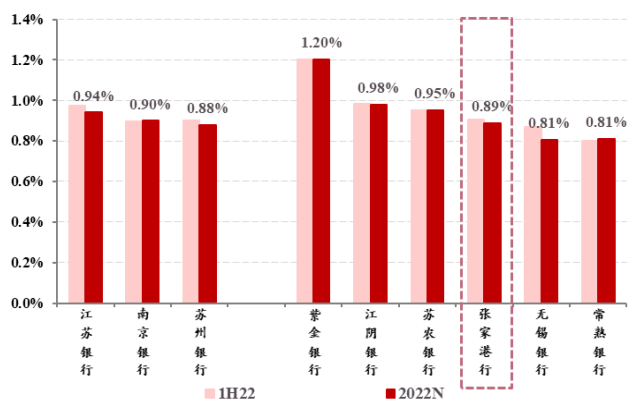
资料来源：上市公司年报，中银证券

4、资产质量略弱于苏南可比同业

不良率居可比农商平均水平。截至 2022 年末张家港行不良率居于可比同业中等，在上市银行中张家港行不良贷款率亦处于较低水平，但关注类、逾期贷款占比较高，在可比行中均为最高水平。整体看，受益于苏南区经济优势，叠加小微客户高定价下沉定位，张家港行“不良+关注”占比略低于上市银行平均水平。拉长时间线看，张家港行不良率下行趋势与可比农商相近，存量出清更显著，从 2017 年至 2022 年末不良率累计下降 89BP，在可比农商行中仅低于江阴。我们用全部不良加上 2018 年至今的核销，公司存量问题出清比例较大。

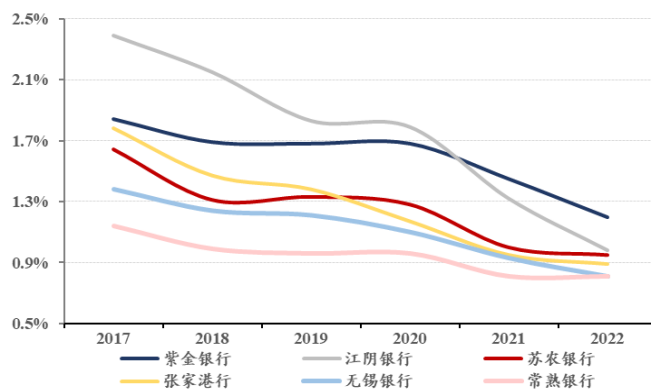
不良确认相对可比同业略偏弱，考虑 90 天以上确认则较好。张家港行逾期/不良在可比行中最高，逾期确认不良较弱；90 天以上逾期/不良在可比行居中，考虑 90 天以上逾期，确认不良相对充分。存量确认较好，新增资产质量压力略大。

图表 104. 不良率处于可比同业低位



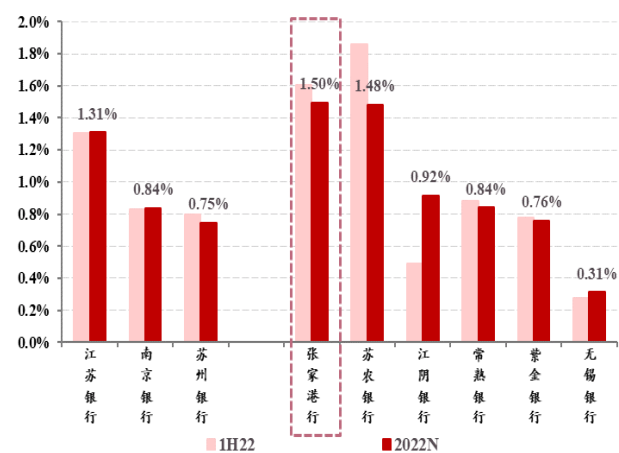
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 105. 上市农商行不良率逐年下降



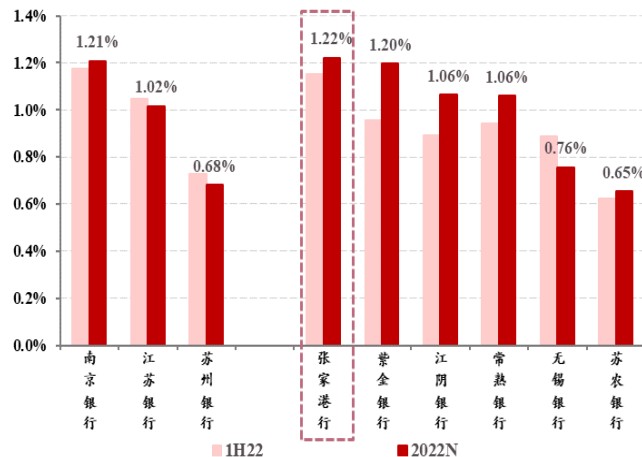
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 106. 关注类贷款占比



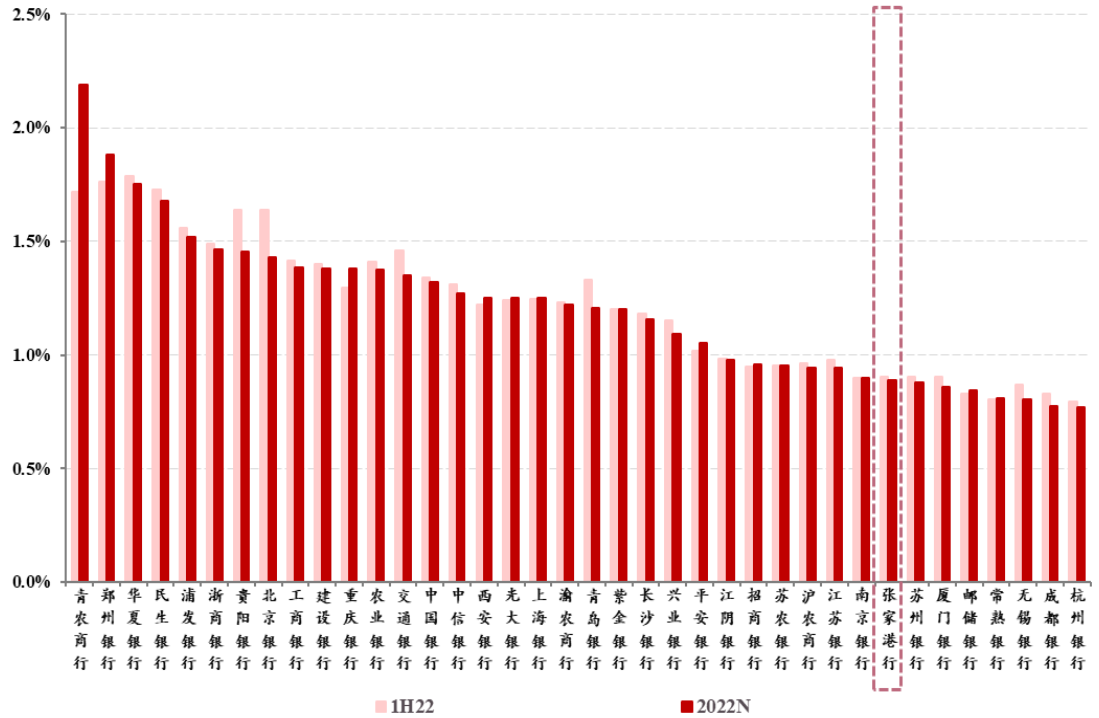
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 107. 逾期贷款占比



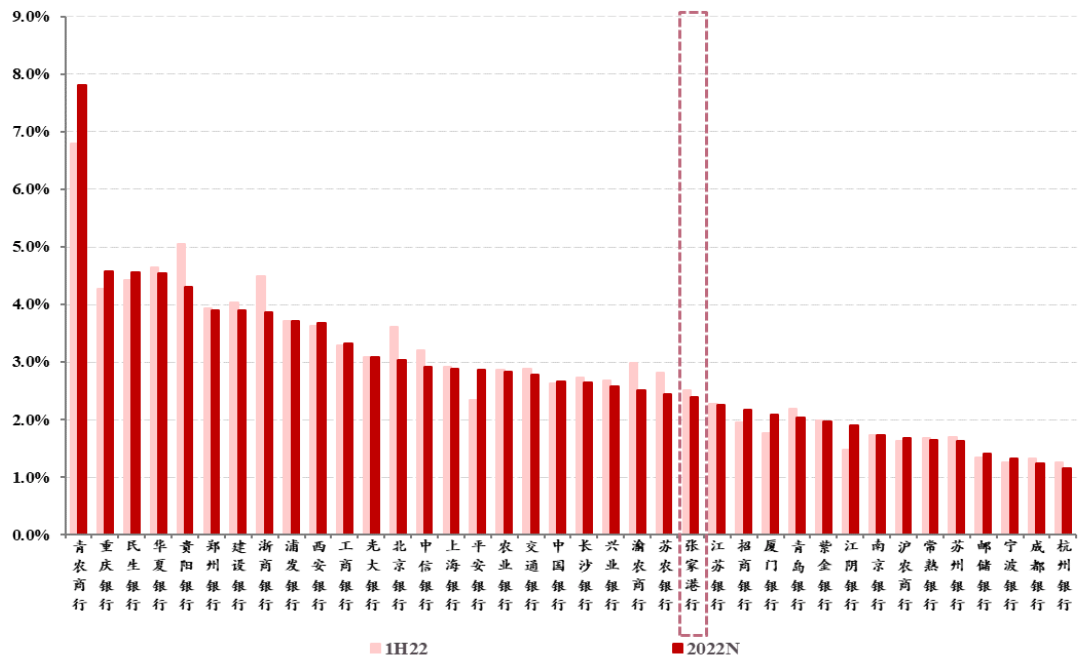
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 108. 上市银行不良率



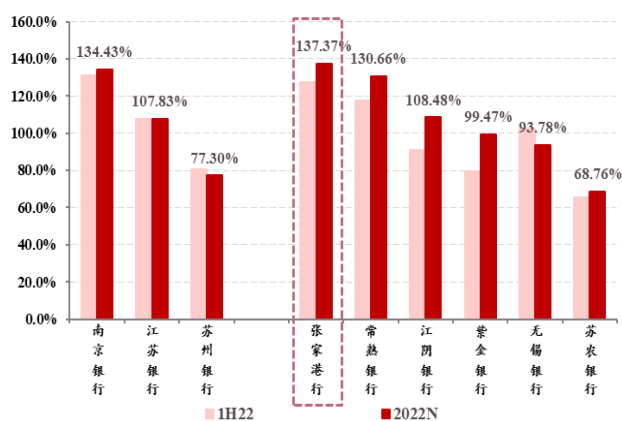
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 109. 上市银行不良+关注类贷款占比



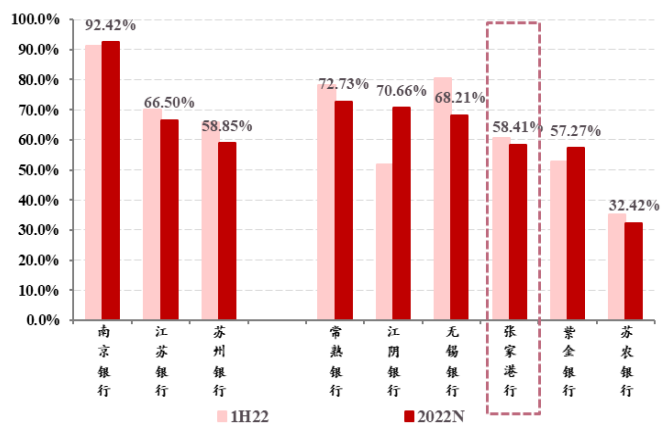
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 110. 逾期/不良可比行中比例较高



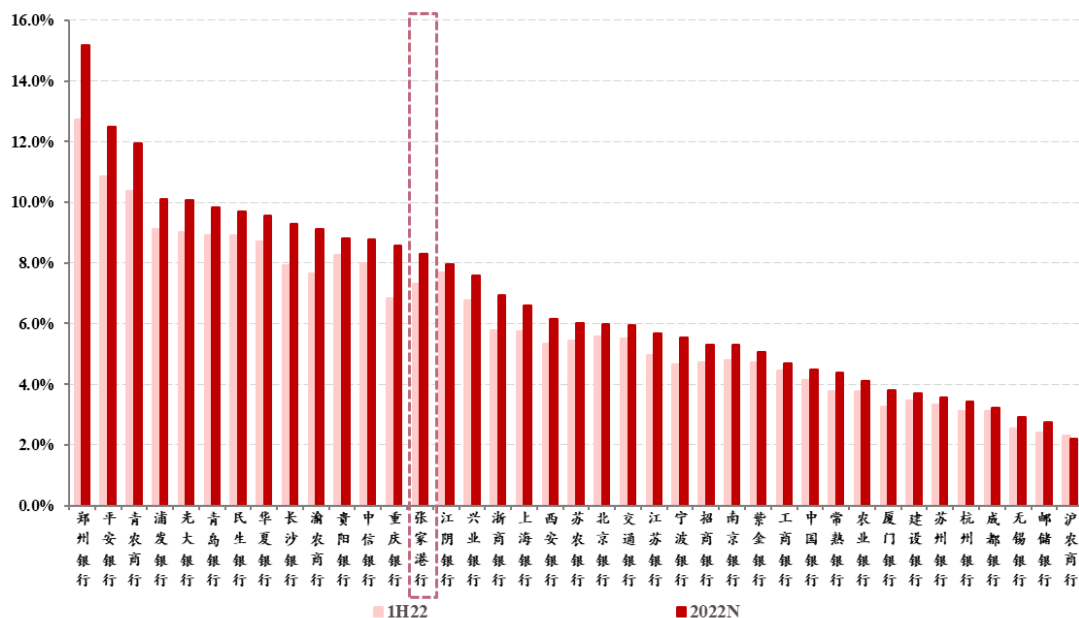
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 111. 90 天以上逾期/不良处可比行较低水平



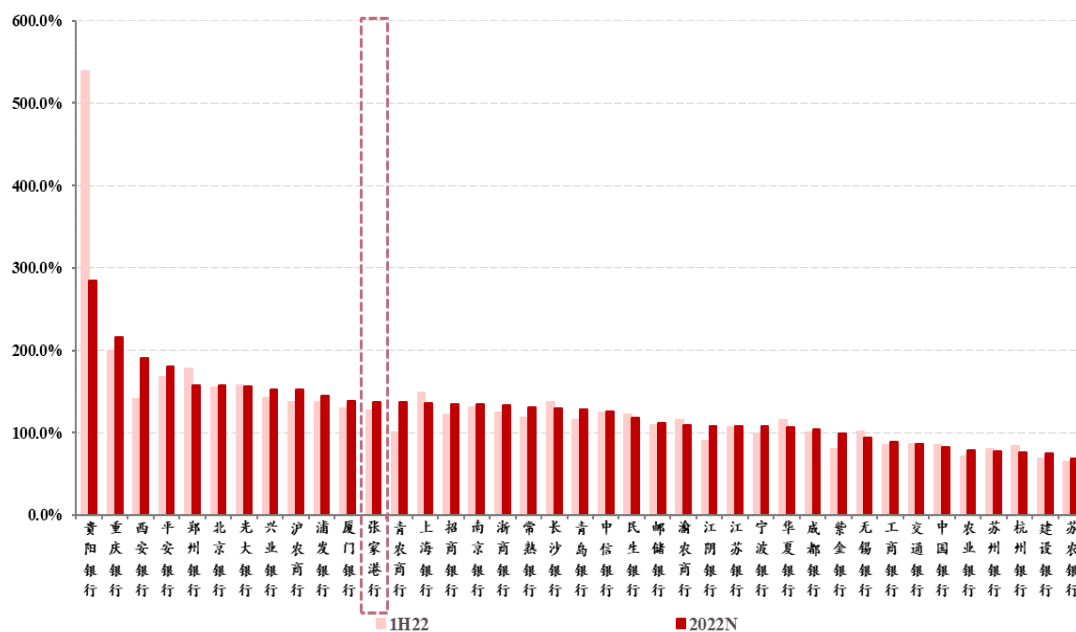
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 112. 2018 年以来核销+期末不良/2018 年贷款



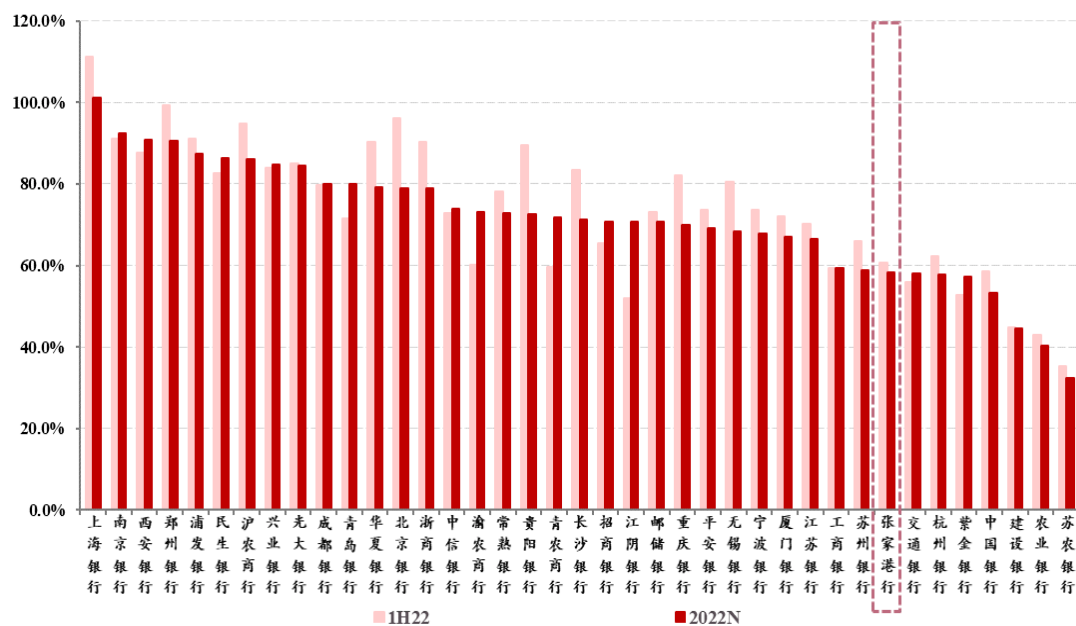
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 113. 逾期/不良上市银行对比



资料来源：上市公司年报，中银证券

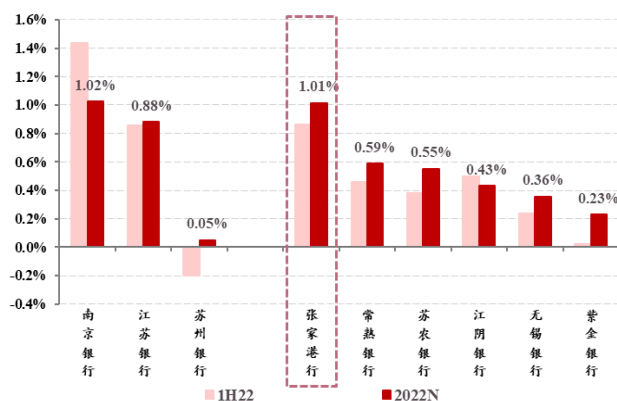
图表 114.90 天以上逾期/不良上市银行对比



资料来源：上市公司年报，中银证券

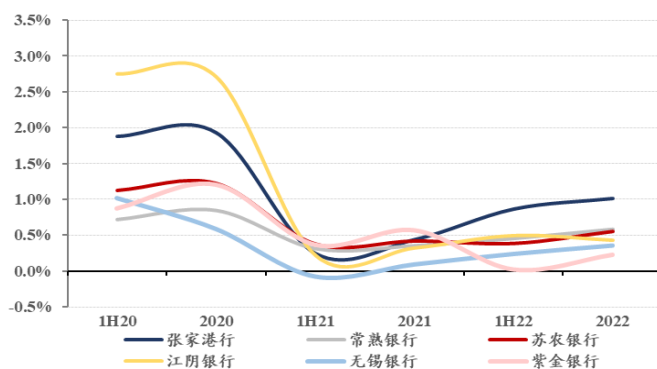
测算张家港行不良生成率在可比银行中略高，测算 2022 年末不良生成率为 1.01%，可比行中仅低于南京银行，从趋势看 2020 年不良生成率大幅下行，随后略有回升趋势。公司不良生成率在上市银行中居中，逾期生成率较高，考虑到 90 天以内确认偏弱，边际压力或有增加。

图表 115. 可比银行不良生成率



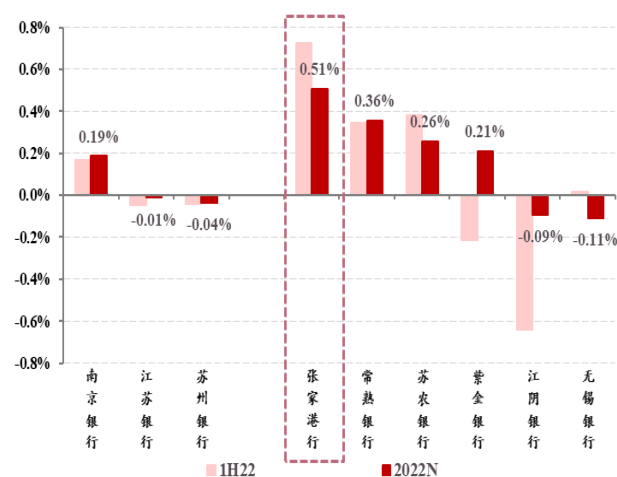
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 116. 可比银行不良生成率历史走势



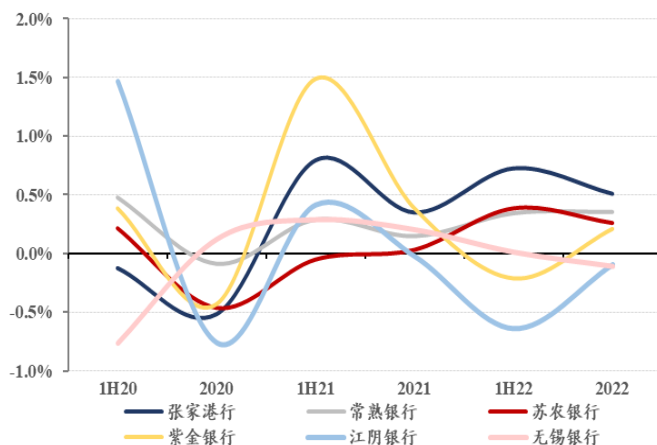
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 117. 可比银行逾期生成率



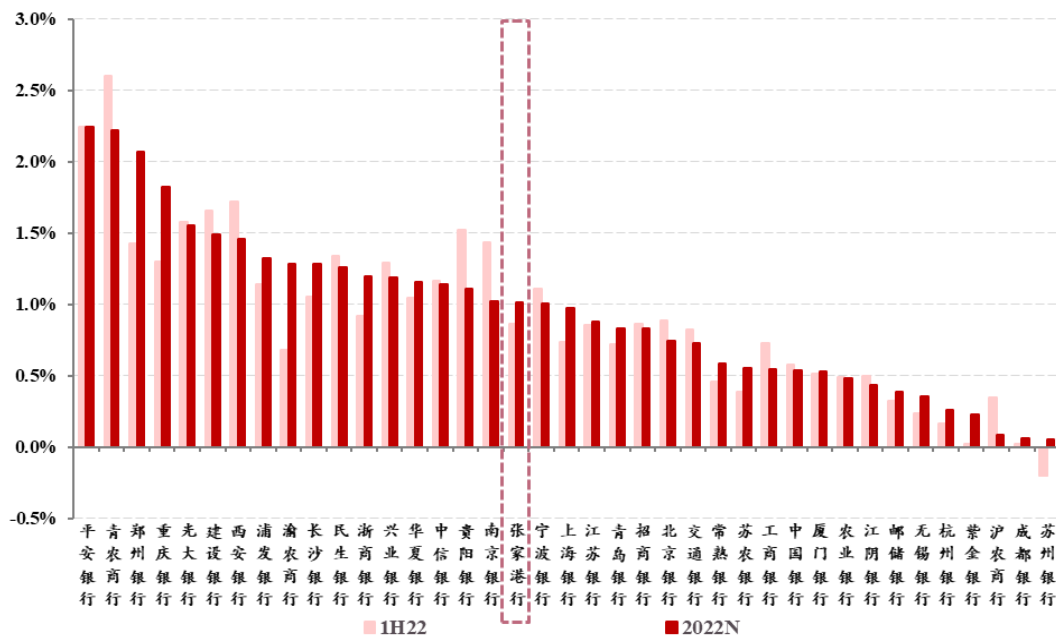
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 118. 可比银行逾期生成率历史走势



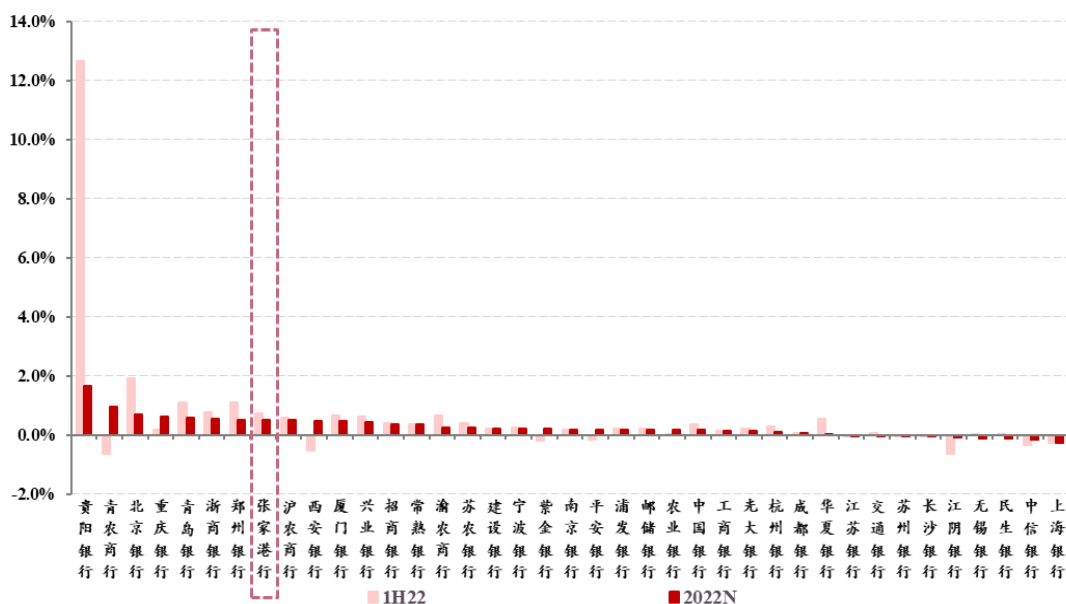
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 119. 上市银行不良生成率



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 120. 上市银行逾期生成率

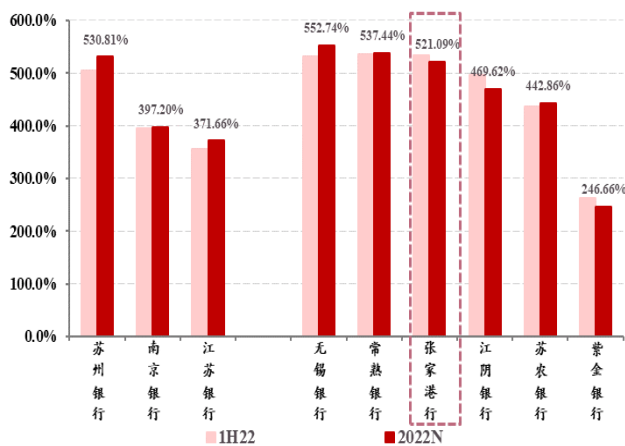


资料来源：上市公司年报，中银证券

5、拨备水平较高

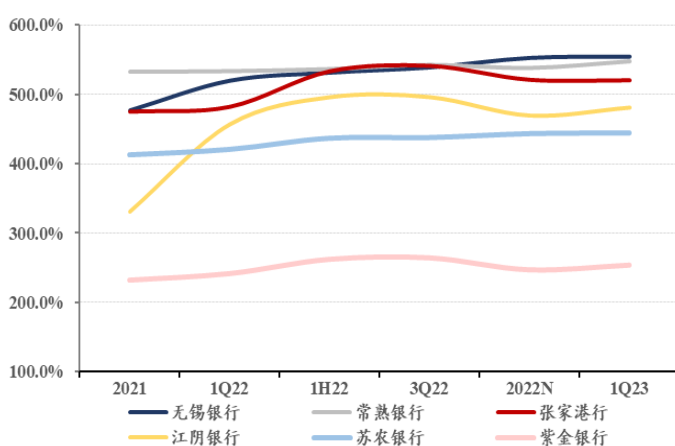
张家港行拨备对不良贷款覆盖充足，拨备覆盖率、拨贷比在可比银行中领先，2022 年末拨备覆盖率在所有上市银行中仅低于杭州、无锡、常熟和苏州，拨贷比仅低于苏州。综合考虑不良+关注类贷款，则拨备覆盖程度在相对优秀的可比同业中处于中等，拨备/逾期在可比行中亦较低。总体看，公司的存量拨备居前，对风险的抵御能力强劲。

图表 121. 可比银行拨备覆盖率



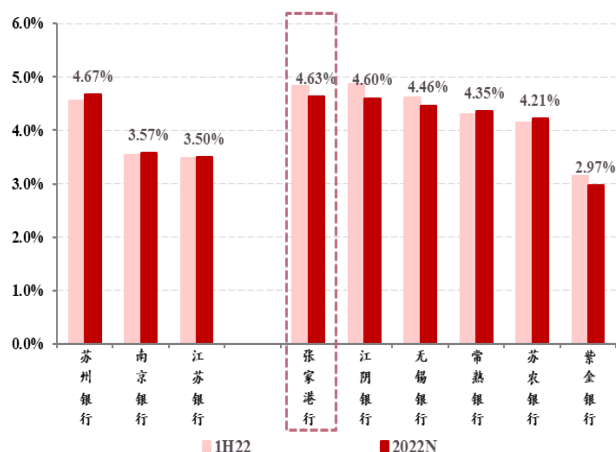
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 122. 可比银行拨备覆盖率历史走势



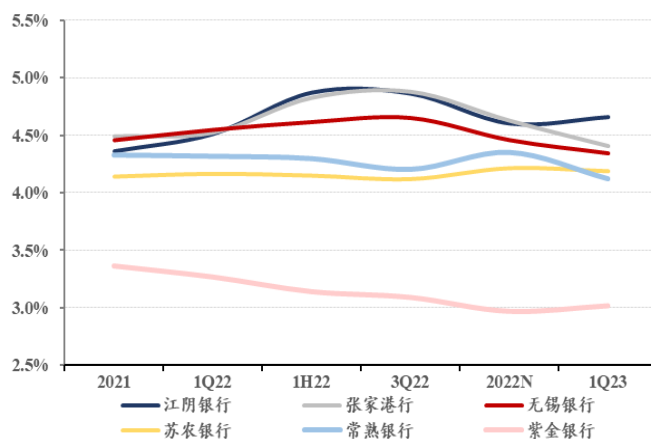
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 123. 可比银行拨贷比



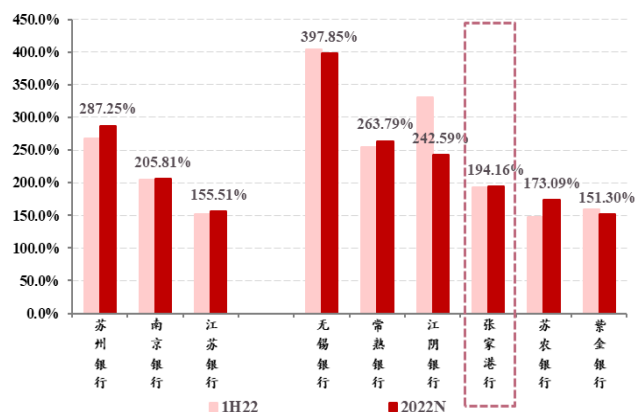
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 124. 可比银行拨贷比历史走势



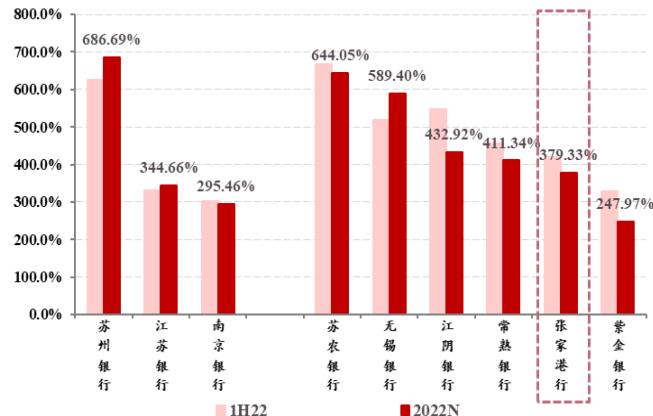
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 125. 可比银行拨备/不良+关注类贷款



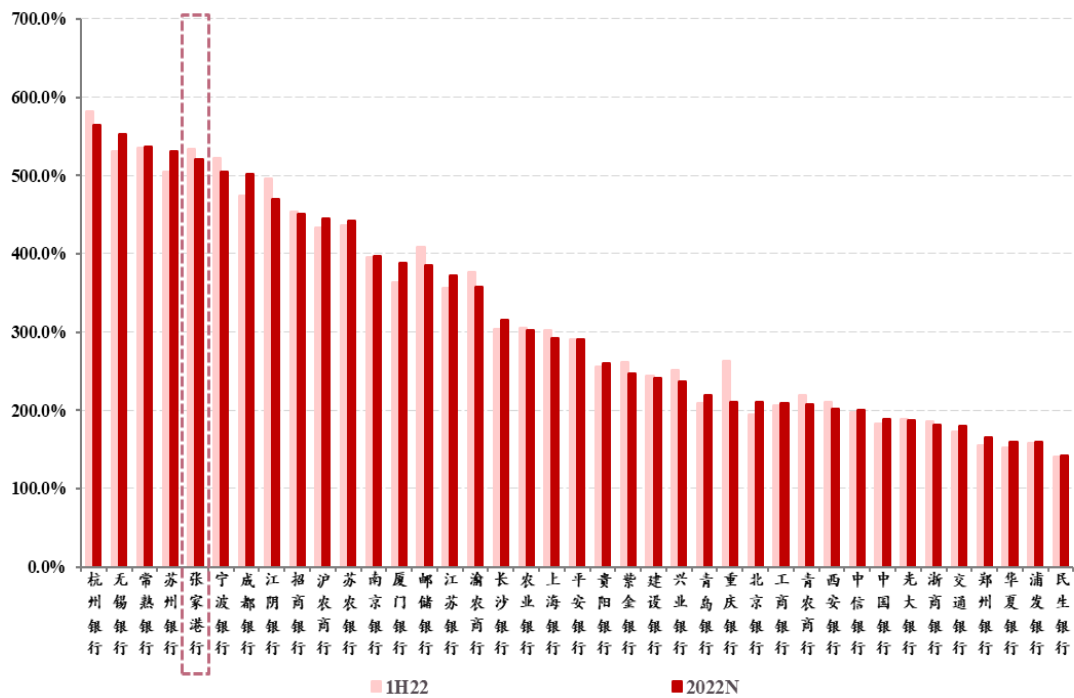
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 126. 可比银行拨备/逾期贷款



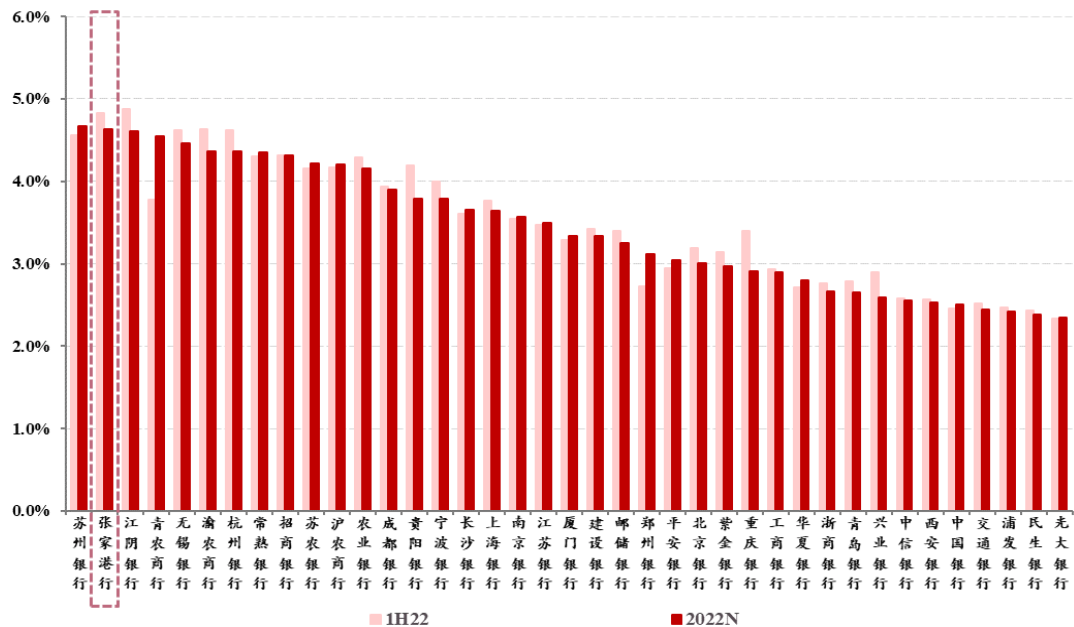
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 127. 上市银行拨备覆盖率



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 128. 上市银行拨贷比



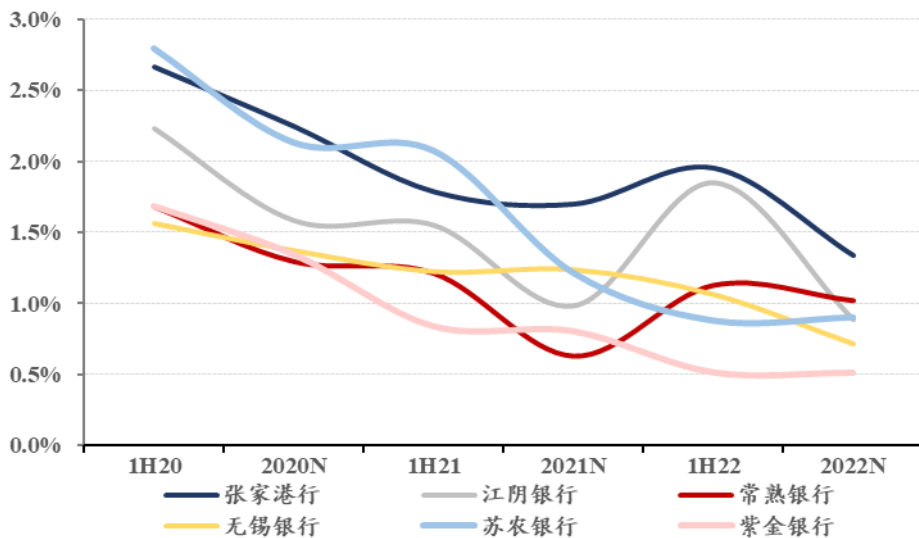
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 129. 上市银行拨备占资产情况 2022N

2022N	工行	建行	农行	中行	邮行	交行	招行	浦发	中信	兴业	民生	光大	平安	华夏	浙商	北京	上海	江苏	南京	宁波	杭州	长沙	成都	重庆	贵阳	青岛	郑州	苏州	西安	厦门	渝农	晋农	青农	无锡	苏农	江阴	常熟	张家港
总保费/总资产	1.94	2.32	2.41	1.76	1.96	1.56	3.44	1.78	2.06	2.11	1.70	1.73	2.56	2.20	2.52	2.80	2.58	2.67	1.96	1.96	2.95	2.33	2.47	1.80	2.42	1.92	2.72	2.99	1.61	2.13	2.24	2.78	2.64	3.00	2.84	2.94	3.44	3.29
总保费/加权风险资产	3.46	4.06	4.46	3.03	3.79	2.43	5.97	2.51	2.83	2.86	2.23	2.57	3.43	3.02	3.92	4.16	3.54	4.08	3.37	3.00	4.74	3.76	3.44	2.57	3.27	3.64	3.70	4.20	2.40	3.43	3.67	3.95	3.70	4.22	3.82	4.45	4.44	4.64
	3.31	3.79	4.49	2.90	3.82	2.78	5.77	3.16	3.83	3.51	2.98	3.04	4.09	3.77	4.34	5.27	5.69	4.95	4.28	4.44	6.80	4.95	4.65	3.50	4.49	3.77	4.86	6.25	3.44	3.95	4.79	5.03	3.71	4.94	4.69	4.81	5.12	5.37
2022H1*2022N变化																																						
总保费/总资产	0.01	(0.02)	(0.09)	0.08	(0.14)	(0.07)	(0.15)	(0.04)	(0.18)	(0.13)	(0.12)	(0.02)	(0.00)	(0.12)	(0.15)	(0.22)	(0.05)	0.00	(0.08)	(0.08)	0.06	0.01	0.01	(0.26)	(0.09)	(0.04)	0.42	0.02	(0.43)	0.02	(0.10)	0.44	0.12	(0.12)	(0.01)	(0.24)	(0.00)	(0.08)
总保费/加权风险资产	0.08	(0.08)	(0.18)	0.20	(0.24)	(0.15)	0.07	(0.05)	(0.26)	0.14	(0.12)	(0.07)	(0.06)	(0.15)	(0.31)	(0.27)	0.07	0.05	0.14	(0.12)	0.06	0.13	(0.23)	(0.30)	(0.14)	(0.01)	0.71	0.03	(0.74)	(0.05)	0.11	0.62	0.06	(0.13)	(0.16)	(0.33)	0.02	(0.15)
总保费/贷款	(0.05)	(0.08)	(0.13)	0.20	(0.11)	(0.13)	(0.13)	(0.20)	(0.20)	0.06	(0.05)	(0.10)	(0.24)	(0.16)	(0.11)	(0.02)	0.06	(0.19)	0.10	(0.01)	(0.06)	(0.16)	(0.53)	(0.40)	(0.18)	0.61	(0.04)	(0.41)	(0.06)	(0.20)	0.76	(0.02)	(0.26)	0.05	(0.31)	0.00	(0.12)	
2021N*2022N变化																																						
总保费/总资产	0.06	(0.05)	(0.14)	0.07	(0.15)	(0.05)	0.07	0.02	0.14	(0.02)	0.27	0.02	0.32	0.04	(0.08)	(0.11)	(0.03)	(0.07)	(0.15)	(0.11)	0.17	(0.05)	(0.06)	(0.36)	0.04	0.27	0.27	0.05	(0.62)	0.04	0.08	0.35	0.17	0.02	0.03	0.22	0.03	0.05
总保费/加权风险资产	0.41	0.12	(0.02)	0.27	(0.38)	(0.08)	0.13	0.05	(0.28)	0.04	(0.31)	0.02	0.34	0.11	(0.03)	0.07	0.07	0.00	0.17	0.26	0.06	0.22	(0.32)	0.07	0.15	(0.18)	(0.99)	(0.25)	0.29	0.51	(0.25)	0.16	(0.01)	0.29	0.14	0.08	0.08	
总保费/贷款	0.11	(0.03)	(0.18)	0.03	(0.30)	0.04	(0.07)	0.16	(0.45)	(0.03)	(0.41)	(0.00)	0.49	0.18	(0.08)	(0.05)	0.04	(0.17)	(0.40)	(0.40)	0.21	(0.13)	(0.34)	(0.70)	(0.20)	0.24	(0.00)	(0.79)	(0.15)	0.08	0.53	(0.45)	(0.17)	0.02	0.26	(0.05)	0.02	

资料来源：上市公司公告，中银证券

图表 130. 信用成本可比行中较高



资料来源：上市公司年报，中银证券

6、核心资本水平较弱仍需补充

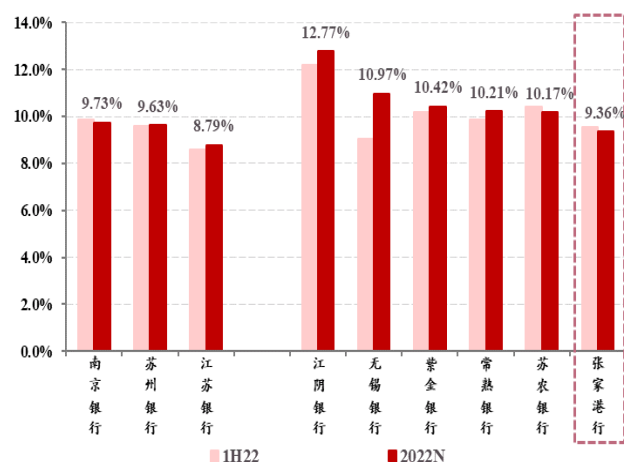
公司核心一级资本充足率在可比农商中较低，截至 2023 年上半年末公司核心一级资本充足率为 9.46%，可比农商行中最低。一级资本充足率、资本充足率水平情况略好，资本补充需求仍强。公司转债转股进度较慢，未来关注公司转债转股进展。公司业务竞争力较强，规模增长较快，加权平均风险资产增速可比行中略高，加大了公司对资本的消耗，未来需关注公司资本补充方案。

图表 131. 1H23 资本情况

1H23	江苏银行	南京银行	苏州银行	紫金银行	无锡银行	苏农银行	江阴银行	常熟银行	张家港行
核心一级资本充足率	8.86%	9.45%	9.36%	9.94%	11.56%	10.46%	12.59%	10.06%	9.46%
一级资本充足率	10.71%	11.58%	10.87%	9.94%	12.86%	10.46%	12.60%	10.12%	10.89%
资本充足率	12.80%	13.77%	13.22%	13.72%	14.71%	12.33%	13.74%	13.56%	13.13%
加权平均风险资产同比	15.97%	16.08%	13.07%	9.59%	3.47%	16.86%	7.80%	15.14%	11.45%

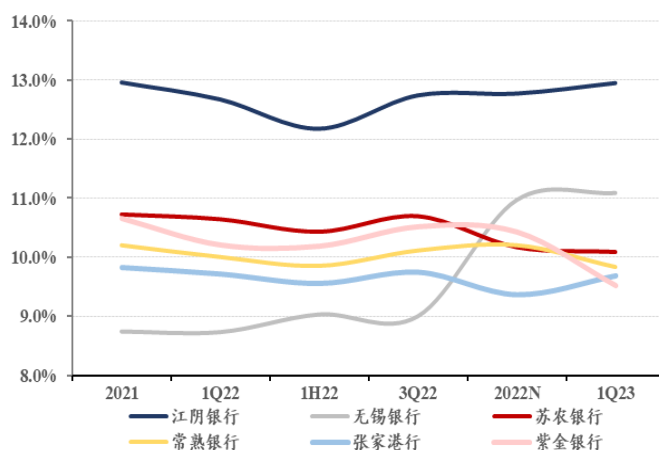
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 132. 可比银行核心一级资本充足率



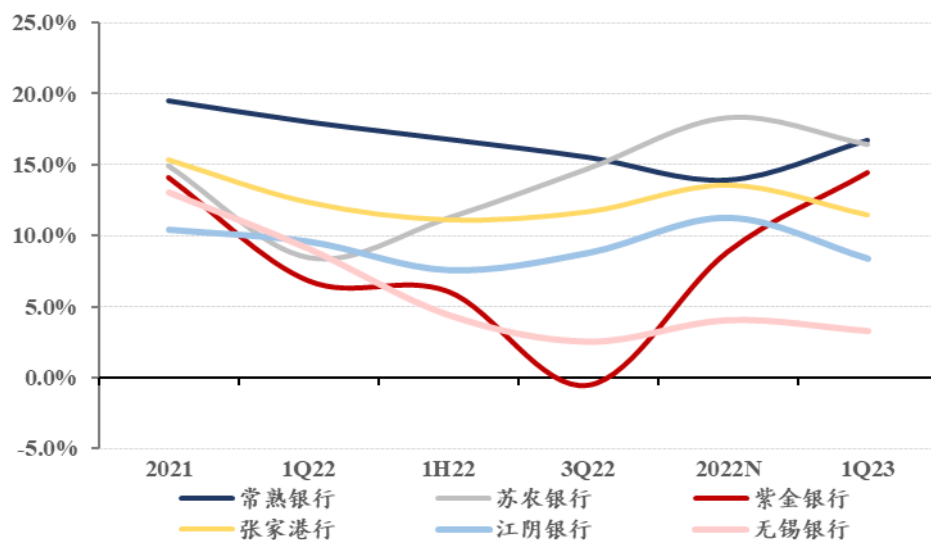
资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 133. 可比银行核心一级资本充足率历史走势



资料来源：上市公司年报，中银证券

图表 134. 可比银行加权平均风险资产占比



资料来源：上市公司年报，中银证券

五、盈利预测：业务积极增长，估值修复或优于同业平均水平

基本假设

结合区域发展及公司基本面分析，我们给出如下假设：

- 1、公司规模或仍将保持相对较快的增长。**公司地处经济形势较好、市场空间更大的江苏省苏南区域，市场空间较大。张家港行在小微业务方面有较强竞争优势，目前看，公司风险定价策略有效可持续，在较大的市场空间中，未来仍有持续扩张的可能。2 季度以来，国内经济修复趋缓，进出口走弱，可能对公司规模增长有一定影响。此外，公司网点增长放缓，关注公司业务人员增长和效能的变化。
- 2、贷款重定价更快，存款仍有较大的下行空间。**公司集中经营小微客户，贷款重定价较快，存款成本较高，伴随存款利率调降，成本下行空间较大。张家港行按揭占贷款比较小，因此受存量按揭调降的负面影响较小，假设存量按揭调降 50bp，测算 2023 年公司盈利将下降 0.44 个百分点。今年 LPR 调整 and 市场需求或持续影响贷款收益，但整体净息差下行趋势与农商行同业一致，表现或优于行业整体。
- 3、未来资产质量或持续平稳，关注小微延期政策结束后的影响。**由于前期公司存量风险出清，对资产质量的关注主要集中在偏弱经济环境下的边际压力，公司不良生成可能小幅上升，目前看资产质量表现仍优秀，经济走弱后公司小微资产质量的变化亦需关注。考虑到公司较高的贷款拨备水平，公司业绩缓冲能力仍较强。

业绩预测

基于我们的分析预测，公司规模和盈利将持续较快增长。同时考虑紫金银行、无锡银行、苏农银行、江阴银行、常熟银行 5 家农商行，以及城商行中的江苏银行、南京银行、苏州银行主要经营地区均位于苏南片区，经营环境相似，因此选为可比行。参考可比公司 wind 一致预测 PB 值，我们认为公司估值将持续在可比同业中保持领先水平。基于我们的预测，张家港 2023 年 PB 为 0.65X，2024 年 PB 为 0.57X，首次覆盖给予增持评级。

图表 135. 可比银行估值对比（截至 9 月 27 日收盘）

	PB			PE		
	实际值	预测值		实际值	预测值	
银行	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
江苏银行	0.63	0.61	0.52	4.51	4.36	3.74
南京银行	0.67	0.60	0.52	4.58	4.35	3.89
苏州银行	0.72	0.65	0.57	6.48	5.60	4.85
紫金银行	0.59			6.15		
无锡银行	0.72	0.65	0.57	6.03	5.25	4.57
苏农银行	0.57	0.51	0.46	5.34	4.62	4.03
江阴银行	0.60	0.53	0.48	5.13	4.48	3.94
常熟银行	0.92	0.81	0.70	7.31	6.05	5.02
张家港行	0.72	0.65	0.57	6.13	5.58	4.73
可比行平均	0.68	0.63	0.55	5.74	5.03	4.35

资料来源：万得，中银证券。江苏、南京、苏州、无锡、常熟、张家港行为中银证券预测，其余银行预测来自万得一致预测

风险提示：

经济下行导致银行资产质量恶化超预期：银行业务发展与经济发展相关性强，宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。进入2023年经济整体呈弱复苏态势，但地方政府融资平台、房地产等产业仍面临压力。如果经济超预期下行，实体产业陷入困境，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

张家港市本地经济发展低于预期：银行作为周期性行业，行业发展受到宏观经济影响巨大。宏观经济需求影响微观经济主体的政府、企业和个人的融资需求和资信情况。张家港地处苏南，背靠苏州，经济体量大，发展前景广阔。但如果当地经济与核心产业修复不达预期，或将影响当地融资需求，从而影响公司规模增长及业绩表现。

主要比率(%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	6.21	6.13	5.58	4.73	3.93
PB	0.65	0.72	0.65	0.57	0.49
EPS	0.72	0.73	0.80	0.95	1.14
BVPS	6.87	6.25	6.87	7.87	9.07
每股拨备前利润	1.74	1.52	1.77	2.10	2.46
驱动性因素(%)					
生息资产增长	14.59	14.31	12.65	14.32	14.96
贷款增长	17.63	15.24	11.00	14.00	15.00
存款增长	13.49	15.24	17.00	17.00	17.00
贷款收益率	5.87	5.63	5.33	5.40	5.40
生息资产收益率	4.65	4.43	4.30	4.33	4.33
存款付息率	2.27	2.29	2.20	2.15	2.12
计息负债付息率	2.47	2.44	2.33	2.26	2.22
净息差	2.41	2.23	2.18	2.27	2.30
风险成本	1.91	1.34	1.50	1.60	1.60
净手续费增速	2.50	6.11	10.89	18.07	16.05
成本收入比	31.11	32.61	31.00	31.00	31.00
所得税税率	2.62	8.43	8.43	8.43	8.43
盈利及杜邦分析(%)					
ROAA	0.87	0.96	0.93	0.95	0.98
ROAE	11.04	12.95	12.90	13.46	13.97
净利息收入	2.39	2.22	2.17	2.24	2.26
非净利息收入	0.60	0.52	0.64	0.67	0.70
营业收入	2.99	2.74	2.81	2.91	2.96
营业支出	0.95	0.91	0.89	0.92	0.93
拨备前利润	2.04	1.87	1.92	1.99	2.02
拨备	1.15	0.82	0.91	0.95	0.95
税前利润	0.89	1.05	1.01	1.04	1.07
税收	0.02	0.09	0.09	0.09	0.09
业绩年增长率(%)					
净利息收入	2.50	6.11	10.89	18.07	16.05
营业收入	10.05	4.57	16.48	18.51	16.96
拨备前利润	9.76	5.00	16.64	18.55	16.99
归属母公司利润	30.30	29.00	9.21	17.17	19.25
资产质量(%)					
不良率	3.80	4.18	1.52	0.99	0.87
拨备覆盖率	118.30	110.87	165.71	265.91	353.37
拨贷比	4.49	4.63	2.52	2.63	3.07
不良净生成率(测算)	0.44	1.01	0.85	0.75	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	7,131	7,777	8,547	9,769	11,201
利息支出	(3,440)	(3,860)	(4,204)	(4,642)	(5,250)
净利息收入	3,691	3,917	4,343	5,128	5,951
手续费净收入	124	47	70	84	101
营业收入	4,616	4,827	5,623	6,663	7,793
业务及管理费	(1,436)	(1,574)	(1,743)	(2,066)	(2,416)
拨备前利润	3,141	3,297	3,846	4,560	5,334
拨备	(1,768)	(1,442)	(1,820)	(2,186)	(2,504)
税前利润	1,373	1,855	2,026	2,374	2,831
税后利润	1,337	1,699	1,855	2,174	2,592
归母净利润	1,304	1,682	1,837	2,152	2,567
资产负债表					
贷款总额	99,817	115,028	127,681	145,557	167,390
贷款减值准备	(4,486)	(5,325)	(3,212)	(3,835)	(5,132)
贷款净额	95,555	109,941	124,469	141,722	162,259
债券投资	52,841	59,142	68,013	78,215	89,947
存放央行	8,885	10,603	12,405	14,514	16,982
同业资产	2,114	2,304	2,650	2,650	2,650
其他资产	5,184	5,543	5,660	7,579	10,563
生息资产	163,657	187,077	210,750	240,936	276,969
资产总额	164,579	187,533	213,198	244,680	282,401
存款	124,608	143,598	168,009	196,571	229,988
同业负债	14,362	17,126	15,413	16,184	16,993
发行债券	8,201	8,647	7,782	7,004	7,004
计息负债	147,171	169,370	191,204	219,758	253,985
负债总额	150,013	171,807	196,107	225,393	260,497
股本	1,808	2,170	2,170	2,170	2,170
资本公积	856	495	495	495	495
盈余公积	4,041	4,416	4,826	5,307	5,880
一般风险准备	2,191	3,365	3,701	4,146	4,726
未分配利润	2,696	2,443	3,042	4,291	5,730
股东权益	14,566	15,726	17,091	19,287	21,904
资本状况(%)					
资本充足率	14.30	13.13	16.09	18.96	20.98
核心一级资本	9.82	9.36	9.57	10.38	11.03
杠杆率	11.30	11.93	12.47	12.69	12.89
RORWA	1.86	2.36	2.46	2.59	2.73
风险加权系数	43.72	38.37	37.12	36.23	35.79

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得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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，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