

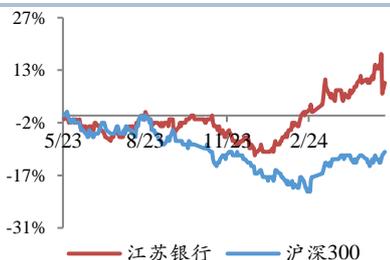
## 以进促稳，高速增长步入高质量增长新阶段

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-30

收盘价（元）	7.90
近12个月最高/最低（元）	8.45/6.36
总股本（百万股）	18,351
流通股本（百万股）	18,270
流通股比例（%）	99.56
总市值（亿元）	1,450
流通市值（亿元）	1,443

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

联系人：刘锦慧

执业证书号：S0010122100043

电话：18351883043

邮箱：liujinhui@hazq.com

### 相关报告

1.江苏银行：2023年三季度报点评，转股资本补充到位，进入可持续增长新周期 2023-10-30

2.江苏银行：2023年半年报点评，资产管理优异，量价齐控息差优势明显 2023-08-31

3.2023年中报业绩快报点评，业绩领跑蹄疾步稳，资产质量持续改善 2023-08-03

### 主要观点：

#### ● 其他非息大幅高增支撑营收高增，净利润增速承压下滑

2023A、1Q24 江苏银行营收分别同比增长 5.28%、11.72%，归母净利润分别同比增长 13.25%、10.02%。4Q23、1Q24 营收增速环比上升，归母净利润增速逐季放缓（vs 1-3Q23 营收同比+9.15%、归母净利润+25.21%）。营收分项来看，2023A 利息净收入、中收、其他非息收入分别同比+0.73%、-31.61%、+45.4%，4Q23 单季营收下滑幅度较大，同比-7.13%，利息净收入、中收、其他非息收入分别同比-16.86%、-102.21%、+163.38%。主要由于 2023 年全年投放前置、序时进度超额完成和 2022 年四季度高基数影响，叠加 2023 年末平滑信贷投放导向，年末新增投放动力较弱。财富管理业务受制于资本市场表现不佳、居民预期、理财费率调降等因素影响大幅拖累中收。1Q24 营收增速环比改善，利息净收入、中收、其他非息收入分别同比-0.78%、-16.82%、78.4%。营收高增延续由其他非息拉动，其中公允价值变动净收益同比+254.87%，债市 4Q23-1Q24 大幅走牛，十年国债收益率单边下行 37bps+，带来银行金融投资业务收益大幅增长，提振营收。净利润下滑明显（vs 1-3Q23 +25.21%），主要由于净息差下行幅度加大和信用成本增加。

#### ● 量：1Q24 对公投放强劲、存款派生较强，个人存款定期化趋势或延续

1Q24 江苏银行总资产、贷款、金融投资分别同比+15.07%、13.18%、18.35%，较 2023A 增速分别上升 0.87、0.89、1.76pct。金融投资类资产配置环比提升，或与转股后资本增加、抓住长端利率下行窗口配置固收类资产相关。贷款投放仍保持强劲、靠前节奏，Q1 对公贷款（不含贴现）比年初新增 1628 亿，比 1Q23 净投放多增 18.8%。贴现规模同比继续压降 8.7%，投放成色更实。对公贷款结构持续调优，“五篇大文章”领域科技、普惠、绿色贷款在高基数下增速保持强劲、占比提升，2023 年分别新增 32.6%、42.5%、25.3%。1Q24 零售贷款比年初减少 166 亿，或受到零售信贷需求低迷、资产质量下滑影响投放放缓，整体延续“对公强、零售弱、贴现负”趋势。1Q24 江苏银行存款、计息负债分别同比+14.51%、13.23%，较 2023A 增速分别-0.94、-0.27pct 增速小幅放缓。存款结构来看，对公、个人存款均高增，保证金存款少增。1Q24 对公存款占比较 2023A 提升 3.86pcts 至 53.5%，一季度对公投放存款派生较强，未来对存款付息率降低亦有提振作用。2023 年个人存款高增主要由定期存款贡献，2023A 个人活期、定期存款规模分别-14.92%、+37.9%，存款定期化趋势延续或与江苏地区金融机构负债端竞争加剧相关，1Q24 对公、个人存款规模分别同比+26.4%、+22.7%。

- **价：净息差全年下行幅度较大，主要由于资产端收益率下滑**

2023A 江苏银行净息差全年下行 34bps 至 1.98%，其中 2H23 大幅下行 30bps，对营收形成明显拖累，也是江苏银行净息差自 1H20 以后首次低于 2%，相较 4Q23 银行业平均净息差 1.69% 还有 30bps 左右空间。江苏银行净息差优势主要体现在资产端，2023 年 LPR 下行和存量房贷利率调整下，全行业面临资产荒难题，高收益优质资产定价下行幅度大，江苏银行生息资产收益率、贷款平均收益率、金融投资收益率分别下降 18bps、18bps、29bps。计息负债成本率、存款成本率分别 -2bps、-1bp，负债端降本增效成果显著，个人定期存款高增、对公活期存款占比提升，二者对存款成本作用一定程度上抵消。预计受 LPR 下降 25bps 影响，2024 年息差还可能进一步下滑，但考虑到江苏银行对公存款占比提升，负债端降本效果进一步显现，2024 年息差降幅预计小于 2023 年。

- **险：不良率保持低位、拨备保持高位，非信贷减值回补加大**

2023A 江苏银行不良率、拨备覆盖率均持平 3Q23，不良率 0.91%、拨备覆盖率 378.13%，关注率环比升 4bp 至 1.34%，年末核销幅度加大，测算不良生成率小幅上升至 0.91%。逾期率环比小幅上升至 1.07%，但偏离度仍保持历史低位 63.26%。资产质量保持稳健，不良认定保持审慎严格。非信贷减值回补支撑利润，债权投资减值准备前期计提充分，2023A 减少 57 亿至 86 亿元。1Q24 不良率持平 4Q23 在 0.91% 水平，拨备覆盖率小幅下降 6.91pcts 至 371.22%，关注率环比升 3bps 至 1.37%，预计主要受到行业共性因素影响，资产质量水平整体仍优于可比同业。

- **投资建议**

宏观经济复苏波动反复、金融让利背景下，银行业整体面临息差收窄压力，当前阶段“稳”比“进”更为重要。供给端来看，江苏银行经营韧性较强，资产质量持续改善，与同规模银行相比、城商行同业相比成长性凸显；需求端来看，江苏地区信贷景气度高、金融机构竞争激烈，江苏银行对公业务优势突出、扩表强劲，结构持续调优，具备内生可持续增长潜力。2023 年 10 月完成可转债转股、2024 年新任管理层陆续调整到位，我们认为江苏银行已完成了“以进促稳”中“进”的篇章，由高速增长时期正式步入高质量增长时期，投放更实、结构更优、包袱更轻、分红更高，未来“穿越周期的稳”将成为发展主基调。根据 2023 年年报、2024 年一季报调整盈利预测，预计江苏银行 2024-2026 年营收分别同比增长 6.78%/5.35%/5.19%，归母净利润分别同比增长 6.82%/8.74%/9.92%，在可比银行中仍具备明显的比较优势，维持“买入”评级。

- **风险提示**

利率风险：市场利率持续下行，优质资产竞争加剧，息差收窄。

市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。

经营风险：经济增长不及预期，融资需求大幅下降拖累信贷增速。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	74,293	79,332	83,577	87,915
收入同比 (%)	5.28	6.78	5.35	5.19
归属母公司净利润	28,750	30,711	33,395	36,708
净利润同比 (%)	13.25	6.82	8.74	9.92
ROAA (%)	0.85	0.83	0.77	0.74
ROAE (%)	11.59	11.74	11.73	11.85
每股收益 (元)	1.57	1.67	1.82	2.00
P/E	5.39	5.04	4.64	4.22
P/B	0.74	0.67	0.60	0.55

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	1,809,144	2,030,764	2,262,678	2,519,492	净利息收入	52,645	54,617	57,794	61,757
贷款减值准备	61,667	68,986	75,964	82,781	净手续费收入	4,276	4,456	4,816	5,288
债券投资	1,229,048	1,476,087	1,746,949	2,086,730	其他非息收入	17,372	20,260	20,967	20,870
存放央行	154,238	177,508	203,285	231,785	营业收入	74,293	79,332	83,577	87,915
同业资产	141,334	152,494	165,836	180,853	税金及附加	(847)	(1,427)	(1,529)	(1,676)
<b>资产总额</b>	<b>3,403,362</b>	<b>4,004,634</b>	<b>4,648,692</b>	<b>5,299,660</b>	业务及管理费	(17,826)	(16,818)	(17,468)	(18,023)
吸收存款	1,914,948	2,205,063	2,534,720	2,890,088	营业外净收入	(59)	-	-	-
同业负债	761,310	918,470	1,110,730	1,294,981	拨备前利润	55,434	60,952	64,447	68,085
发行债券	392,410	496,516	557,862	591,642	资产减值损失	(16,576)	(21,394)	(21,501)	(22,749)
<b>负债总额</b>	<b>3,144,246</b>	<b>3,722,162</b>	<b>4,341,287</b>	<b>4,966,011</b>	税前利润	38,857	39,558	42,946	45,336
股东权益	259,116	282,472	307,405	333,648	税后利润	30,176	31,674	34,606	36,708
					归属母行净利润	28,750	30,711	33,395	36,708

盈利及杜邦分析				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	1.65%	1.47%	1.34%	1.24%
净非利息收入	0.65%	0.67%	0.60%	0.53%
营业收入	2.33%	2.14%	1.93%	1.77%
营业支出	0.59%	0.49%	0.44%	0.40%
拨备前利润	1.74%	1.65%	1.49%	1.37%
资产减值损失	0.52%	0.58%	0.50%	0.46%
税前利润	1.22%	1.07%	0.99%	0.91%
税收	0.27%	0.21%	0.19%	0.17%
ROAA	0.95%	0.86%	0.80%	0.74%
ROAE	12.72%	11.70%	11.73%	11.45%

业绩增长率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	0.73%	3.75%	5.82%	6.86%
净手续费收入	(31.60%)	4.20%	8.09%	9.80%
营业收入	5.28%	6.78%	5.35%	5.19%
拨备前利润	5.98%	9.95%	5.73%	5.64%
归属母行净利润	13.25%	6.82%	8.74%	9.92%

驱动性因素				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
生息资产增长	14.15%	14.83%	13.93%	14.47%
贷款增长	12.31%	12.25%	11.42%	11.35%
存款增长	15.45%	15.15%	14.95%	14.02%
净手续费收入/营收	5.76%	5.62%	5.76%	6.02%
成本收入比	23.99%	21.20%	20.90%	20.50%
实际所得税税率	22.34%	19.93%	19.42%	19.03%

每股指标				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	5.39	5.04	4.64	4.22
PB	0.74	0.67	0.60	0.55
EPS	1.57	1.67	1.82	2.00
BVPS	11.47	12.69	13.98	15.41
每股拨备前利润	3.02	3.32	3.51	3.71

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

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

### 行业评级体系

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

### 公司评级体系

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