

投资评级 优于大市 首次覆盖

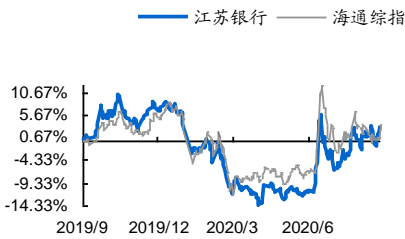
## 息差扩大，夯实拨备

### 股票数据

09月22日收盘价(元)	6.37
52周股价波动(元)	5.65-7.43
总股本/流通A股(百万股)	11545/11430
总市值/流通市值(百万元)	73539/72811

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.9	7.7	16.9
相对涨幅(%)	3.4	3.5	-0.3

资料来源:海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:林加力

Tel:(021)23154395

Email:ljl12245@htsec.com

证书:S0850518120003

分析师:解巍巍

Email:xww12276@htsec.com

证书:S0850518070001

**投资要点:**江苏银行净息差自2Q19逐步提升,受益于期限、结构、市场利率等因素的改善。资产质量方面,不良生成逐步放缓,审慎计提拨备,平滑风险波动。首次覆盖给予“优于大市”评级。

- **净利息收入拉动营收10%以上增长。**上半年归母净利润增速为3.49%,由于加大拨备计提,较一季度下降9.36个百分点。(1)息差贡献增长。上半年公司营收同比增长14.33%,较一季度放缓3.5个百分点。但仍高于总资产扩张的速度,2Q末总资产同比增速为8.7%,表明息差是营收的正向贡献之一。(2)非息收入受高基数与债市波动影响。上半年非息收入同比下降15.5%。2Q公允价值变动损益+汇兑损益+投资收益合计19亿元,低于1Q的37亿元,去年19切换产生一次性收益,此外二季度债市波动也使得利润表中的债券收益产生波动。
- **期限、结构、市场利率均对息差有贡献。**上半年息差为2.10%,较2019年的1.94%高出16BP。公司负债端,负债成本改善是息差扩大的主要原因。(1)与2019年相比,上半年资产收益率保持在4.57%的水平。上半年新增贷款主要投向房地产方向:按揭占新增贷款29.4%、对公房地产占新增贷款27.6%。中长期贷款投放加大,减缓了LPR下降的影响。(2)负债端整体改善。与2019年相比,上半年负债端总成本下降17BP。市场利率下降带动同业负债是推动负债改善的主要动力,而实际上存款成本也只上升1BP。2Q末成本更低的存款在负债中占比进一步提高。2Q末存款同比增长15.61%,与贷款增速的差距缩小,存款量价均表明揽储压力没有抬升。
- **不良生成放缓。**(1)2Q末不良率为1.37%,环比下降1BP。不良率下降一方面是由于上半年核销力度加大,达到去年全年的79.0%;另一方面我们测算二季度不良生成率较一季度下降34BP,不良生成有所放缓。(2)关注贷款率2Q末下降7BP至1.83%。逾期贷款率小幅上升3BP至1.52%。主要是逾期90天以内贷款占比较年初上升10BP,回顾19年年中这一指标也是较年初上升5BP,在疫情之下10BP升幅较为合理。(3)2Q末逾期60天以上贷款余额与不良贷款比例为91.53%,不良确认到位。
- **审慎计提拨备,平滑风险波动。**上半年PPOP增速为16.50%,高于营收增速;而在考虑计提拨备后利润的增速回落至2.3%,主要是由于公司拨备计提政策更加审慎,加大了拨备计提力度。上半年信贷成本1.56%,较去年同期高16BP。使得拨贷比、拨备覆盖率继续提升。虽然拨备计提力度加大拖累了当期利润增速,但前瞻性计提的拨备能减缓对后续盈利的影响。
- **投资建议。**我们预测2020-2022年EPS为1.24、1.36、1.55元,归母净利润增速为4.93%、11.79%、13.82%。我们根据DDM模型得到合理价值为8.27元;根据PB-ROE模型给予公司2020E PB估值为0.95倍(可比公司为0.94倍),对应合理价值为9.97元。因此给予合理价值区间为8.27-9.97元(对应2020年PE为6.68-8.05倍,同业公司对应PE为7.27倍),首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:**企业偿债能力下降,资产质量大幅恶化;金融监管政策出现重大变化。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	35224	44974	51293	55914	61528
YOY(%)	4.09%	27.68%	14.05%	9.01%	10.04%
净利润(百万元)	13065	14619	15339	17147	19517
YOY(%)	10.02%	11.89%	4.93%	11.79%	13.82%
平均净资产收益率	13.48%	13.26%	12.37%	12.30%	12.67%
平均总资产收益率	0.68%	0.71%	0.66%	0.66%	0.68%
全面摊薄EPS(元)	1.13	1.22	1.24	1.36	1.55
BVPS(元)	8.89	9.53	10.49	11.60	12.88

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润,并且EPS、BVPS计算时已考虑优先股、永续债利息。

**网点辐射全国，深耕江苏省本地市场。**江苏银行成立于2007年，于2016年8月在上海证券交易所主板上市。江苏银行由江苏省内十家城市商业银行通过合并重组成立。总部位于江苏南京，服务网络实现江苏省内市县全覆盖，辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈。营业网点530余家，员工1.5万余人。截至2020年6月末，江苏银行第一大股东为江苏省国际信托有限责任公司，持股8.04%。总资产2.23万亿元，贷款及垫款余额1.10万亿元，吸收存款余额1.38万亿元。

公司分支机构覆盖江苏省各地级市，在北上深均有网点覆盖。江苏银行在北京、深圳、上海分别有23、26、15个分支机构，此外，其资金营运中心位于上海。公司在江苏省无锡市网点覆盖最完善，分支机构多达107个。

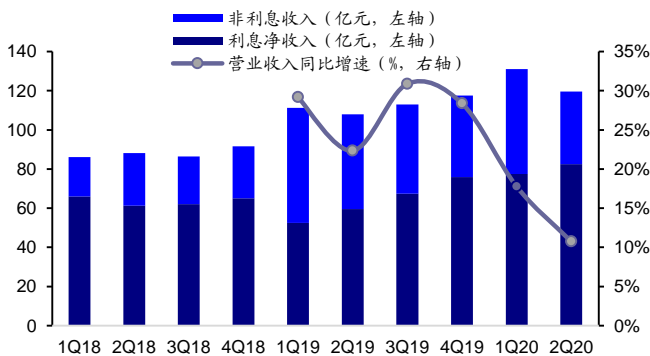
表1 江苏银行前十大股东（截至2020年6月末）

排名	股东名称	占总股本(%)
1	江苏省国际信托有限责任公司	8.04
2	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	7.81
3	华泰证券股份有限公司	5.54
4	无锡市建设发展投资有限公司	4.73
5	江苏省广播电视集团有限公司	3.00
6	香港中央结算有限公司	2.67
7	中国东方资产管理股份有限公司	2.56
8	富安达基金-江苏银行-富安达-富享15号股票型资产管理计划	2.54
9	江苏宁沪高速公路股份有限公司	2.46
10	苏州国际发展集团有限公司	2.34

资料来源：WIND，公司2020年半年报，海通证券研究所

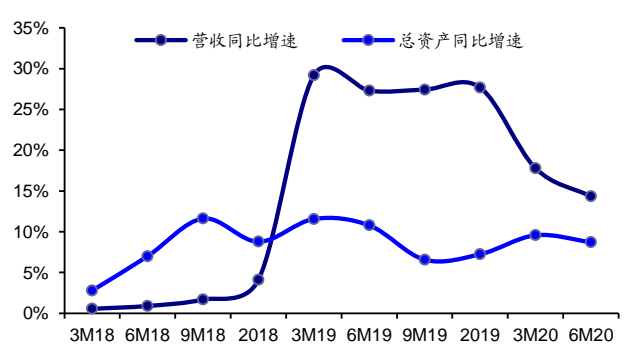
**净利息收入拉动营收10%以上增长。**上半年归母净利润增速为3.49%，由于加大拨备计提，较一季度下降9.36个百分点。（1）息差贡献增长。上半年公司营收同比增长14.33%，较一季度放缓3.5个百分点。但仍高于总资产扩张的速度，2Q末总资产同比增速为8.7%，表明息差是营收的正向贡献之一。（2）非息收入受高基数与债市波动影响。上半年非息收入同比下降15.5%。2Q公允价值变动损益+汇兑损益+投资收益合计19亿元，低于1Q的37亿元，去年19切换产生一次性收益，此外二季度债市波动也使得利润表中的债券收益产生波动。

图1 季度非息收入、利息净收入及营收同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

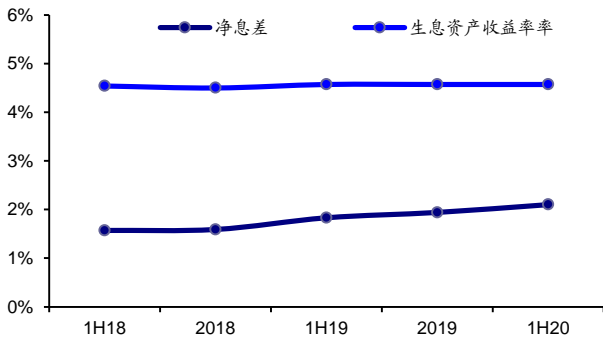
图2 营收及总资产同比增速



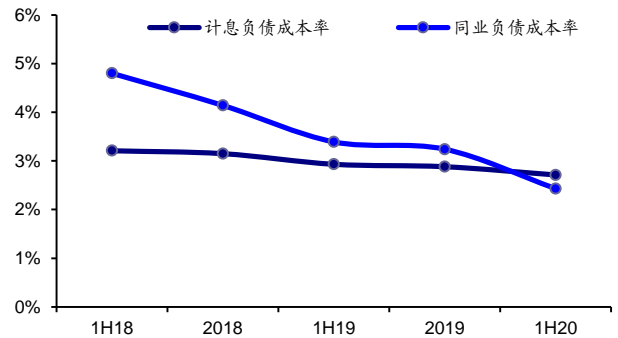
资料来源：WIND，海通证券研究所

**期限、结构、市场利率均对息差有贡献。**上半年息差为2.10%，较2019年的1.94%

高出 16BP。公司负债端，负债成本改善是息差扩大的主要原因。(1) 与 2019 年相比，上半年资产收益率保持在 4.57% 的水平。上半年新增贷款主要投向房地产方向：按揭占新增贷款 29.4%、对公房地产占新增贷款 27.6%。中长期贷款投放加大，减缓了 LPR 下降的影响。(2) 负债端整体改善。与 2019 年相比，上半年负债端总成本下降 17BP。市场利率下降带动同业负债是推动负债改善的主要动力，而实际上存款成本也只上升 1BP。2Q 末成本更低的存款在负债中占比进一步提高。2Q 末存款同比增长 15.61%，与贷款增速的差距缩小，存款量价均表明揽储压力没有抬升。

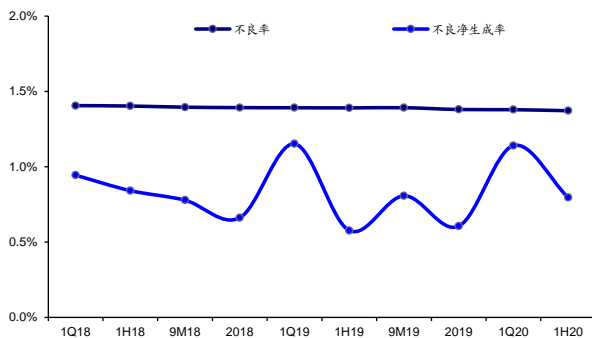
**图3 息差和生息资产收益率**


资料来源：WIND，海通证券研究所

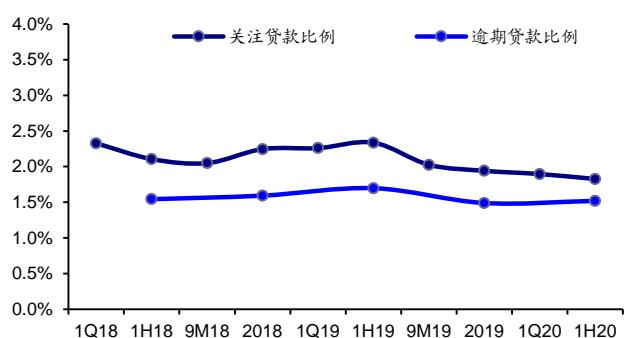
**图4 负债总成本及同业负债成本**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**不良生成放缓。**(1) 2Q 末不良率为 1.37%，环比下降 1BP。不良率下降一方面是由于上半年核销力度加大，达到去年全年的 79.0%；另一方面我们测算二季度不良生成率较一季度下降 34BP，不良生成有所放缓。(2) 关注贷款率 2Q 末下降 7BP 至 1.83%。逾期贷款率小幅上升 3BP 至 1.52%。主要是逾期 90 天以内贷款占比较年初上升 10BP，回顾 19 年年中这一指标也是较年初上升 5BP，在疫情之下 10BP 升幅较为合理。(3) 2Q 末逾期 60 天以上贷款余额与不良贷款比例为 91.53%，不良确认到位。

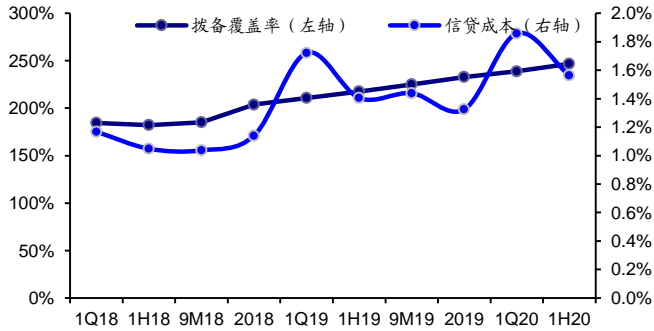
**图5 不良率及不良生成率**


资料来源：WIND，海通证券研究所

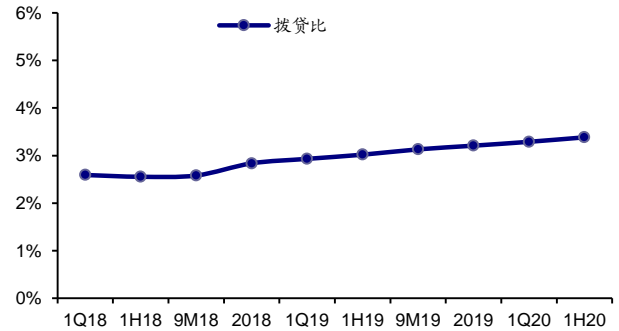
**图6 公司关注贷款率和逾期贷款率**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**审慎计提拨备，平滑风险波动。**上半年 PPOP 增速为 16.50%，高于营收增速；而在考虑计提拨备后利润的增速回落至 2.3%，主要是由于公司拨备计提政策更加审慎，加大了拨备计提力度。上半年信贷成本 1.56%，较去年同期高 16BP。使得拨贷比、拨备覆盖率继续提升。虽然拨备计提力度加大拖累了当期利润增速，但前瞻性计提的拨备能减缓对后续盈利的影响。

**图7 公司拨备覆盖率**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图8 公司拨贷比**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**盈利预测假设及投资建议:**

江苏银行净息差自 2Q19 逐步提升, 受益于期限、结构、市场利率等因素的改善。资产质量方面, 不良生成逐步放缓, 审慎计提拨备, 平滑风险波动。我们预测 2020-2022 年 EPS 为 1.24、1.36、1.56 元, 归母净利润增速为 4.93%、11.79%、13.82%。其中, 盈利预测核心假设如下:

1) 2020-2022 年总资产增速分别为 9.54%、10.48%、9.72%。2020Q2 末公司总资产同比增速为 8.7%, 我们假设资产增速和 m2 基本匹配保持平稳。

2) 2020-2022 年净息差 (测算值) 分别为 1.48%、1.51%、1.55%。我们测算 2020H1 净息差为 1.54%。考虑上半年息差保持平稳主要由于同业负债利率下行, 下半年这一因素消减后, 息差收窄; 未来由于贷款、资产结构的优化将推动息差再次扩大。

3) 2020-2022 年非息收入增速为 3.92%、4.08%、4.59%。2020H1 非息收入同比下滑 15.50%。我们认为财富管理转型将是拉动非息业务收入的主力。

4) 2020-2022 年成本收入比为 26.06%、28.06%、28.06%。2020H1 成本收入比为 23.43%, 同比下降 1.52 个百分点。考虑到江苏银行持续加大金融科技资源投入, 我们对成本收入比进行保守估计, 预计 2021-2022 年有所提升。

5) 2020-2022 年信贷成本分别为 1.82%、1.61%、1.51%。1Q20 和 1H20 信贷成本为 1.86%、1.56%, 随着存量问题出清, 我们认为资产质量将有所提升。

**表2 江苏银行 2020-2022 年核心指标预测**

	2019	2020E	2021E	2022E
总资产增速	7.23%	9.54%	10.48%	9.72%
营业收入增速	27.68%	14.03%	8.99%	10.04%
净利息收入增速	0.35%	21.73%	12.18%	13.32%
净息差	1.30%	1.48%	1.51%	1.55%
非息收入增速	98.81%	3.92%	4.08%	4.59%
成本收入比	27.00%	26.06%	28.06%	28.06%
信贷成本	1.33%	1.82%	1.61%	1.51%
归母净利润增速	11.89%	4.93%	11.79%	13.82%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

我们分别通过两种估值方法给予合理价值区间:

1) 三阶段 DDM 模型: 我们假设公司未来三年的 EPS 为 1.24、1.36、1.55 元, 第四年至第十年的净利润增速为 5%、分红比例为 20%; 永续阶段净利润增速为 5%、分红比例为 30%, 风险折现率为 9.74%。得到对应合理价值为 8.27 元。

表3 DDM 模型下的敏感性测算 (元)

合理价值 (元)		永续阶段增速				
		4.60%	4.80%	5.00%	5.20%	5.40%
风险折现率	10.14%	7.21	7.39	7.59	7.81	8.05
	9.94%	7.49	7.70	7.92	8.16	8.42
	9.74%	7.81	8.03	8.27	8.54	8.83
	9.54%	8.14	8.39	8.66	8.95	9.27
	9.34%	8.51	8.78	9.08	9.41	9.77

资料来源: WIND, 海通证券研究所

2) 可比估值法: 我们认为江苏银行深耕本地市场, 同时辐射全国, 享受区域经济受疫情影响较小带来的良好资产质量, 也向全国扩张获取业务增长, 理应给予一定溢价,

根据 PB-ROE 模型给予公司 2020E PB 估值为 0.95 倍 (可比公司为 0.94 倍), 对应合理价值为 9.97 元。

最终给予公司合理价值区间为 8.27-9.97 元 (对应 2020 年 PE 为 6.68-8.05 倍, 同行业公司对应 PE 为 7.27 倍), 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表4 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2019
601169	北京银行	1011	8.95	9.72	10.48	0.53	0.49	0.46	5.02	11.45
002142	宁波银行	2051	14.23	17.33	19.93	2.40	1.97	1.71	12.98	17.10
601009	南京银行	843	8.01	9.22	10.29	1.05	0.91	0.82	6.33	16.53
600926	杭州银行	738	8.86	10.66	11.84	1.40	1.17	1.05	10.20	12.15
601229	上海银行	1175	11.03	11.98	13.04	0.75	0.69	0.63	5.64	12.94
601997	贵阳银行	260	10.58	11.53	13.26	0.76	0.70	0.61	4.35	17.41
601838	成都银行	380	9.84	11.10	12.61	1.07	0.95	0.83	6.20	16.63
601577	长沙银行	310	10.12	11.36	12.82	0.89	0.80	0.71	5.77	15.61
002936	郑州银行	249	4.72	5.17	5.66	0.81	0.74	0.68	7.04	9.30
600928	西安银行	251	5.31	5.58	6.04	1.06	1.01	0.94	9.12	11.94
	均值		9.17	10.36	11.60	1.07	0.94	0.84	7.27	14.11

注: 收盘价为 09 月 22 日价格, 可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期  
资料来源: WIND, 海通证券研究所

风险提示: 企业偿债能力下降, 资产质量大幅恶化; 金融监管政策出现重大变化。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元):	2019	2020E	2021E	2022E
<b>估值指标 (倍):</b>					<b>营业收入</b>	44974	51293	55914	61528
PE	4.94	4.64	4.05	3.59	利息收入	81362	88063	97513	108287
PB	0.63	0.55	0.47	0.43	利息支出	-55825	-56969	-62624	-68748
P/B (扣除商誉)	0.63	0.55	0.53	0.47	净利息收入	25537	31094	34890	39539
<b>每股指标 (元):</b>					手续费净收入	6023	6784	7610	8575
EPS	1.22	1.24	1.36	1.55	业务及管理费	-11531	-12823	-15097	-16613
BVPS	9.53	10.49	11.60	12.88	拨备前利润	32831	37928	40224	44264
BVPS (扣除商誉)	9.53	10.49	11.60	12.88	拨备	-17216	-20310	-20575	-21951
每股拨备前利润	2.84	3.29	3.48	3.83					
<b>驱动性因素:</b>					税前利润	15615	17618	19650	22313
生息资产增长	7.71%	9.54%	10.48%	9.72%	税后利润	14858	15680	17488	19859
贷款增长	17.01%	15.00%	14.00%	13.00%	归属母公司净利	14619	15339	17147	19517
存款增长	10.27%	16.00%	12.00%	12.00%					
贷款收益率	5.17%	5.16%	5.10%	5.10%	<b>资产负债表 (百万元):</b>				
生息资产收益率	4.16%	4.20%	4.22%	4.26%	贷款总额	1040497	1196572	1364092	1541424
存款付息率	2.53%	2.57%	2.57%	2.57%	贷款减值准备	-33422	-45835	-56404	-67540
计息负债付息率	3.00%	2.86%	2.85%	2.84%	贷款净额	1010901	1150737	1307688	1473884
净息差	1.30%	1.48%	1.51%	1.56%	债券投资	782949	839388	891960	938754
风险成本	1.33%	1.82%	1.61%	1.51%	存放央行	132252	146838	164458	184193
净手续费增速	15.33%	12.64%	12.16%	12.69%	同业资产	72178	57742	60630	63661
成本收入比	25.64%	25.00%	27.00%	27.00%	其他资产	61451	67877	74992	82283
所得税税率	4.20%	11.00%	11.00%	11.00%	生息资产	2003607	2194704	2424736	2660493
					资产总额	2065058	2262582	2499728	2742776
					存款	1205562	1398452	1566267	1754219
					同业负债	340950	306855	322198	338308
					发行债券	360021	378022	415825	436616
					计息负债	1906534	2083330	2304289	2529142
					负债总额	1928622	2115056	2339380	2567657
					股本	11545	11545	11545	11545
					资本公积	16152	16152	16152	16152
					盈余公积	17034	17034	18602	20351
					一般风险准备	25533	28386	28386	28386
					未分配利润	36420	35266	44787	55860
					股东权益	136436	147526	160347	175119
					<b>资本状况:</b>				
					资本充足率	12.89%	13.36%	13.01%	12.82%
					核心资本充足率	10.10%	10.65%	10.57%	10.59%
					杠杆率	15.14	15.34	15.59	15.66
					RORWA	1.09%	1.11%	1.12%	1.17%
					风险加权系数	64.70%	61.00%	61.00%	61.00%

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 22 日; (2) 以上各表均为简表, EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

孙婷 银行行业，非银行金融行业  
林加力 银行行业  
解巍巍 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中信银行,兴业银行,第一创业,杭州银行,中国太保,国金证券,邮储银行,中国人寿,建设银行,东方财富,东吴证券,国泰君安,宁波银行,光大证券,汇丰控股,招商证券,常熟银行,兴业证券,中国银河,华安证券,华泰证券,中国平安,中国人保,中国财险,众安在线,中金公司,平安银行,中原证券,东方证券,中国太平

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。