

对公优势改善资产质量， 消费贷款促进零售转型

摘要：

一、ROE 达 2 年高点，资产质量十分优质

我们认为 ROE 在 2019 年将保持稳定，影响无锡银行 ROE 的各项因素除净息差外提升空间已不大，而净息差在今天的宏观环境下改善的可能性较低。而从长期看，无锡银行逐步推进的零售转型将使净息差企稳回升，促使长期 ROE 抬升至 13% 至 14% 左右，但鉴于农商行中间业务收入占比低和成本收入占比高的行业特点，ROE 再进一步提升空间有限。

我们预计 2019 年无锡银行净息差将温和下滑，预计在 5bp 左右，主要因为资产端收益率将回落，尤其是 LPR 定价的贷款比例进一步提升和 LPR 最新报价逐步下降，而下半年成本端预计将维持现有水平，因此净息差会被拉低。长期来看，随着无锡银行逐渐零售转型，在资产端收益率有望得到提升，缓解目前的净息差压力。

二、对公业务：优势客户集中规模以上企业及其核心上下游

基于无锡市规模以上工业发达，地区内大型企业居多的特点，无锡银行的公司贷款以规模企业及其核心上下游企业贷款为主，其主要优势业务集中在 1000-5000 万贷款的范围内，占比相对较高。

无锡银行的对公贷款资产质量优质的主要原因有五点：其一、贷款结构持续优化；其二、稳健严谨的风控管理；其三、客户经营情况良好；其四、股东和关联方支持；其五、抵押、担保充足。

三、零售业务：住房抵押为主，着力线上消费

住房抵押为主的模式也是无锡银行长期的零售发展策略，给无锡银行提供了 3 大好处：其一、无锡地区房贷风险小。其二、无锡房贷收益率较好。其三、房贷带来大量长期稳定客户，带来其他零售业务。

2019 年上半年末，个人消费贷余额达 28.14 亿，较年初大幅增长 123.15%，个人消费贷的主要投放是通过线上消费贷的形式发放的。无锡银行大力开展线上消费贷的主要目的有三点：其一、消费贷不良率较低。其二、线上消费贷可以批量获得具有消费贷需求的本地客户，引流成本较低。其三、通过合作，学习掌握线上模式标准化产品的运营模式和风控模式，提升金融科技水平

请参阅最后一页的重要声明

无锡银行 (600908)

维持

买入

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

执业证书编号：S1440519080006

研究助理：陈翔

chenxiangbj@csc.com.cn

010-85130978

发布日期：2019 年 10 月 14 日

当前股价：5.47 元

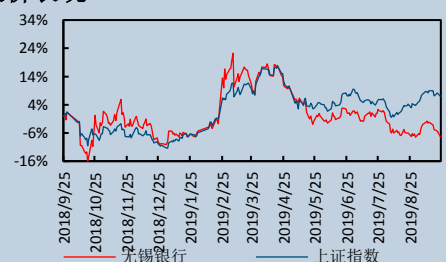
目标价格 6 个月：7.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.32/-4.57	-9.84/-9.01	-7.92/-14.34
12 月最高/最低价 (元)			7.28/4.82
总股本 (万股)			184,825.81
流通 A 股 (万股)			169,684.18
总市值 (亿元)			96.48
流通市值 (亿元)			88.58
近 3 月日均成交量 (万)			643.68
主要股东			
国联信托股份有限公司			9.0%

股价表现



相关研究报告

【中信建投银行 II】无锡银行(600908):
19.09.06 消费贷款助力零售转型，不良拨备数据全面向好

四、区域扩张：深耕本地市场，异地着力下沉

针对区域扩张，无锡银行主要采取深耕本地市场，异地着力下沉的战略思路。无锡银行作为无锡市区唯一的地方性法人银行，目前营业网点已经在无锡实现了全覆盖，并作为无锡市民卡的唯一银行合作机构累计发放无锡市民卡近 430 万张。目前随着监管政策对城农商行回归本源、服务当地经济的监管思路，新开设异地分行已被监管暂停，无锡银行的异地扩张只能在已有异地分行的基础上新设立支行和网点，同时提升单点规模。

五、资本充足度下滑，可转债转股后可补缺口

我们对未来几年无锡银行的资本缺口进行测算。无锡银行在 2022 年开始核心一级资本将出现缺口，而一级资本在 2019 年即出现缺口且缺口较大，而总资本在无锡银行 2022 年赎回其在 17 年发行的 20 亿二级资本债后于 2023 年出现缺口，但缺口较小。

假设无锡银行 2018 年发行的 30 亿可转债在 2020 年能以 25%、50% 或 100% 的比例进行转股，经测算在 3 种转股情况下核心一级和资本在未来 5 年均不再存在缺口，只有一级资本可能存在缺口，在 25% 转股情况下，2020 年将出现 1.82 亿的一级资本缺口，而在 50% 和 100% 转股条件下，2020 年资本将不存在任何缺口。

六、投资建议

从 2019 年上半年业绩来看，无锡银行信贷规模继续高速扩张，上半年同比贷款余额增速达到 3 年来的高点。无锡银行经营风格一直稳健，以对公业务为主，显性和隐性不良全面向好，风险管控能力十分突出；在经济下行周期内，良好的资产质量是稳定业绩的绝佳压舱石。此外，上半年拨备覆盖率大幅增加了 51.35 个百分点，抵御未来风险能力显著提升，未来计提压力较轻。我们预计下半年贷款投放将继续向零售贷款，尤其是收益率较高的消费贷倾斜，有利于提升整体净息差和盈利水平，减少资本金的消耗，缓解资本充足率压力。

9 月 23 日，8.78 亿限售股解禁，无锡银行股价虽受到一定程度抛压，但和当天银行股整体走势有较大关系，大规模解禁并没有造成解禁后的大规模抛压，我们认为主要是原始股大股东们与无锡银行存在长期战略合作关系，没有大规模抛售解禁股的意图。

我们预测 19/20 年营业收入同比增长 7.14%/11.77%，净利润同比增长 11.32%/13.01%，EPS 为 0.65/0.73，BVPS 为 6.05/6.25，PE 为 8.44/7.47，PB 为 0.90/0.88，维持买入评级，6 个月目标价 7.5 元。

盈利预测

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
主营收入（百万）	2522	2851	3192	3420	3823
主营收入增长率	5.22%	13.08%	11.95%	7.14%	11.77%
净利润（百万）	884	993	1076	1197	1353
净利润增长率	7.88%	12.38%	8.34%	11.32%	13.01%
EPS（元）	0.48	0.54	0.58	0.65	0.73
BVPS	4.75	5.01	5.87	6.05	6.25
PE	11.44	10.18	9.40	8.44	7.47
PB	1.15	1.09	0.93	0.90	0.88

资料来源：中信建投证券研究发展部

目录

一、十大股东以民企为主的城区标杆农商行	1
股东结构	1
城区标杆农商行	1
二、ROE 达 2 年高点，拨备具有反哺利润空间.....	2
营收增速下滑但利润增速保持双位数增长.....	2
年化 ROE 在 18 年末跌至底点后企稳回升.....	3
净息差同业居末位	4
拨备覆盖率高，具有反哺利润空间	5
三、不良双降、资产质量十分优质	5
不良实现双降	5
不良生成率全行业最低	6
不良加关注合计占比同业最低	6
不良认定趋严，挤压潜在不良水分	7
四、对公业务：优势客户集中规模以上企业及其核心上下游.....	7
公司贷款以制造业、租赁和商务服务业以及批发和零售业为主.....	7
优势业务集中在规模以上企业 1000 到 5000 万贷款.....	8
五、零售业务：住房抵押为主，发力线上消费	9
住房抵押贷款占绝对多数	9
线上消费贷助力零售转型	10
六、区域扩张：深耕本地市场，异地着力下沉	11
深耕本地市场，充分利用政府背景和当地经济优势.....	11
异地受政策限制，着力客户与区域下沉.....	12
七、资本充足率下滑，可转债转股后可补缺口	12
八、投资亮点	13
九、投资建议	14
十、风险提示	15

图表目录

图表 1： 无锡银行十大股东明细	1
图表 2： 农商行历年归母净利润增速（%）	2
图表 3： 无锡银行 19Q2 归母净利润归因分析.....	2
图表 4： 历年农商行 ROE（%）	3
图表 5： 2019 年上半年农商行加权平均 ROE 的杜邦分解结果.....	3
图表 6： 2019 年上半年与 2018 年末相比 ROE 各项因子变化.....	4
图表 7： 农商行净息差（%）.....	4
图表 8： 农商行生息资产收益率（%）	5
图表 9： 农商行计息负债成本率（%）	5
图表 10： 农商行 19Q2 拨备计提力度（%）	5

图表 11: 农商行不良余额 (亿)	6
图表 12: 农商行不良率 (%)	6
图表 13: 农商行 19Q2 不良净生成率	6
图表 14: 农商行关注类贷款比较 (%)	7
图表 15: 农商行不良加关注类贷款比较 (%)	7
图表 16: 农商行剪刀差 (%)	7
图表 17: 无锡银行公司贷款结构	8
图表 18: 2019 年上半年无锡银行贷款担保方式分类 (%)	9
图表 19: 无锡银行零售贷款结构 (%)	9
图表 20: 无锡历年商品房销售面积和单价	10
图表 21: 江苏与全国商业银行不良率对比 (%)	11
图表 22: 江苏与全国居民部门杠杆率对比 (%)	11
图表 23: 无锡银行按地区营收与贷款占比 (%)	12
图表 24: 无锡银行异地分支行总资产 (亿) 和员工数 (位)	12
图表 25: 无锡银行未来资本缺口测算	13
图表 26: 不同转股假设下未来一级资本缺口 (亿)	13
图表 27: 盈利预测	15

一、十大股东以民企为主的城区标杆农商行

股东结构

无锡农村商业银行（原江苏苏州农村商业银行）成立于 2005 年 6 月。2010 年 7 月，经中国银监会批准正式更名。截至 2019 年上半年末，本公司共设有 1 家直属营业部，3 家异地分行，52 家支行，发起设立 2 家村镇银行并参股 2 家农商行。于 2016 年 9 月 23 日首次公开发行 A 股成功上市。

无锡银行前十大股东合计持股 6.67 亿股，持股占比 36.07%。公司无控股股东或实际控制人，前十大股东中以无锡当地民企为主，占到 7 家，合计持股比例 22.04%，2 家为无锡市国资委控股企业，合计持股比例 13.17%，1 家为社保基金，在上半年累计增持超过 888 万股，目前持股比例 0.86%。股东及其关联方和无锡银行有着长期紧密的业务联系，带来大量长期稳定的存贷款业务。

图表1： 无锡银行十大股东明细

股东名称	上半年增减持情况（万股）	上半年末持股数量（万股）	比例(%)	股东性质
国联信托股份有限公司	-	16,633.06	9.00	国有法人
无锡万新机械有限公司	-	11,643.14	6.30	境内非国有法人
无锡市兴达尼龙有限公司	-	11,098.45	6.00	境内非国有法人
江苏红豆国际发展有限公司	-	8,303.94	4.49	境内非国有法人
无锡市建设发展投资有限公司	-	7,700.49	4.17	国有法人
无锡神伟化工有限公司	-	3,958.12	2.14	境内非国有法人
无锡市太平洋化肥有限公司	-	2,158.84	1.17	境内非国有法人
无锡市银宝印铁有限公司	-	2,117.71	1.15	境内非国有法人
基本养老保险基金一二零六组合	888.16	1,596.23	0.86	其他
无锡市银光镀锡薄板有限公司	-	1,465.34	0.79	境内非国有法人
合计	888.16	66,675.33	36.07	

资料来源：中信建投证券研究发展部

城区标杆农商行

按照银监会于 2013 年推出的全国农商行标杆银行评制度，农商行分为县域农村商业银行、城区农村商业银行、大中城市农村商业银行三类，常说的非县域农商行即包括城区农商行和大中城市农商行。其中，县域农村商业银行是指在县（市、旗）设立的农村商业银行；城区农村商业银行是指在地级市、计划单列市、省会城市和直辖市的一个或几个区设立的农村商业银行；大中城市农村商业银行是指在地级市、计划单列市、省会城市和直辖市实行统一法人的农村商业银行。无锡银行在 2017-2018 年第三次评选中被选为 21 家城区标杆银行之一。在 A 股上市农商行中，无锡银行、紫金银行等为非县域农商，而常熟银行、江阴银行等为县域农商行。

作为农商行，我们认为无锡银行在金融供给侧改革中将享受 3 点政策红利：

其一、流动性货币工具支持。央行一直注重中小银行的流动性问题，在包商银行事件后，于 6 月 14 日再次增加再贴现额度 2000 亿、常备借贷便利额度 1000 亿以保持中小银行流动性充足。

其二、监管专项指标考核优惠。在 2019 年起，央行将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单

户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”，同时，在 MPA 结构性参数中将考察范围扩展到普惠金融领域，**普惠金融领域表现突出的金融机构将获得更优惠的结构性参数**，引导金融机构将信贷资源向小微和“三农”等领域倾斜。在更优惠的结构性参数下可以获得更低的宏观审慎资本充足度要求，从而缓解贷款扩张带来的信贷规模监管压力。

其三、金融债券。9 月 29 日，金稳委第八次会议指出要加快构建商业银行资本补充长效机制，重点支持中小银行补充资本。其中二级资本债和小微企业专项金融债券将为资本充足度压力较大的中小银行带来一定的资本补充。无锡银行于 8 月 23 日成功发行 8 亿二级资本债，利率 4.65%，进一步补充了资本充足度，为资产扩张缓解资本监管压力。

6 月 26 日，国务院常务会议表示，今年金融机构发行小微企业金融债券规模要大幅超过去年，力争达到 1800 亿元以上，如常熟银行、厦门农商行等农商行已成功发行小微金融债，目前小微金融债发行利率低于二级资本债和普通金融债，可以降低长期债权的成本率，提升整体净息差和利润率。同时，央行决定将不低于 AA 级的小微金融债券纳入再贷款合格担保品范围，使得小微金融债流动性增加，增加市场对小微金融债的需求。无锡银行的评级符合债券评级要求。

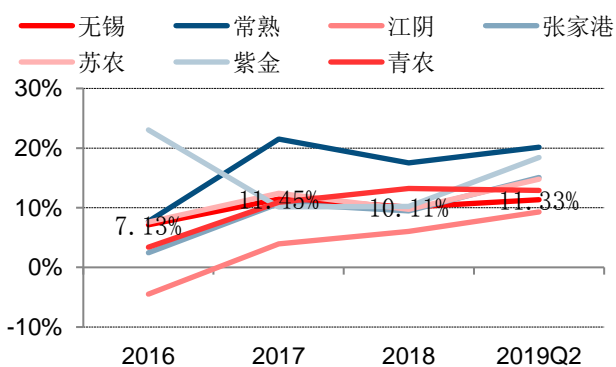
二、ROE 达 2 年高点，拨备具有反哺利润空间

营收增速下滑但利润增速保持双位数增长

2019 年上半年无锡银行营业收入 16.56 亿元，同比增长 4.69%，较 18 年末增速降低 7.26 个百分点；归母净利润 6.44 亿元，同比增长 11.33%，在同业中仅高于江阴银行，但业绩表现比较稳定，自 2017 年持续保持双位数增长。从单季度来看，2Q 营收同比增长 4.29%，较上季度增速环比下滑 0.82 个百分点；2Q 净利润同比增长 9.21%，较上季度增速环比下滑 4.60 个百分点。

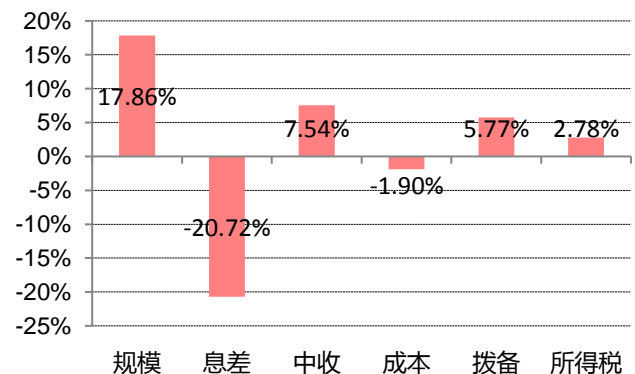
我们按照规模、息差、中收、成本、拨备、所得税等六个因素对归母净利润进行归因分析。无锡银行各因子中规模和中收对净利润增速的贡献最大，分别为 17.86% 和 7.54%，而息差对净利润增速造成 20.72% 的负面影响，成本、拨备和所得税的影响较小。

图表2：农商行历年归母净利润增速（%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表3：无锡银行 19Q2 归母净利润归因分析

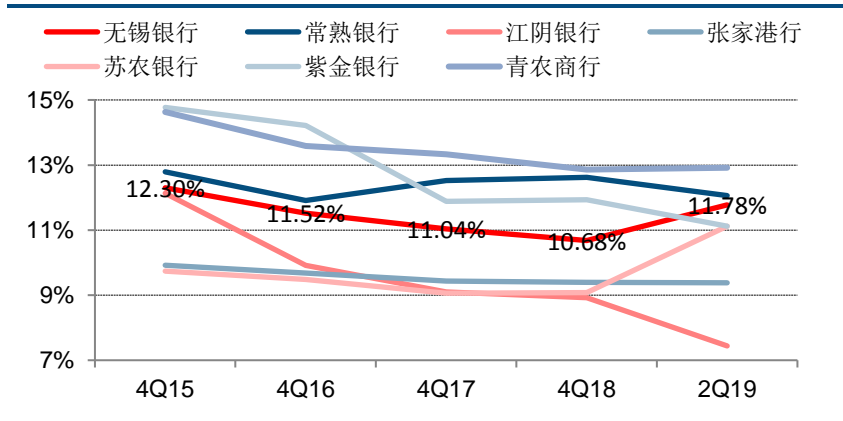


资料来源：中信建投证券研究发展部

年化 ROE 在 18 年末跌至底点后企稳回升

2019 年上半年，无锡银行年化加权 ROE 为 11.78%，在 18 年末触及 10.68% 的 ROE 底点后企稳回升，达到同业上游水平。

图表4： 历年农商行 ROE (%)



资料来源: 中信建投证券研究发展部

我们根据农商行的 ROE 分解公式进行分解分析：

$$\text{ROE} = \text{权益倍数} \times \text{净息差} \times \text{贷资比} \times (1 + \text{中间业务收入占比}) \times (1 - \text{成本收入比}) \times (1 - \text{新增拨备占比})$$

无锡银行与同业相比，ROE 受拖累的主要因素是同业最低的净息差，而资产质量优质带来的低新增拨备占比抵消了部分净息差过低的影响。与 2018 年相比，除净息差下降 0.15 个百分点以外，其他因素均环比提升，其中中收占比和生息资产占比提升最大，给 ROE 带来显著正面影响，使得 2019 年上半年年化 ROE 水平较 2018 年末得以提升 1.10 个百分点。

ROE 结论：

我们认为 ROE 在 2019 年将保持稳定，影响无锡银行 ROE 的各项因素除净息差外提升空间已不大，而净息差在当前的宏观环境下改善的可能性较低。而从长期看，无锡银行逐步推进的零售转型将使净息差企稳回升，促使长期 ROE 抬升至 13% 至 14% 左右，但鉴于农商行中间业务收入占比低和成本收入占比高的行业特点，ROE 再进一步提升空间有限。

图表5： 2019 年上半年农商行加权平均 ROE 的杜邦分解结果

	权益倍数	净息差	生息资产占比	中间业务收入占比	成本收入比	新增拨备占比	模型 ROE	误差项	实际 ROE
无锡银行	14.55	2.01%	98.56%	14.12%	28.04%	24.17%	17.95%	-6.17%	11.78%
常熟银行	10.71	3.03%	97.63%	13.33%	37.30%	27.30%	16.37%	-4.31%	12.06%
江阴银行	11.2	2.36%	97.75%	26.03%	29.07%	45.71%	12.54%	-5.10%	7.44%
张家港行	12.03	2.85%	98.05%	8.46%	31.45%	40.01%	14.99%	-5.61%	9.38%
苏农银行	10.88	2.52%	97.03%	16.91%	34.47%	27.15%	14.86%	-3.74%	11.12%
紫金银行	15.78	2.18%	98.26%	14.19%	25.70%	37.84%	17.82%	-6.70%	11.12%
青农商行	13.47	2.59%	97.77%	22.22%	26.13%	35.43%	19.89%	-6.97%	12.92%

资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表6： 2019 年上半年与 2018 年末相比 ROE 各项因子变化

	权益倍数	净息差	生息资产占比	中间业务收入占比	成本收入比	新增拨备占比	模型 ROE	误差项	实际 ROE
无锡银行	0.42	-0.15%	8.39%	11.43%	-1.09%	-4.62%	2.89%	-1.79%	1.10%
常熟银行	-1.61	0.03%	2.41%	7.03%	0.80%	-1.52%	0.36%	-0.92%	-0.56%
江阴银行	0.40	-0.31%	0.59%	24.00%	-2.96%	0.50%	1.89%	-3.37%	-1.48%
张家港行	0.70	0.29%	6.24%	7.36%	-3.91%	4.50%	3.77%	-3.78%	-0.01%
苏农银行	-1.39	-0.12%	1.01%	14.62%	0.29%	-9.25%	1.54%	0.50%	2.04%
紫金银行	0.07	-0.10%	6.55%	8.14%	-7.72%	7.45%	1.67%	-2.48%	-0.81%
青农商行	-0.31	0.59%	9.10%	9.73%	-6.10%	9.54%	6.08%	-6.02%	0.06%

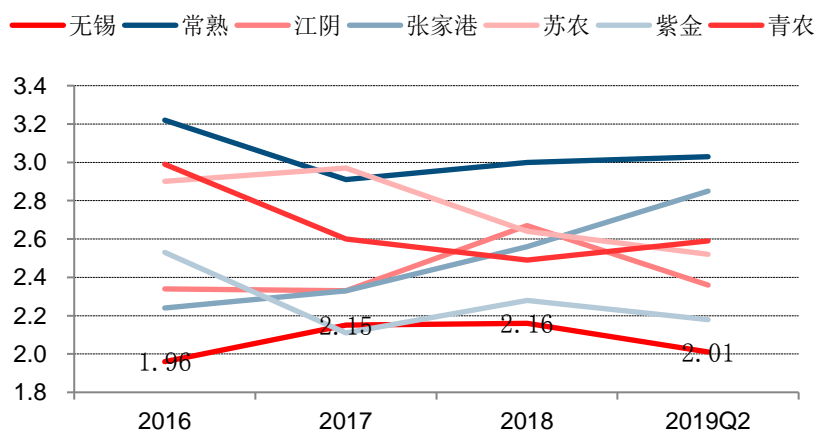
资料来源：中信建投证券研究发展部

净息差同业居末位

2019 年上半年无锡银行净息差为 2.01%，较年初下降 15bp，位于农商行末位，低于农商行平均水平 50bp。净息差居末位的主要原因是无锡银行较低的生息资产收益率和同业最高的计息负债成本率，2019 年上半年生息资产收益率达 4.36%，仅高于苏农银行，生息资产收益率较低的主要原因一是无锡银行信贷资产中大部分为对公贷款且对公企业规模较大，零售贷款中绝大多数为利率较低的住房抵押贷款，导致对公和零售贷款收益率均较低。从计息负债成本率来看，常熟银行计息负债成本率 2.56%，较年初上升 9bp，较去年同期上升 5bp，在可比同业中成本率最高，主要受累于定期存款占比和利率双双提升。

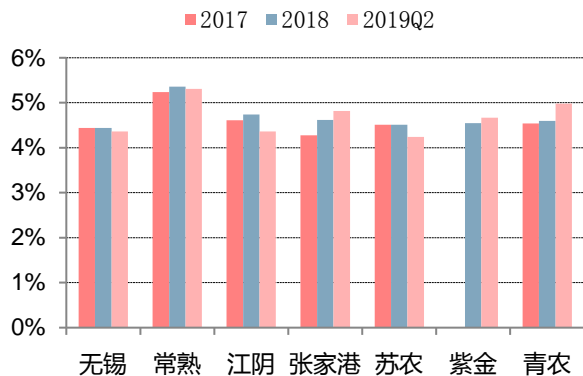
NIM 结论：

我们预计 2019 年无锡银行净息差将温和下滑，预计在 5bp 左右，主要因为资产端收益率将回落，尤其是 LPR 定价的贷款比例进一步提升和 LPR 最新报价逐步下降，而下半年成本端预计将维持现有水平，因此净息差会被拉低。长期来看，随着无锡银行逐渐零售转型，在资产端收益率有望得到提升，缓解目前的净息差压力。

图表7： 农商行净息差（%）


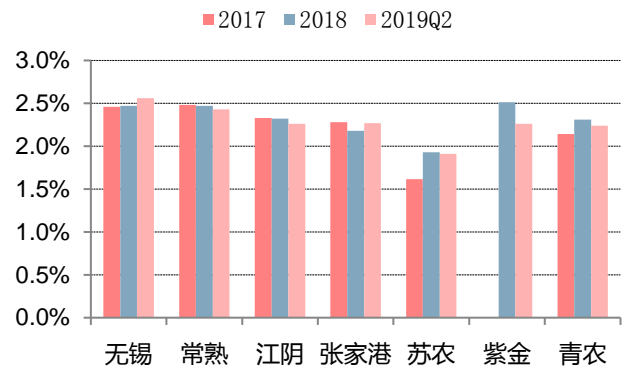
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表8：农商行生息资产收益率（%）



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表9：农商行计息负债成本率（%）



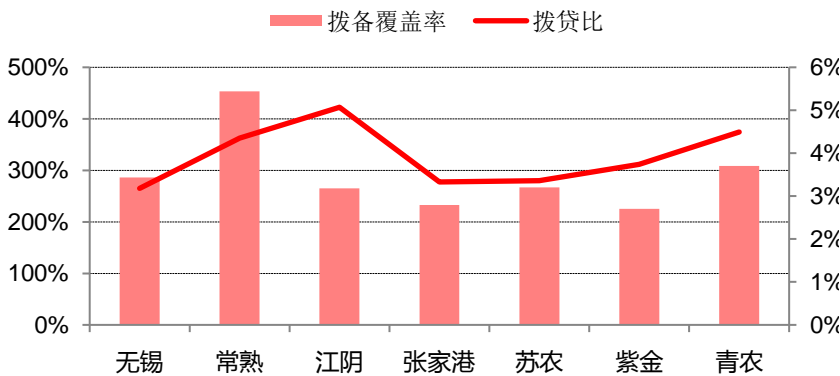
资料来源: 中信建投证券研究发展部

拨备覆盖率高，具有反哺利润空间

19Q2 拨备覆盖率 286%，拨贷比 3.18%，较 2018 年末增长 51.35 和 0.27 个百分点，其中拨备覆盖率增幅远高于同业，主要原因是因为无锡银行资产质量向好使分母大幅下降，而不是通过减少利润加大计提的方式提高分子。

同时，当前拨备覆盖率水平较高，未来大幅增加拨备压力较小；按照最新监管要求，拨备超过 300% 的部分要还原成未分配利润进行分配，目前无锡银行已十分接近监管红线，给未来利润增长带来空间。

图表10：农商行 19Q2 拨备计提力度（%）



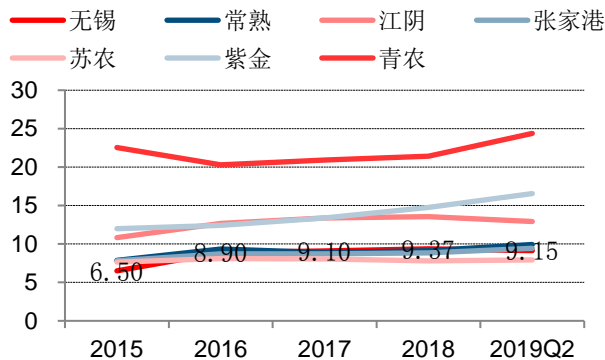
资料来源: 中信建投证券研究发展部

三、不良双降、资产质量十分优质

不良实现双降

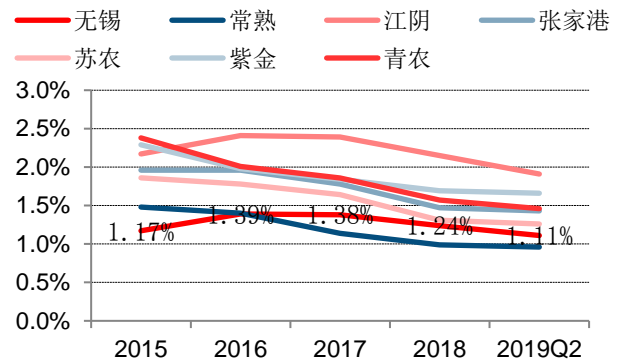
无锡银行 19Q2 不良贷款余额 9.15 亿，较年初减少 0.22 亿，而不良率自 2016 年一直保持下降趋势，19Q2 不良率 1.11%，较 2018 年末下降 13bp，在可比农商行中仅高于常熟银行。19Q2 无锡银行不良资产实现双降，在全部上市行中，实现双降的仅 6 家银行，而农商行中实现双降的仅无锡银行和江阴银行。

图表11: 农商行不良余额 (亿)



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表12: 农商行不良率 (%)

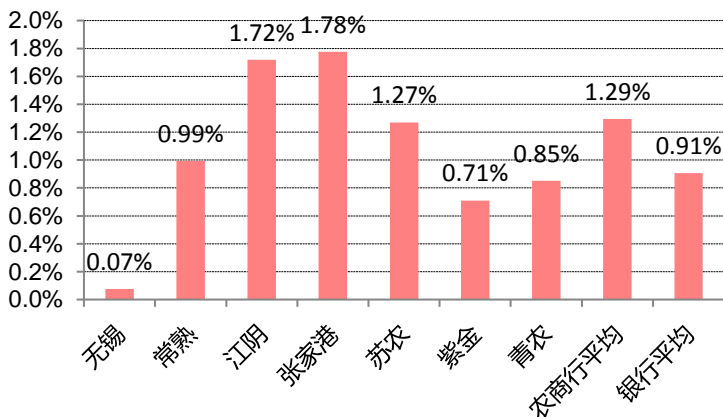


资料来源: 中信建投证券研究发展部

不良生成率全行业最低

19年上半年末无锡银行不良净生成率仅为0.07%，在上市银行中位于最低值，较年初大幅下降53bp。无锡银行极低的不良净生成率主要得益于不良资产余额下滑以及优质资产质量下极低的核销或转出贷款。得益于较好的资产质量，我们预计未来无锡银行的不良净生成率将依然保持极低水平。

图表13: 农商行19Q2不良净生成率

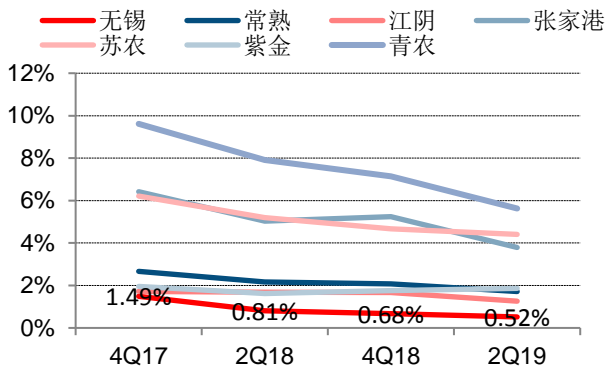


资料来源: 中信建投证券研究发展部

不良加关注合计占比同业最低

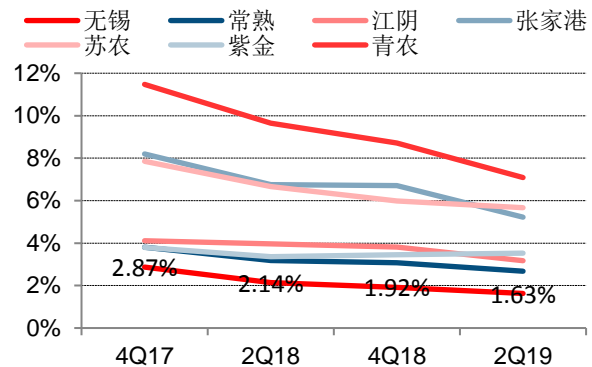
从潜在不良来看，关注类贷款占比的持续下降趋势，19Q2关注类贷款占比仅为0.52%，较年初下降16bp，比值在农商行中最低。从不良+关注类贷款合计占比来看，无锡银行合计占比仅为1.63%，在全部上市银行中仅高于宁波银行，整体资产质量非常优质。

图表14：农商行关注类贷款比较（%）



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表15：农商行不良加关注类贷款比较（%）

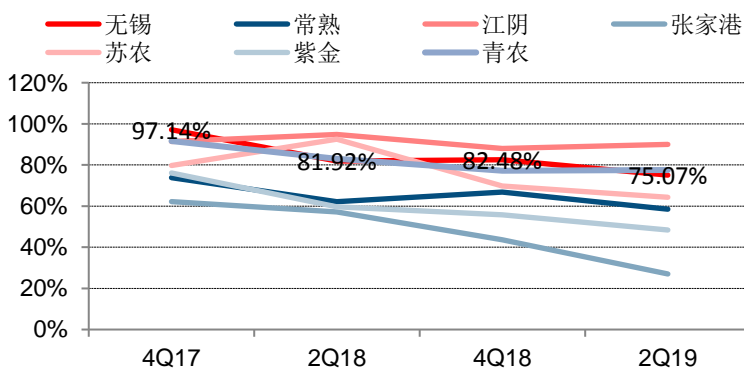


资料来源: 中信建投证券研究发展部

不良认定趋严，挤压潜在不良水分

2019 年上半年末剪刀差为 75.07%，较年初下降 7.41 个百分点，位于农商行中游；且近两年来持续波动下降，不良确认力度严格度逐渐加强，潜在不良水分较小，剪刀差完全满足 100% 监管要求。

图表16：农商行剪刀差（%）

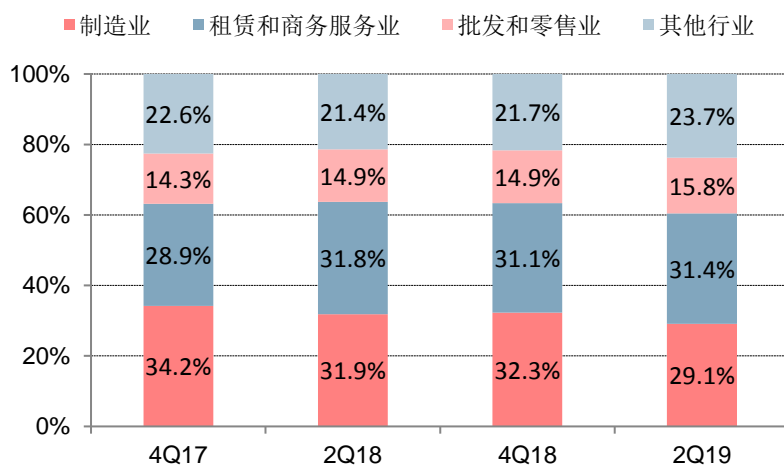


资料来源: 中信建投证券研究发展部

四、对公业务：优势客户集中规模以上企业及其核心上下游

公司贷款以制造业、租赁和商务服务业以及批发和零售业为主

2019 年上半年末，公司贷款余额 609.41 亿元，同比增长 14.80%，占总贷款比为 73.96%。从行业分布来看，19Q2 占比前三的行业分别为租赁和商务服务业、制造业和批发和零售业，占公司贷款比分别为 31.4%、29.1% 和 15.8%，合计占比超过 76%。其中不良率普遍较高的制造业贷款占比持续下降，且制造业中过剩产能和环保受限的贷款占比逐渐减少而装备制造、精密机械及汽车配套、物联网及电子信息等高新制造业占比逐渐增加，公司贷款结构持续优化。

图表17： 无锡银行公司贷款结构


资料来源: 中信建投证券研究发展部

优势业务集中在规模以上企业 1000 到 5000 万贷款

无锡市是传统的工业重镇, 民营经济发达。2019 年上半年, 无锡地区生产总值 5962.51 亿元, 同比增长 7.1%; 全市完成规模以上工业增加值 1811.14 亿元, 同比增长 7.3%。2018 年全市净增规模以上企业数量、入选中国企业 500 强等 4 个“500 强”榜单数量、境内外上市公司总量, 均位居全省第一。2018 年民营经济增加值 7526.61 亿元, 比上年增长 7.5%, 占经济总量的比重为 65.8%。

基于无锡市规模以上工业发达, 地区内大型企业居多的特点, 无锡银行的公司贷款以规模企业及其核心上下游企业贷款为主, 其主要优势业务集中在 1000-5000 万贷款的范围内, 1000 万以上公司贷款占比约 80%。2019 年上半年末前十大客户贷款余额合计为 44.68 亿元, 占贷款总额的 5.42%, 前十大客户平均户均贷款 4.47 亿元, 虽前十大客户户均贷款余额较高, 但集中度完全符合监管要求。

无锡银行的对公贷款资产质量优质的主要原因有五:

其一、贷款结构持续优化。无锡银行紧密跟随当地经济深化转型的步伐, 逐步减少和淘汰了过剩产能和环保受限的低端制造业和印染纺织业的贷款投放, 增加具有核心竞争力的高新制造业、物联网企业和第三产业的贷款投放。

其二、稳健严谨的风控管理。无锡银行采取传统的信贷员调查加上集中化审批的风控管理模式。贷前通过风险经理与客户经理一起调查客户资信水平, 贷后持续跟踪风控, 定期回访并跟踪资金流向的模式。目前拥有客户经理 300 多人, 户均管理 50 户左右, 通过一系列无纸化和自动化办公系统, 完全可以从容管理客户群体。

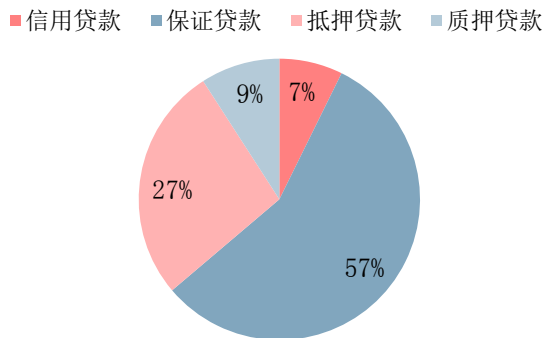
其三、客户经营情况良好。无锡银行与无锡地区内大型民营企业有着长期良好的合作关系, 其中许多大型民营企业是在和无锡银行长期的业务合作中慢慢成长起来的企业, 能够在众多民营企业中脱颖而出, 也证明此类客户具有良好的商业模式和稳固的核心竞争力。同时, 无锡银行与此类大型民营企业有着极强的用户粘性, 在大型银行的对公业务冲击下, 无锡银行仍能保持与当地大型企业的业务合作关系。

其四、股东和关联方支持。无锡银行股东及其关联方和无锡银行有着长期紧密的业务联系, 带来大量长期

稳定贷款业务。截至 2019 年上半年，关联方贷款余额 8.53 亿，存款余额达到 15.01 亿元，存款利率仅为 1.19%。

其五、抵押、担保充足。规模企业的运营成熟稳定，财务报表较为规范，抵押和担保充足。无锡银行主要围绕核心企业和其核心上下游企业投放信贷资产，有充分的抵押品和核心企业担保等保障。19Q2 无锡银行贷款中信用贷款占比仅为 7.30%，绝大多数贷款具有担保方或抵质押品，贷款约束力较高，违约概率低。

图表18： 2019 年上半年无锡银行贷款担保方式分类（%）



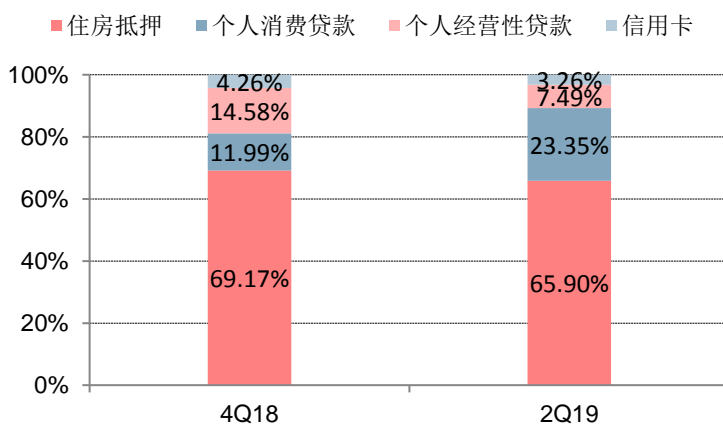
资料来源: 中信建投证券研究发展部

五、零售业务：住房抵押为主，发力线上消费

住房抵押贷款占绝对多数

2019 年上半年末，无锡银行零售贷款余额 120.48 亿元，较年初增长 14.57%，占总贷款比例由年初的 13.96% 上升到 14.62%。其中，从占比来看，住房抵押、个人消费、个人经营和信用卡贷款占比分别为 65.90%、23.35%、7.49% 和 3.26%，较年初分比变动-3.27、11.36、-7.10 和-1.00 个百分点。从贷款余额来看，个人消费贷和住房抵押分别增长了 15.53 亿和 6.66 亿，而经营贷和信用卡贷款余额有所下滑。

图表19： 无锡银行零售贷款结构（%）

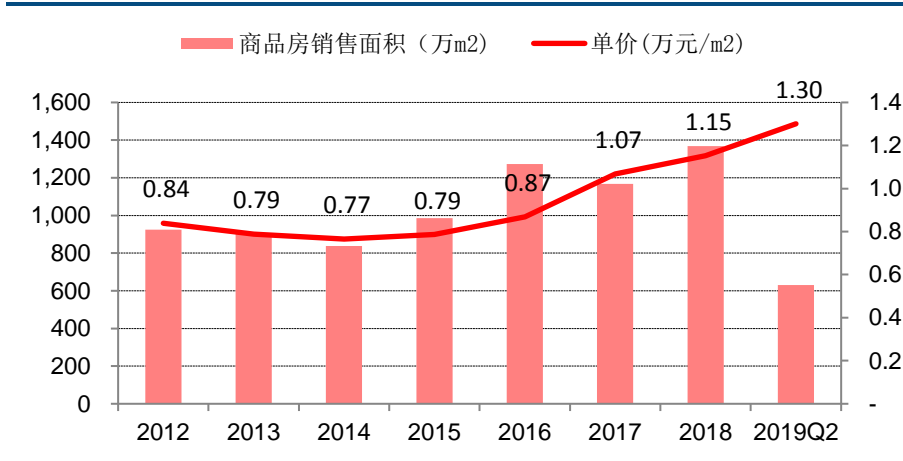


资料来源: 中信建投证券研究发展部

住房抵押为主的模式也是无锡银行长期的零售发展策略，给无锡银行提供了 3 大好处：

其一、无锡地区房贷风险小。自 2014 年开始，无锡市历年商品房销售面积波动上涨，而商品房单价更是逐年显著上涨，稳定上升的房地产市场表现使得住房抵押贷款风险较低。

图表20： 无锡历年商品房销售面积和单价



资料来源: 中信建投证券研究发展部

其二、无锡房贷收益率较好。无锡银行首套房上浮 20% 以上，二套房上浮 25% 以上，以 20% 计算无锡房贷利率达 5.88%，较 2019 年上半年无锡银行零售业务平均收益率 4.78% 高出 110bp。2019 年 3 月无锡市房贷市场有所放松，特别是首房首贷的本地客户首付由 4 成下调到 3 成，在房贷利率不放松的情况下，吸引了资信优良的刚需客户，增加了住房抵押贷款业务量。同时，LPR 定价对房贷利率的影响较小，在无锡良好的房地产市场情况以及房住不炒的前提下，房贷利率放松的可能性较低，房贷利率下降空间十分有限。

其三、房贷带来大量长期稳定客户，带来其他零售业务。住房贷款期限长达 10 至 30 年，通过房贷可以提升客户与无锡银行的客户粘性，利用其它增值服务，例如现金管理、自动还贷、资产管理等，带来大量沉淀资金和中间业务收入。

线上消费贷助力零售转型

2019 年上半年末，个人消费贷余额达 28.14 亿，较年初大幅增长 123.15%，占比由年初的 11.99% 上升到 23.35%。个人消费贷的主要投放是通过线上消费贷的形式发放的。无锡银行大力开展线上消费贷的主要目的有三点：

其一、消费贷不良率较低。线上消费贷投放按照监管要求有属地原则，无锡银行只能在无锡和由分行的异地地区发放线上消费贷，而无锡经济环境良好，本地户口违约概率很低，同时因为消费贷户均贷款低，当地人均 GDP 较高，违约意愿较弱。

其二、线上消费贷可以批量获得具有消费贷需求的本地客户，引流成本较低。通过线上产品获得客户需求和客户信息后进行线下引流，再着力拓展综合金融服务。

其三、通过和互联网金融科技公司、金融公司和互联网银行合作，学习掌握线上模式标准化产品的运营模式和风控模式，学习互联网思维建立并优化自己的大数据风控模型，提升金融科技水平。

同时，无锡银行也推出线下消费贷产品“阿福 e 贷”，覆盖信用、抵押、保证、第三方及政府数据等多种担

保方式和购车、旅游、装修、留学等多样化消费需求，提升产品竞争力和客户体验。

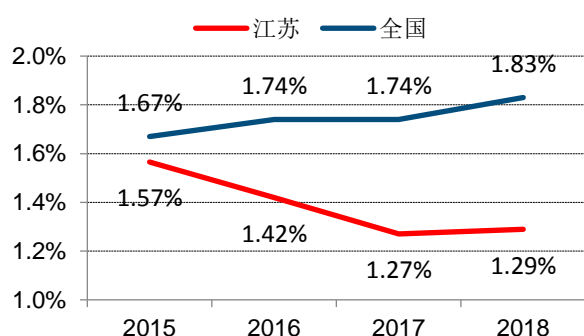
六、区域扩张：深耕本地市场，异地着力下沉

截至 2019 年上半年末，无锡银行共设有 52 家支行，3 家异地分行（苏州、常州、南通），控股 2 家村镇银行，参股 2 家农商行。

无锡银行作为仅在江苏省内开展信贷业务的农商行，充分利用了江苏省经济发达的优势。2018 年，江苏省经济总量达 9.26 万亿，辖区有 3 个城市在全国 GDP 排名前 20，全部 13 个城市均位列全国 GDP 前百强。庞大的经济体量和强劲的增长速度带来了庞大的信贷需求和资质优越的借款客户群。

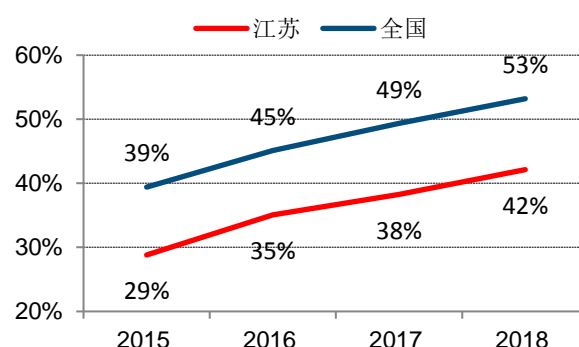
此外，江苏省不良率暴露较早，且不良率一直显著低于全国平均水平且间距逐渐扩。2018 年末江苏省商业银行不良率为 1.29%，较全国平均不良率水平（1.83%）低 54bp。同时，江苏省居民杠杆率水平相对来说较低，2018 年末江苏省居民部门杠杆率为 42%，较全国平均水平（53%）低 11 个百分点。在风险充分暴露时又再次挤出盈利能力较弱、偿债能力较差的小微企业和个体经营户，使得目前江苏省居民部门的偿债能力相对更强。无锡市作为江苏省内 GDP 第三的城市，不良率更是较全省水平更低，大约在 1% 左右。

图表21：江苏与全国商业银行不良率对比（%）



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表22：江苏与全国居民部门杠杆率对比（%）



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

针对区域扩张，无锡银行主要采取深耕本地市场，异地着力下沉的战略思路：

深耕本地市场，充分利用政府背景和当地经济优势

无锡银行作为无锡市区唯一的地方性法人银行，目前无锡银行营业网点已经在无锡实现了全覆盖（包括江阴、宜兴），并作为无锡市民卡的唯一银行合作机构累计发放无锡市民卡（社保卡）近 430 万张；无锡市民卡拥有各类便民金融服务功能，包括医保、社保、城市交通、银行存取款和公共事业缴费等，为无锡银行提供了广泛的客户基础信息和转化成零售客户的巨大潜力。同时，合作学校、医院超过 40 家，收单商户、手机银行累计开户超过 45 万户。

无锡市有着良好的电子信息产业基础，近年来提出了大力发展物联网产业的战略布局。目前，无锡已聚集物联网相关企业超 2000 家，物联网营业收入接近江苏全省的 1/2 和全国的 1/4，在物联网领域累计实施省级以上研发项目 2000 多个、专利申请量超万件。无锡银行依托无锡市在物联网产业的独特优势，建成全国首家物联网银行“鸿山物联网小镇支行”并推出“物联动产贷”业务，利用物联网技术赋予动产以不动产的属性，开展

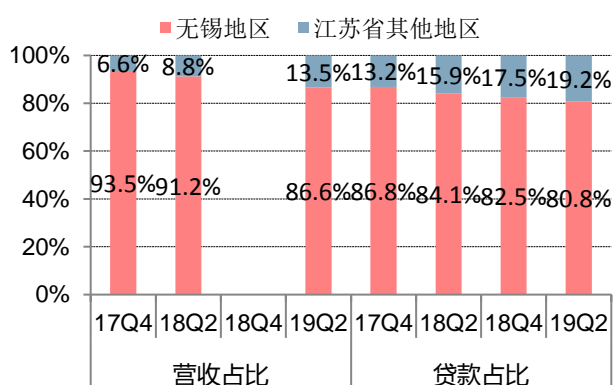
线上物联网动产供应链金融新模式。

异地受政策限制，着力客户与区域下沉

目前无锡银行拥有苏州、常州、南通三家分行，并在淮安市、泰州市、徐州市、南通市、扬州市等设有 7 家异地支行。目前随着监管政策对城农商行回归本源、服务当地经济的监管思路，新开设异地分行已被监管暂停，无锡银行的异地扩张只能在已有异地分行的基础上新设立支行和网点，同时提升单点规模。

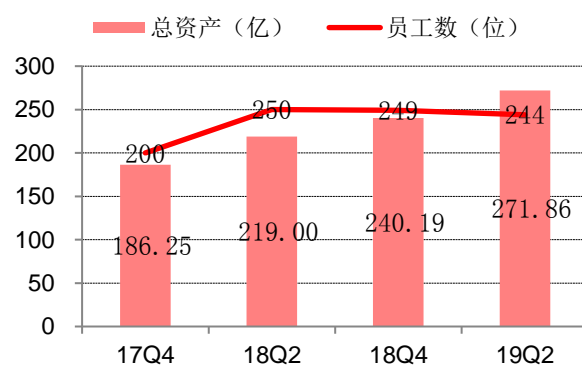
近年来无锡银行异地业务发展迅速，从营收和贷款占比来看，19Q2 营收占比达 13.5%，贷款占比达 19.2%；从总资产和员工数来看，19Q2 异地分支行总资产达 271.86 亿，较年初显著增长 13.18%，员工数则由 249 位下降到 244 位。

图表23：无锡银行按地区营收与贷款占比（%）



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表24：无锡银行异地分支行总资产（亿）和员工数（位）



资料来源: 中信建投证券研究发展部

我们认为未来无锡银行的区域扩张将呈现 3 点变化。

其一、在无锡银行本地分支行和业务逐渐饱和的情况下，异地业务增长速度将继续超过无锡本地，营收和贷款规模将进一步上升。

其二、异地业务随着规模的进一步扩张，将是边际人工成本和财务成本逐渐摊薄，从无锡银行一定分支行人均总资产的稳步上升可以得到印证，因此随着异地网点的铺开，业务规模和客户体验将得到提升，也将给无锡银行带来更高的经济效益。

其三、村镇银行业务继续向好。随着金融供给侧改革的继续深化，扎根经济最底层的村镇银行将迎来更多政策利好，加上金融科技的应用，得以逐步解决村镇银行成本过高，难以涵盖成本的难题。从无锡银行旗下的两家村镇银行来看，净利润得到极大改善。19Q2 两家村镇银行扭亏转盈，净利润分别为 56.46 万元和 991.07 万元，而 2018 年净亏损分别为 3532.38 万元和 501.15 万元。

七、资本充足率下滑，可转债转股后可补缺口

2019 年上半年末核心一级、一级和资本充足度分别为 9.72%、9.72% 和 15.74%，较年初分别变动-72bp、-72bp 和-107bp，下滑主要因为上半年风险加权资产显著扩张的情况下缺乏外部资本补充。风险加权资产 1127.01 亿，

较年初增加 8.66%，略低于贷款增速，主要得益于零售转型，降低了信贷资产的风险占用权重。

目前无锡银行的资本充足度较为充足，而二级资本债也相对来说较为容易发行，19 年 8 月又发行 8 亿二级资本债，资本充足度得到进一步提升。但是核心一级资本充足度和一级资本充足度在可比同业中较低，且农商行本身一级资本较难募集需要核心资本去补充，因此需要核心资本金满足监管要求和扩展业务。

我们根据过去几年无锡银行发展情况，基于以下假设对未来几年的资本缺口进行测算：

其一、风险加权资产占总资产比例恒定为 70%，总资产增速恒定在 11%。

其二、ROA 恒定为 0.74%，分红率恒定为 30%。

其三、无锡银行 17 年发行的 20 亿二级资本债在 2022 年全部赎回。

其四、无锡银行目标资本充足率分别为 9%、10% 和 12%。

经测算，我们预计按上述资本充足度目标，无锡银行在 2022 年开始核心一级资本将出现缺口，而一级资本在 2019 年即出现缺口且缺口较大，而总资本在无锡银行 2022 年赎回其在 17 年发行的 20 亿二级资本债后于 2023 年出现缺口，但缺口较小。

图表25： 无锡银行未来资本缺口测算

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
核心一级资本充足度	9.50%	9.30%	9.12%	8.95%	8.80%
一级资本充足度	9.50%	9.30%	9.12%	8.95%	8.81%
资本充足度	15.82%	15.00%	14.25%	12.36%	11.87%
核心一级资本缺口（亿）	-	-	-	1.13	5.08
一级资本缺口（亿）	5.98	9.32	13.03	17.15	21.72
总资本缺口（亿）	-	-	-	-	2.29

资料来源：中信建投证券研究发展部

假设无锡银行 2018 年发行的 30 亿可转债在 2020 年能以 25%、50% 或 100% 的比例进行转股，经测算在 3 中转股情况下核心一级和资本在未来 5 年均不再存在缺口，只有一级资本可能存在缺口，在 25% 转股情况下，2020 年将出现 1.82 亿的一级资本缺口，而在 50% 和 100% 转股条件下，2020 年资本将不存在任何缺口。

图表26： 不同转股假设下未来一级资本缺口（亿）

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
25% 转股	5.98	1.82	5.53	9.65	14.22
50% 转股	5.98	-	-	2.15	6.72
100% 转股	5.98	-	-	-	-

资料来源：中信建投证券研究发展部

八、投资亮点

我们认为无锡银行主要有以下投资亮点：

请参阅最后一页的重要声明

其一、资产质量优质。无锡银行 19Q2 不良资产实现双降，同时不良净生成率全行业最低，不良加关注合计占比仅高于宁波银行位于全银行业第二，剪刀差也下滑，不良认定持续趋严。

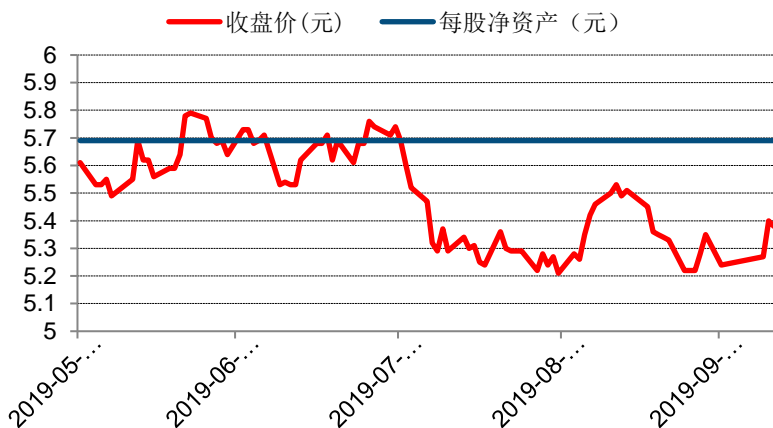
其二、对公贷款优质。无锡银行对公贷款结构持续优化，逐渐增加具有核心竞争力的高新制造业、物联网企业和第三产业的贷款投放。具有稳健严谨的风控管理，采取传统的信贷员调查加上集中化审批的风控管理模式。客户经营情况良好。与无锡地区内大型民营企业有着长期良好的合作关系。同时贷款的抵押和担保充足，违约意愿和概率较低。

其三、可转债转股。目前无锡银行 30 亿可转债仅有极小部分已转股，我们预计即使在完全不转股的最极端情况下，无锡银行核心一级资本在未来 3 年也不存在缺口，而在保守预估下，无锡银行未来 5 年核心一级资本也没有缺口。

其四、股价稳定计划。9 月 5 日，无锡银行披露了股价稳定方案，领取薪酬的时任董事和高级管理人员增持股份的资金额不低于其上一年度从本行领取收入的三分之一，增持金额合计不低于 291.56 万元。同时，监事长自愿增持本行股份的资金额不低于其上一年度从本行领取收入的三分之一；董事及副行长自愿增持本行股份，增持金额没有最低限制。截至 9 月底，相关主体累计增持金额达 257.58 万元，不到一个月时间已完成增持计划的 88.34%，增持意愿强烈，增持速度较快，展现了领导层对于无锡银行股价和未来发展的信心。

此外，无锡银行招股说明书说明自股价稳定方案公告之日起 90 个自然日内，若股价稳定方案终止的条件未能实现，则股价稳定方案即刻自动重新生效；但本次股价稳定方案公告后 90 个自然日已超过上市 3 年期限，因此即使股价没超过每股净资产也不会再次触发股价稳定方案。

图表27： 无锡银行近期收盘价与每股净资产比较



资料来源: 中信建投证券研究发展部

九、投资建议

从 2019 年上半年业绩来看，无锡银行信贷规模继续高速扩张，上半年同比贷款余额增速达到 3 年来的高点。同时，在规模高速扩张的同时，显性和隐性不良全面向好，不良率加关注类贷款占比合计低至 1.63%，在全部上市行中仅高于宁波银行，风险管控能力十分突出；在经济下行周期内，良好的资产质量是稳定业绩的绝佳压舱石。此外，上半年拨备覆盖率大幅增加了 51.35 个百分点，抵御未来风险能力显著提升，未来计提压力较轻。

无锡银行经营风格一直稳健，以对公业务为主，零售业务中以低不良的住房贷款为核心，整体资产质量控制好。其主要问题在于净息差相较于同业较低，我们预计下半年无锡银行贷款投放将继续向零售贷款，尤其是零售贷款中收益率较高的消费贷倾斜，有利于提升整体净息差和盈利水平，零售贷款的提升也有利于减少本金的消耗，缓解资本充足率压力。

9月23日，8.78亿限售股解禁，占解禁前流通股的107.33%，从解禁第一天股市来看，无锡银行股价虽受到一定程度抛压，但和当天银行股整体走势有较大关系，大规模解禁并没有造成解禁后的大规模抛压，我们认为主要是原始股大股东们与无锡银行存在长期战略合作关系，没有大规模抛售解禁股的意图。在本次解禁后，解禁已经全部完成，后续股票走势不再受到大额解禁压力。

我们预测19/20年营业收入同比增长7.14%/11.77%，净利润同比增长11.32%/13.01%，EPS为0.65/0.73，BVPS为6.05/6.25，PE为8.44/7.47，PB为0.90/0.88，维持买入评级，6个月目标价7.5元。

图表28： 盈利预测

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
主营收入（百万）	2522	2851	3192	3420	3823
主营收入增长率	5.22%	13.08%	11.95%	7.14%	11.77%
净利润（百万）	884	993	1076	1197	1353
净利润增长率	7.88%	12.38%	8.34%	11.32%	13.01%
EPS（元）	0.48	0.54	0.58	0.65	0.73
BVPS	4.75	5.01	5.87	6.05	6.25
PE	11.44	10.18	9.40	8.44	7.47
PB	1.15	1.09	0.93	0.90	0.88

资料来源：中信建投证券研究发展部

十、风险提示

公司主要面临以下风险：（1）经济持续下行，可能带来资产质量的恶化，不良率上升；（2）利率并轨持续推进下，行业净息差可能会收窄；（3）金融脱媒加剧，存款市场竞争压力加大，负债成本可能会上升。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

研究助理

方才：南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名

010-86451314 fangcai@csc.com.cn

陈翔：美国波士顿学院金融学硕士，2019 年加入中信建投研究发展部。

010-85130978 chenxiangbj@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859