

江阴银行（002807）

证券研究报告
2020 年 11 月 24 日

深耕本土，资产质量平稳

深耕江阴本土，践行三个优先

江阴银行将贷款优先投向中小微企业、优先投向制造业等实体经济、优先投向特色产业和战略新兴产业，以“三个优先”推动优质企业发展，与地方经济实现共振。截至 1H20，江阴银行实体经济贷款总额达 694.17 亿元，占总贷款比重 90.44%；民营企业贷款总额 445.23 亿，占比达 58.01%；制造业贷款总额 312.05 亿，占比 40.66%。

立足三农和中小企业服务

江阴银行以“立足本地、立足三农、立足小微”为要务，充分发挥网点密集覆盖面广的优势，结合金融科技创新提升对三农和中小企业服务水平。**对公贷款主要投向中小企业。**截至 2017 年 6 月 30 日，江阴银行小型和中型企业贷款余额合计为 338.13 亿元，占比合计达 68.38%。截至 19 年末，江阴银行“省农担”、“物联网动产贷”业务达到江苏省领先水平，“省农担”贷款余额超 1.2 亿元，贷款户数 88 户；“物联网动产贷”累计授信 39 户，放款 4.7 亿元。截至 1H20，江阴银行对纯农业贷款的支持，始终保持在江阴市银行业总规模的 90%以上。

净息差较低

15 年-3Q20 净息差分别为 2.77%/2.34%/2.33%/2.67%/2.46%/2.14%，低于农商行平均水平。分解来看，在资产端，江阴银行生息资产收益率在 A 股上市农商行里处于较低水平，因贷款利率不高且证券投资中政府债券占比高；在负债端，活期存款占比低导致存款成本较高。

资产质量平稳

截至 3Q20，不良贷款率为 1.80%，为上市农商行中最高，但近年通过加大贷款核销力度，不良贷款率已持续下行；关注类贷款率为 1.53%，在 A 股上市农商行里居中。1H20 逾期贷款率较年初上升 85BP 至 2.93%；疫情影响之下，不良贷款生成率为 2.75%，不良生成压力较大。3Q20 拨备覆盖率环比下降 13.78pct 至 230.55%。

投资建议：转型创新加码提速，“增持”评级

江阴银行所处区域经济发达，各项经济指标向好，为其发展提供良好基础；异地业务拓展初见成效，贷款集中风险得以缓释；存贷规模较快增长，资产质量平稳。江阴银行加大业务产品创新力度，负债端新推“月聚宝”、“汇聚宝”、“票聚宝”，增强组产品竞争力；资产端围绕网贷需求，新增“江小鱼”个人线上产品，提升业务效率；中间业务端新推“ETC 车主卡”、“京东金融联名信用卡”两款场景式信用卡，提升客户粘性。预计江阴银行 20-22 年归母净利润增速为 0.5%/3.3%/5.4%，我们给予其 0.9 X 20PB 目标估值，对应 5.14 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：资产质量大幅恶化；负债成本大幅抬升；业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	32	34	34	39	43
增长率（%）	27.1	0.6	0.6	13.9	10.4
归属母公司股东净利润（亿元）	9	10	10	11	11
增长率（%）	6.0	0.5	0.5	3.3	5.4
每股收益（元）	0.49	0.47	0.47	0.48	0.51
市盈率(P/E)	8.47	8.82	8.77	8.49	8.05
市净率(P/B)	0.72	0.78	0.78	0.66	0.61

资料来源：iFinD，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	4.14 元
目标价格	5.14 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,172.00
流通 A 股股本(百万股)	2,153.91
A 股总市值(百万元)	8,992.08
流通 A 股市值(百万元)	8,917.19
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	91.23
一年内最高/最低(元)	4.99/3.83

作者

廖志明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001	
liaoazhiming@tfzq.com	
朱于敢	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090006	
zhuyugan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 区域经济实力雄厚，服务地方经济主力军	4
1.1. 江阴市地理位置优越	4
1.2. 股权结构分散，异地业务拓展初见成效	5
1.3. 践行三个优先，坚守三个立足	6
2. 营收增速减缓，规模增长较快	7
2.1. 资产规模增速快，ROE 水平在上市农商行中较低	7
2.2. 存款增长提速支撑扩表	9
3. 净息差收窄，成本收入比下行	12
3.1. 息差较低，短期压力仍存	12
3.2. 成本收入比下行	14
4. 资产质量压力仍存，零售转型推进缓慢	15
4.1. 不良贷款率较高	15
4.2. 拨备水平较低	17
4.3. 贷款结构优化，零售转型推进缓慢	18
5. 投资建议：转型创新加码提速，“增持”评级	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：19 年江苏 GDP 全国第二（万亿元）	4
图 2：18 年江阴市 GDP 排名省内县级市第二（亿）	4
图 3：江阴市 GDP 平稳较快增长（亿元）	4
图 4：江阴市对外贸易总体呈增长趋势（亿美元）	4
图 5：江阴市人均可支配收入增长较快（元）	4
图 6：江阴市全社会固定资产投资增长可观	4
图 7：江阴市全社会消费品零售总额增长平稳（亿元）	5
图 8：江阴市 19 年房地产开发投资增速较高（亿元）	5
图 9：江阴银行十大法人股东（截至 3Q20）	5
图 10：江阴银行目前贷款主要投放在江阴市	6
图 11：江阴银行民营企业贷款、制造业贷款占比较高	7
图 12：19 年末“省农担”、“物联网动贷”为江苏省领先水平	7
图 13：江阴市农业贷款主要由江阴银行投放	7
图 14：江阴 3Q20 总资产在江苏省内上市农商行居下游（亿，%）	7
图 15：江阴银行总资产规模增长较快（亿元，%）	7
图 16：江阴银行 3Q20 营收、净利润增速下滑（亿元；%）	8
图 17：江阴银行 3Q20 年化加权 ROE 在农商行里最低（%）	8
图 18：江阴银行存款增速提升	9
图 19：江阴市存款余额稳步增长（亿元）	9
图 20：江阴市贷款余额稳步增长（亿元）	10

图 21: 江阴银行贷款规模稳步增长 (亿元)	10
图 22: 江阴银行生息资产快速增长 (亿元)	10
图 23: 江阴银行同业资产增速大幅下滑	10
图 24: 江阴银行可供出售类资产占证券投资比重 13 年开始上升	11
图 25: 江阴银行核心一级资本充足率较高 (%) (截至 3Q20)	12
图 26: 江阴银行净息差低于农商行平均水平 (%)	12
图 27: 江阴银行生息资产收益率较低 (%)	12
图 28: 江阴银行同业投资比例低 (截至 3Q20)	12
图 29: 江阴银行贷款收益率偏低 (%)	13
图 30: 江阴银行证券投资收益率低于平均水平	13
图 31: 江阴银行政府债券占比高 (截止 19 年末)	13
图 32: 证券中政府债券收益率较低 (%)	13
图 33: 江阴银行计息负债成本率下降 (%)	14
图 34: 江阴银行发行债券比例较低 (截至 3Q20)	14
图 35: 江阴银行 1H20 存款成本上升 (%)	14
图 36: 江阴银行活期存款占比下降	14
图 37: 江阴银行其他非息收入、中收占比平稳	15
图 38: 手续费收入构成 (截至 1H20, 百万元)	15
图 39: 江阴银行成本收入比回呈下降趋势 (%)	15
图 40: 江阴银行不良贷款率下行 (%)	15
图 41: 1H20 江阴银逾期贷款率回升	16
图 42: 江阴银行关注类贷款率居中 (%)	16
图 43: 江阴银行不良贷款偏离度较高	16
图 44: 3Q20 江阴银行不良生成率大幅下滑	16
图 45: 江阴银行关注类贷款迁徙率下行	17
图 46: 江阴银行不良核销力度加强	17
图 47: 江阴银行 3Q20 拨备覆盖率下降 (%)	17
图 48: 江阴银行 3Q20 拨贷比提升 (%)	17
图 49: 江苏省内银行不良暴露高峰期已过	18
图 50: 江阴银行对公贷款中制造业占比不断压缩 (%)	18
图 51: 江阴银行零售转型推进缓慢	19
图 52: 江阴银行零售贷款主要投向按揭	19
图 53: 江阴银行估值较低 (PB 截至 20 年 11 月 10 日)	20
图 54: 江阴银行 PB (LF, X, 截至 11 月 19 日) 在 A 股上市农商行排第六	20
表 1: 江阴银行及对比行 2019 杜邦分解	9
表 2: 江阴银行公司贷款客户结构以中、小型企业为主 (亿元)	11
表 3: 江阴银行 14-16 年可供出售金融资产科目构成 (单位: 百万)	11

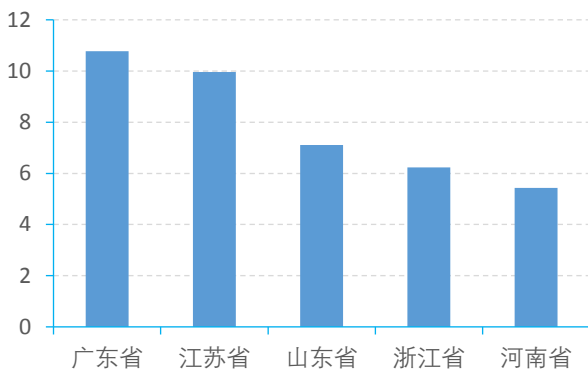
1. 区域经济实力雄厚，服务地方经济主力军

1.1. 江阴市地理位置优越

江阴银行地处长三角经济发达地区的江阴市，地理位置优越。江阴市位于我国长江三角南翼，北枕长江，通过长江公路大桥与靖江市相连；南临太湖，以锡澄高速公路为纽带和无锡市连接；东接常熟、张家港，西连常州，地处苏锡常“金三角”几何中心。江阴是大江南北的重要交通枢纽，也是江河换装的天然良港，改革开放以来发展迅速，江阴市在县级市中经济实力雄厚，民营经济发达，还是中国的民间艺术之乡、重要旅游城市。

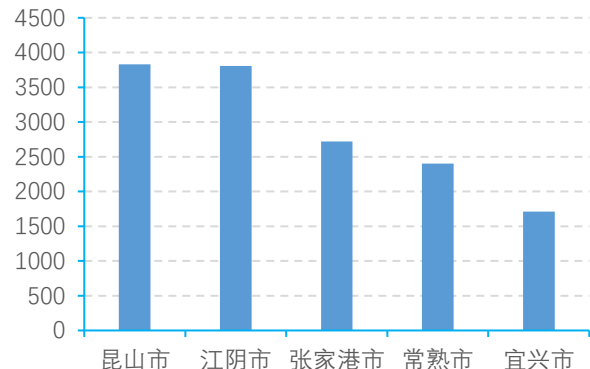
经营区域经济发展势头良好。江苏省经济发达，19 年 GDP 为 9.9 万亿元，位列全国第二。江阴市 18 年 GDP 为 3806.18 亿元，位列江苏县级市第二，仅次于昆山市；19 年 GDP 达 4001.12 亿元，同比增速 6.8%。

图 1：19 年江苏 GDP 全国第二（万亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

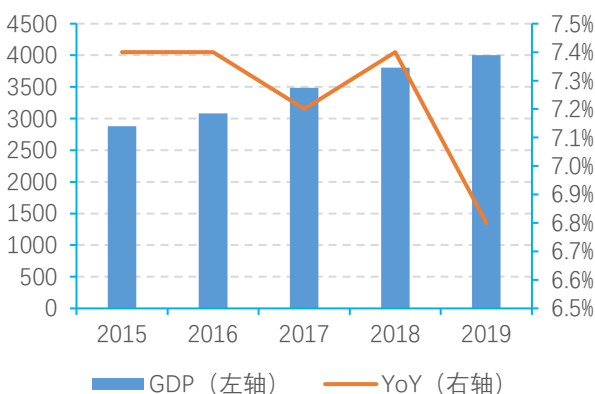
图 2：18 年江阴市 GDP 排名省内县级市第二（亿）



资料来源：江苏省统计年鉴，天风证券研究所

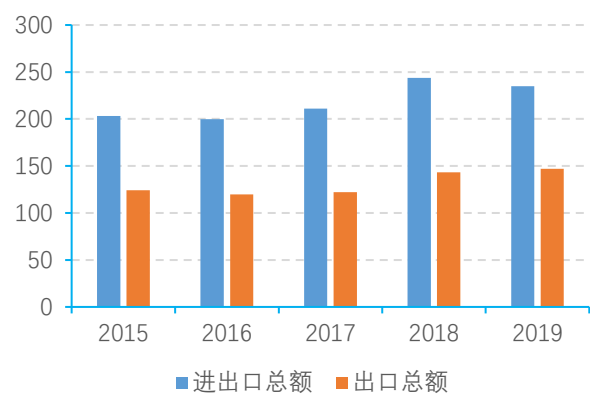
江阴市 19 年各项经济指标稳中向好。其进出口总额、规模以上工业总产值、固定资产投资总额、全社会消费品零售总额等经济指标均稳中向好。江阴市进出口总额 19 年有所回落 (YoY-3.5%)，出口总额达 147.14 亿美元，同比增长 2.8%，总体保持平稳。

图 3：江阴市 GDP 平稳较快增长（亿元）



资料来源：江阴市政府官网，天风证券研究所

图 4：江阴市对外贸易总体呈增长趋势（亿美元）

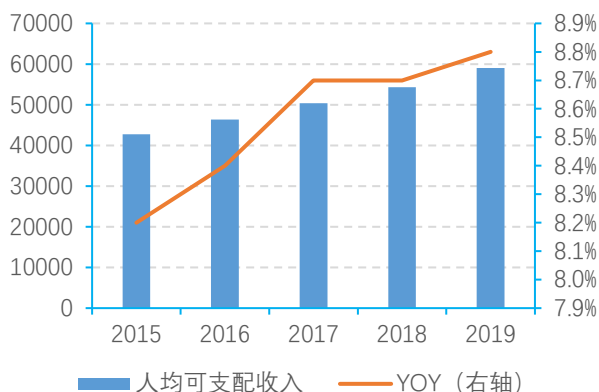


资料来源：江阴市政府官网，天风证券研究所

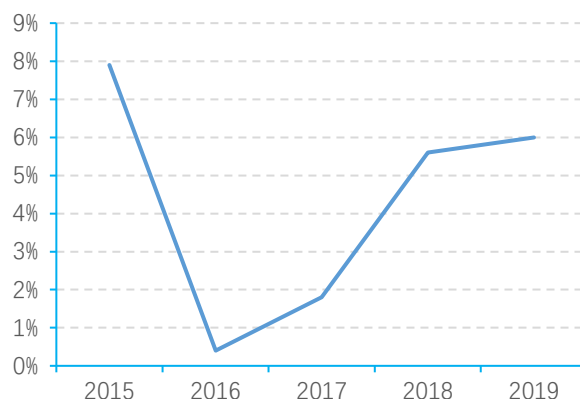
江阴市 19 年人均可支配收入增速较快。江阴市抓住产业大举转向长三角及接轨上海的机遇，加快对外开放和沿江开放步伐，形成特种钢铁、精细化工、纺织服装、包装材料、机械制造为主的“五大支柱产业”。19 年人均可支配收入达 59036 元，增速 3 年保持在 8.5% 以上；全社会固定资产投资额增速快速上升，19 年达 6.0%。

图 5：江阴市人均可支配收入增长较快（元）

图 6：江阴市全社会固定资产投资增长可观



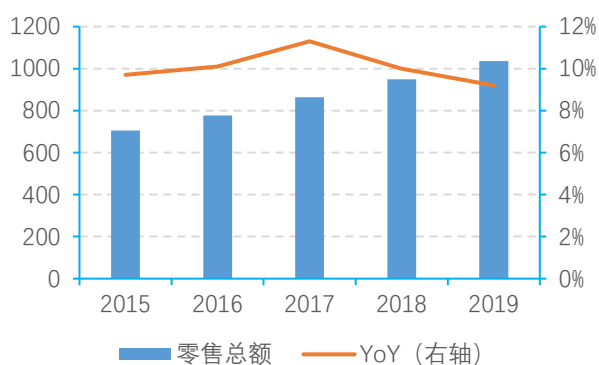
资料来源：江阴市政府官网，天风证券研究所



资料来源：江阴市政府官网，天风证券研究所

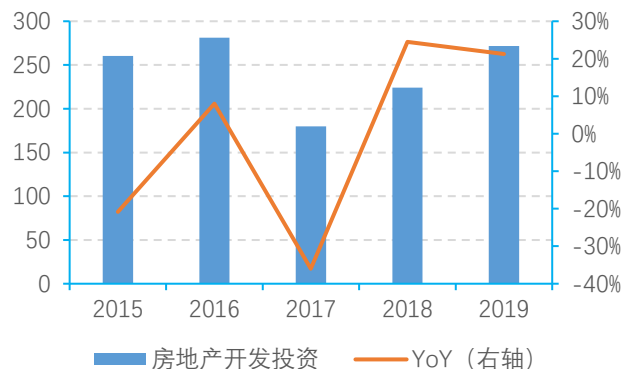
江阴市 19 年消费市场稳定增长。19 年完成社会消费品零售总额 1036.15 亿元，同比增长 9.2%。江阴市房地产开发投资增速较高，19 年达为 21.3%。

图 7：江阴市全社会消费品零售总额增长平稳（亿元）



资料来源：江阴市政府官网，天风证券研究所

图 8：江阴市 19 年房地产开发投资增速较高（亿元）



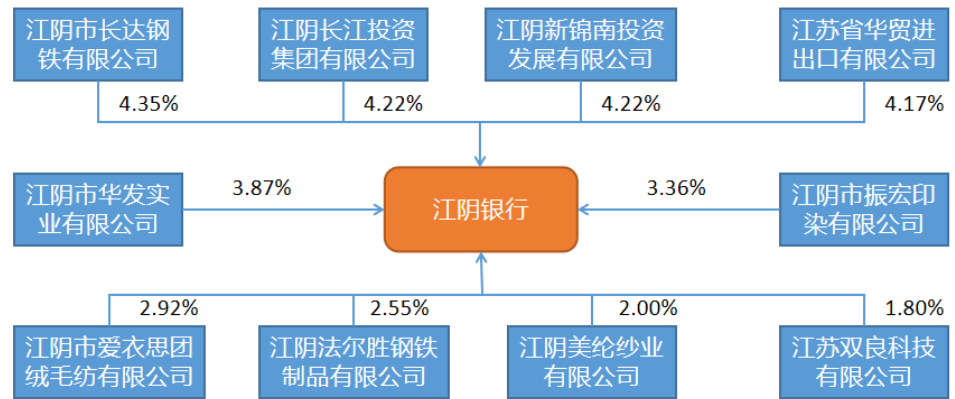
资料来源：江阴市政府官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构分散，异地业务拓展初见成效

全国首批三家股份制农村商业银行之一。江阴银行是由江阴市辖区内 7 家法人单位、807 名原江阴农联社职工、609 名社会自然人共同发起，在继承原江阴农联社资产、负债的基础上设立的地方性股份制农村商业银行，是全国首批三家股份制农村商业银行之一，于 2001 年 12 月 03 日正式成立。

江阴银行股权结构较为分散。截至 3Q20，江阴银行前十大股东合计持股比例为 33.44%。江阴银行单一最大股东江阴市长达钢铁有限公司持股比例为 4.35%，不存在按股权比例、公司章程或协议能够控制董事会半数以上投票权或股东大会半数以上表决权的股东。持股分散避免内部控制人现象，有利于江阴银行保持独立公司治理结构。

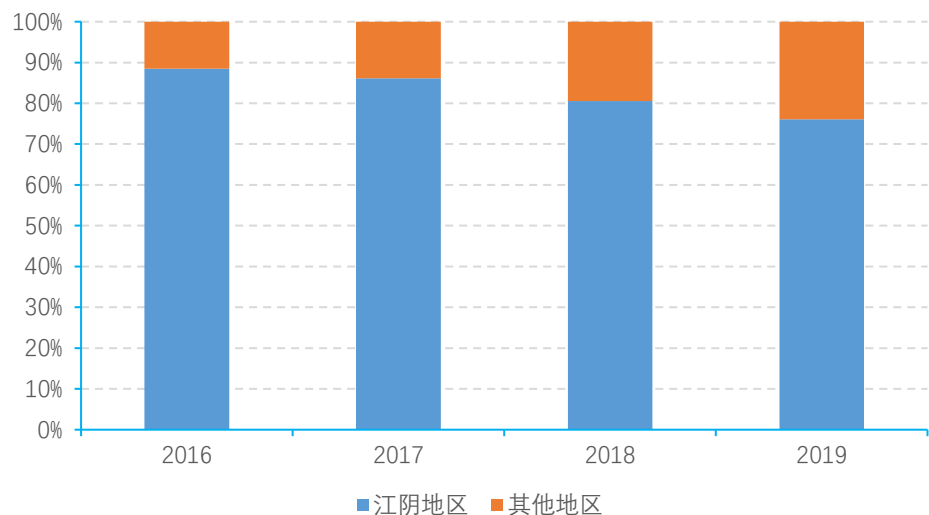
图 9：江阴银行十大法人股东（截至 3Q20）



资料来源：WIND，天风证券研究所

贷款主要投放在江阴市，异地业务拓展见成效。截至 1H20 末，江阴银行共设有 1 家直属营业部，3 家异地分行（常州、无锡、苏州），34 家支行以及 53 个分理处。截至 19 年末，江阴银行贷款中有 76% 投放在江阴地区，其他地区占比 24%，呈逐年上升趋势。

图 10：江阴银行目前贷款主要投放在江阴市



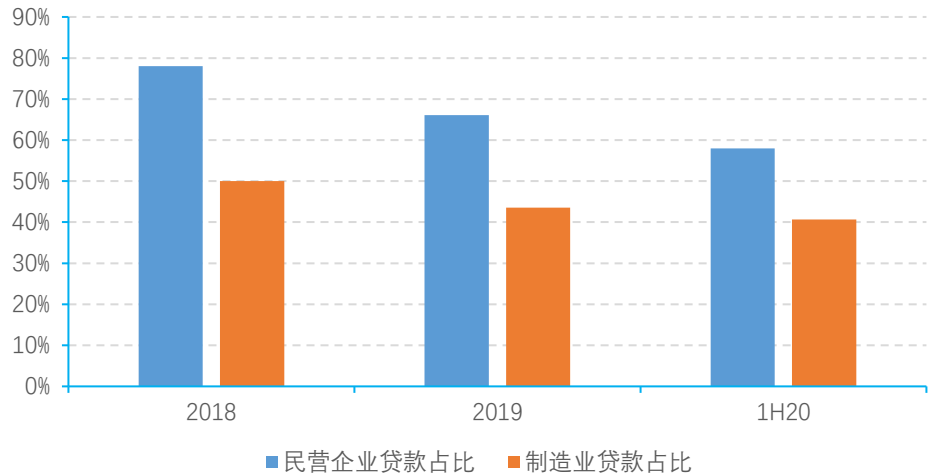
资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.3. 践行三个优先，坚守三个立足

江阴银行深耕本土，集中力量支持地方经济发展。江阴银行发挥本乡本土、人缘地缘，以及独立一级法人的优势，主动融入长三角一体化，以金融服务“组合拳”全面服务乡村振兴战略，是服务地方经济的主力军。打造“阳光信贷”普惠金融工程，截至 19 年末完成企业建档近 4 万户，新增贷款 30 亿元；成为江阴中小微企业信贷风险补偿资金池主要合作银行，19 年末“资金池”贷款余额超过 16.8 亿，贷款户数 546 户；开办大学生、妇女创业贷款，下岗失业人员小额担保贷款等项目，19 年末余额达 2 亿元。

围绕“实体兴市，产业兴市”的战略导向，坚守本源服务实体。江阴银行将贷款优先投向中小微企业、优先投向制造业等实体经济、优先投向特色产业和战略新兴产业，以“三个优先”推动优质企业发展，与地方经济实现共振。截止 2020 年 6 月末，江阴银行实体经济贷款总额达 694.17 亿元，占总贷款比重 90.44%；民营企业贷款总额 445.23 亿，占比达 58.01%；制造业贷款总额 312.05 亿，占比 40.66%。

图 11：江阴银行民营企业贷款、制造业贷款占比较高



资料来源：公司财报，天风证券研究所

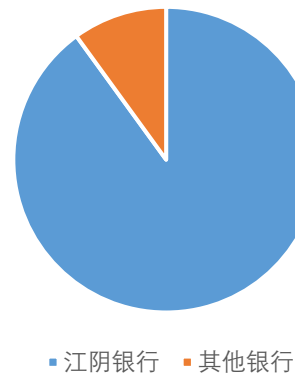
立足三农和中小企业服务。江阴银行以“立足本地、立足三农、立足小微”为要务，充分发挥网点密集覆盖面广的优势，结合金融科技创新提升对三农和中小企业服务水平。截至 19 年末，江阴银行“省农担”、“物联网动产贷”业务达到江苏省领先水平，“省农担”贷款余额超 1.2 亿元，贷款户数 88 户；“物联网动产贷”累计授信 39 户，放款 4.7 亿元。此外，江阴利用大数据、云计算等手段，于 19 年新增个人线上产品“江小鱼”，实现授信自动审批，贷款实时到账，提升业务办理效率。截至 1H20，江阴银行对纯农业贷款的支持，始终保持在江阴市银行业总规模的 90%以上。

图 12：19 年末“省农担”、“物联网动产贷”为江苏省领先水平



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 13：江阴市农业贷款主要由江阴银行投放



资料来源：公司财报，天风证券研究所

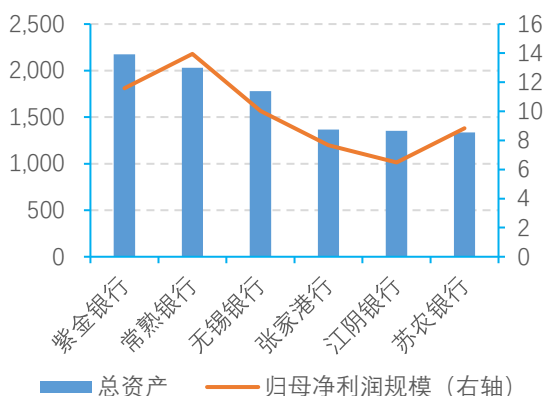
2. 营收增速减缓，规模增长较快

2.1. 资产规模增速快，ROE 水平在上市农商行中较低

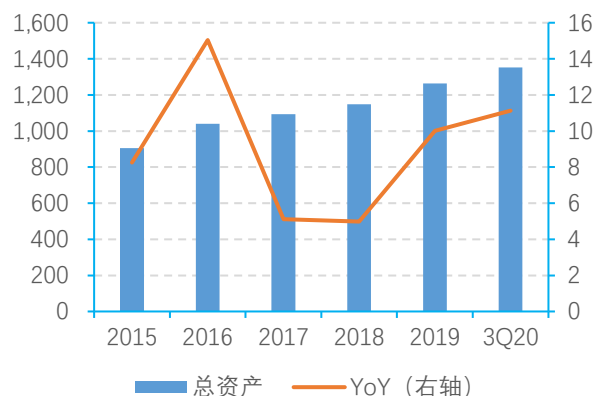
总资产近年来增速加快，但在江苏省上市农商行中仍处于较低水平。截至 3Q20，江阴银行总资产规模为 1351.39 亿，归母净利润为 6.48 亿元，资产规模和归母净利润在江苏省内上市农商行中处于较低水平。3Q20 资产规模增速达 11.13%。

图 14：江阴 3Q20 总资产在江苏省内上市农商行居下游（亿，%）

图 15：江阴银行总资产规模增长较快（亿元，%）



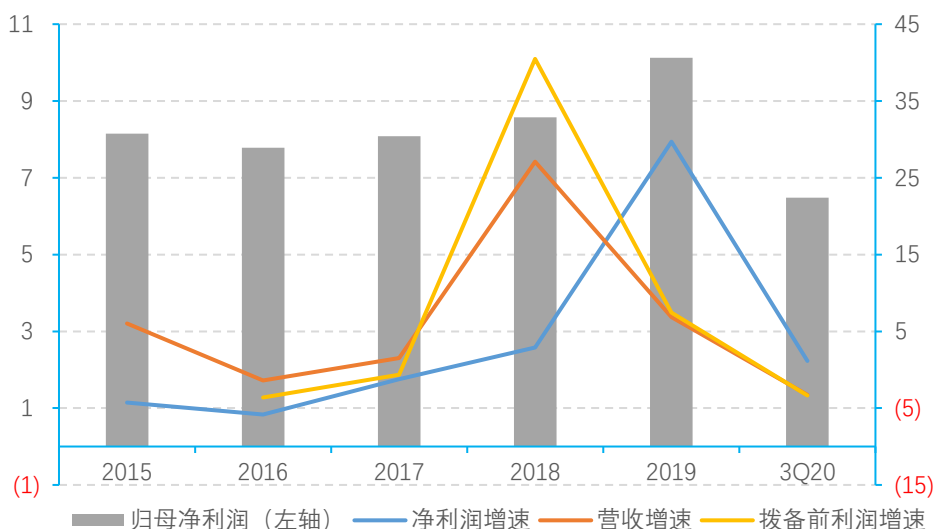
资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

3Q20 营收增速、净利增速下滑。江阴银行 19 年营收增速 6.86%，3Q20 较 19 年下滑 10.13 个百分点至 -3.28%；3Q20 净利润增速为 1.16%，受疫情影响创近两年最低。通过盈利因子拆解分析，3Q20 江阴银行生息资产规模扩张 (+10.74pct)、成本控制 (+0.21pct)、税收优惠 (+18.03) 产生贡献；息差 (-6.72pct)、中收 (-7.31pct) 和拨备 (-13.79pct) 造成拖累。

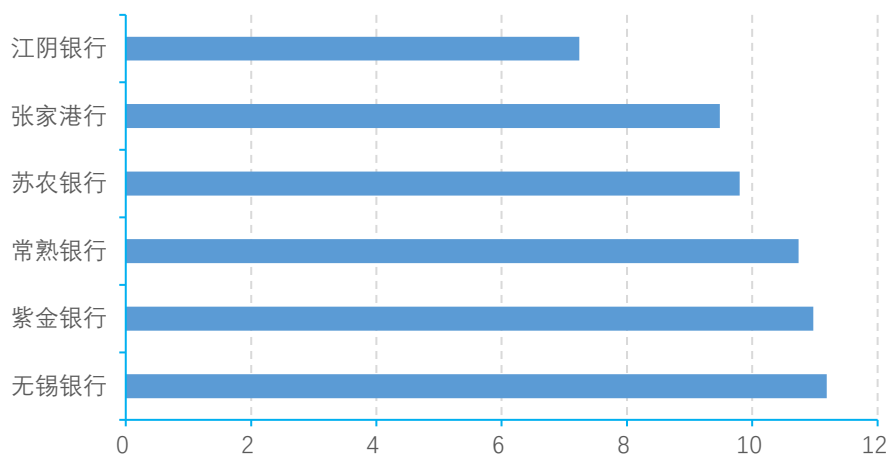
图 16: 江阴银行 3Q20 营收、净利润增速下滑 (亿元; %)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

ROE 在省内上市农商行中最低。3Q20 江阴银行年化加权平均 ROE 为 7.24%，较 19 年减少 1.86 个百分点，在江苏省上市农商行中处于最低水平。通过杜邦分解，19 年江阴银行的息差和杠杆水平拖累其 ROE。

图 17: 江阴银行 3Q20 年化加权 ROE 在农商行里最低 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

表 1：江阴银行及对比行 2019 杜邦分解

	苏农	无锡	常熟	张家港	紫金	江阴
利息收入	4.17%	4.17%	5.32%	4.76%	4.15%	4.12%
利息支出	1.75%	2.12%	2.09%	2.07%	2.12%	2.07%
利息净收入	2.42%	2.05%	3.24%	2.69%	2.02%	2.05%
手续费及佣金净收入	0.11%	0.06%	0.18%	0.01%	0.13%	0.08%
净其他非息收入	0.38%	0.08%	0.25%	0.56%	0.21%	0.68%
净非利息收入	0.49%	0.14%	0.43%	0.57%	0.35%	0.76%
营业收入	2.90%	2.19%	3.67%	3.26%	2.37%	2.81%
营业税金及附加	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%
管理费用	1.00%	0.64%	1.40%	1.01%	0.70%	0.89%
营业成本	1.03%	0.66%	1.43%	1.04%	0.73%	0.92%
营业外净收入	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	-0.02%
拨备前利润	1.87%	1.52%	2.24%	2.22%	1.64%	1.87%
资产减值损失	1.05%	0.63%	0.95%	1.40%	0.81%	0.95%
税前利润	0.83%	0.89%	1.29%	0.82%	0.84%	0.92%
所得税	0.07%	0.15%	0.21%	0.02%	0.12%	0.08%
净利润	0.75%	0.74%	1.08%	0.79%	0.72%	0.84%
权益乘数	10.83	14.13	10.33	11.96	14.64	10.97

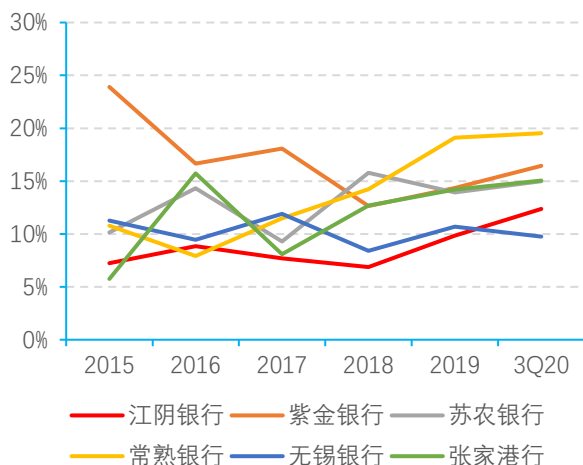
资料来源：iFinD，天风证券研究所

2.2. 存款增长提速支撑扩表

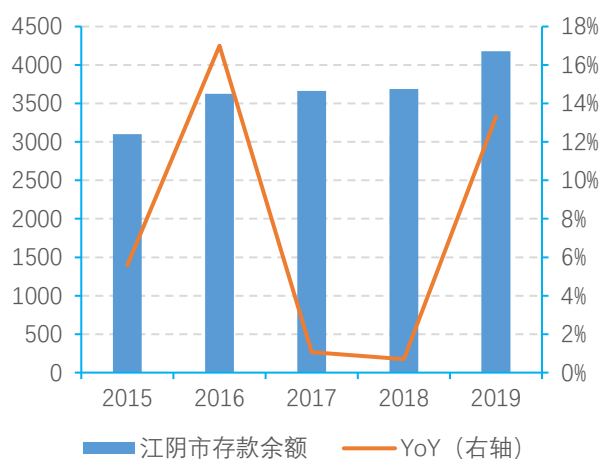
存款增速提升。江阴银行 19 年末存款增速为 9.85%，较 18 年末提升 2.98 个百分点。3Q20 存款增速继续提升 2.52pct 至 12.37%，为近 5 年最高水平，但在省内上市农商行中仍处于较低水平。江阴市 19 年末存款余额为 4179.7 亿元，同比增长 13.30%。

图 18：江阴银行存款增速提升

图 19：江阴市存款余额稳步增长（亿元）



资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: 江阴市政府官网, 天风证券研究所

贷款增速较快。江阴市 19 年末本外币贷款余额为 3249.89 亿元, YoY +6.60%。江阴银行 19 年末贷款增速为 11.45%, 3Q20 贷款增速较年初上升 2.65pct 至 14.10%, 保持较快增长。

图 20: 江阴市贷款余额稳步增长 (亿元)

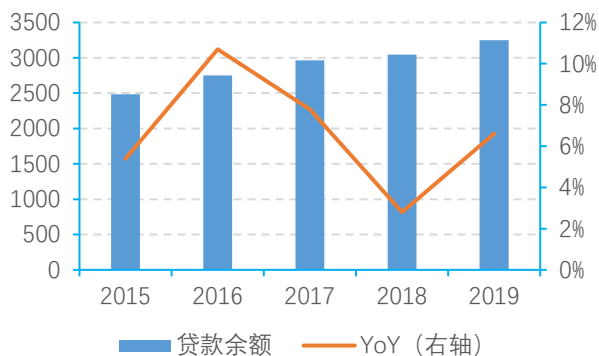
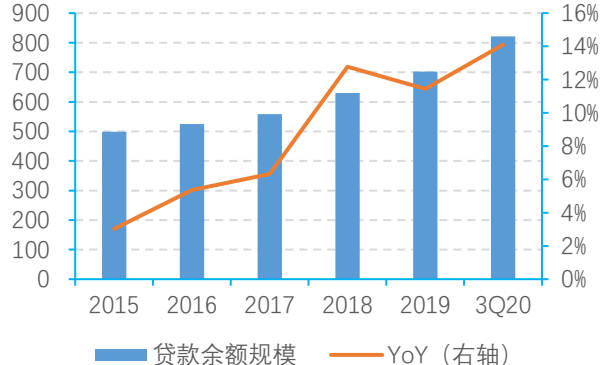


图 21: 江阴银行贷款规模稳步增长 (亿元)



资料来源: 江阴市政府官网, 天风证券研究所

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

贷款与证券投资增长是江阴银行扩表主因。截至 3Q20, 江阴银行贷款余额为 821.64 亿元, 在江阴地区的贷款市场占有率为 25.28%。截至 3Q20, 江阴银行生息资产规模为 1347.19 亿元, 同比增长 11.09%——其中, 贷款规模同比增长 14.10%, 债券投资同比增长 16.03%, 同业 YoY-49.41%。

图 22: 江阴银行生息资产快速增长 (亿元)

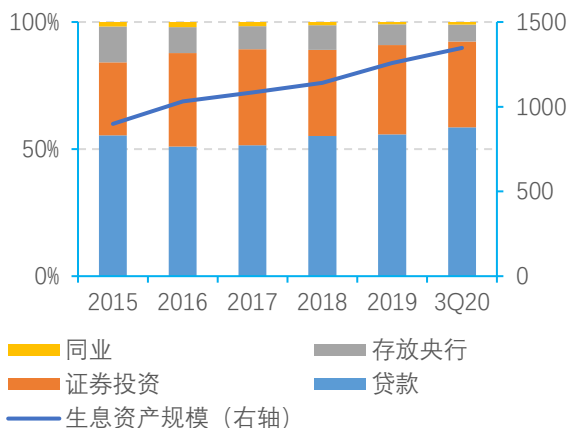
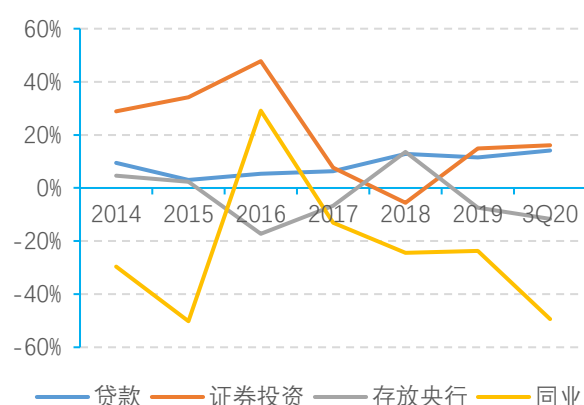


图 23: 江阴银行同业资产增速大幅下滑



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

贷款业务主要面向中小企业。江阴市工业企业以民营中小企业为主, 江阴银行坚持服务中

小企业、小微企业的市场定位，成立小微业务部，充分发挥区域性农商行的优势，成为江阴地区独具竞争优势的中小企业银行。截至 1H17，江阴银行小型和中型企业贷款金额占比合计达 68.38%。

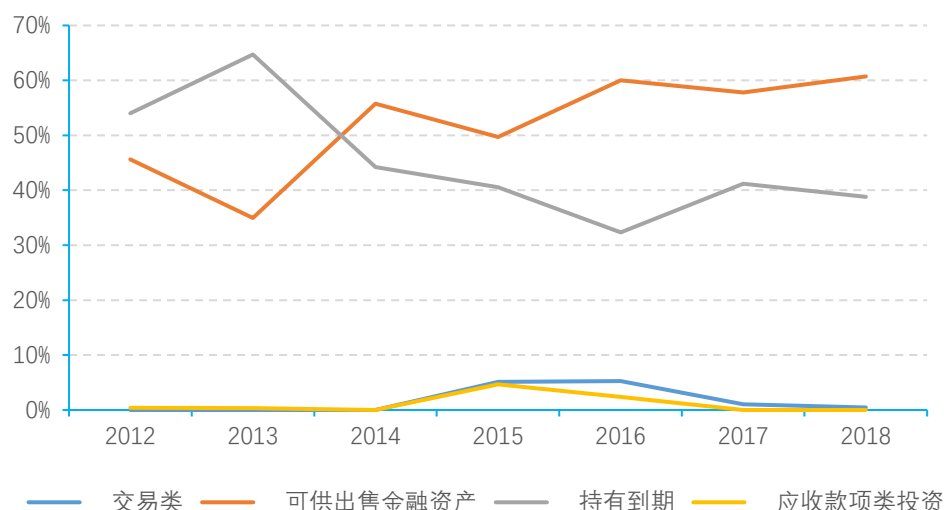
表 2：江阴银行公司贷款客户结构以中、小型企业为主（亿元）

	1H17		2016	
	金额	占比	金额	占比
大型企业	41.65	8.42%	37.24	7.76%
中型企业	149.03	30.14%	134.14	27.94%
小型企业	189.1	38.24%	188.95	39.36%
微型企业	21.64	4.38%	25.32	5.28%
贴现	93.07	18.82%	94.36	19.66%
合计	494.49	100.00%	480.01	100.00%

资料来源：公司可转债募集说明书，天风证券研究所

可供出售金融资产快速增长。证券投资 14-16 年末增速为 28.83%/34.21%/47.77%，由证券投资科目下可供出售金融资产增长贡献。为提高资金收益率，适当增加政府债券、同业存单投资以及可供出售金融资产项下的资产管理计划和金融机构理财产品的整体配置，可供出售金融资产快速增长（由 13 年末 34.95% 上升至 16 年末 60%）。

图 24：江阴银行可供出售类资产占证券投资比重 13 年开始上升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

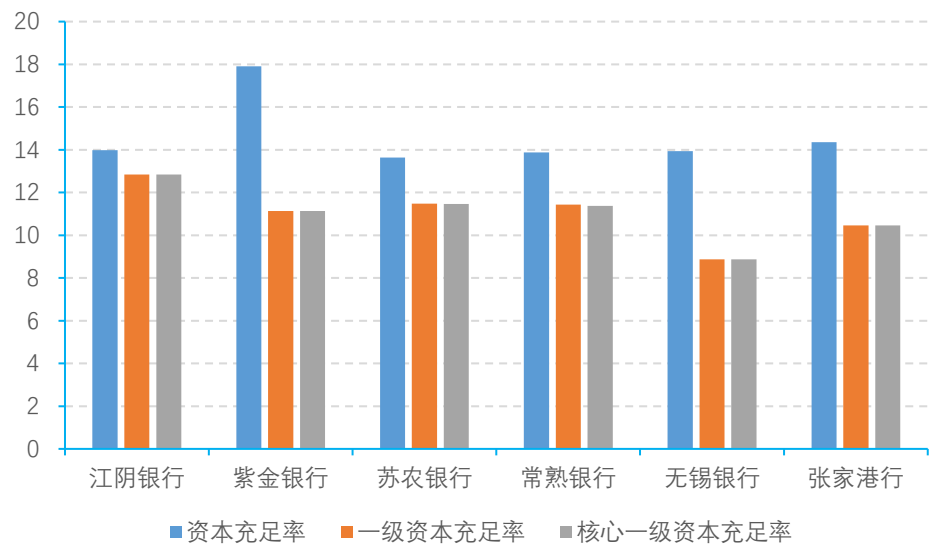
表 3：江阴银行 14-16 年可供出售金融资产科目构成（单位：百万）

	2014		2015		2016	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	10429	97.62%	9,676	75.71%	10,231	44.86%
同业存单	0	0.00%	600	4.69%	2,804	12.30%
基金	0	0.00%	0	0.00%	2,977	13.05%
资产支持证券	0	0.00%	0	0.00%	22	0.10%
理财产品	250	2.34%	1,950	15.26%	4,175	18.31%
资产管理计划	0	0.00%	550	4.30%	2,592	11.37%
股权投资	4	0.04%	4	0.03%	4	0.02%
合计	10,683	100.00%	12,780	100.00%	22,805	100.00%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

核心资本充足率较高。江阴银行核心资本充足率较高，在省内上市农商行中领先，但资本充足率相对较低。截至 3Q20，核心\一级\资本充足率依次为 12.84%\12.85%\13.98%，近年来逐步提升。

图 25：江阴银行核心一级资本充足率较高（%；截至 3Q20）



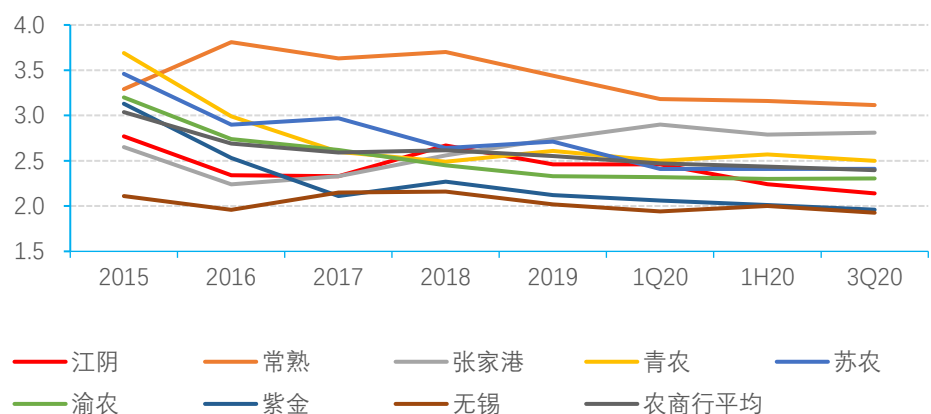
资料来源：iFinD，天风证券研究所

3. 净息差收窄，成本收入比下行

3.1. 息差较低，短期压力仍存

净息差收窄，与行业趋势一致。江阴银行 15 年-19 年净息差分别为 2.77%\2.34%\2.33%\2.67%\2.46%，3Q20 继续下滑至 2.14%，低于农商行平均水平。分解来看，在资产端，江阴银行生息资产收益率在 A 股上市农商行里处于较低水平，主要是贷款利率较低且证券投资中政府债券占比高所致；在负债端，存款成本较高。

图 26：江阴银行净息差低于农商行平均水平（%）

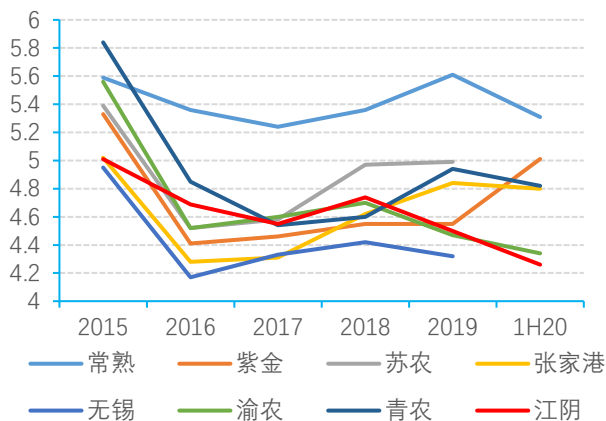


资料来源：iFinD，天风证券研究所

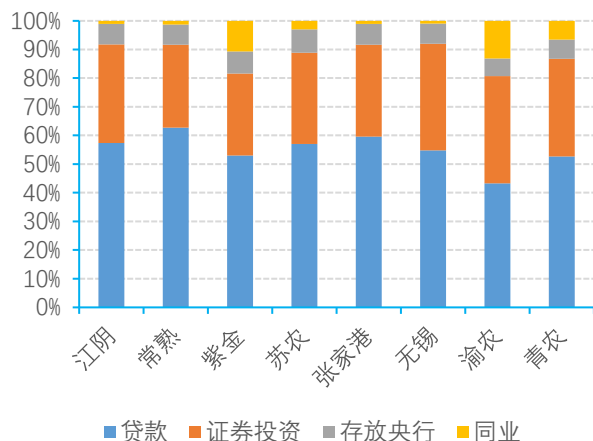
生息资产收益率同行较。江阴银行 15 年-19 年生息资产收益率分别为 5.01%\4.69%\4.55%\4.74%\4.50%，处于上市农商行下游水平，1H20 生息资产收益率较 19 年下降 24BP 至 4.26%。

图 27：江阴银行生息资产收益率较低（%）

图 28：江阴银行同业投资比例低（截至 3Q20）



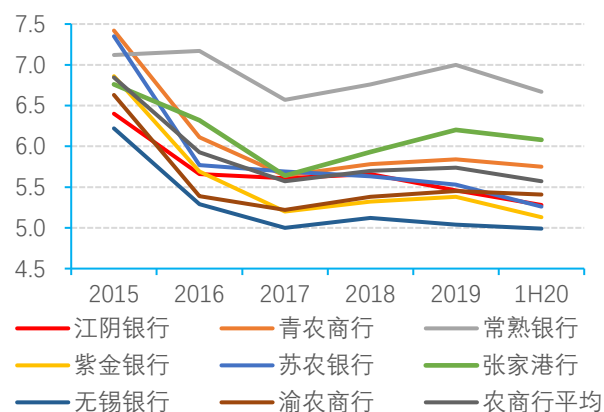
资料来源：iFinD，天风证券研究所



资料来源：iFinD，天风证券研究所

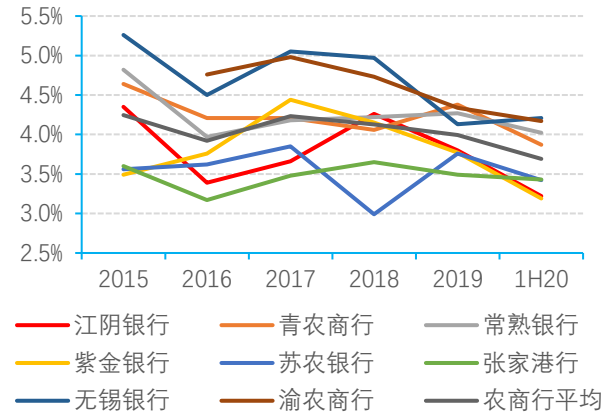
贷款与证券投资收益率低于农商行平均水平。江阴银行贷款收益率 15-19 年为 6.40%\5.66%\5.61%\5.66%\5.46%，受到让利实体的影响，1H20 较 19 年下降 18BP 至 5.28%，位于上市农商行中下游水平。江阴银行证券投资收益率也低于农商行平均水平，15-19 年分别为 4.35%\3.39%\3.66%\4.26%\3.80%。

图 29：江阴银行贷款收益率偏低 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

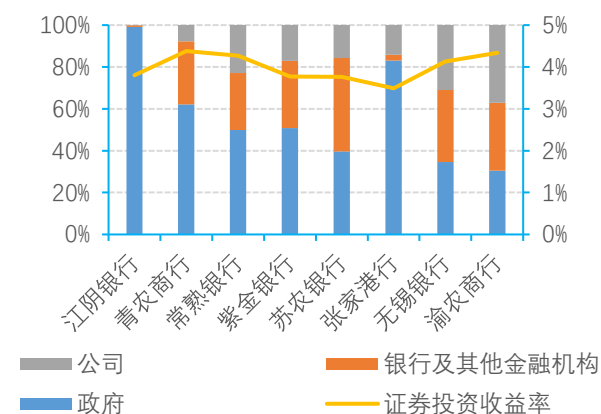
图 30：江阴银行证券投资收益率低于平均水平



资料来源：公司财报，招股说明，天风证券研究所

政府债券占比高导致证券收益率较低。截至 19 年末，江阴银行债券投资结构中政府债券占比高达 99.19%，在上市农商行中最高。由于证券中政府债券收益水平较低，导致其证券投资收益率在城商行中不占优势。

图 31：江阴银行政府债券占比高 (截止 19 年末)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

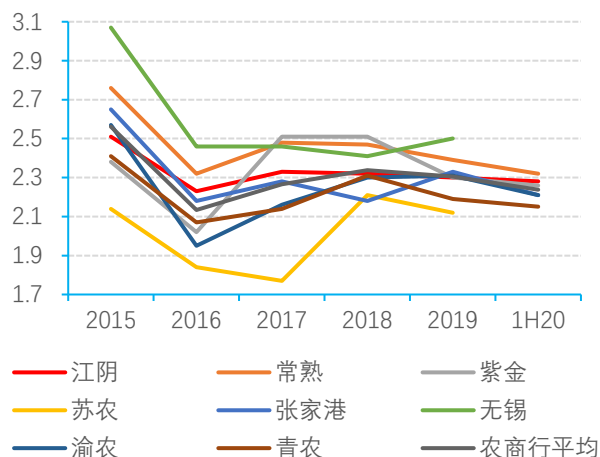
图 32：证券中政府债券收益率较低 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

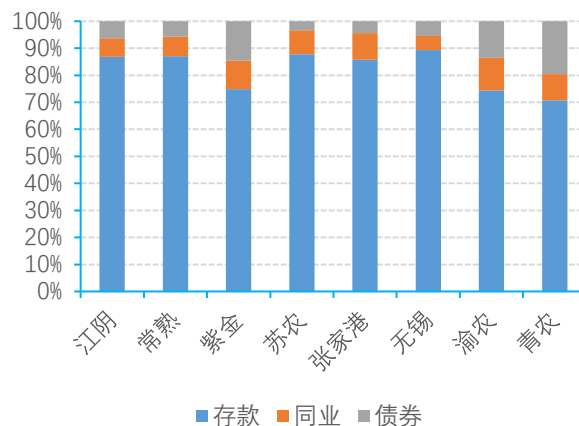
计息负债成本较高，压缩同业存单发行。江阴银行负债成本自 17 年开始逐渐下降，15 年-19 年分别为 2.51%\2.23%\2.33%\2.32%\2.30%，1H20 年较 19 年下降 2BP 至 2.28%。19 年末存款占计息负债比例为 84.11%，同业负债占比 11.37%；债券融资占比为 4.51%，较 18 年末下降 7.31pct，主要是为满足资金头寸及业务发展需要，减少发行同业存单，增加从同业机构拆入。3Q20 存款占比较 1H20 略降 0.9pct 至 86.84%。

图 33：江阴银行计息负债成本率下降（%）



资料来源：IFinD，天风证券研究所

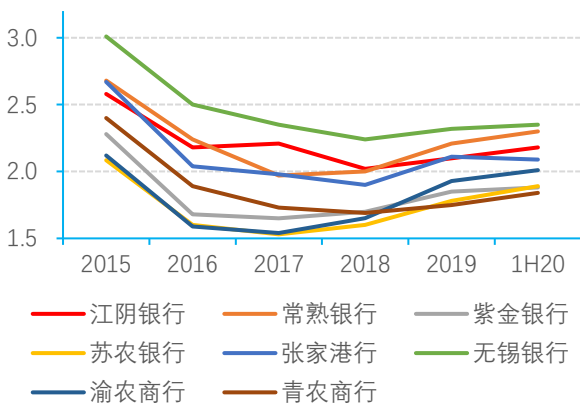
图 34：江阴银发行债券比例较低（截至 3Q20）



资料来源：IFinD，天风证券研究所

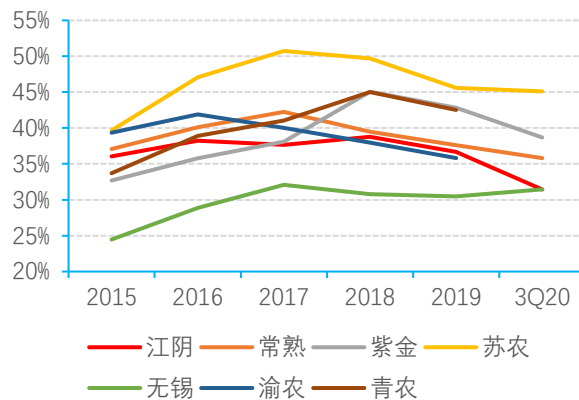
存款成本在上市农商行中不占优势。江阴银行存款成本在农商行中处于较高水平，19 年为 2.10%，主要是活期占比低。截止 1H20，活期存款占比下降 4.98pct 至 31.7%，存款成本率为 2.18%，较 19 年上升 8BP。

图 35：江阴银行 1H20 存款成本上升（%）



资料来源：IFinD，天风证券研究所

图 36：江阴银行活期存款占比下降



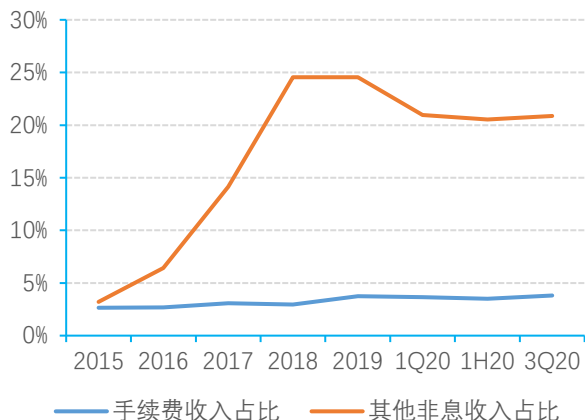
资料来源：IFinD，天风证券研究所

我们预计净息差短期或有下行压力。负债端有压力，因近期同业存单利率上行，且存款业务竞争激烈成本易上难下；资产端因贷款重定价未完成，生息资产收益水平短期内继续承压。

3.2. 成本收入比下行

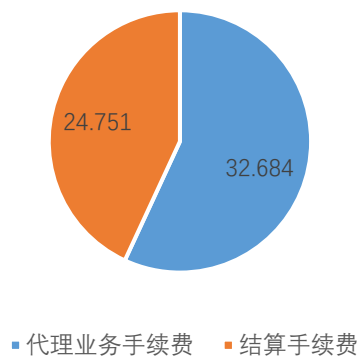
中收占营收比例低，其他非息收入由投资收益支撑。江阴银行 15-19 年其他非息收入占比为 3.21%\6.41%\14.14%\24.54%\24.55%，17 年 YoY+120.55%，主要是投资收益增长所致——17 年投资收益额为 3.3 亿元，同比增长 126.28%；18 年投资收益额为 7.2 亿元，YoY+116.71%。手续费及佣金占总营收比例一直较低，截至 3Q20 中收占比为 3.81%。手续费收入构成也较为单一，由代理业务手续费和结算手续费构成，截止 1H20，二者分别占比为 56.91%\43.09%。

图 37：江阴银行其他非息收入、中收占比平稳



资料来源：IFinD，天风证券研究所

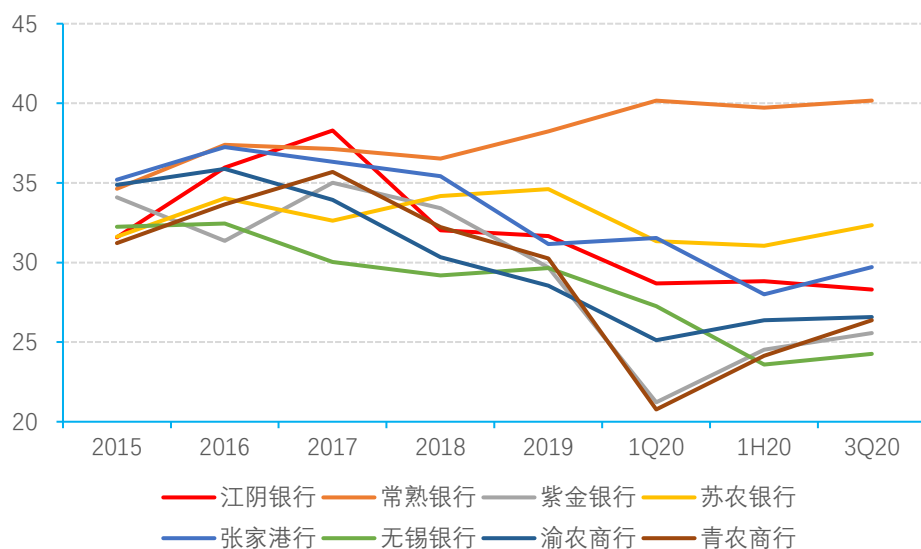
图 38：手续费收入构成（截至 1H20，百万元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

成本收入比总体呈下降趋势。江阴银行成本收入比 2017 年达到最高为 38.29%，之后开始回落。3Q20 成本收入比 28.30%，较 19 年下降 3.36pct，较 1H20 环比下降 0.52pct。在 A 股上市农商行中处于中游，成本管理能力仍存在改善空间。

图 39：江阴银行成本收入比回呈下降趋势 (%)



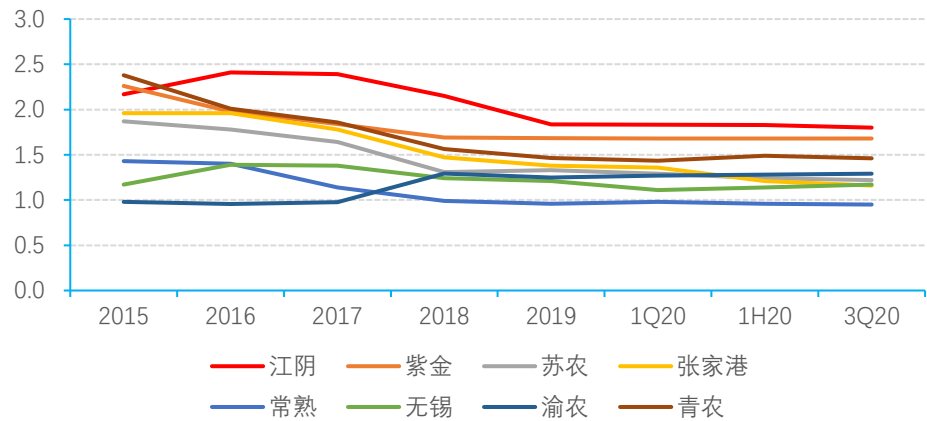
资料来源：IFinD，天风证券研究所

4. 资产质量压力仍存，零售转型推进缓慢

4.1. 不良贷款率较高

不良贷款率下行。在宏观经济下行期，实体经济尤其是中小微企业受到冲击，江阴银行贷款客户中小企业占比高，导致其不良贷款率在上市农商行中居高不下。16-19 年江阴银行不良贷款率持续下行，由 2.41%降至 1.83%，1H20 较 19 年维持不变，3Q20 较 1H20 小幅下降 3BP，不良情况有所改善。

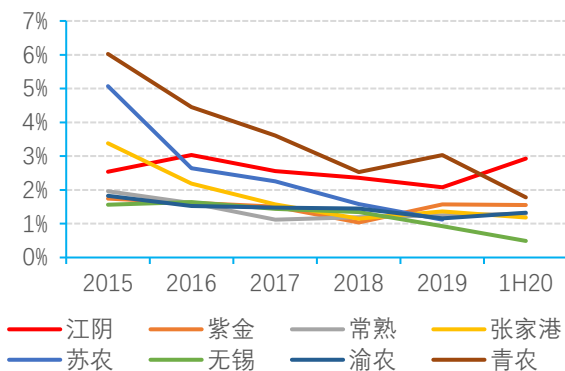
图 40：江阴银行不良贷款率下行 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

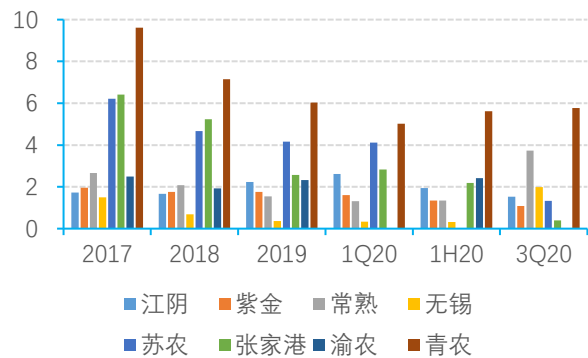
1H20 逾期贷款率回升，3Q20 关注贷款率环比下降。自 16 年开始，江阴银行逾期贷款率持续下降，截至 19 年末，逾期贷款率为 2.08%，较 18 年末下降 28bp；1H20 逾期贷款率回升 85BP 至 2.93%。关注类贷款率低于农商行平均水平，17-18 年关注类贷款率仅高于无锡银行，1H20 较年初下降 29BP 至 1.94%，3Q20 环比下降 41BP，处于上市农商行中游。

图 41：1H20 江阴银逾期贷款率回升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

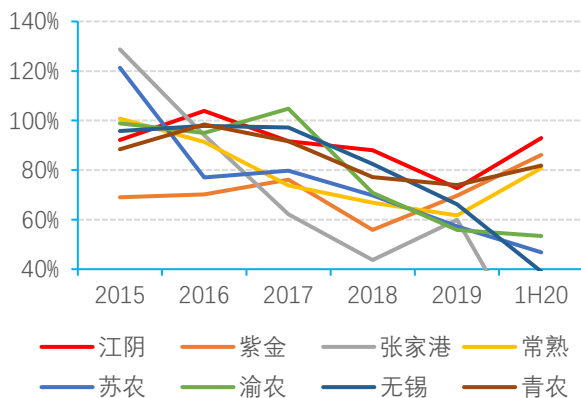
图 42：江阴银行关注类贷款率居中（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

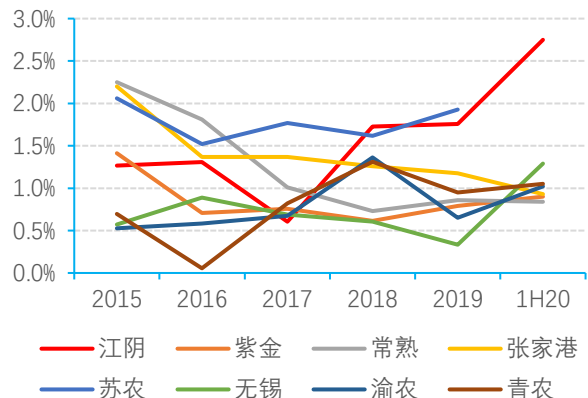
不良生成压力大。江阴银行不良贷款偏离度在农商行中一直处于高位，16-19 年呈现下降趋势，1H20 年为 92.88%，较年初大幅回升 20.2 个百分点。不良贷款生成率（加回核销）17 年有显著下降，但 18 年末回升至 1.73%，1H20 达近几年最高水平 2.75%。

图 43：江阴银行不良贷款偏离度较高



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 44：3Q20 江阴银行不良生成率大幅下滑

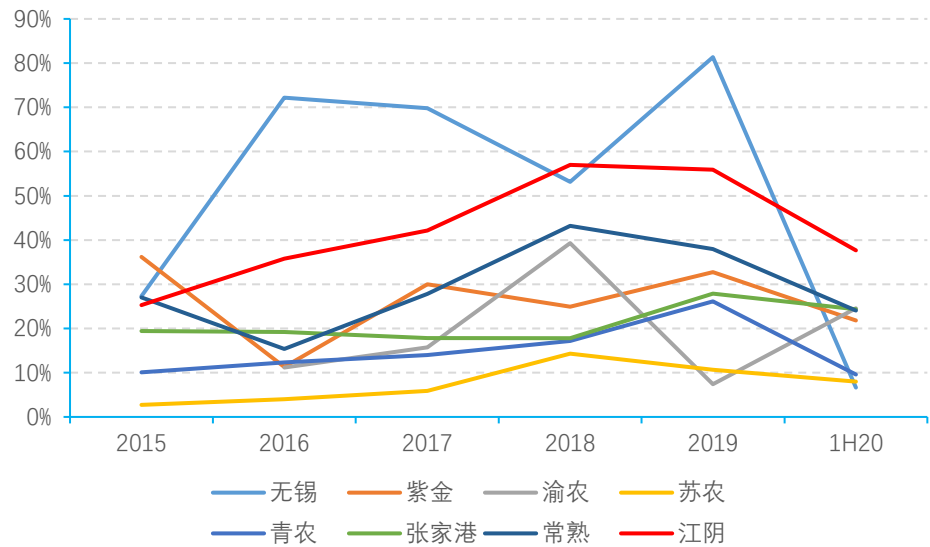


资料来源：iFinD，天风证券研究所

关注类贷款迁徙率下行，但仍为同业最高。截止 1H20，江阴银行关注类贷款迁徙率较年

初下行较快（下滑 18.26 个百分点至 37.68%），在上市农商行中最高。

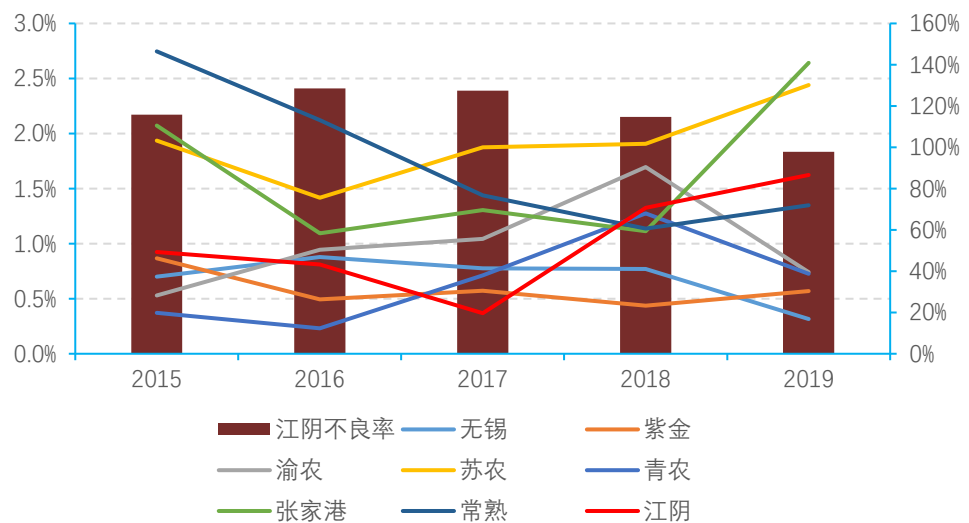
图 45：江阴银行关注类贷款迁徙率下行



资料来源：iFinD，天风证券研究所

不良核销核销力度加强。江阴银行不良核销转出率 17 年在农商行中最低，18 年加强不良贷款核销，核销不良贷款 11.74 亿元；19 年核销力度继续加强，不良核销转出率同比上升 15.85pct 至 86.58%，在农商行中仅低于苏农和张家港。

图 46：江阴银行不良核销力度加强



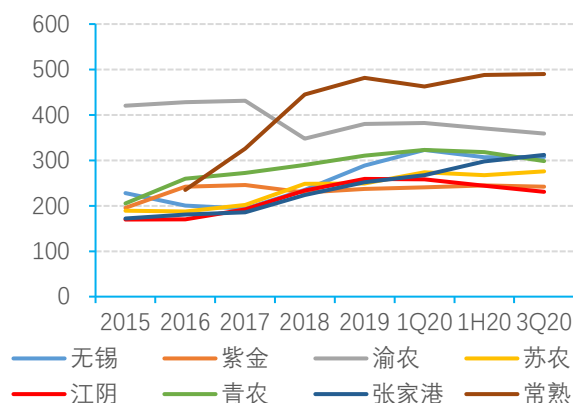
资料来源：iFinD，天风证券研究所

4.2. 拨备水平较低

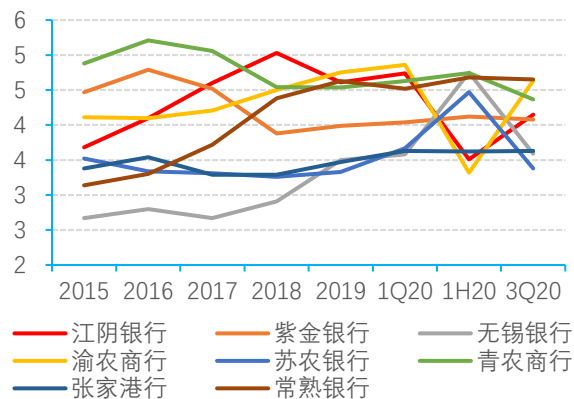
3Q20 拨贷环比提升。19 年末拨备覆盖率达到 259.13%，较 18 年末上升 25.42 个百分点；截至 3Q20，拨备覆盖率较年初下降 28.58pct 至 230.55%，环比下降 13.78pct，在农商行中最低。拨贷比 3Q20 较年初下降 0.46pct 至 4.15%，在上市农商行里处于中游。

图 47：江阴银行 3Q20 拨备覆盖率下降（%）

图 48：江阴银行 3Q20 拨贷比提升（%）



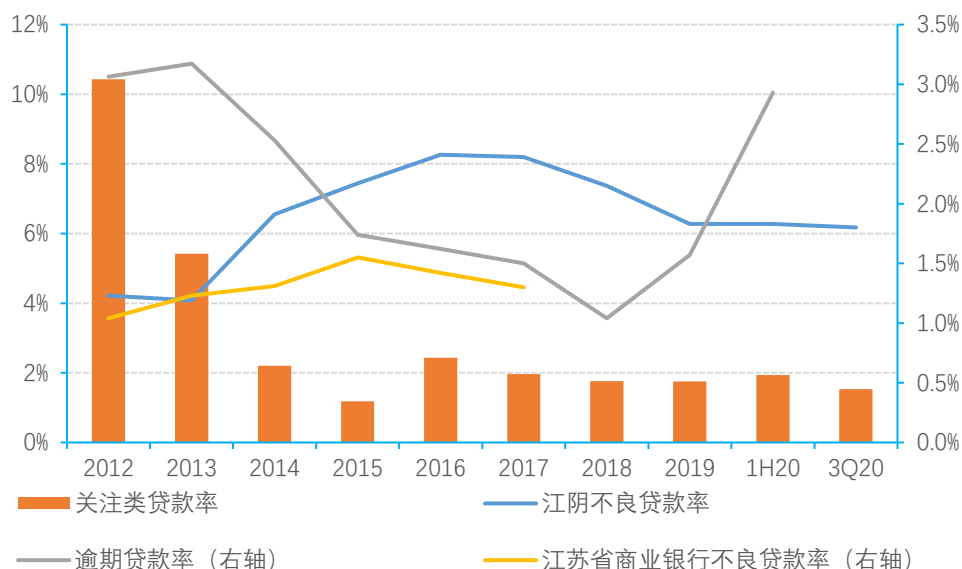
资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

江苏省内银行不良资产暴露高峰已过。15-16 年是江苏省内商业银行不良资产暴露高峰, 15 年江苏省商业银行不良率达 1.55%。江阴银行的不良贷款率高于省内水平, 在 16 年后持续改善。

图 49: 江苏省内银行不良暴露高峰期已过

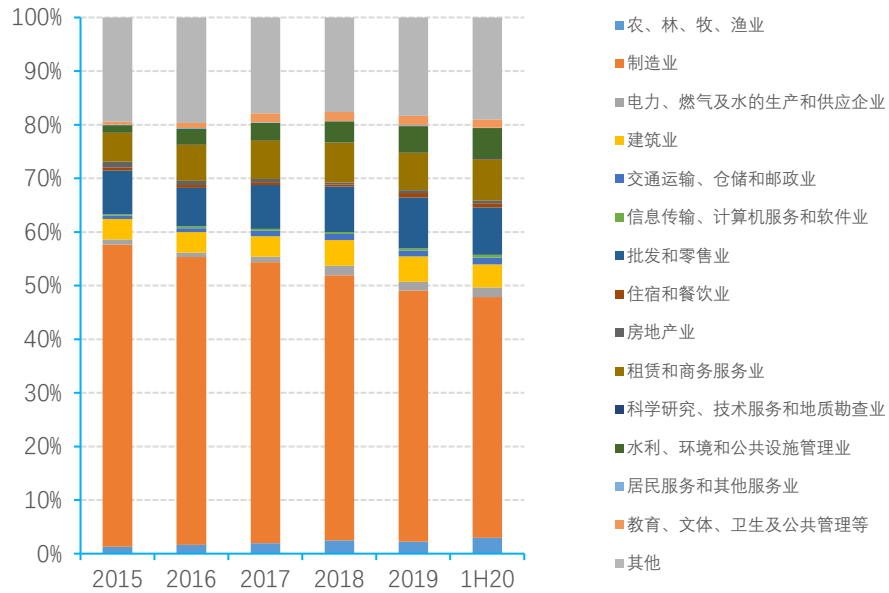


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

4.3. 贷款结构优化, 零售转型推进缓慢

不良高发制造业持续压缩。江阴银行贷款结构不断优化, 不良高发的制造业贷款占对公贷款比由 15 年末的 56.4% 降至 1H20 的 44.93%, 批发零售业务贷款占比为 8.85%。

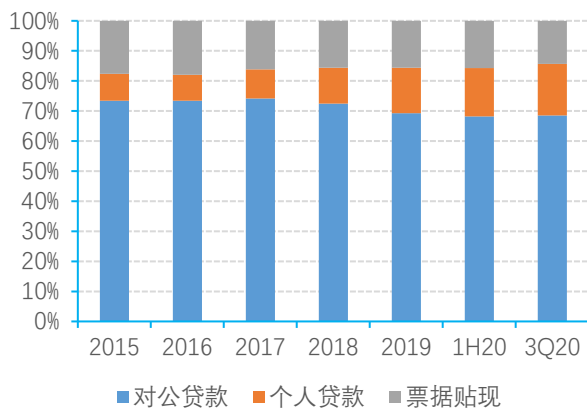
图 50: 江阴银行对公贷款中制造业占比不断压缩 (%)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

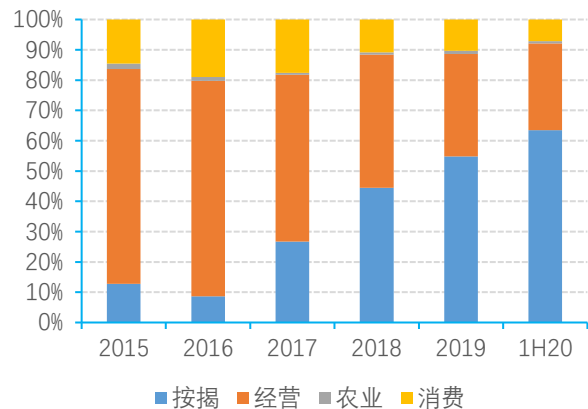
零售转型较缓慢。江阴银行对公贷款占总贷款比例高，15-18年末均保持在70%以上，1H20个贷占比为16.06%，较年初上升0.91pct。江阴银行自2016年起个贷投向按揭贷款比重不断上升，经营贷款比重压缩，1H20按揭占个人贷款比例为63.46%，较年初提升8.62pct，个贷投放风格偏稳健。

图 51：江阴银行零售转型推进缓慢



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 52：江阴银行零售贷款主要投向按揭



资料来源：iFinD，天风证券研究所

5. 投资建议：转型创新加码提速，“增持”评级

展望未来，我们认为江阴银行有以下优势：

（1）**经营区域**是国内经济最为发达的长三角，江苏省GDP排中国第二，江阴市GDP列省内县级市第二，各项经济指标向好，为江阴银行可持续发展提供良好的基础。

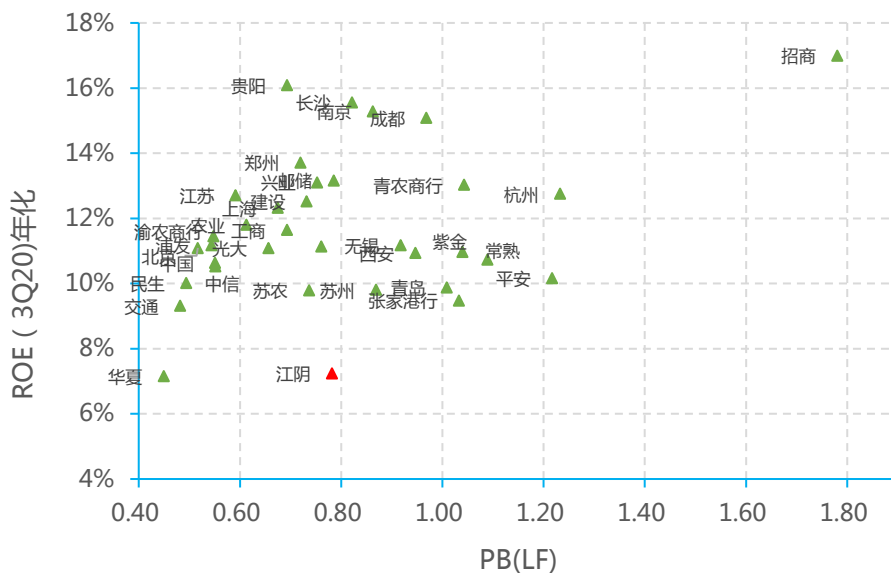
（2）**异地拓展见成效，贷款地区集中风险有所化解。**江阴银行授信业务主要分布在江阴地区，目前已跨地区开设三家分支机构。截止19年末，贷款中有76.04%投放在江阴，其他地区占比23.96%，相比前三年有明显的上升，预计未来会进一步化解贷款地区集中度风险。

（3）**存贷规模增速快，资产质量平稳。**截止3Q20，江阴存贷款规模皆保持两位数增速，

由于贷款客户中小企业占比高，不良贷款率较高，但近几年贷款结构持续优化，个贷占比逐步提升，资产质量总体平稳。

(4) **转型创新加码提速，各大业务端齐发力。**19 年，江阴银行加大业务产品创新力度，负债端新推“月聚宝”、“汇聚宝”、“票聚宝”，增强组产品竞争力；资产端围绕网贷需求，新增“江小鱼”个人线上产品，提升业务效率；中间业务端新推“ETC 车主卡”、“京东金融联名信用卡”两款场景式信用卡，提升客户粘性。三端发力使得江阴银行发展动能持续聚集。

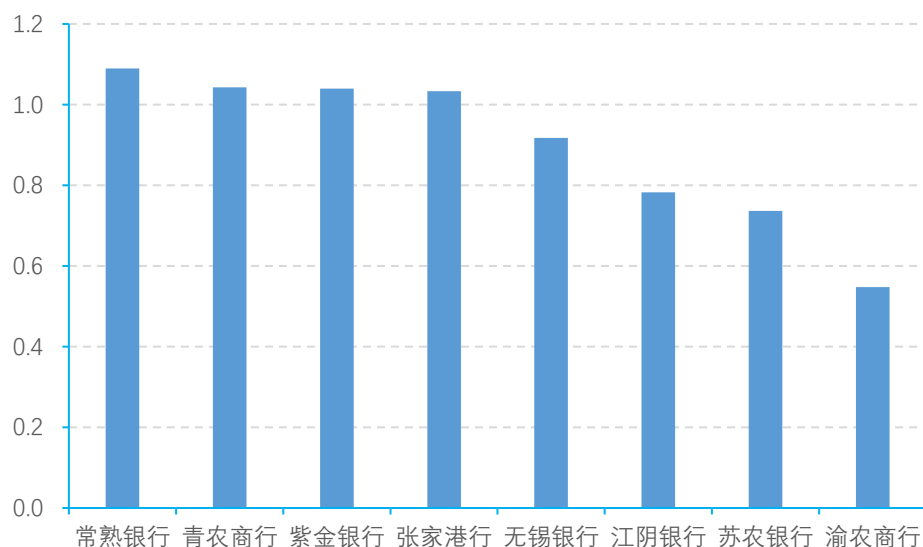
图 53：江阴银行估值较低（PB 截至 20 年 11 月 10 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

我们运用相对估值法对江阴银行进行估值。江阴银行 PB (LF) 截止 20 年 11 月 19 日为 0.78X，在上市农商行中较低。上市农商行 20 年 11 月 19 日的平均 PB (LF) 为 0.9X。基于以上假设，预计江阴银行 20-22 年归母净利润增速为 0.5%/3.3%/5.4%，我们给予其 0.9 X 20PB 目标估值，对应 5.14 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图 54：江阴银行 PB (LF, X, 截至 11 月 19 日) 在 A 股上市农商行排第六



资料来源：WIND，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、**负债成本大幅上升**：负债成本大幅抬升，将使江阴银行息差下行幅度过快，从而降低营收增速；
- 2、**资产质量大幅恶化**：资产质量持续恶化将侵蚀江阴银行净利润，令股价承压
- 3、**中小企业贷款业务不及预期**：如果疫情反复，宏观经济持续下行，江阴客户结构中小企业占比高更易滋生不良，阻碍业务发展。

财务预测摘要

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						收入增长					
净利息收入	23	25	27	31	34	净利润增速	6.0%	18.1%	0.5%	3.3%	5.4%
手续费及佣金	1	1	1	2	2	拨备前利润增速	40.5%	7.4%	2.5%	18.7%	9.0%
其他收入	8	8	6	7	7	税前利润增速	-21.5%	83.7%	-9.6%	25.7%	5.4%
营业收入	32	34	34	39	43	营业收入增速	27.1%	6.9%	0.6%	13.9%	10.4%
营业税金及附加	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	净利息收入增速	11.5%	5.6%	8.7%	14.4%	11.8%
业务管理费	(10)	(11)	(10)	(11)	(12)	手续费及佣金增速	21.6%	52.7%	49.0%	12.0%	12.0%
拨备前利润	21	23	24	28	30	营业费用增速	6.3%	5.6%	-3.0%	3.0%	14.0%
计提拨备	(14)	(11)	(13)	(15)	(17)	规模增长					
税前利润	6	11	10	13	13	生息资产增速	5.3%	10.4%	7.3%	10.8%	10.8%
所得税	2	(1)	0	(2)	(2)	贷款增速	12.8%	11.4%	9.0%	12.0%	12.0%
净利润	9	10	10	11	11	同业资产增速	-24.5%	-23.7%	-45.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	-5.6%	14.9%	10.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	630	702	765	857	960	其他资产增速	8.8%	-4.0%	100.1%	-20.7%	-30.6%
同业资产	14	11	6	6	6	计息负债增速	4.5%	12.0%	10.3%	9.0%	9.0%
证券投资	386	444	488	537	590	存款增速	6.9%	12.4%	10.0%	9.0%	9.0%
生息资产	1141	1259	1351	1496	1658	同业负债增速	-74.8%	211.7%	13.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	39	38	76	60	42	股东权益增速	13.7%	11.6%	8.7%	8.2%	8.0%
总资产	1149	1263	1393	1518	1656	存款结构					
客户存款	848	953	1048	1143	1245	活期	38.8%	36.7%	38.77%	38.77%	38.77%
其他计息负债	164	180	201	219	239	定期	53.2%	52.1%	53.17%	53.17%	53.17%
非计息负债	30	12	14	17	20	其他	8.1%	11.2%	8.05%	8.05%	8.05%
总负债	1042	1145	1264	1379	1505	贷款结构					
股东权益	106	119	129	140	151	企业贷款(不含贴现)	72.5%	69.3%	72.51%	72.51%	72.51%
每股指标						个人贷款	11.9%	15.1%	11.94%	11.94%	11.94%
每股净利润(元)	0.49	0.47	0.47	0.48	0.51	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.21	1.06	1.09	1.29	1.40	不良贷款率	2.15%	1.83%	1.83%	1.67%	1.64%
每股净资产(元)	5.72	5.25	5.71	6.19	6.70	正常	96.18%	95.94%	97.82%	97.87%	97.92%
每股总资产(元)	64.98	58.17	64.12	69.91	76.24	关注	1.67%	2.23%	2.18%	2.13%	2.08%
P/E	8.47	8.82	8.77	8.49	8.05	次级	0.71%	0.64%			
P/PPOP	3.39	3.88	3.88	3.19	2.93	可疑	1.26%	1.06%			
P/B	0.72	0.78	0.78	0.66	0.61	损失	0.18%	0.13%			
P/A	0.06	0.07	0.07	0.06	0.05	拨备覆盖率	233.71%	259.49%	238.12%	263.28%	276.49%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.67%	2.46%	2.06%	2.16%	2.18%	资本充足率	15.21%	15.29%	14.98%	14.64%	14.27%
净利差(Spread)	2.42%	2.20%	2.22%	2.24%	2.26%	核心资本充足率	14.02%	14.16%	13.96%	13.71%	13.43%
贷款利率	5.66%	5.46%	5.51%	5.56%	5.61%	资产负债率	90.74%	90.60%	90.73%	90.80%	90.89%
存款利率	2.02%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	其他数据					
生息资产收益率	4.74%	4.50%	4.52%	4.54%	4.56%	总股本(亿)	17.67	21.72	21.72	21.72	21.72
计息负债成本率	2.32%	2.30%	2.32%	2.34%	2.36%						
盈利能力											
ROAA	0.70%	0.84%	0.77%	0.72%	0.70%						
ROAE	8.90%	9.42%	8.55%	8.13%	7.92%						
拨备前利润率	1.91%	1.91%	1.78%	1.92%	1.92%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com