江苏银行（600919）

公司研究/点评报告

拟配股为资本解渴，打开未来成长空间

—点评江苏银行配股预案

点评报告/银行　　2020 年 07 月 13 日

一、事件概述

2020 年 7 月 9 日公司发布配股预案：拟以每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体 A 股股东配售，募集资金不超过人民币 200 亿元（含），扣除相关发行费用后全部用于补充核心一级资本。

二、分析与判断

➢ 配股价格具有折让空间，对股东吸引力较强

本次配售采用市价折扣法确定配股价格。若以公司截至 2020Q1 末的总股本 115.45 亿股为基数，以配售比例上限和募资金额上限进行测算，折合配股价格为每股 5.77 元，较 2020Q1 末扣除分红后每股净资产 9.70 元的折让空间高达 40.52%，较 7 月 10 日收盘价 6.36 元（仅对应 0.66 倍 PB）的折让空间为 9.28%。以当前股价水平来看，本次完成配股的价格将大概率低于 1 倍 PB，较以往银行再融资价格隐性下限具有一定突破。在当前市场回暖、估值修复的背景下，本次配股将给予原股东低价购买公司股份、摊薄成本的机会，对于原股东具有较大吸引力。

➢ 放松监管门槛，配股可解核心资本燃眉之急

银行外源性补充核心一级资本的方式只有配股、定增和发行可转债三种。其中，可转债完成转股的时间并不固定，一般短则一年、长则三至四年，难以快速、高效地为公司补充核心一级资本。以江苏银行为例，公司于 2019 年 3 月发行 200 亿元可转债，截至 2020 年 6 月底累计转股 0.0005%，对核心一级资本的补充效果十分有限。而定增方面，对于没有控股股东、实际控制人的江苏银行而言，再融资新规发行后，只有与上市公司具有战略协同关系的战略投资者方可锁价发行，准入门槛比较高，同时采用定增方式还会摊薄部分股东持股比例，因此定增的实施难度较大。在这样的情况下，能有效补充核心一级资本、不涉及新增股东的配股融资方式优势凸显，可解核心一级资本短缺的燃眉之急。

➢ 公司基本面良好，核心一级资本短缺为主要发展瓶颈

公司盈利能力较强。自 2016 年上市以来，业绩始终保持双位数较快增长。2020Q1 归母净利润同比增长 12.85%，位居上市银行前列；在净息差持续扩大的支撑下，公司累计年化 ROA 和累计年化加权 ROE 分别同比增长 4bp 和 9bp，盈利能力持续提升。与此同时，公司资产质量稳中向好。Q1 末不良贷款率 1.38%，环比持平，关注率环比下降 5bp，拨备覆盖率 238.77%，具备较强的风险抵御能力和较大的利润反哺空间。核心一级资本短缺是公司长期以来面临的主要制约因素。2017 年至今，公司的核心一级资本充足率最高仅为 8.67%。因资本约束，总资产同比增速逐年放缓。尽管上市后公司陆续发行可转债、二级资本债和永续债。但由于二级资本债和永续债均不能补充核心一级资本，而可转债转股进程缓慢，公司的核心一级资本长期依靠内源性补充。随着风险加权资产规模保持双位数扩张，核心一级资本充足率逐渐下降。截至 2020Q1 末，公司核心一级资本充足率 8.51%，环比下降 8bp，仅高于监管要求底线 1.01pct，处于行业较低水平。本次配股募资补充核心一级资本将助力公司突破发展瓶颈，打开成长空间。

➢ 有效补足核心一级资本，为规模扩张蓄力

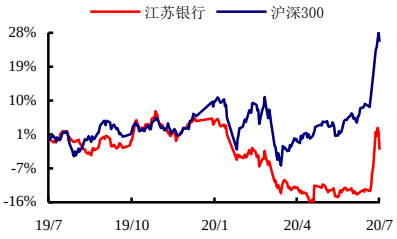
以 2020Q1 末静态测算，公司若以配股比例上限和募资上限完成配售，将推动核心一级资本充足率大幅提升 1.42pct 至 9.93%，远高于监管要求底线 2.43pct，位居上市城商行第 3 名，有效增强资本实力。200 亿元核心一级资本以 8.5%的核心一级资本充足率测算，

推荐　维持评级

当前价格： 6.36 元

交易数据	2020-7-10
近 12 个月最高/最低(元)	7.37/5.66
总股本（百万股）	11,545
流通股本（百万股）	11,406
流通股比例（%）	98.80
总市值（亿元）	734
流通市值（亿元）	725

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：　S0100519090001

电话：　0755-22662075

邮箱：　guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：　S0100119120002

电话：　0755-22662081

邮箱：　liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1.江苏银行(600919):营收增速亮眼，资产质量稳中向好

至少可以撬动 2352.94 亿元风险加权资产，占 2020Q1 末风险加权资产的 16.66%，为公司规模扩张打下坚实的基础。此外，未来随着近 200 亿元可转债逐步完成转股，各级资本充足率尚有进一步提升空间，我们预计公司在摆脱资本瓶颈后将步入快速发展通道。

➢ 短期小幅摊薄盈利指标，对市场流动性冲击有限

以 2020Q1 末静态测算，配售完成后 TTM 口径的 EPS 为 0.94 元，BVPS 为 9.01 元，分别较配售前下降 0.28 元、0.97 元；ROE 为 10.87%，仅较配售前下降 2bp。短期来看，配股仅小幅摊薄各项盈利指标。同时，我们认为本次配股对市场流动性的冲击有限。一是由于公司前十大股东中具有中央及地方国资背景的股东合计持股 36.48%，我们预计国资背景的股东将出资配股，一定程度上减少对其他股东的出资需求，降低对市场的“抽血”效应；二是监管层会把控节奏，公司配股方案实际落地至少在半年以后，短期对资金面的影响十分有限；三是市场逐步适应 IPO 的常态化发行，对大额融资的包容度提升；四是市场流动性充裕，本次配股所需的资金体量相对较小。

三、投资建议

公司盈利能力较好，资产质量持续改善，零售业务快速发展，2019 年底理财子公司获批筹建有助于提升中收水平，未来核心一级资本补足将为公司规模扩张打下坚实基础。目前在基本面、政策面、资金面三者的催化下，银行股刚刚开启了估值修复行情。江苏银行 PB 估值处于上市城商行较低水平，尚有较大提升空间，配股给了原股东低价买入公司股份、摊薄成本的机会，有望提振市场情绪。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 12.23%、12.46%、13.16%。2020 年对应 BVPS 为 9.54 元，对应 PB 为 0.67 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

配股进展不及预期，资产质量出现波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	44,974	48,870	54,345	60,364
增长率（%）	27.68%	8.66%	11.20%	11.08%
归属母公司股东净利润（百万元）	14,619	16,406	18,450	20,878
增长率（%）	11.89%	12.23%	12.46%	13.16%
每股收益（元）	1.18	1.02	1.16	1.32
PE（现价）	5.41	6.21	5.48	4.81
PB	0.67	0.67	0.60	0.55

资料来源：公司公告、民生证券研究院

表1：配股影响测算

指标	配股前	配股后	变化
EPS （TTM，元）	1.22	0.94	-0.28
扣除分红前 BVPS（元）	9.98	9.01	-097
扣除分红后 BVPS（元）	9.70	8.79	-0.91
ROE（TTM，%）	12.86	10.87	-0.02
核心一级资本充足率（%）	8.51	9.93	1.42
一级资本充足率（%）	9.94	11.36	1.42
资本充足率（%）	12.65	14.07	1.42

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：以 2020Q1 末数据静态测算

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	2,065,058	2,287,942	2,579,520	2,958,874
贷款净额	1,010,901	1,153,407	1,328,415	1,527,677
债券投资	782,949	842,875	927,384	1,066,491
总负债	1,928,622	2,094,893	2,365,003	2,714,705
存款余额	1,205,562	1,305,171	1,474,610	1,694,155
同业负债	340,950	352,189	397,911	457,153
股东权益	136,436	193,049	214,517	244,169
盈利能力				
ROAA	0.75%	0.77%	0.78%	0.77%
ROAE	12.77%	12.14%	11.56%	11.92%
生息资产收益率	4.22%	4.23%	4.24%	4.24%
计息负债成本率	3.05%	3.05%	3.06%	3.06%
净息差（NIM）	1.32%	1.35%	1.38%	1.38%
成本收入比	27%	27%	27%	27%
成长能力				
贷款	17.0%	14.1%	15.2%	15.0%
存款	10.3%	8.3%	13.0%	14.9%
净利息收入	0.4%	11.4%	14.5%	14.1%
中间业务收入	15.3%	5.0%	10.0%	10.0%
营业费用	14.5%	8.7%	11.2%	11.1%
净利润	11.9%	12.2%	12.5%	13.2%
营业收入结构				
利息占比	56.8%	58.2%	60.0%	61.6%
手续费收入占比	13.4%	12.9%	12.8%	12.7%
业务费用占比	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
计提拨备占比	38.3%	37.2%	36.8%	36.1%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	25,537	28,461	32,599	37,183
手续费净收入	6,023	6,324	6,956	7,652
营业费用	12,079	13,126	14,596	16,213
拨备前利润	32,831	35,681	39,686	44,088
计提减值准备	17,216	18,156	19,977	21,786
所得税	656	736	828	936
净利润	14,619	16,406	18,450	20,878
资本管理				
核心资本	114,770	143,224	158,072	174,900
资本净额	172,327	227,363	247,485	271,172
风险加权资产	1,336,504	1,480,754	1,669,463	1,914,981
风险加权资产比重	65%	65%	65%	65%
核心一级资本充足率	8.6%	9.7%	9.5%	9.1%
一级资本充足率	10.1%	12.6%	12.0%	11.4%
资本充足率	12.9%	15.4%	14.8%	14.2%
资产质量				
贷款减值准备	29,596	35,814	41,843	47,722
不良贷款额	13,950	15,802	18,066	20,624
不良贷款率	1.38%	1.37%	1.36%	1.35%
拨备覆盖率	212%	227%	232%	231%
拨贷比	2.93%	3.11%	3.15%	3.12%
信用成本	1.99%	1.80%	1.73%	1.64%
估值分析				
PB	0.67	0.67	0.60	0.55
PE	5.41	6.21	5.48	4.81
EPS	1.18	1.02	1.16	1.32
BVPS	9.53	9.54	10.53	11.65
每股股利	0.28	0.24	0.27	0.31
股息收益率	4.4%	3.8%	4.2%	4.8%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

郭其伟，民生证券首席金融行业分析师。中山大学硕士，曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券，负责银行、非银行业方向的研究。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。