

600919.SH

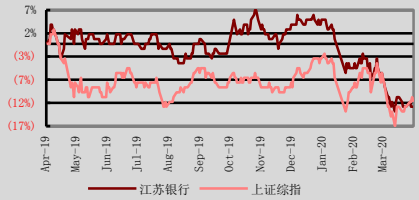
增持

原评级: 增持
市场价格:人民币 6.01
板块评级:强于大市

本报告要点

- **营收亮眼，息差走阔**

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(17.3)	(7.1)	(16.4)	(13.6)
相对上证指数	(8.0)	(0.4)	(6.9)	0.2

发行股数(百万)	11,545
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	69,382
3 个月日均交易额(人民币 百万)	205
资本充足率(%)(2019)	12.9
主要股东(%)	
江苏省国际信托有限责任公司	8

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 4 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

《江苏银行》 20200119
《江苏银行》 20191029
《江苏银行》 20190820

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

励雅敏
(8621)20328568
yamin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

江苏银行

营收亮眼，息差走阔

江苏银行 2019 年营收表现靓丽，增速预计位列行业前列。公司下半年息差延续改善趋势。公司不良率保持稳定，低于行业平均水平，且 4 季度进一步夯实拨备基础增强风险抵补能力。维持*增持*评级。

支撑评级的要点

- **营收增速亮眼，手续费收入改善持续。**2019 年江苏银行营业收入同比增长 27.7%，营收绝对增速为上市后新高，延续前三季度（+27.4%，YoY）快增势头，预计增速在上市银行中排名前列。公司 2019 年利息净收入+投资收益合计同比增 31.5%，手续费收入同比增 15.3%，延续改善趋势（前三季度同比增 8.8%）。公司 2019 年净利润同比增 11.9%，较前三季度小幅收窄 3.92 个百分点，主因公司 4 季度继续加大拨备计提力度，4 季度信贷成本比较 2018 年同期提升 79BP 到 2.29%。
- **下半年息差继续走阔，负债端成本率下降。**与行业趋势不同，公司下半年息差进一步走阔，全年息差为 1.94%（vs2019H，1.83%）。根据我们期初期末口径测算，公司 4 季度息差环比 3 季度提升 17BP。2019 年下半年息差持续改善的主要原因在于负债端成本压力的缓解。2019 年公司负债端成本率为 2.88%（vs2019H，2.93%）。资产端，在非信贷类资产收益率下行情况下，公司全年生息资产收益率水平与上半年持平（4.57%），主要的原因在于资产端信贷占比的提升。公司全年信贷同比增 17%，带动 2019 年末信贷占资产比重较半年末提升 3 个百分点至 49%。
- **不良率低于行业平均，拨备水平提升。**公司 2019 年末不良率为 1.38%，环比下降 1BP，公司不良率依然低于行业平均。公司 2019 年末逾期 90 天以上贷款/不良贷款为 88.22%；逾期 60 天以上贷款不良贷款为 89.48%。公司关注类贷款占比较半年末下降 40BP 至 1.94%。根据我们期初期末口径测算，公司 4 季度年化不良生成率为 1.69%，环比 3 季度提升 80BP，我们认为主要受国内经济下行压力加大的影响。从拨备来看，4 季度公司拨备水平提升，拨备覆盖率/环比 3 季度增 7.7 个百分点至 233%。

估值

- 我们小幅下调江苏银行 2020/2021 年 EPS 至 1.40/1.55 元/股（原为 1.50/1.68 元/股），对应净利润增速为 10.5%/10.7%（原为 14.5%/11.7%），目前股价对应 2020/2021 年市净率为 0.57/0.51x，对应市盈率 4.30/3.88x，维持***增持***评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日:12 月 31 日(人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	35,222	44,952	47,641	51,386	56,511
变动(%)	4.10	27.62	5.98	7.86	9.97
净利润	13,065	14,619	16,149	17,879	19,841
变动(%)	10.02	11.9	10.5	10.7	11.0
净资产收益率(%)	13.48	13.7	13.9	13.9	13.9
每股收益(元)	1.13	1.27	1.40	1.55	1.72
原先预测每股收益(元)			1.50	1.68	
调整幅度(%)			(6.7)	(7.7)	
市盈率(倍)	5.31	4.75	4.30	3.88	3.50
市净率(倍)	0.68	0.63	0.57	0.51	0.46

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2019 年业绩摘要（人民币，千元）

	2018 年	2019 年	同比增减（%）
一、营业收入	35,223,988	44,974,014	27.68
其中：利息净收入	25,446,907	25,536,657	0.35
手续费及佣金净收入	5,222,292	6,022,914	15.33
二、营业支出	20,807,156	29,295,184	40.79
其中：业务及管理费	10,103,863	11,530,571	14.12
三、营业利润	14,416,832	15,678,830	8.75
四、利润总额	14,267,401	15,615,486	9.45
五、净利润	13,262,508	14,959,779	12.80
其中：归属于母公司股东的净利润	13,064,935	14,618,609	11.89

资料来源：公司公告，中银证券

事项：

江苏银行公布 2019 年年报，2019 年净利润同比+11.9%。总资产 2.07 万亿元（+7.23%，YoY/-0.07%,QoQ）。其中贷款+17.0%YoY/+3.25%QoQ；存款+10.3%YoY/-0.21%QoQ。营业收入同比+27.7%，净息差 1.94%（+40bp，YoY），利息净收入同比+0.35%（如考虑会计准则切换的影响加回投资收益，两者合计实现收入同比增 31.5%），手续费净收入同比+15.3%。成本收入比 25.6%（-3pct,YoY）。不良贷款率 1.38%（-1bp,QoQ）。拨备覆盖率 233%（+7.7pct,QoQ），拨贷比 3.21%(+8bp,QoQ)。公司年化 ROE12.7%（+22bp，YoY），公司核心一级资本充足率 8.59%，资本充足率 12.9%；现金分红率为 22.0%，股息率 4.63%。

营收增速亮眼，手续费收入改善持续

2019 年江苏银行营业收入同比增长 27.7%，营收绝对增速为上市后新高，延续前三季度（+27.4%，YoY）快增势头，预计增速在上市银行中排名前列。营收的快速增长除去年同期的低基数因素外，主要源自公司积极调整资负结构带来息差的改善，以及手续费收入较 2018 年明显修复。受新会计准则影响，公司 2019 年利息净收入同比增 0.35%，如果剔除准则切换的影响、加上投资收益，两者合计同比增 31.5%。中收方面，公司 2019 年手续费收入同比增 15.3%，延续改善趋势（前三季度同比增 8.8%）。细拆来看，2019 年手续费收入主要由代理业务及银行卡业务贡献，分别同比增 23%、27%。公司 2019 年净利润同比增 11.9%，较前三季度小幅收窄 3.92 个百分点，主因公司 4 季度继续加大拨备计提力度，4 季度信贷成本比较 2018 年同期提升 79BP 到 2.29%。

下半年息差继续走阔，负债端成本率下降

与行业趋势不同，公司下半年息差进一步走阔，全年息差为 1.94%（vs2019H，1.83%）。根据我们期初期末口径测算，公司 4 季度息差环比 3 季度提升 17BP。2019 年下半年息差持续改善的主要原因在于负债端成本压力的缓解。2019 年公司负债端成本率为 2.88%（vs2019H，2.93%），细拆来看无论是存款成本率还是同业负债成本率均有下降，我们认为受流动性宽裕市场资金利率保持低位、以及下半年行业高息揽储现象改善的影响。资产端，在非信贷类资产收益率下行情况下，公司全年生息资产收益率水平与上半年持平（4.57%），主要的原因在于资产端信贷占比的提升。公司全年信贷同比增 17%，带动 2019 年末信贷占资产比重较半年末提升 3 个百分点至 49%。

不良率低于行业平均，拨备水平提升

资产质量方面，公司 2019 年末不良率为 1.38%，环比下降 1BP，主因公司下半年加大核销力度，下半年贷款核销规模（22 亿）高于上半年（16 亿），公司不良率依然低于行业平均。公司不良认定较严格，2019 年末逾期 90 天以上贷款/不良贷款为 88.22%；逾期 60 天以上贷款不良贷款为 89.48%。从前瞻性指标表来看，公司关注类贷款占比较半年末下降 40BP 至 1.94%。根据我们期初期末口径测算，公司 4 季度年化不良生成率为 1.69%，环比 3 季度提升 80BP，我们认为主要受国内经济下行压力加大的影响。从拨备来看，主营业务表现向好支持公司夯实拨备基础，4 季度公司拨备水平提升，拨备覆盖率/拨贷比环比 3 季度分别增 7.7/0.08 个百分点至 233%/3.21%，进一步加强风险抵御能力。

投资建议

江苏银行 2019 年营收表现靓丽，增速预计位列行业前列。受益于低市场利率环境以及公司资负结构的优化，公司下半年息差延续改善趋势。公司不良率保持稳定，低于行业平均水平，且 4 季度进一步夯实拨备基础增强风险抵补能力。考虑到 2020 年 LPR 推进对息差的影响，我们小幅下调江苏银行 2020/2021 年 EPS 至 1.40/1.55 元/股（原为 1.50/1.68 元/股），对应净利润增速为 10.5%/10.7%（原为 14.5%/11.7%），目前股价对应 2020/2021 年市净率为 0.57/0.51x，对应市盈率 4.30/3.88x，维持增持评级。

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	1.13	1.27	1.40	1.55	1.72
BVPS（摊薄/元）	8.89	9.53	10.55	11.71	12.99
每股股利	0.34	0.28	0.28	0.31	0.34
分红率(%)	30.04	21.95	20.00	20.00	20.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	889	1,044	1,222	1,430	1,673
证券投资	802	785	863	950	1,045
应收金融机构的款项	55	72	79	87	96
生息资产总额	1,864	2,000	2,272	2,585	2,944
资产合计	1,926	2,065	2,345	2,668	3,040
客户存款	1,093	1,206	1,326	1,459	1,605
计息负债总额	1,757	1,907	2,080	2,270	2,478
负债合计	1,801	1,929	2,197	2,506	2,863
股本	12	12	12	12	12
股东权益合计	123	133	145	158	173
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	25.45	25.54	27.50	30.44	34.66
净手续费及佣金收入	5.22	6.02	6.75	7.56	8.46
营业收入	35.22	44.95	47.64	51.39	56.51
营业税金及附加	(0.44)	(0.53)	(0.56)	(0.60)	(0.66)
拨备前利润	24.53	32.83	33.68	36.33	39.96
计提拨备	(10.26)	(17.22)	(16.43)	(17.23)	(18.77)
税前利润	14.27	15.62	17.25	19.10	21.19
净利润	13.06	14.62	16.15	17.88	19.84
资产质量					
NPL ratio(%)	1.39	1.38	1.40	1.40	1.40
NPLs	12.38	14.36	17.11	20.01	23.42
拨备覆盖率(%)	204	233	225	210	191
拨贷比(%)	2.83	3.21	3.15	2.94	2.68
一般准备/风险加权资(%)	2.09	2.50	2.53	2.43	2.28
不良贷款生成率(%)	0.77	1.14	1.25	1.25	1.25
不良贷款核销率(%)	(0.55)	(0.93)	(1.01)	(1.03)	(1.03)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	18.99	17.44	17.00	17.00	17.00
生息资产增长率	8.50	7.31	13.57	13.78	13.93
总资产增长率	8.77	7.23	13.57	13.78	13.93
存款增长率	8.48	10.27	10.00	10.00	10.00
付息负债增长率	8.63	8.49	9.11	9.14	9.17
净利息收入增长率	(8.51)	0.35	7.70	10.67	13.86
手续费及佣金净收入增长率	(9.63)	15.33	12.00	12.00	12.00
营业收入增长率	4.10	27.62	5.98	7.86	9.97
拨备前利润增长率	3.44	33.85	2.58	7.88	9.99
税前利润增长率	3.47	9.45	10.47	10.71	10.97
净利润增长率	10.02	11.89	10.47	10.71	10.97
非息收入占比	14.83	13.40	14.16	14.70	14.97
成本收入比	28.69	25.65	28.00	28.00	28.00
信贷成本	1.25	1.78	1.45	1.30	1.21
所得税率	7.04	4.20	4.20	4.20	4.20
盈利能力（%）					
NIM	1.59	1.94	1.89	1.84	1.84
拨备前 ROAA	1.33	1.65	1.53	1.45	1.40
拨备前 ROAE	20.98	25.71	24.28	24.02	24.17
ROAA	0.71	0.73	0.73	0.71	0.70
ROAE	13.48	13.75	13.93	13.91	13.92
流动性（%）					
分红率	30.04	21.95	20.00	20.00	20.00
贷存比	81.33	86.63	92.14	98.00	104.24
贷款/总资产	46.17	50.57	52.10	53.57	55.02
债券投资/总资产	41.62	38.00	36.81	35.59	34.36
银行同业/总资产	2.84	3.50	3.39	3.27	3.16
资本状况					
核心一级资本充足率 2	8.61	8.59	8.41	8.22	8.02
资本充足率	12.55	12.89	12.20	11.55	10.95
加权风险资产-一般法	1,206	1,337	1,518	1,727	1,968
% RWA/总资产(%)	62.63	64.72	64.72	64.72	64.72

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371