

投资评级 优于大市 维持

苏农银行 22 年报&23Q1 季报点评：收入增长有韧性，结构进一步优化

股票数据

 04月28日收盘价(元) 4.74
 52周股价波动(元) 4.41-5.62

股本结构

 总股本(百万股) 1803
 流通A股(百万股) 1544
 B股/H股(百万股) 0/0

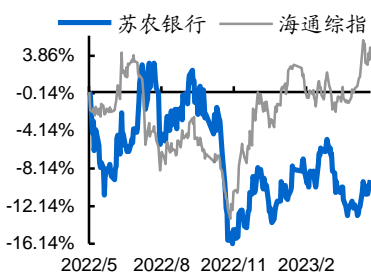
相关研究

《苏农银行 22 年 Q3 业绩快报点评：Q3 营收增速继续向上，利润增速维持 20%+，资产质量继续向好》2022.10.23

《苏农银行 22 年半年报点评：降本提质，打造“第二曲线”》2022.08.19

《苏农银行 22 年中报预报点评：H1 营收、利润增速预计继续上行，资产质量预计继续向好》2022.07.10

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	M
绝对涨幅(%)	2.2	-4.6	-2.7
相对涨幅(%)	1.4	-3.6	1.0

资料来源：海通证券研究所

投资要点：苏农银行 23Q1 营收同比增长 1.38%，归母净利润同比增长 15.96%。政府补贴入账一定程度上提振了当季盈利。22 年净息差较 22H1 回升，23Q1 苏州城区贷款投放再发力，资产质量继续优化。我们维持“优于大市”评级。

- 苏农银行作为制造业特色银行，立足当地产业，23Q1 营收同比增长 1.38%，归母净利润同比增长 15.96%。
- **发挥地区优势做大对公业务，科创贷款大幅增长。**对公贷款 22 年同比多增 14%，公司贷款有效户 5733 户，较 22 年初净增 784 户，增长 15.84%。“苏科贷”落地金额排名苏州市区银行业第二，22 年公司科创贷款占对公贷款比例约为 17.7%，科创贷款金额同比增长 50%。
- **苏州城区贷款占比持续提升，贡献大多数贷款增量。**23Q1 苏农银行在除吴江区之外苏州地区的贷款占比为 21.77%，较 22Q1 同比提升 43%，23Q1 除吴江区外苏州地区贷款净新增额占总体贷款净新增额的 76%。
- **资产质量继续优化，关注类贷款占比大幅压降。**23Q1 不良率较 22 年底环比下降 1bp 至 0.94%，关注类贷款占比较 22 年底环比下降 12bps 至 1.36%，拨备覆盖率较 22 年底环比提升 1.10pct 至 443.93%。
- **投资建议。**我们预测 2023-2025 年 EPS 为 0.99、1.15、1.32 元，归母净利润增速为 19.07%、16.35%、13.98%。我们根据 DDM 模型（见表 2）得到合理价值为 8.19 元；根据可比估值法给予公司 2023E PB 估值为 0.90 倍（可比公司为 0.60 倍），对应合理价值为 7.90 元。因此给予合理价值区间为 7.90-8.19 元（对应 2023 年 PE 为 7.97-8.26 倍，同业公司对应 PE 为 4.84 倍），维持“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。**

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:林加力

Tel:(021)23154395

Email:lj12245@haitong.com

证书:S0850518120003

联系人:董栋梁

Tel:(021) 23219356

Email:ddl13206@haitong.com

联系人:徐凝碧

Tel:(021)23154134

Email:xnb14607@haitong.com

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3834	4037	4735	5263	5915
YOY(%)	2.17%	5.30%	17.29%	11.15%	12.38%
净利润(百万元)	1160	1502	1788	2081	2372
YOY(%)	21.96%	29.42%	19.07%	16.35%	13.98%
平均净资产收益率(%)	9.33%	11.11%	11.97%	12.33%	12.41%
平均总资产收益率(%)	0.78%	0.89%	0.94%	0.99%	1.01%
全面摊薄 EPS(元)	0.64	0.83	0.99	1.15	1.32
BVPS(元)	7.21	7.79	8.78	9.94	11.25

资料来源：公司年报(2021-2022)，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。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2022
002807	江阴银行	89	6.41	7.20	8.06	0.64	0.57	0.51	4.62	10.15
002839	张家港行	100	6.04	6.87	7.76	0.76	0.67	0.59	4.99	11.08
600908	无锡银行	122	7.80	8.81	9.87	0.73	0.64	0.58	5.19	11.41
601128	常熟银行	214	7.97	9.17	10.38	0.98	0.85	0.75	6.43	11.62
002958	青农商行	161	5.42	-	-	0.54	-	-	3.73	10.63
601077	渝农商行	440	9.45	10.30	11.44	0.41	0.38	0.34	3.94	9.87
601860	紫金银行	97	4.58	-	-	0.58	-	-	5.37	9.85
601825	沪农商行	570	10.56	11.73	13.02	0.56	0.50	0.45	4.44	11.39
均值			7.28	9.01	10.09	0.65	0.60	0.54	4.84	10.75

注: 收盘价为 04 月 28 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

表 2 DDM 模型下的敏感性测算

每股价值 (元)	永续净利润增速(行)				
	4.6%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%
风险折现率(列)	4.6%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%
12.02%	7.43	7.55	7.69	7.83	7.98
11.82%	7.65	7.79	7.93	8.08	8.24
11.62%	7.89	8.04	8.19	8.36	8.53
11.42%	8.15	8.30	8.47	8.65	8.83
11.22%	8.42	8.59	8.77	8.96	9.16

资料来源: 海通证券研究所测算

注: 我们假设公司未来三年的 EPS 为 0.99、1.15、1.32 元, 第四年至第十年的净利润增速为 13%、分红比例为 30%; 永续阶段净利润增速为 5%、分红比例为 30%, 风险折现率为 11.62%。

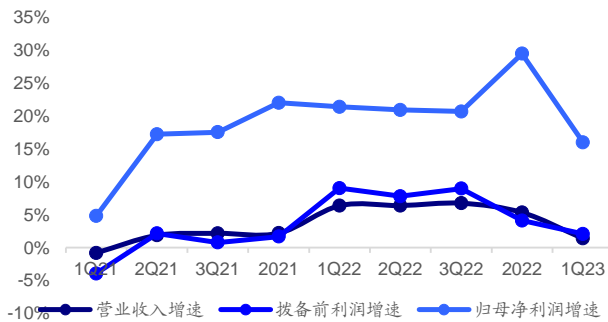
图 1 公司报告期营收、PPOP、归母净利润增速

 资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

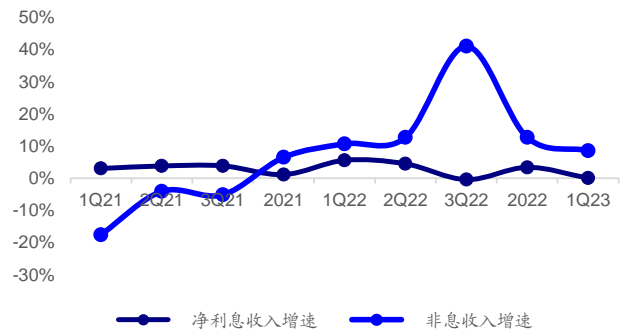
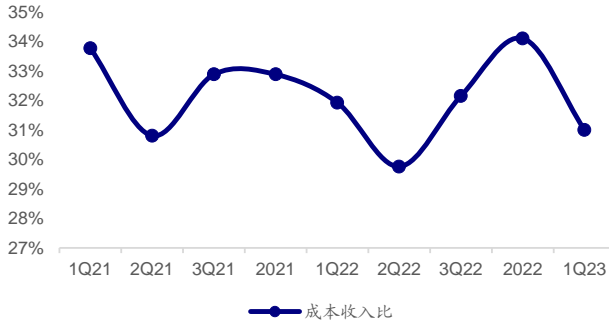
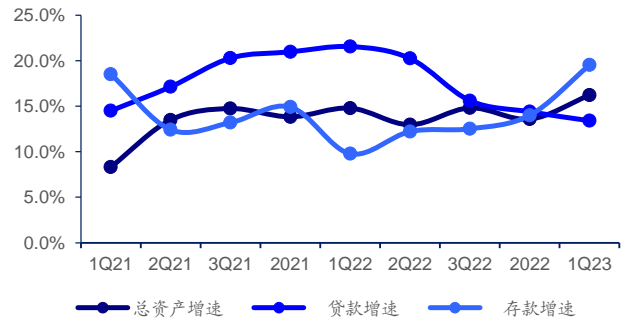
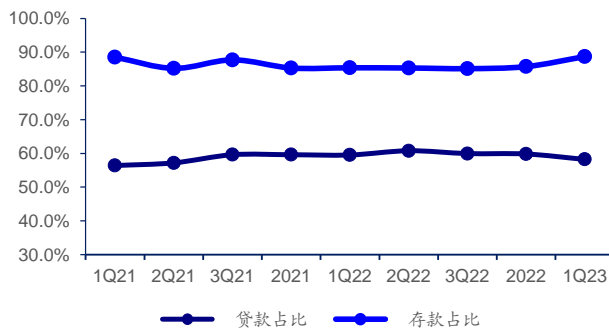
图 2 公司报告期净利息收入、非息收入增速

 资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

图3 公司成本收入比


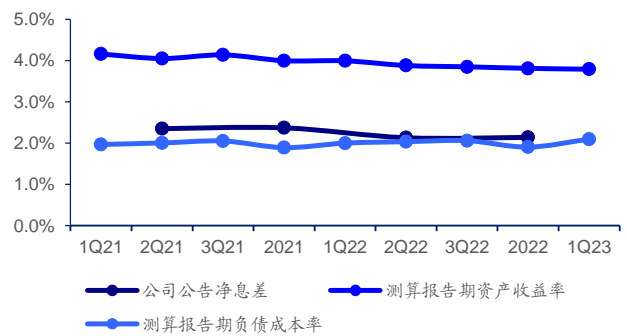
资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

图4 公司总资产、贷款、存款增速


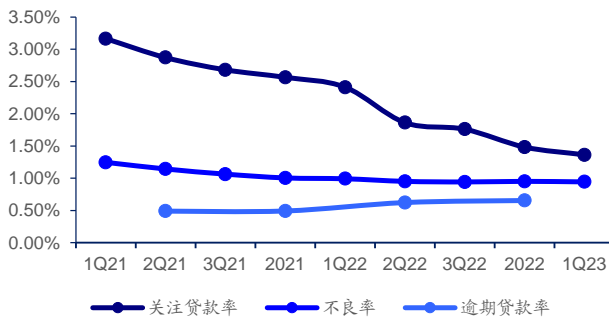
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图5 公司贷款、存款占比


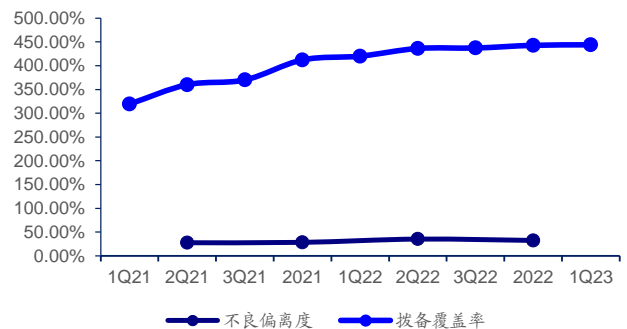
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图6 报告期公告净息差、资产及负债收益率


资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。公司重述了 2020 和 2019 年全年的净利息收入。

图7 公司不良率、逾期率、关注贷款率


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图8 公司拨备覆盖率、不良偏离度


资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
估值指标 (倍):					利润表 (百万元):				
PE	5.22	4.37	3.71	3.19	利息收入	6273	6982	7802	8748
PB	0.56	0.49	0.43	0.37	利息支出	-3135	-3240	-3590	-3978
P/B (扣除商誉)	0.72	0.62	0.54	0.46	净利息收入	3138	3742	4212	4770
每股指标 (元):					资产负债表 (百万元):				
EPS	0.83	0.99	1.15	1.32	手续费净收入	131	225	283	377
BVPS	7.79	8.78	9.94	11.25	营业收入	4037	4735	5263	5915
BVPS (扣除商誉)	6.46	7.45	8.60	9.92	业务及管理费	-1377	-1563	-1737	-1952
每股拨备前利润	1.47	1.74	1.93	2.17	拨备前利润	2649	3130	3479	3910
驱动性因素:					资产质量:				
生息资产增长	13.97%	10.55%	11.02%	11.04%	拨备	-937	-1088	-1105	-1205
贷款增长	14.47%	14.00%	14.00%	14.00%	税前利润	1711	2041	2374	2704
存款增长	14.00%	11.00%	11.00%	11.00%	税后利润	1509	1795	2088	2379
贷款收益率	5.85%	5.52%	5.33%	5.00%	归属母公司净利	1502	1788	2081	2372
生息资产收益率	3.81%	3.78%	3.81%	3.85%	资本状况:				
存款付息率	0.00%	1.76%	1.76%	1.76%	贷款总额	109047	124314	141718	161558
计息负债付息率	2.04%	1.88%	1.88%	1.88%	贷款减值准备	-4338	-4816	-5331	-5917
净息差	1.91%	2.03%	2.06%	2.10%	贷款净额	104887	119498	136387	155641
风险成本	0.90%	0.93%	0.83%	0.79%	债券投资	53715	53361	55603	57626
净手续费增速	-39.90%	71.52%	25.65%	33.10%	存放央行	10369	13966	15503	17208
成本收入比	34.10%	33.00%	33.00%	33.00%	同业资产	6389	7028	7731	8504
所得税税率	11.81%	12.04%	12.04%	12.04%	其他资产	4918	5995	6656	7391
盈利及杜邦分析:					负债和所有者权益合计				
ROAA	0.89%	0.94%	0.99%	1.01%	生息资产	175360	193853	215223	238979
ROAE	11.11%	11.97%	12.33%	12.41%	资产总额	180278	199848	221879	246370
净利息收入	1.85%	1.97%	2.00%	2.04%	存款	139805	155183	172253	191201
非净利息收入	0.53%	0.52%	0.50%	0.49%	同业负债	12019	13221	14543	15997
营业收入	2.38%	2.49%	2.50%	2.53%	发行债券	11262	12388	13627	14990
营业支出	0.83%	0.84%	0.85%	0.86%	计息负债	163086	180792	200423	222188
拨备前利润	1.56%	1.65%	1.65%	1.67%	负债总额	165950	183732	203682	225801
拨备	0.55%	0.57%	0.52%	0.51%	股本	1803	1803	1803	1803
税前利润	1.01%	1.07%	1.13%	1.16%	资本公积	2288	2288	2288	2288
税收	0.12%	0.13%	0.14%	0.14%	盈余公积	4039	4039	4423	4423
业绩年增长率:					一般风险准备				
净利息收入					未分配利润	1441	1749	1301	1713
净利息收入	3.36%	19.25%	12.57%	13.25%	股东权益	14328	16116	18197	20569
营业收入	5.30%	17.29%	11.15%	12.38%	负债和所有者权益合计	180278	199848	221879	246370
拨备前利润	4.10%	18.16%	11.15%	12.39%	资产质量:				
归属母公司利润	29.42%	19.07%	16.35%	13.98%	资本充足率				
资产质量:					资本充足率				
不良率	0.95%	0.83%	0.74%	0.71%	核心资本充足率	12.09%	11.78%	11.64%	11.77%
拨备覆盖率	442.83%	464.58%	506.54%	515.46%	杠杆率	10.17%	10.07%	10.10%	10.38%
拨贷比	4.21%	3.87%	3.76%	3.66%	RORWA	1.12%	1.19%	1.25%	1.28%
不良净生成率	0.34%	0.53%	0.48%	0.48%	风险加权系数	74.22%	75.00%	75.00%	75.00%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

注: 收盘价为 04 月 28 日价格, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

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

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： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。