

投资评级 优于大市 维持

张家港行 22 年业绩点评: 22 年 Q4 利润增长继续维持 25%，客户群体进一步下沉

股票数据

 04月03日收盘价(元) 4.52
 52周股价波动(元) 4.16-7.04

股本结构

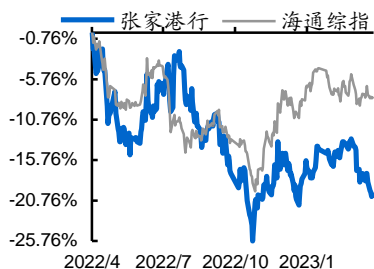
 总股本(百万股) 2170
 流通A股(百万股) 2071
 B股/H股(百万股) 0/0

相关研究

《张家港行：“两小”业务带来增长活力》
 2022.12.30

《张家港行 22 年 Q3 业绩点评：利润增速突破 30%，客户数目迅速提升。》
 2022.10.31

《张家港行 22H1 点评：息差企稳回升，拨备覆盖率突破 500%。》 2022.08.15

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.6	-4.8	-2.8
相对涨幅 (%)	-6.6	-3.6	-8.0

资料来源：海通证券研究所

投资要点：张家港行利润增速继续突破 25%，同时其专注小微，客户群体进一步开拓，在疫情的冲击下，资产质量也保持平稳，我们维持“优于大市”评级。

- **Q4 单季度归母净利润增速继续维持 25%+，息差保持平稳。** 张家港行全年营业收入同比增长 4.57%，归母净利润同比增长 29%，其中 Q4 单季度利润增速为 25.8%，继续保持较高的增速。同时张家港行 2022 年 Q4 的息差为 2.25%，和 Q3 保持一致。
- **客户群体进一步开拓。** 张家港行的客户群体也在进一步拓展，2022 年底张家港行贷款客户总数 38.07 万户，较年初增长 11.80 万户，增幅 44.92%。其中对公客户突破 1 万户，达到 1.12 万户，增长 0.35 万户，增幅 45.45%；个人贷款客户 36.95 万户，增长 11.45 万户，增幅 44.90%。
- **资产质量继续好转。** 22Q4 张家港行不良率环比下降 1bp 至 0.89%，拨备覆盖率在 521.09%，继续保持 500% 以上，张家港行的关注类贷款占比有所好转，从 22Q3 的 1.59% 下降至 22 年 Q4 的 1.50%。张家港行的资产质量继续保持平稳的节奏。
- **投资建议。** 我们预测 2023-2025 年 EPS 为 0.90、1.04、1.18 元，归母净利润增速为 16.06%、15.04%、13.93%。我们根据 DDM 模型（见表 2）得到合理价值为 6.84 元；根据可比估值法给予公司 2023E PB 估值为 0.95 倍（可比公司为 0.58 倍），对应合理价值为 6.41 元。因此给予合理价值区间为 6.41-6.84 元（对应 2023 年 PE 为 7.12-7.60 倍，同行业公司对应 PE 为 4.97 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:ljl12245@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)	4616	4827	5521	6035	6894
YOY (%)	10.05%	4.57%	14.37%	9.30%	14.25%
净利润(百万元)	1304	1682	1952	2246	2559
YOY (%)	30.30%	29.00%	16.06%	15.04%	13.93%
平均净资产收益率 (%)	11.48%	13.41%	14.07%	14.44%	14.59%
平均总资产收益率 (%)	0.85%	0.96%	0.99%	1.02%	1.05%
全面摊薄 EPS (元)	0.60	0.78	0.90	1.04	1.18
BVPS (元)	5.52	6.04	6.74	7.60	8.57

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 (%)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E	2021
600908	无锡银行	117	6.14	9.02	8.68	0.88	0.60	0.63	5.02	10.61
601128	常熟银行	206	7.22	7.97	9.14	1.04	0.94	0.82	6.19	11.59
603323	苏农银行	84	7.21	8.04	8.68	0.65	0.58	0.54	4.94	9.22
002958	青农商行	158	5.16			0.55				9.73
601077	渝农商行	416	8.85	9.45	10.37	0.41	0.39	0.35	3.73	9.67
601860	紫金银行	95	4.25	4.67		0.61	0.55			9.83
	均值		6.47	7.83	9.22	0.69	0.61	0.58	4.97	10.11

注：收盘价为 04 月 03 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)				
	4.1%	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%
风险折现率(列)					
11.23%	6.19	6.30	6.41	6.53	6.66
11.03%	6.38	6.50	6.62	6.75	6.89
10.83%	6.58	6.71	6.84	6.98	7.13
10.63%	6.80	6.93	7.08	7.23	7.39
10.43%	7.03	7.17	7.33	7.49	7.67

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 0.9、1.04、1.18 元，第四年至第十年的净利润增速为 10%、分红比例为 30%；永续阶段净利润增速为 4.5%、分红比例为 30%，风险折现率为 10.83%。

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	4.45	3.84	3.33	营业收入	7777	8654	9592	10900
PB	0.67	0.59	0.52	0.46	利息收入	-3860	-4030	-4469	-4936
P/B (扣除商誉)	0.88	0.77	0.67	0.58	利息支出	3917	4624	5123	5964
每股指标 (元):					净利息收入	47	34	48	67
EPS	0.78	0.90	1.04	1.18	手续费净收入	4827	5521	6035	6894
BVPS	6.04	6.74	7.60	8.57	营业收入	-1574	-1656	-1810	-2068
BVPS (扣除商誉)	4.94	5.64	6.49	7.46	业务及管理费	3297	3904	4260	4856
每股拨备前利润	1.52	1.80	1.96	2.24	拨备前利润	-1442	-1764	-1800	-2057
驱动性因素:					拨备	1855	2140	2459	2799
生息资产增长	14.28%	12.58%	9.99%	10.78%	税前利润	1699	1969	2262	2575
贷款增长	15.24%	15.00%	18.00%	18.00%	税后利润	1682	1952	2246	2559
存款增长	15.24%	12.00%	12.00%	12.00%	归属母公司净利				
贷款收益率	5.88%	6.18%	6.06%	5.84%	资产负债表 (百万元):				
生息资产收益率	4.50%	4.46%	4.45%	4.58%	贷款总额	115028	132282	156093	184190
存款付息率	2.27%	2.13%	2.13%	2.13%	贷款减值准备	-5305	-6149	-6905	-7761
计息负债付息率	2.41%	2.25%	2.25%	2.24%	贷款净额	109941	126134	149188	176429
净息差	2.27%	2.38%	2.38%	2.51%	债券投资	59142	57390	55633	49983
风险成本	1.31%	1.43%	1.25%	1.21%	存放央行	11021	19300	18013	20174
净手续费增速	-62.43%	-27.96%	42.96%	39.05%	同业资产	2304	2535	3042	3650
成本收入比	32.61%	30.00%	30.00%	30.00%	其他资产	5124	3127	4610	5107
所得税税率	8.43%	8.00%	8.00%	8.00%	生息资产	182409	205358	225876	250236
盈利及杜邦分析:					资产总额	187533	208485	230486	255343
ROAA	0.96%	0.99%	1.02%	1.05%	存款	143598	160829	180129	201744
ROAE	13.41%	14.07%	14.44%	14.59%	同业负债	17126	17982	17982	17982
净利息收入	2.22%	2.34%	2.33%	2.46%	发行债券	8647	9944	10739	11598
非净利息收入	0.52%	0.45%	0.42%	0.38%	计息负债	169370	188755	208850	231325
营业收入	2.74%	2.79%	2.75%	2.84%	负债总额	171807	191241	211387	234134
营业支出	0.91%	0.86%	0.84%	0.87%	股本				
拨备前利润	1.87%	1.97%	1.94%	2.00%	股本	2170	2170	2170	2170
拨备	0.82%	0.89%	0.82%	0.85%	资本公积	856	495	495	495
税前利润	1.05%	1.08%	1.12%	1.15%	盈余公积	4041	4416	4840	5097
税收	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	一般风险准备	2191	2443	2443	2443
业绩年增长率:					未分配利润	2696	3365	6315	8167
净利息收入	6.11%	18.05%	10.79%	16.42%	股东权益	15726	17244	19099	21209
营业收入	4.57%	14.37%	9.30%	14.25%	负债和股东权益总额	187533	208485	230486	255343
拨备前利润	5.00%	18.39%	9.11%	14.00%	资本状况:				
归属母公司利润	29.00%	16.06%	15.04%	13.93%	资本充足率	13.13%	13.81%	13.72%	13.90%
资产质量:					核心资本充足率	9.36%	11.61%	11.72%	12.10%
不良率	0.89%	0.88%	0.85%	0.85%	杠杆率	11.93	12.09	12.07	12.04
拨备覆盖率	521.09%	529.87%	517.77%	494.34%	RORWA	1.26%	1.42%	1.48%	1.52%
拨贷比	4.63%	4.65%	4.42%	4.21%	风险加权系数	71.01%	66.00%	66.00%	66.00%
不良净生成率	0.66%	0.86%	0.85%	0.84%					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 03 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 非银行金融行业, 银行业
林加力 银行业

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。