

苏农银行(603323)

农商行 II / 银行

发布时间: 2023-03-24

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

攻防兼备，行稳致远

上次评级: 买入

报告摘要:

行稳致远，爆发期将至。苏农银行作为苏州城区唯一地方农商法人银行，依托优秀的公司治理能力和良好的外部环境，内外兼修、优势明显。目前，苏农银行正在着力实现“5年再造一个苏农银行”的宏伟目标，从“深耕吴江”到“走向苏州”，行稳致远、前景广阔。

城区扩张与零售转型两大攻城锤助力业绩增长打开新局面。
①城区扩张方面:从外部环境来看，苏州城区空间广阔、制造业发达，为“五年再造”目标提供良好外部环境；从内部优势来看，苏农银行始终走在支持民营企业、制造业企业发展的前列，业务匹配性强，是“五年再造”计划顺利推进的核心内因；从成果来看，苏农银行在吴江区以外苏州地区呈现出“量价齐升”的态势，“五年再造”计划成果丰硕。
②零售转型方面:苏农银行以产品应需求，零售转型已初见成效，不仅零售贷款增长保持在20%以上的高增速，同时零售贷款结构也在不断优化，个人经营性贷款占零售贷款比重不断上升，进一步为贷款收益率提供支撑。

负债成本与资产质量构筑护城河。
①负债成本方面:苏农银行负债综合成本率和存款平均成本率均名列前茅，主要来自于较高的活期存款占比。而较高的活期存款占比是苏农银行对吴江区长期深耕、不断积累下的自然“奖励”，负债成本端的优势为苏农银行开拓苏州城区提供了坚强的后盾。
②资产质量方面:过往，苏农银行背靠吴江，纺织业贷款比重高，2015年新环保法的推出使得纺织业景气度有所下行，不良开始暴露。苏农银行积极调整贷款结构，优化资产质量，目前风险已出清，资产质量各项指标均显著优于农商行平均水平，看好后续资产质量不断优化。优异的资产质量同样为其城区扩张和零售转型打下了扎实的基础。

投资建议: 攻守兼备，行稳致远。从过往看，苏农银行对吴江区的长期深耕为其构筑了负债成本低、资产质量好两大扎实的护城河；向未来看，苏农银行的城区扩张、“五年再造”战略和零售转型又为其提供了强大的攻城锤。攻防兼备，行稳致远，看好苏农银行业绩增长的可持续性。当前股价对应2022/2023/2024年PB估值分别为0.60X/0.54X/0.49X，维持“买入”评级。

风险提示: 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。

股票数据

2023/03/24

6个月目标价(元)	
收盘价(元)	4.70
12个月股价区间(元)	4.45-5.85
总市值(百万元)	8,474.44
总股本(百万股)	1,803
A股(百万股)	1,803
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	21

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	3%	-3%
相对收益	-5%	-3%	2%

相关报告

《【东北银行】苏农银行(603323)2022年三季报点评: 息差企稳业绩高增, 资产质量继续改善》

--20221028

《【东北银行】超预期降准, 方向重于幅度》

--20230320

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,753	3,834	4,026	4,429	4,872
(+/-)%	6.59	2.16	5.01	10.00	10.00
归属母公司净利润	951	1,160	1,501	1,771	2,037
(+/-)%	4.19	21.98	29.40	18.00	15.00
每股收益(元)	0.53	0.64	0.83	0.98	1.13
市盈率	8.82	7.34	5.65	4.78	4.16
市净率	0.70	0.65	0.60	0.54	0.49
净资产收益率(%)	8.07	9.31	10.91	11.72	12.20
股息收益率(%)	3.19	3.40	4.43	5.23	6.01
总股本(百万股)	1803	1803	1803	1803	1803

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001
010-63210682 wangfh@nesc.cn

研究助理: 马志豪

执业证书编号: S0550121100013
18513073035 ma_zh@nesc.cn

目 录

1. 基本盘：环境优越，战略清晰	4
1.1. 发展历程：行稳致远，静待花开	4
1.2. 公司治理：深耕本地，锐意进取	4
1.3. 外部环境：强区强市，空间广阔	6
1.4. 经营状况：业务精细，服务全面	9
1.5. 财务状况：优势明显，盈利能力强	10
2. 攻城锤：城区扩张，零售转型	11
2.1. 城区扩张：空间广阔，业务匹配性强	11
2.2. 零售转型：占比提升，结构优化	18
3. 护城河：负债成本低，资产质量优	22
3.1. 负债成本优势明显	22
3.2. 存量风险出清，看好资产质量持续优化	24
4. 投资建议	28
5. 风险提示	28

图表目录

图 1: 苏农银行发展历程	4
图 2: 2021 年 GDP 占比: 吴江区经济发展市内靠前 (亿元)	6
图 3: 吴江区第二产业 GDP 占比高	7
图 4: 吴江区贷款投放稳中向好 (单位: 亿元)	8
图 5: 苏州市 GDP 总量与增速兼备 (单位: 万亿元)	9
图 6: 苏州市每万亿 GDP 银行网点数仍有广阔发展空间	9
图 7: “337”承诺, 贷款审批效率高	10
图 8: 2021 年 GDP: 吴江区以外苏州城区空间广阔	11
图 9: 2021 年常住人口: 吴江区以外苏州城区空间广阔	11
图 10: 2021 年存贷款规模: 吴江区以外苏州城区空间广阔	12
图 11: 苏州市第二产业发达	12
图 12: 苏州市人口数远超江苏省其他城市	13
图 13: 苏州市每百万人口拥有银行网点数仍有广阔发展空间	13
图 14: 苏州市科创板上市企业数量占江苏省的半壁江山	14
图 15: 苏农银行制造业贷款占比高	14
图 16: 苏农银行贷款结构	15
图 17: 苏农银行制造业贷款稳步发展	15
图 18: 分支机构主要集中在吴江地区, 苏州其他地区发展潜力大	16
图 19: 苏农银行资产规模扩张速度逐年递增	17
图 20: 苏州城区贷款占比逐年提升	17

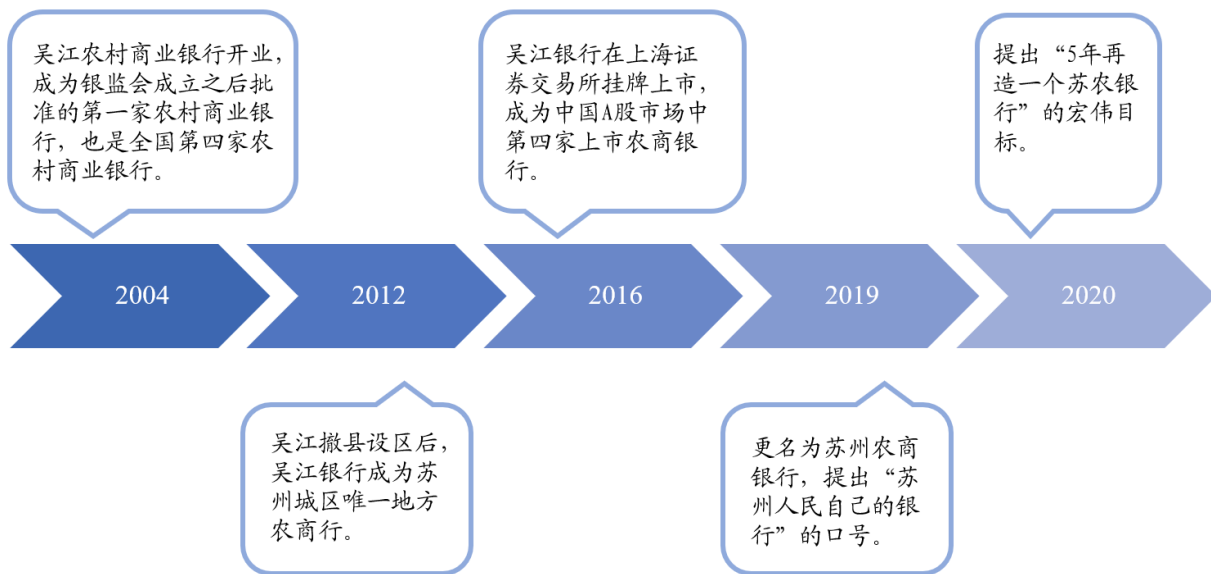
图 21: 苏州城区营收占比逐年提升	18
图 22: 苏农银行创新零售贷款产品和渠道	19
图 23: 苏农银行零售贷款增速较高	19
图 24: 苏农银行零售贷款占比持续提升	20
图 25: 苏农银行零售贷款结构不断优化	20
图 26: 苏农银行非息收入占比整体呈提升趋势	21
图 27: 苏农银行息差位于同业中游水平	22
图 28: 苏农银行计息负债成本率优势显著	23
图 29: 苏农银行计息成本负债率优势显著	23
图 30: 苏农银行活期存款占比高	23
图 31: 苏农银行定期存款利率继续优化	24
图 32: 苏农银行不良生成率持续下行	24
图 33: 苏农银行不良贷款率显著优化, 创历史新低	25
图 34: 苏农银行不良认定严格	25
图 35: 苏农银行逾期率居上市农商行最优水平	26
图 36: 苏农银行优化风险预警系统	26
图 37: 苏农银行关注率不断下降	27
图 38: 苏农银行拨备极厚, 风险抵补能力强	27
表 1: 2022Q3 末苏农银行前十大股东: 本地民企为主	5
表 2: 苏农银行管理层年轻化, 经验与活力兼备	6
表 3: 苏农银行 ROE 拆解	10

1. 基本盘：环境优越，战略清晰

1.1. 发展历程：行稳致远，静待花开

从“深耕吴江”到“走向苏州”，内功已成，爆发期将至。苏农银行原名为吴江银行，成立于2004年8月，是自银监会成立后新体制框架下全国第一家挂牌开业的农商行。2012年随着吴江撤县设区，吴江银行成为苏州城区唯一地方农商法人银行，直到如今仍保持着该战略地位。2019年3月，吴江银行更名为苏农银行，提出“苏州人民自己的银行”口号，开始迈出走出吴江、走向苏州的步伐。

图 1：苏农银行发展历程



数据来源：公司年报、Wind、东北证券

1.2. 公司治理：深耕本地，锐意进取

股权结构分散，本地民企为主。苏农银行股权结构整体较为分散，管理层话语权较大，有利于各项战略规划的持续稳定推进。同时，苏农银行前五大股东中，有四家是本地民企，且涵盖不同行业，有利于苏农银行与本地企业开展多方面深度合作，做精做强公司业务，为苏农银行坚持打造“中小企业金融服务管家”品牌、支持民营企业制造业企业发展提供了坚实基础。

表 1: 2022Q3 末苏农银行前十大股东：本地民企为主

排名	股东名称	占总股本比例	公司行业	股东性质
1	亨通集团有限公司	6.93%	通信	民企
2	江苏新恒通投资集团有限公司	6.85%	基础金属	民企
3	华泰证券股份有限公司-中庚价值领航 混合型证券投资基金	4.29%	其他	其他
4	吴江市恒达实业发展有限公司	2.42%	工业机械	民企
5	吴江市盛泽化纤厂有限公司	2.32%	纺织	民企
6	农银国际投资(苏州)有限公司	2.00%	金融	国企
7	平安银行股份有限公司-中庚价值品 质一年持有期混合型证券投资基金	1.83%	其他	其他
8	广发证券股份有限公司-中庚小盘价 值股票型证券投资基金	1.77%	其他	其他
9	光大永明资管-兴业银行-光大永明 资 产聚财 121 号定向资产管理产品	1.66%	其他	其他
10	平安银行股份有限公司-中庚价值灵 动灵活配置混合型证券投资基金	1.61%	其他	其他

数据来源：Wind、东北证券

管理层经验丰富，高效赋能。苏农银行现任董事长徐晓军具有近 30 年的农村金融机构管理经验，深入洞察农商行特点和优势；多次进行基层走访，促进政策高效落地。此外，苏农银行管理层均拥有苏州当地银行丰富的基层经验，整体年轻化、其中不乏 75 后乃至 80 后的年轻干部，使得苏农银行管理层呈现出经验与活力兼备的特点，为苏农银行锐意进取的战略规划和充满活力的市场化经营打下坚实基础。同时，苏农银行高管大量持有本公司股份，体现出管理层对于公司未来发展的充分信心。

表 2: 苏农银行管理层年轻化, 经验与活力兼备

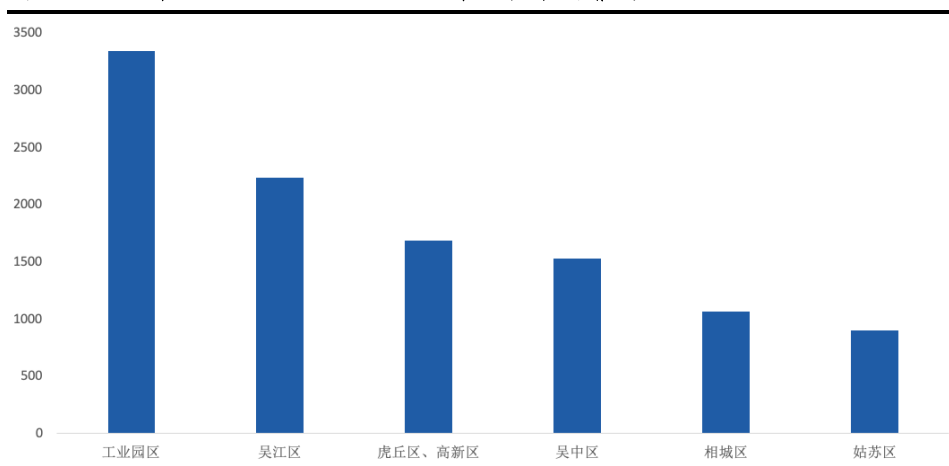
姓名	职务	任职日期	出生年份	持股数量 (万股)	主要过往经历
徐晓军	董事长	2020-9-28	1972	85.8	如皋农商行行长、海安农商行行长、董事长。
庄颖杰	行长	2017-8-23	1975	93.4	苏农银行国际业务部主任、桃源支行行长、副行长。
王明华	副行长	2011-1-20	1968	76.8	苏农银行多家支行行长。
黄迅	副行长	2017-8-23	1977	22.13	苏农银行海陵支行行长, 泰州分行副行长, 资产保全部总经理。
徐卫忠	副行长	2020-9-28	1977	22.2	苏州银行宿迁营业管理总部主任、苏州分行副行长。
邱萍	副行长	2020-9-28	1975	28.82	苏农银行人力资源部总经理、风险与合规管理总部总监。
缪钰辰	副行长	2022-1-18	1976	11.75	如皋农商行副行长。
陆颖栋	董秘	2020-9-29	1985	13.22	苏农银行国际业务部总经理, 梅堰支行行长。

数据来源: Wind、东北证券

1.3. 外部环境: 强区强市, 空间广阔

吴江地区经济发展稳健, 为苏农银行深耕发展提供沃土。吴江在 2022 年全国百强区中排名第九, 位列苏州第一。纵观苏州市内各区, 吴江区 2021 年以 2224.53 亿元的 GDP 位居第二名, 仅次于工业园区。2022 年吴江区实现 GDP 同比增长 2.9%, 稳定的宏观经济环境为苏农银行的发展奠定了坚实的基础。

图 2: 2021 年 GDP 占比: 吴江区经济发展市内靠前 (亿元)

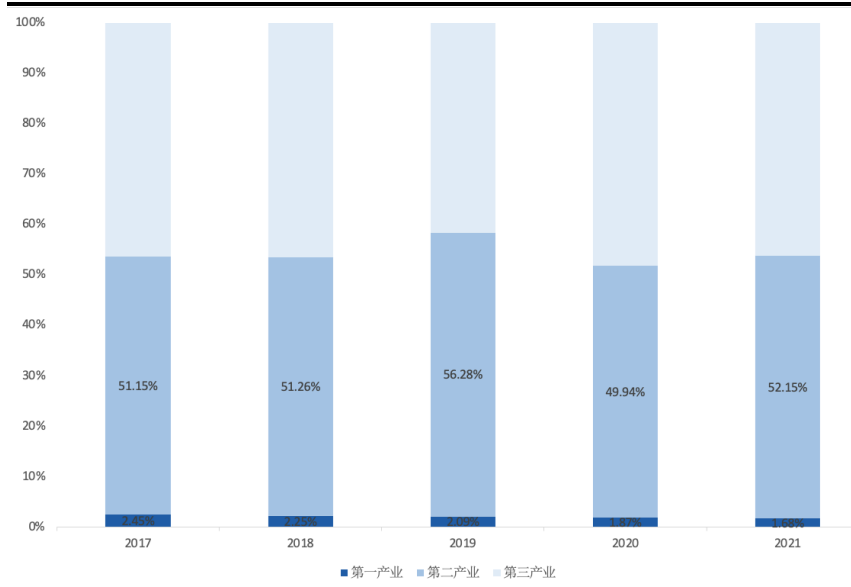


数据来源: Wind、东北证券

政策强力支持, 制造业发展乐观。吴江区内, 第二产业 GDP 占比最高, 占据吴江区 GDP 总量约半成。从行业 GDP 增速上来看, 吴江区光电缆业增长 32.6%、装备制

造业增长 7.0%、电子资讯业增长 1.3%、丝绸纺织业下降 0.5%；合计拉动全区规上工业产值增长 3.9 个百分点。在政府大力发展实体经济、发挥民营企业“主力军”作用的政策引导下，吴江区将持续做强做优光电缆业、装备制造业、电子资讯业以及丝绸纺织业四大主导产业。同时，吴江区内新材料产业规模也在逐渐扩大，2022 年实现产值 1077.78 亿元，占规上工业产值比重 23.1%，成为吴江第四个“千亿级”产业集群。

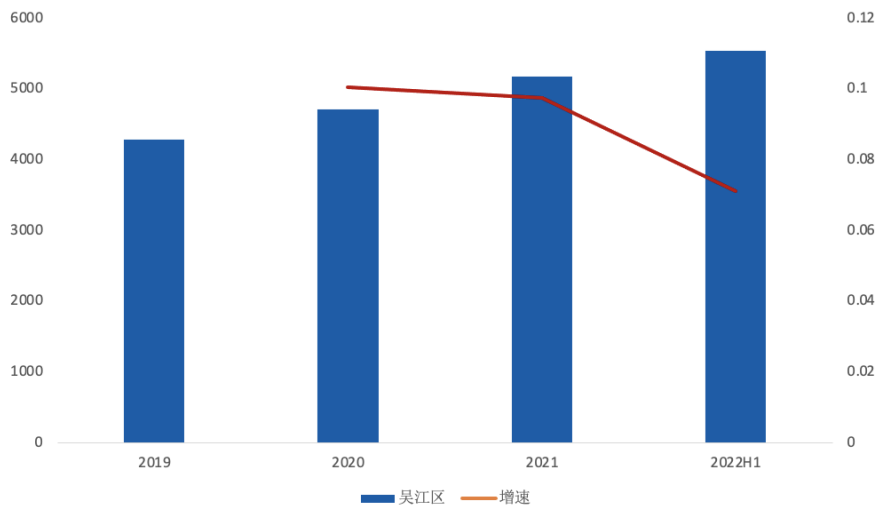
图 3：吴江区第二产业 GDP 占比高



数据来源：Wind、东北证券

本地化品牌优势卓越，客户粘性高。苏农银行源起于早期的农村信用合作社，陪伴本地企业从初创到成长。吴江区内，共有 1 家总行、27 家支行和 31 家分理处，网点遍布密集，远超区域内其他银行。苏农银行利用网点距离近的优势，深耕周边地区 5-10 公里，将业务发展到各乡镇。截止 2022 年上半年，苏农银行在吴江地区的贷款投放实现稳中向好的发展态势，但增速有所放缓。

图 4: 吴江区贷款投放稳中向好 (单位: 亿元)

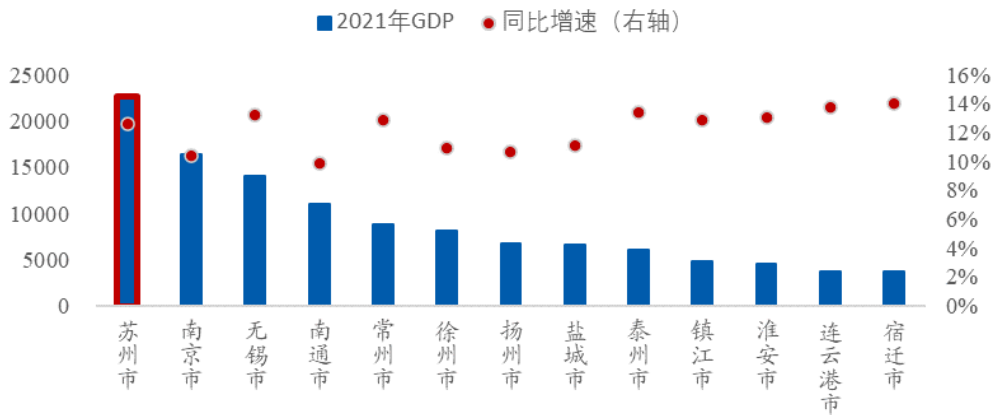


数据来源: Wind、东北证券

与区政府合作，借力打力，助力新发展。针对区域制造业集约发展的现状，苏农银行与吴江区工信部门合作，对全区 9000 多户资源集约 A、B 类工业企业进行精准画像，量身定制“资源集约贷”专项产品，从担保方式、授信额度、贷款期限等多方面给予专项信贷政策支持。截至 8 月末，已走访对接 4000 余户资源集约客户，其中 437 户企业完成了新增贷款发放，金额近 40 亿元。在此基础上，苏农银行还与吴江区农业农村局签订战略合作协议，响应发展农村金融服务的政策，推出“美丽乡村贷”，促进区域村级经济发展。

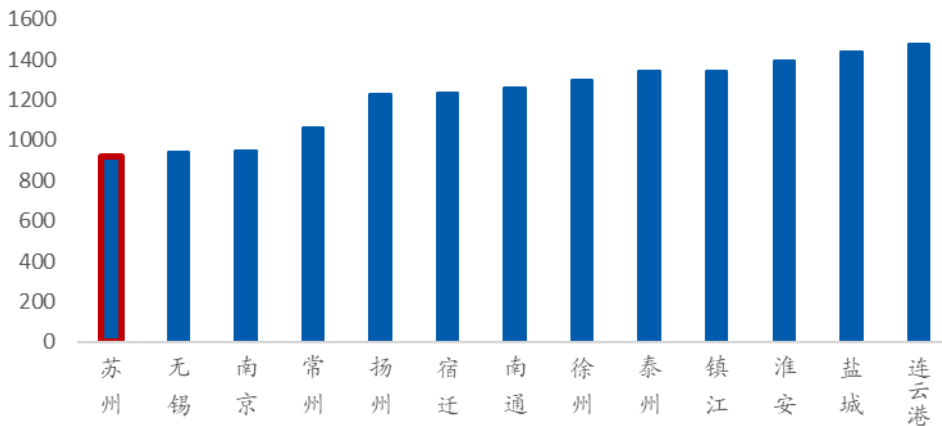
苏州市经济总量与增速兼备，为金融行业发展提供充足空间。2021 年，苏州市 GDP 为 2.27 万亿元，居江苏省所有城市首位。不仅如此，在具备巨大 GDP 体量的同时，苏州市仍然维持着较快的增速，2021 年苏州市 GDP 同比增速接近 13%，体现出极强的经济活力。发达的经济环境为苏州市金融行业发展提供了充足空间，从每万亿 GDP 商业银行网点数来看，苏州市银行业竞争格局仍是一片蓝海。

图 5: 苏州市 GDP 总量与增速兼备 (单位: 万亿元)



数据来源: Wind、东北证券

图 6: 苏州市每万亿 GDP 银行网点数仍有广阔发展空间



数据来源: Wind、东北证券

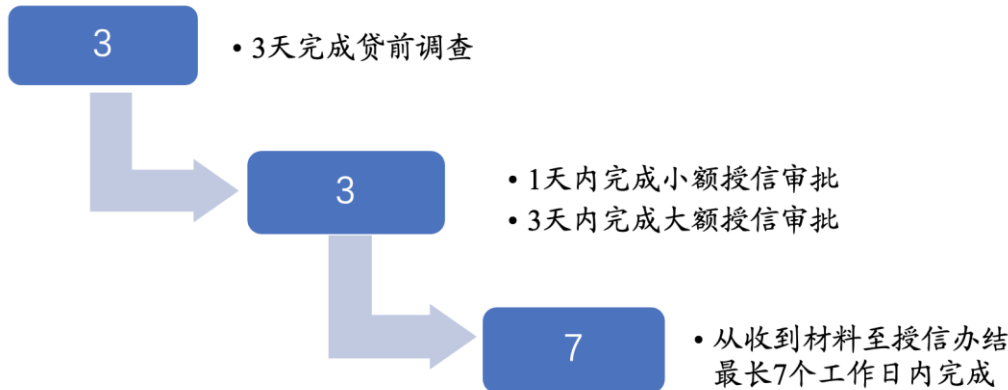
1.4. 经营状况: 业务精细, 服务全面

对公业务服务升级, 进一步增量扩面。苏农银行坚持打造“中小企业金融服务管家”的品牌形象, 将传统的借贷服务进行升级, 从客户的角度出发, 抓住小微企业资源有限的痛点, 在合规的范围内, 为客户提供包括理财投资、负债管理以及供应链金融在内的一揽子金融服务。面对大行下沉市场的压力, 苏农银行创新推出“中小企业培育回归行动计划”, 用“资金+产品+利率+政策”四把利刃, 积极拥抱市场, 重点锁定近三年存量流失客户和部分交叉客户, 分步实施回归营销+精准营销。截至 22Q3, 苏农银行已累计培育回归客户 4480 户, 累计净增贷款有效户 1494 户, 累计净增贷款投放 108 亿元。

“337”贷款承诺反应迅速, 为贷款业务增量拓面。苏农银行作为法人银行和深耕吴江的本地银行具有决策链条短的优势, 从机构到部门再到管理层, 审批流程短, 放

款效率高。在此基础上，苏农银行还出台“337承诺”，快速完成贷款审批，解决企业的燃眉之急。苏农银行的目标群体主要在小微企业，针对该类企业小而散的特点，苏农银行持续发挥自身网点密集以及客户经理配比高的优势，积极走访企业以及上下游企业，建立信息档案，有效的扩大了营销范围。

图 7：“337”承诺，贷款审批效率高



数据来源：公司年报、东北证券

1.5. 财务状况：优势明显，盈利能力强

负债成本、信用成本优势明显，盈利能力强。3Q22，苏农银行 ROE 排名所有上市农商行第 3 位，呈现出较强的盈利能力。我们对所有上市农商行 3Q22 的 ROE（摊薄）进行拆解，并将苏农银行各项指标占净资产比值与上市农商行进行排名，结果显示苏农银行在负债成本及信用成本方面均有较大优势。

表 3：苏农银行 ROE 拆解

	苏农 排名	苏农	常熟	沪农	无锡	渝农	张家港	青农	紫金	瑞丰	江阴
利息收入	8	32.1%	42.0%	31.0%	35.0%	33.7%	37.0%	33.6%	38.4%	31.6%	34.4%
利息支出	2	-15.9%	-17.5%	-16.1%	-19.6%	-17.2%	-18.3%	-17.8%	-20.4%	-15.6%	-16.8%
中收	5	0.7%	0.0%	1.7%	1.2%	1.3%	0.1%	1.2%	0.3%	-0.2%	0.5%
其他非息	3	4.1%	3.8%	2.1%	3.8%	2.0%	4.7%	4.6%	1.7%	2.5%	3.5%
管理费用	7	-6.8%	-11.0%	-5.4%	-5.3%	-5.7%	-7.1%	-5.4%	-7.0%	-5.1%	-6.4%
信用减值损失	3	-4.4%	-6.0%	-2.3%	-5.6%	-4.5%	-8.1%	-7.9%	-3.4%	-5.3%	-9.0%
其他	6	-1.2%	-1.8%	-2.1%	-0.9%	-1.3%	-0.1%	-0.8%	-2.0%	-0.5%	0.4%
ROE（摊薄）	3	8.7%	9.4%	8.9%	8.5%	8.3%	8.2%	7.5%	7.5%	7.4%	6.7%

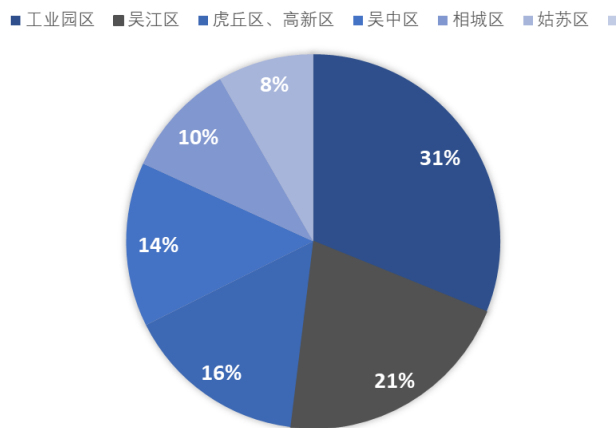
数据来源：Wind、东北证券

2. 攻城锤：城区扩张，零售转型

2.1. 城区扩张：空间广阔，业务匹配性强

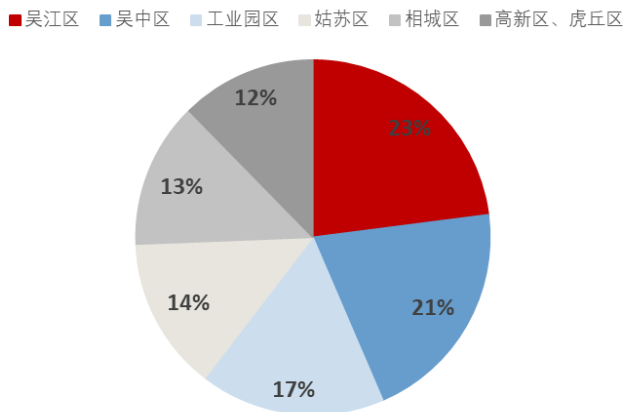
苏州城区空间广阔，为“五年再造”目标提供良好外部环境。经过多年发展与沉淀，苏农银行已在作为大本营的吴江区获得了绝对的优势和市场份额，而吴江区外仍是海阔天空。我们从GDP、常住人口、存贷款规模等多个指标考量出发，吴江区均占苏州城区的20%左右，城区空间广阔，为苏农银行的城区扩张、“五年再造”战略提供了良好的外部环境。

图 8：2021 年 GDP：吴江区以外苏州城区空间广阔



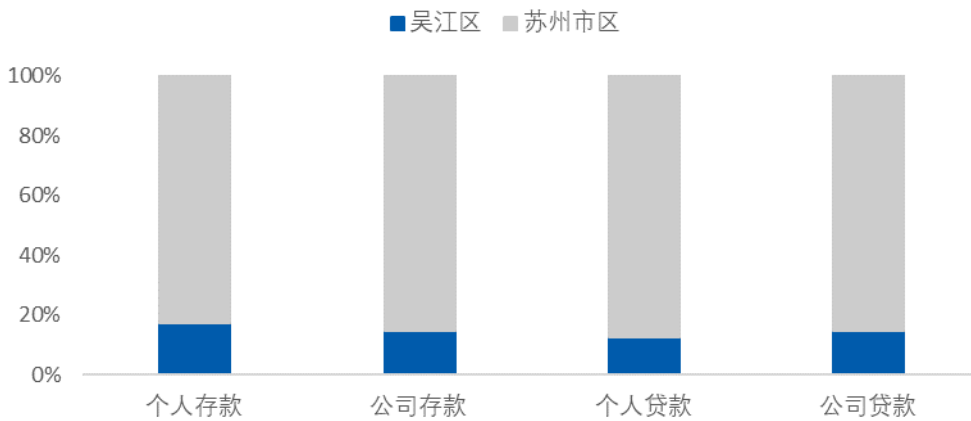
数据来源：Wind、东北证券

图 9：2021 年常住人口：吴江区以外苏州城区空间广阔



数据来源：Wind、东北证券

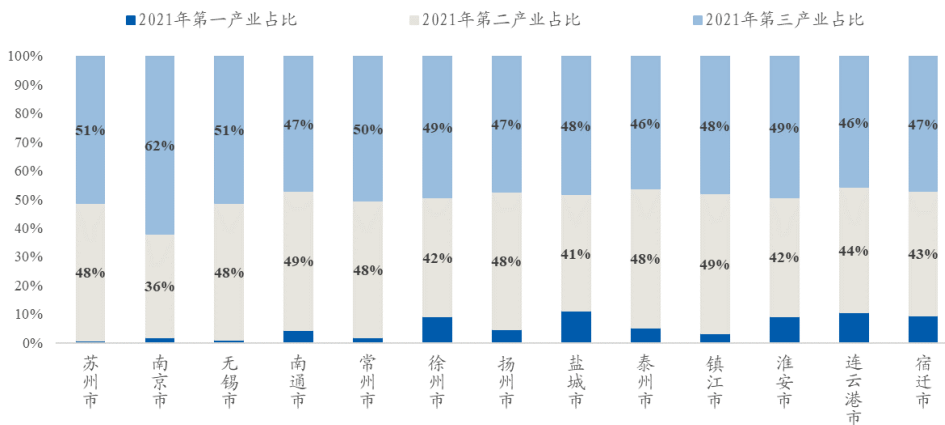
图 10: 2021 年存贷款规模: 吴江区以外苏州城区空间广阔



数据来源: Wind、东北证券

制造业发达，民营经济活力强。从产业结构方面来看，苏州市第二产业发达，占比高于江苏省和全国水平；且苏州市民营经济活力强，素有世界最大工业城市和制造业之都之称。当地政府积极发展制造业的政策支持下，富有特色的产业结构为城农商行的展业提供了最优质的外部环境，为苏农银行对公业务和小微业务的发展提供了充分的需求。

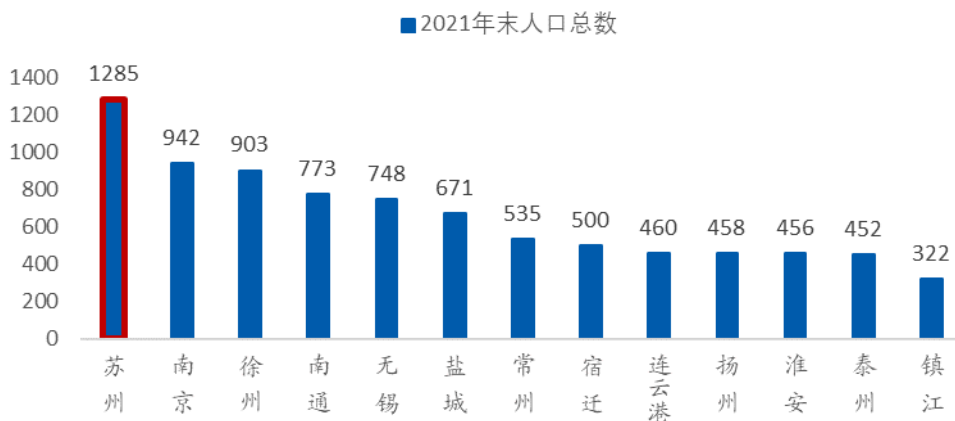
图 11: 苏州市第二产业发达



数据来源: Wind、东北证券

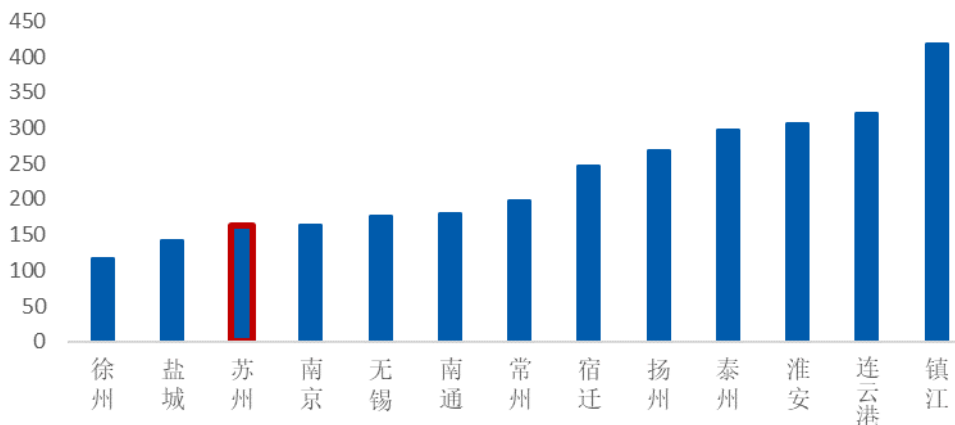
人口多、企业多，金融服务需求大。截至 2021 年末，苏州市人口 1285 万人，也是江苏人唯一人口超 1000 万的城市。众多的人口本身即代表着更多的金融需求，从人均网点数来看，苏州市银行网点仍然不足，发展空间广阔。另外，从上市企业数量来看，苏州市科创板上市企业数量 47 家，占江苏省的半壁江山。

图 12: 苏州市人口数远超江苏省其他城市



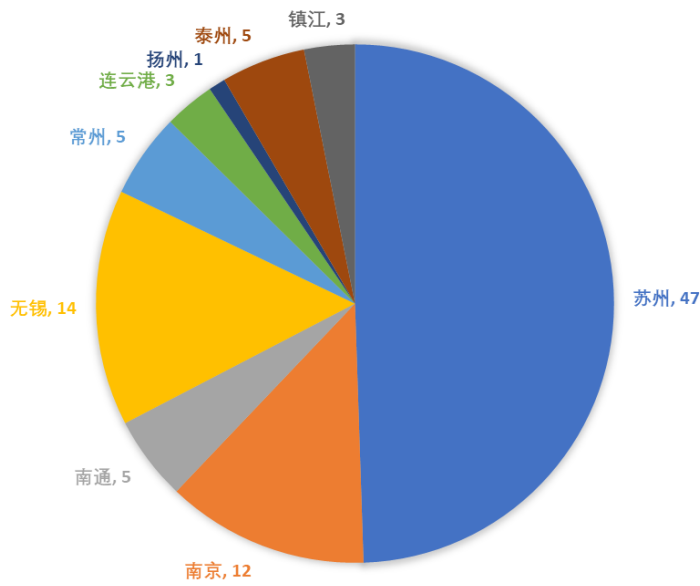
数据来源: Wind、东北证券

图 13: 苏州市每百万人口拥有银行网点数仍有广阔发展空间



数据来源: Wind、东北证券

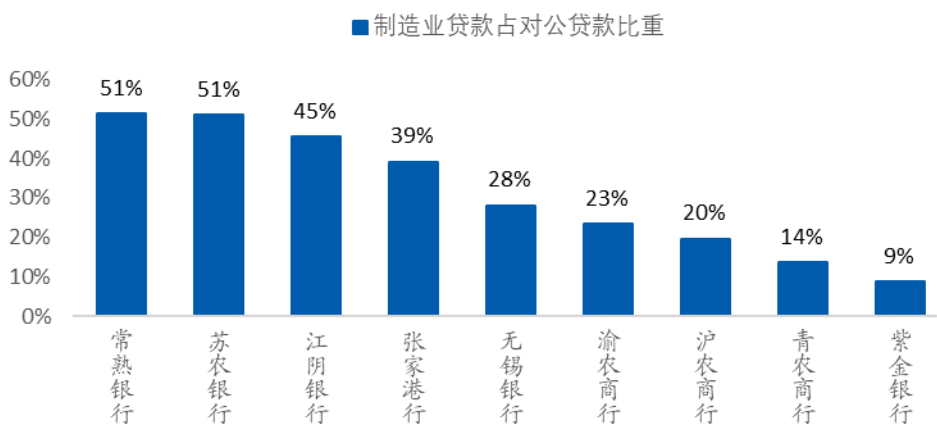
图 14: 苏州市科创板上市企业数量占江苏省的半壁江山



数据来源: Wind、东北证券

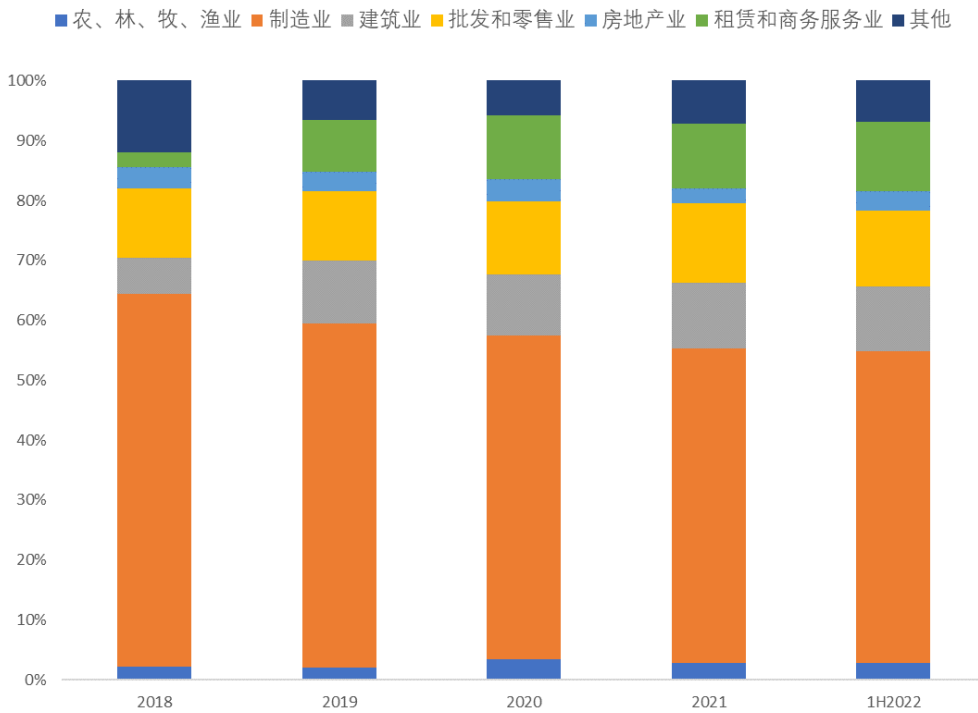
业务匹配性强，是“五年再造”计划顺利推进的核心内因。苏农银行在吴江区以外的苏州其他市区持续打造“中小企业金融服务管家”形象，进一步推广“中小企业培育回归计划”，始终走在支持民营企业、制造业企业发展的前列。截至2022年中，苏农银行制造业贷款占对公贷款比重51%，与素以小微业务著称的常熟银行相当，体现出苏农银行服务中小企业、民营企业、制造业企业的能力，该能力与苏州自身“制造业之都”的环境相匹配，从而成为“五年再造”计划顺利推进的核心内因。从苏农银行自身贷款结构来看，制造业贷款占比远超其他行业，且增长趋势明显，这与政府政策相契合。

图 15: 苏农银行制造业贷款占比高



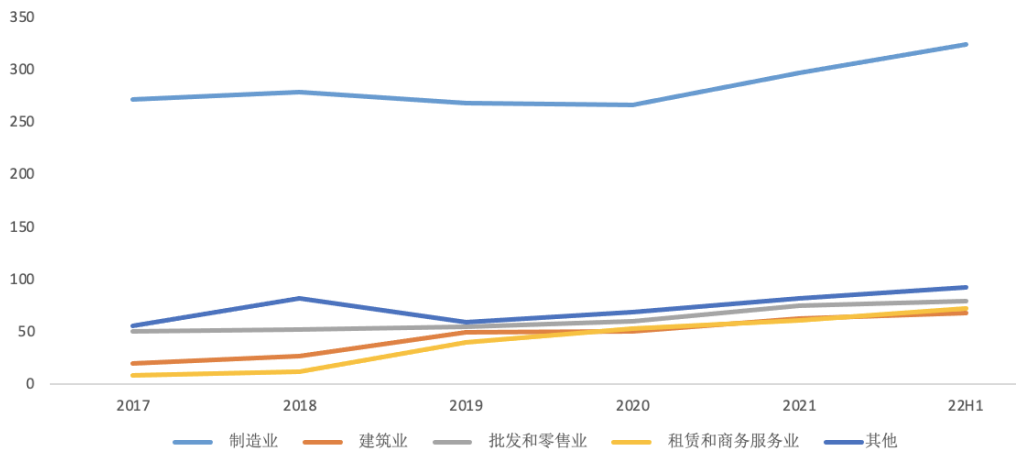
数据来源: Wind、东北证券

图 16: 苏农银行贷款结构



数据来源: Wind、东北证券

图 17: 苏农银行制造业贷款稳步发展



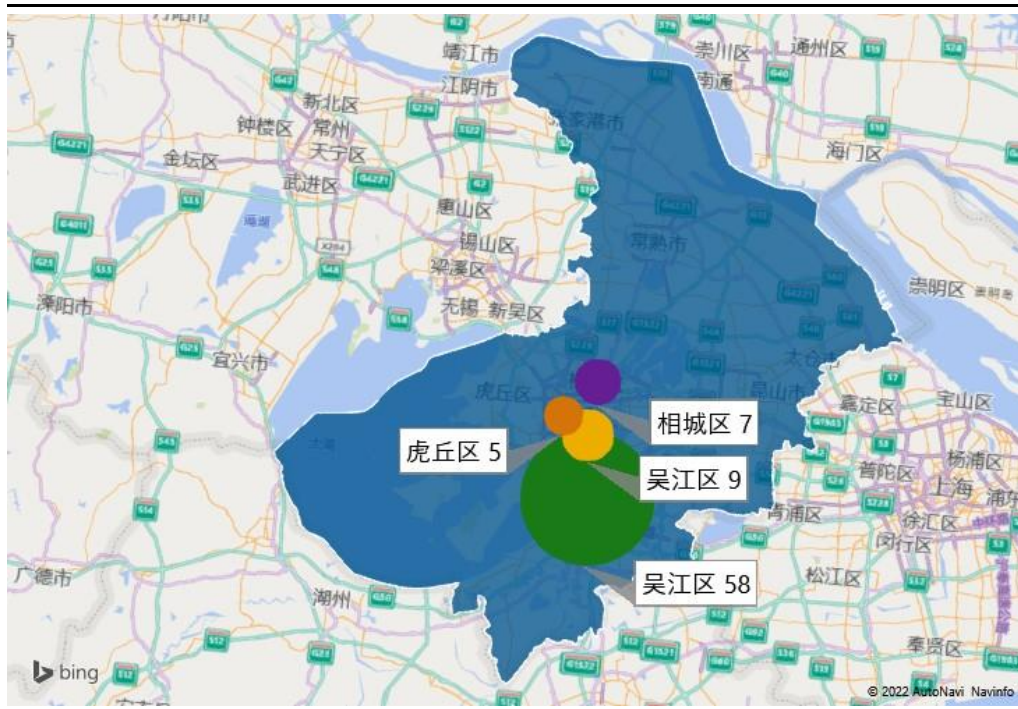
数据来源: Wind、东北证券

错位竞争，聚焦小微科创。苏州市区竞争相对激烈，与人行以及苏州银行相比，苏农银行主要聚焦于小微企业，以管家式服务、网格化营销策略以及“337”承诺快速响应客户需求，实现错位竞争。**在便捷客户方面**，苏农银行联合不动产中心，在全国首推“互联网+抵押贷款”模式，免去线下办理的繁琐。**在科创贷款方面**，迎合苏州科创转型的政策，针对科创企业没有抵押品的痛点，苏农银行早在2019年就在相

城区建立“科创金融中心”同时成立科创金融产业园支行，为中小型客户企业定制差异化授信和准入门槛；相继完成“苏科贷”、“科贷通培育贷”产品的上线，匹配客户多样性需求。与此同时，在面向小微企业、个体工商户以及三农客户的信贷需求方面，苏农银行还和省联社、省再担保公司合作，推出了融资成本低、无需抵押的新型信贷产品“微企易贷”。在解决小微企业融资难的基础上，以快制胜。

城区扩张稳步开展，人员配置有望提升。苏农银行近年来在苏州其他市区增设网点，但相较于吴江区而言，网点开设数量较少，在苏州 GDP 占比最高以及科创型企业最密集的工业园区尚未布设网点。此外，苏州其他地区的人员配置相对较少，目前苏农银行在苏州其他地区每个支行平均有 11 名员工，与吴江区分支机构的人员配置存在一定的差距（吴江地区除总行外，每家支行平均有 24 名员工）。2023 年，苏农银行在苏州城区的拓展战略保持不变，并将根据苏州城区客户经理管户及产能情况，进一步增设一线营销人员，为业务开展提供有力支撑。我们预计，随着在吴江区以外的苏州地区增加网点和人员配置，苏农银行将会进一步发挥协同效应，推动业务新增长。

图 18: 分支机构主要集中在吴江地区，苏州其他地区发展潜力大

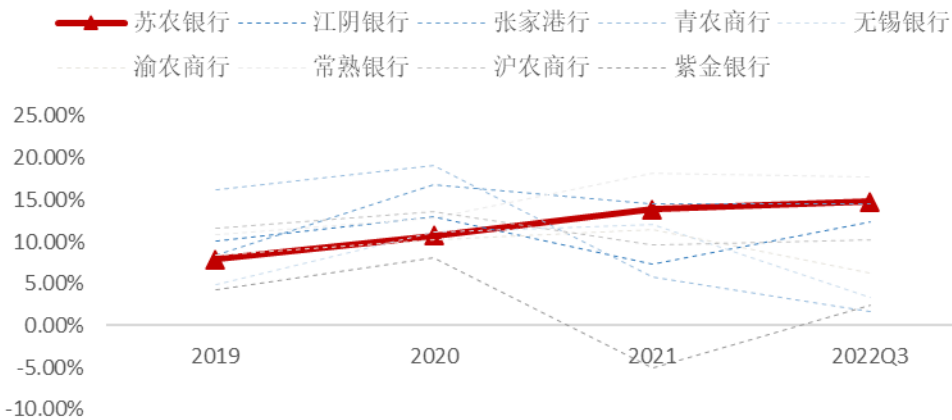


数据来源：公司年报、Wind、东北证券

成果丰硕，“五年再造”计划进展良好。随着苏农银行“五年再造”战略的推进，目前成果初显，资产规模扩张速度逐年提升，目前已提升至 15%左右的较高水平，“五年再造”战略目标正在一步步实现的过程之中。在“五年再造”的目标下，截至 2022 年末，苏农银行全年贷款总额较年初增长 20.13%；苏州地区(不含吴江区)贷款总额已达 222.65 亿元，较年初增长 40.75%，高于全行增速。吴江区以外的苏州地区贷款占比由 2019 年的 9%扩张至目前 20%的水平，2022 年全年，苏州城区（不含吴江）

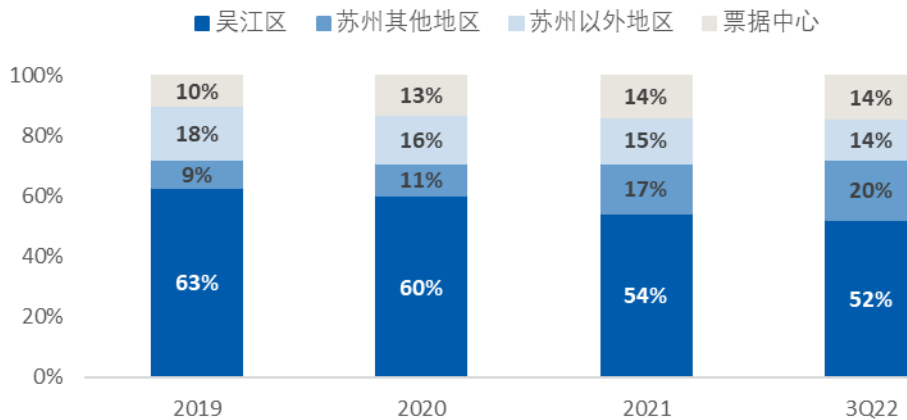
新增投放 65 亿，存款总额较年初增长超 40%。在此基础上吴江区以外苏州地区的营收占比也由 2019 年的 6%扩张至目前 17%的水平，2019-2020 年，苏州其他地区营业增速分别达到 17.15%、17.35%以及 19.58%的高增长，反映出吴江区以外苏州地区“量价齐升”的态势，“五年再造”计划成果丰硕。

图 19: 苏农银行资产规模扩张速度逐年递增



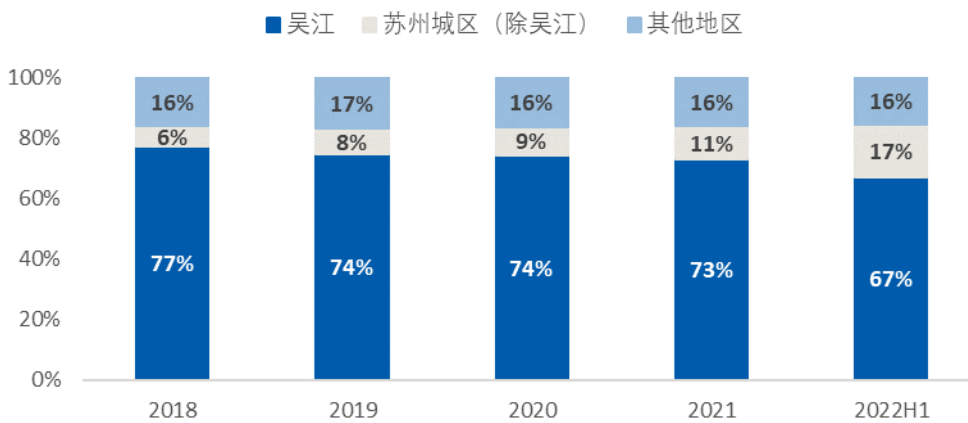
数据来源: Wind、东北证券

图 20: 苏州城区贷款占比逐年提升



数据来源: Wind、东北证券

图 21: 苏州城区营收占比逐年提升



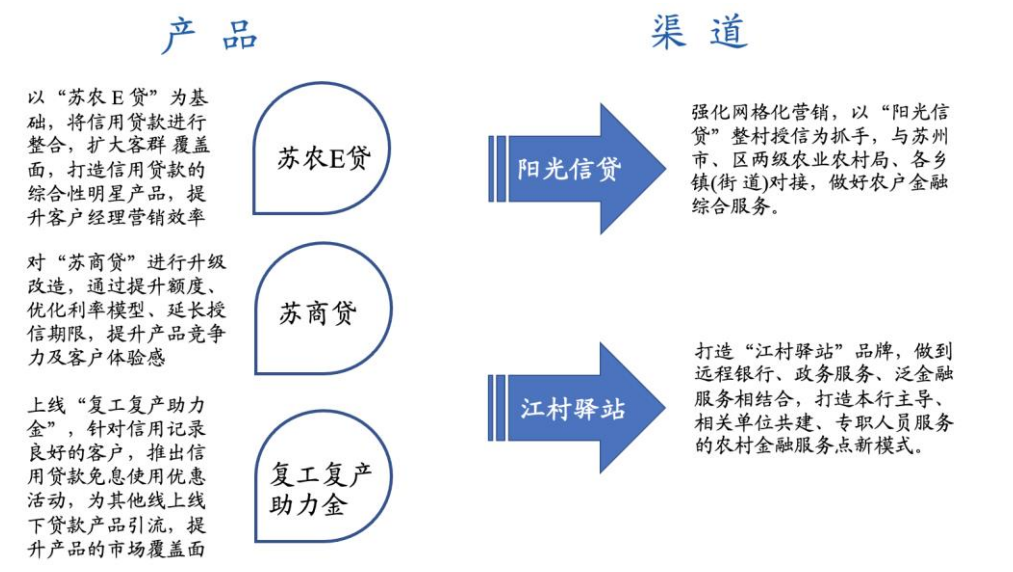
数据来源: Wind、东北证券

曲径通幽，异地扩张。在苏农银行的“三进战略”下，除了向苏州其他区进行业务拓展之外，苏农银行还将目光瞄准到泰州及异地，作为全行发展次重点；并于 2022 年收购靖江润丰村镇银行，与泰州市内现有的 5 家支行网点相协同，更好地实现在泰州地区金融供给的全覆盖。

2.2. 零售转型：占比提升，结构优化

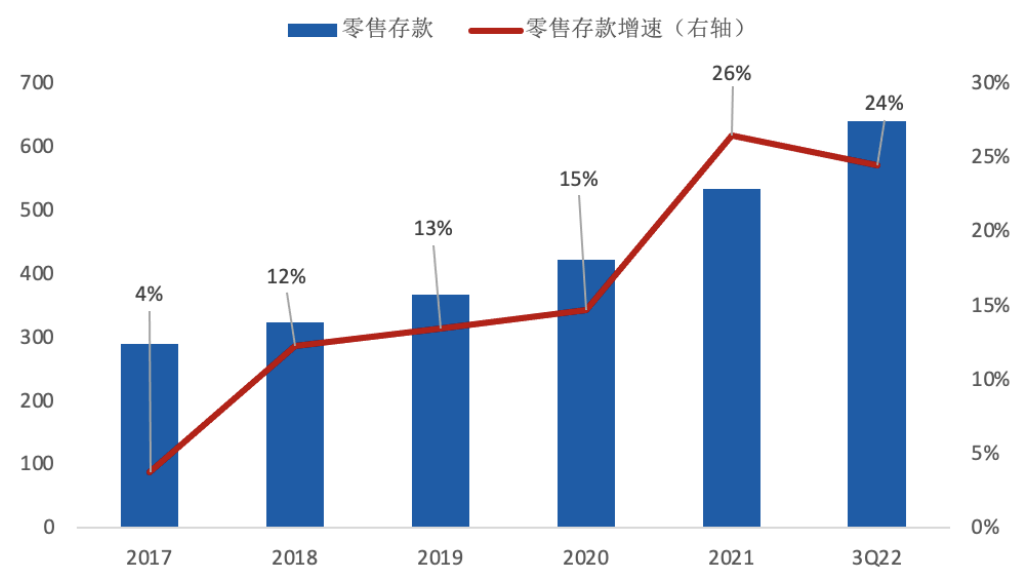
以产品应需求，零售转型初见成效。在对公业务稳定发展的同时，苏农银行也将目光聚焦到零售业务上，以百姓首选银行为目标，持续推进零售业务转型。在零售贷款业务方面，苏农银行对产品进行创新升级，强化网格化营销，做好零售有效户、价值户的扩面工作；苏农银行还以“百姓首选银行”为发展目标，进一步提高零售资产在全行总资产中的比重。通过苏农微贷业务部，运用场景化模式拓宽线上获客渠道，不仅可以提高办贷效率，还能进一步降低人力成本。截至 2022 年 6 月，苏农微贷事业部贷款余额达 27.47 亿元，较年初新增贷款余额 13.24 亿元，增长高达 93%；其中线上获客的新增金额占比达 83%，进一步验证了“线上+线下”获客模式的可行性。在五年规划中，徐董事长提出零售占比达到 40% 的目标。在此方针的指导下，苏农银行零售贷款比重逐步提升并保持高速增长。

图 22: 苏农银行创新零售贷款产品和渠道



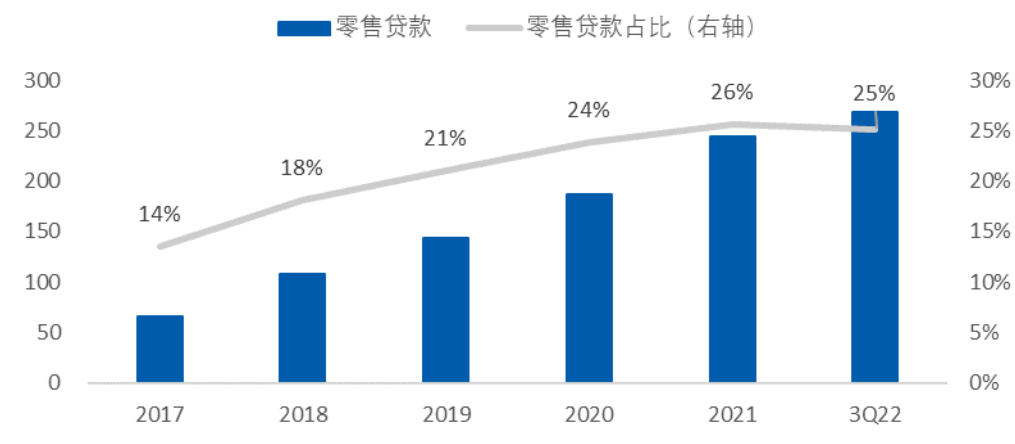
数据来源: 公司年报、东北证券

图 23: 苏农银行零售贷款增速较高



数据来源: Wind、东北证券

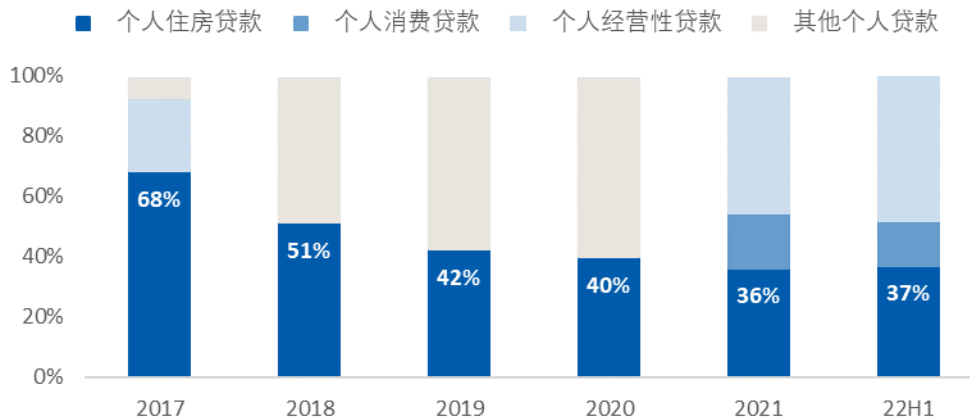
图 24: 苏农银行零售贷款占比持续提升



数据来源: Wind、东北证券

零售贷款结构持续优化。除了零售贷款维持较高增速、占比不断提升之外，苏农银行零售贷款结构上也在不断优化，收益率相对较低住房性贷款在零售贷款中的占比压降至 37%，而收益率相对较高的个人经营性贷款比重上升至 47%，有利于生息资产收益率的进一步提升。

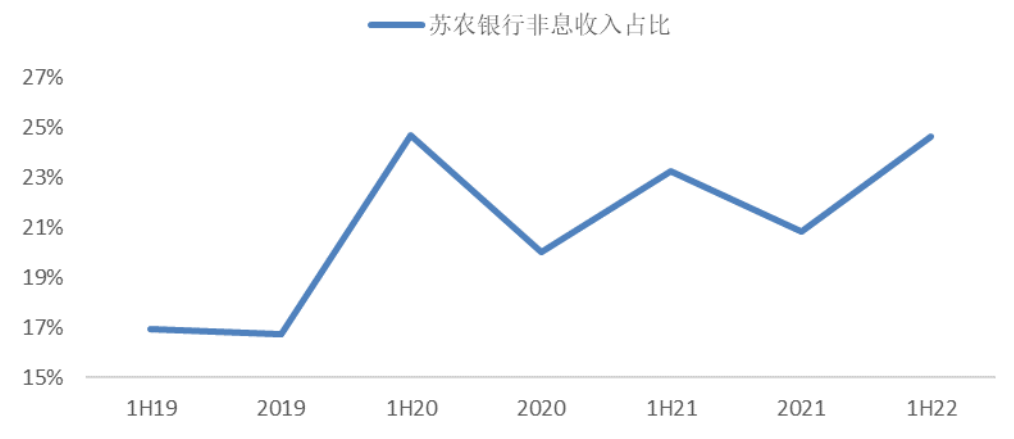
图 25: 苏农银行零售贷款结构不断优化



数据来源: Wind、东北证券

财富管理产品线逐步完善。为进一步迎合客户需求,拓宽零售领域,苏农银行在 2022 年推出“固收+”理财产品;并且根据客户实际的财富阶段和风险偏好需求,上线理财产品代销业务,在现有财富管理的体系下,进一步丰富净值化理财产品供给,上线封闭式、周期开放、日申月/季赎和现金管理类四个产品模版,完善差异化的客群经营策略。2022 年上半年,苏农银行中高端客户数增长 10.43%,中高端客户 AUM 增长 14.38%;零售自管理财较年初增长 3 亿元,零售代销理财较年初增长 14.12 亿元。去年四季度债市调整造成理财净值有所波动,但总规模已稳步回升。在此基础上,苏农银行非息收入占比呈不断提升态势。

图 26: 苏农银行非息收入占比整体呈提升趋势



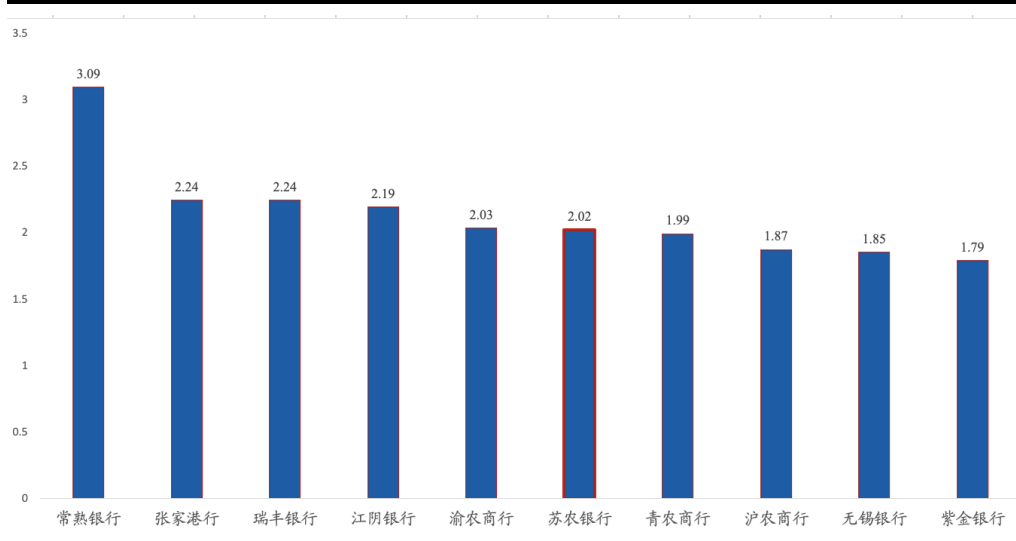
数据来源: Wind、东北证券

3. 护城河：负债成本低，资产质量优

3.1. 负债成本优势明显

苏农银行息差处于农商行中游水平。息差方面，2022 上半年，苏农银行在农商行中居中游水平。主要受生息资产收益率的拖累，后续随着城区扩张和零售转型的持续推进，生息资产收益率方面有望得到改善。

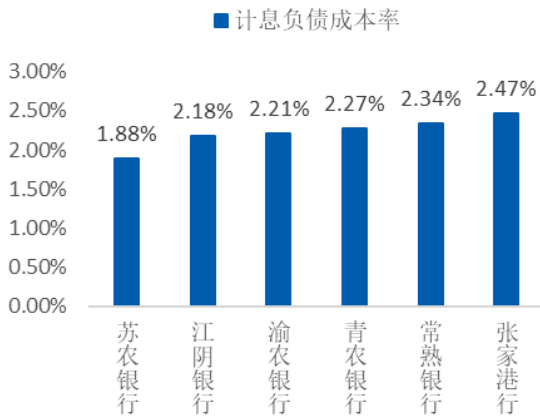
图 27：苏农银行息差位于同业中游水平



数据来源：Wind、东北证券

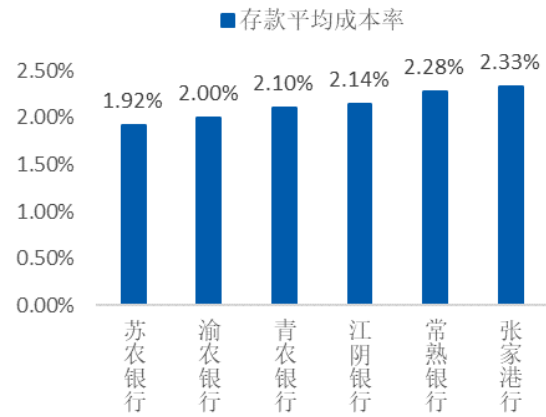
苏农银行负债端成本优势明显。从负债端来看，苏农银行优势十分显著。负债综合成本率和存款平均成本率均位居披露该项数据的 6 家农商行中最优水平。具体来看，苏农银行活期存款占比较高，截至 2021 年末，苏农银行活期存款占比同样居于该 6 家农商行首位，较高的活期存款占比是苏农银行对吴江区长期深耕、不断积累下的自然“奖励”，负债成本端的优势为苏农银行开拓苏州城区提供了坚强的后盾。

图 28: 苏农银行计息负债成本率优势显著



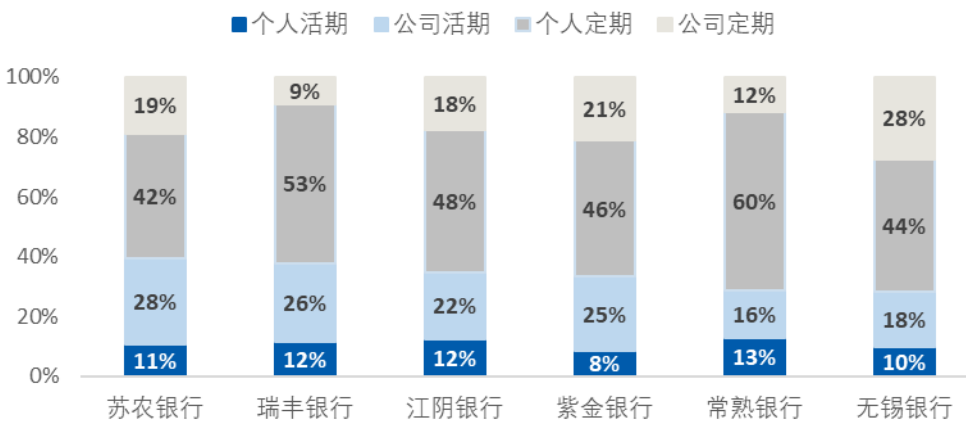
数据来源: Wind、东北证券

图 29: 苏农银行计息成本负债率优势显著



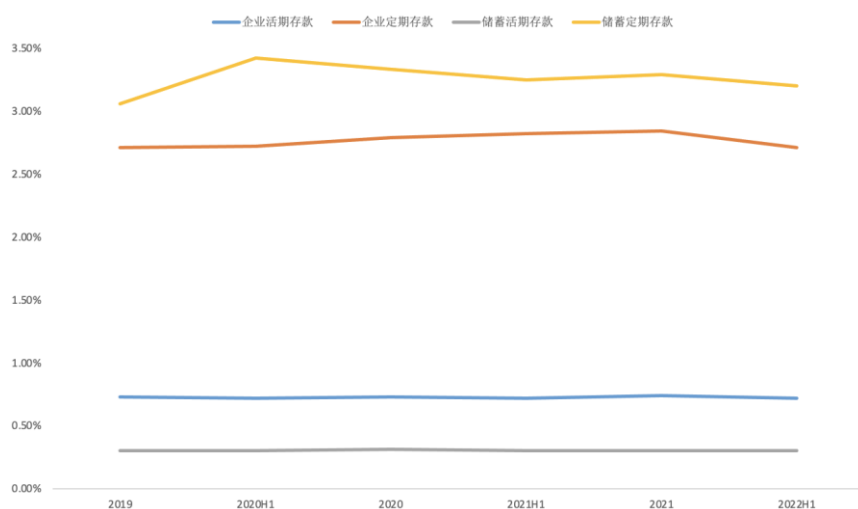
数据来源: Wind、东北证券

图 30: 苏农银行活期存款占比高



数据来源: Wind、东北证券

图 31: 苏农银行定期存款利率继续优化

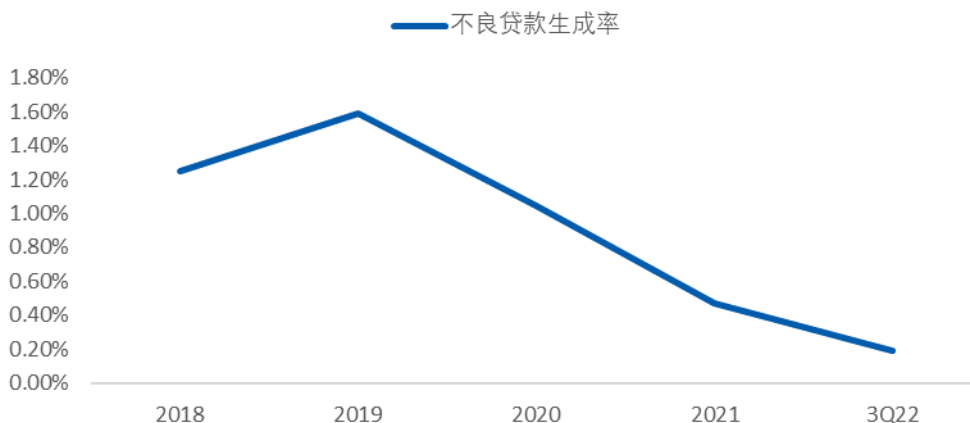


数据来源: 公司年报、Wind、东北证券

3.2. 存量风险出清, 看好资产质量持续优化

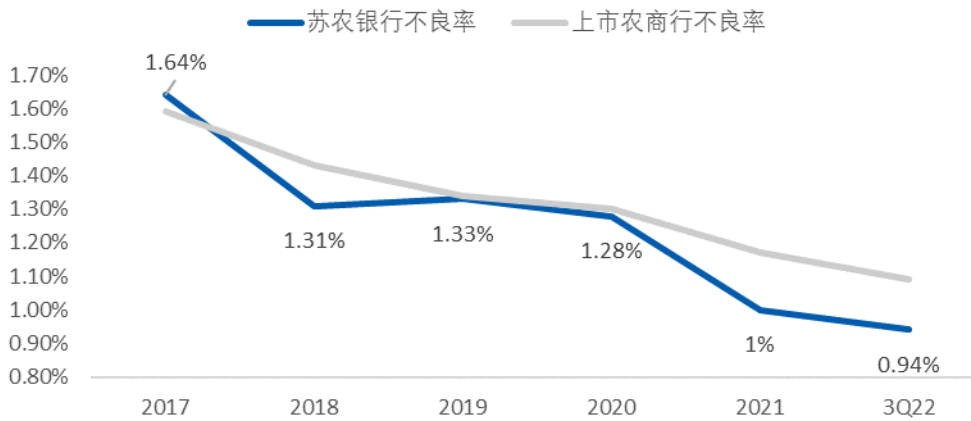
存量风险陆续出清, 不良率创历史新低。从过往来看, 苏农银行背靠吴江, 纺织业贷款投放比重高, 但随着 2015 年新环保法的推出, 纺织业景气度有所下行, 不良开始暴露。在此基础上, 苏农银行积极调整贷款结构, 优化资产质量, 2019 年以来苏农银行不良生成率持续下降。截止 2022 年 3 季度末, 苏农银行不良率降至 0.94%, 已显著优于农商行平均水平。同时, 苏农银行不良贷款偏离度居上市农商行最低水平, 不良认定极其严格; 且逾期贷款率目前也居于上市农商行最优水平, 看好后续资产质量不断优化。优异的资产质量同样为苏农银行的城区扩张和零售转型打下了扎实的基础。

图 32: 苏农银行不良生成率持续下行



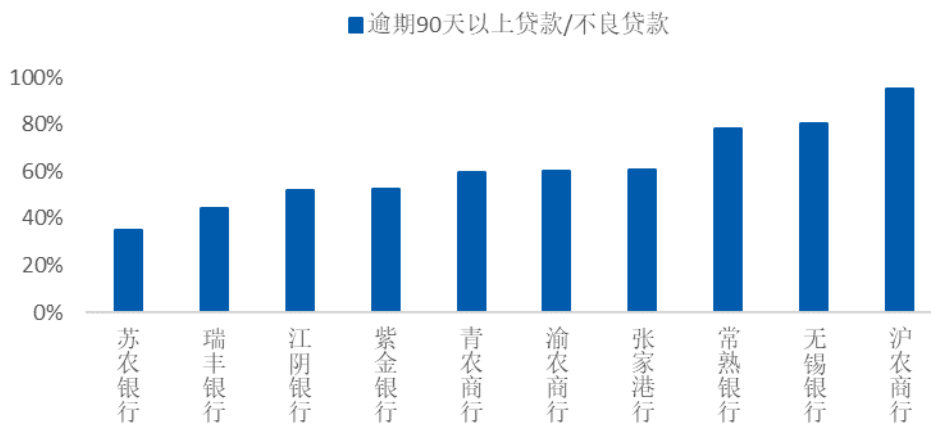
数据来源: Wind、东北证券

图 33: 苏农银行不良贷款率显著优化, 创历史新低



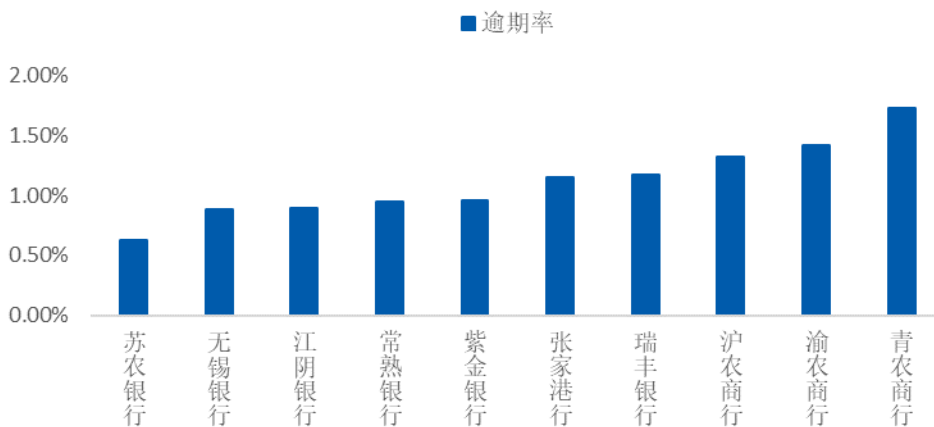
数据来源: Wind、东北证券

图 34: 苏农银行不良认定严格



数据来源: Wind、东北证券

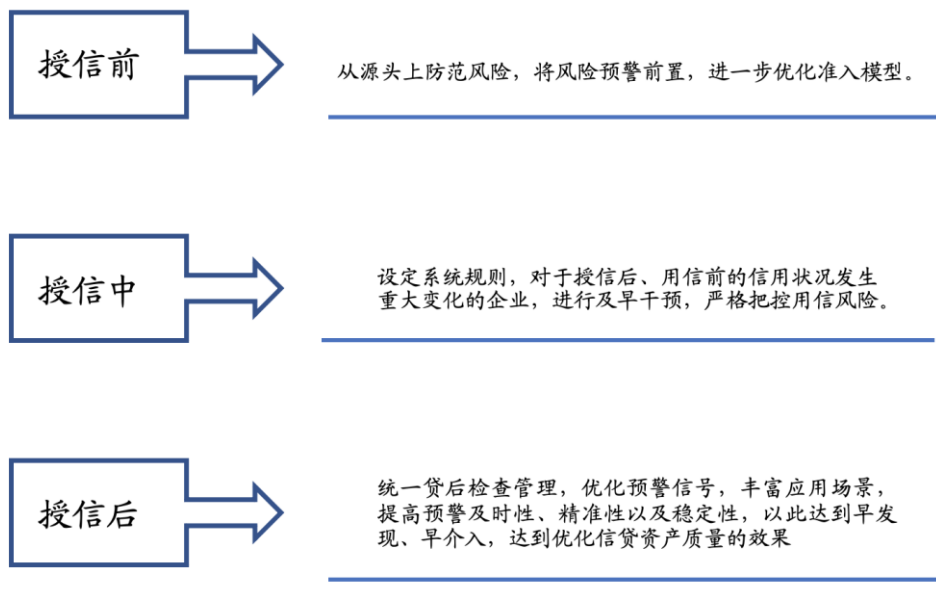
图 35: 苏农银行逾期率居上市农商行最优水平



数据来源: Wind、东北证券

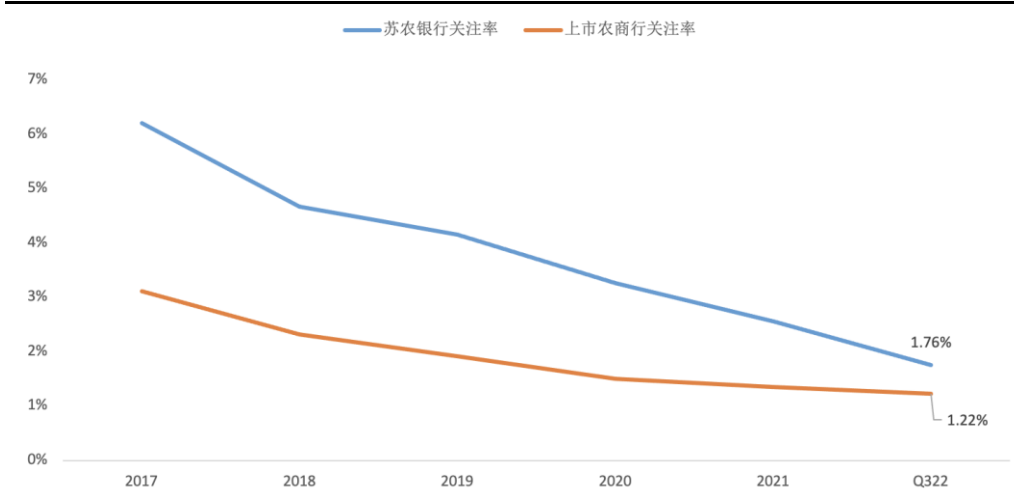
关注类贷款比重下降。与不良贷款率趋势一致，苏农银行目关注率也不断优化，目前已降至 1.76%，同样处于历史最低水平。苏农银行关注率稳步下降主要是由于苏农银行不断优化风险预警系统以及细化关注类贷款的动态管理机制，实行“一户一策”以及“一户多策”的管理方案。

图 36: 苏农银行优化风险预警系统



数据来源: 公司年报、东北证券

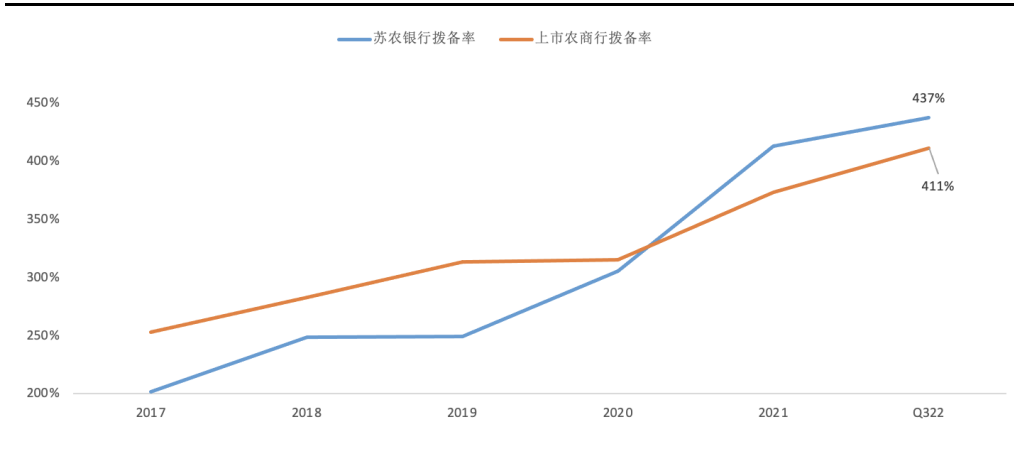
图 37: 苏农银行关注度不断下降



数据来源: Wind、东北证券

拨备覆盖率增厚，风险抵补能力不断增强。自 2020 年以来，苏农银行拨备覆盖率显著提高，根据业绩预告，2022 年苏农银行拨备已上升至 440.58%，处于历史最高水平；相较于 2020 年 305.31% 的拨备覆盖率，跃升超 100%，整体上高于农商行平均水平。拨备覆盖率在 2019 年有所下降主要受历史存量风险的拖累，苏农银行加大不良贷款核销力度。随着存量风险的出清，拨备覆盖率有望进一步增厚。

图 38: 苏农银行拨备极厚，风险抵补能力强



数据来源: Wind、东北证券

4. 投资建议

行稳致远，爆发期将至。苏农银行作为苏州城区唯一地方农商法人银行，依托优秀的公司治理能力和良好的外部环境，内外兼修、优势明显。目前，苏农银行正在着力实现“5年再造一个苏农银行”的宏伟目标，从“深耕吴江”到“走向苏州”，行稳致远、前景广阔。

城区扩张与零售转型两大攻城锤助力业绩增长打开新局面。①**城区扩张方面：**从外部环境来看，苏州城区空间广阔、制造业发达，为“五年再造”目标提供良好外部环境；从内部优势来看，苏农银行始终走在支持民营企业、制造业企业发展的前列，业务匹配性强，是“五年再造”计划顺利推进的核心内因；从成果来看，苏农银行在吴江区以外苏州地区呈现出“量价齐升”的态势，“五年再造”计划成果丰硕。②**零售转型方面：**苏农银行以产品应需求，零售转型已初见成效，不仅零售贷款增长保持在20%以上的高增速，同时零售贷款结构也在不断优化，个人经营性贷款占零售贷款比重不断上升，进一步为贷款收益率提供支撑。

负债成本与资产质量构筑护城河。①**负债成本方面：**苏农银行优势十分显著。负债综合成本率和存款平均成本率均名列前茅，主要来自于较高的活期存款占比。而较高的活期存款占比是苏农银行对吴江区长期深耕、不断积累下的自然“奖励”，负债成本端的优势为苏农银行开拓苏州城区提供了坚强的后盾。②**资产质量方面：**存量风险陆续出清，不良率创历史新低。从过往来看，苏农银行背靠吴江，纺织业贷款投放比重高，但随着2015年新环保法的推出，纺织业景气度有所下行，不良开始暴露。在此基础上，苏农银行积极调整贷款结构，优化资产质量，2019年以来苏农银行不良生成率持续下降。截止2022年3季度末，苏农银行不良率已显著优于农商行平均水平。同时，苏农银行不良认定极其严格、且逾期贷款率目前也居于上市农商行最优水平，看好后续资产质量不断优化。优异的资产质量同样为苏农银行的城区扩张和零售转型打下了扎实的基础。

投资建议：攻守兼备，行稳致远。从过往看，苏农银行对吴江区的长期深耕为其构筑了负债成本低、资产质量好两大扎实的护城河；向未来看，苏农银行的城区扩张、“五年再造”战略和零售转型又为其提供了强大的攻城锤。攻防兼备，行稳致远，看好苏农银行业绩增长的可持续性。当前股价对应2022/2023/2024年PB估值分别为0.60X/0.54X/0.49X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (亿元)						主要指标 (亿, %)				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及存放央行款项	103	105	113	129	144	业绩增长				
存放同业和其它金融机构款项	34	16	15	13	15	利息净收入增速	1.10	6.00	8.00	8.00
拆出资金	6	21	6	8	9	其它业务收入增速	6.40	1.24	17.97	17.29
发放贷款及垫款	758	917	1,082	1,255	1,443	拨备前利润增速	1.93	9.49	10.00	10.00
交易性金融资产	52	60	62	63	64	归母净利润增速	21.98	29.40	18.00	15.00
债权投资	7	7	8	8	8	盈利能力				
其他债权投资	0	0	0	0	0	ROE	9.31	10.91	11.72	12.20
其他权益工具投资	0	0	0	0	0	ROA	0.78	0.88	0.93	0.95
买入返售金融资产	46	36	39	43	48	生息资产	1,541	1,754	1,964	2,180
其他资产	389	424	483	506	517	生息资产占比	97.11	97.00	97.00	97.00
资产总计	1,394	1,587	1,808	2,025	2,248	计息负债	1,438	1,629	1,827	2,029
同业和其它金融机构存放款项	9	0	0	0	0	计息负债占比	98.83	98.00	98.00	98.00
向央行借款	31	30	27	25	27	生息资产收益率	3.99	4.00	4.00	4.00
拆入资金	30	18	20	22	24	计息负债成本率	2.03	2.00	2.00	2.00
卖出回购金融资产款	52	65	71	80	90	净利差	2.04	2.00	2.00	2.00
吸收存款	1,067	1,226	1,410	1,608	1,801	净息差	2.24	1.95	1.87	1.81
应付债券	64	98	88	91	94	利息净收入占比	79.19	79.93	78.48	77.05
其他负债	19	17	47	38	35	手续费收入占比	5.69	5.69	5.94	6.21
负债合计	1,273	1,455	1,663	1,865	2,070	成本收入比	32.89	30.00	30.00	30.00
归母股东权益合计	120	131	144	159	176	资本状况				
其他权益工具	2	2	2	2	2	资本充足率	12.99	12.99	12.99	12.99
少数股东权益	1	1	1	1	2	一级资本充足率	10.72	10.72	10.72	10.72
负债和股东权益总计	1,394	1,587	1,808	2,025	2,248	核心一级资本充足率	10.72	10.72	10.72	10.72
						股息率	3.40	4.43	5.23	6.01
利润表 (亿元)						资产质量				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	38	38	40	44	49	不良贷款余额	9.57	10.82	11.92	12.99
利息净收入	30	30	32	35	38	不良贷款率	1.01	1.00	0.95	0.90
手续费及佣金净收入	1	2	2	3	3	拨备覆盖率	412.22	430.00	440.00	450.00
公允价值变动净收益	0	0	1	1	1	拨贷比	4.16	4.30	4.18	4.05
投资净收益	6	5	5	6	7	流动性				
营业成本	27	26	24	25	27	存贷款比率	74.77	76.72	78.07	80.16
营业税金及附加	0	0	0	0	0	贷款/总资产	57.77	59.85	61.99	64.22
资产/信用减值损失	14	13	12	11	12	每股指标				
管理费用	12	13	12	13	15	EPS (元)	0.64	0.83	0.98	1.13
营业利润	11	13	16	19	22	BVPS (元)	7.21	7.90	8.71	9.65
营业外收支净额	0	0	0	0	0	每股股利 (元)	0.16	0.21	0.25	0.28
利润总额	11	13	16	19	22	估值指标				
所得税	1	1	1	1	2	P/E (倍)	7.34	5.65	4.78	4.16
净利润	10	12	15	18	20	P/B (倍)	0.65	0.60	0.54	0.49
归属于母公司净利润	10	12	15	18	20	分红比例	25.00	25.00	25.00	25.00
少数股东损益	0	0	0	0	0					

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王凤华：东北证券绝对收益首席分析师、国防军工行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 25 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项，深入调研过 500+上市公司。

马志豪：南开大学金融学硕士，南开大学金融学本科，现任东北证券银行组组长，2021 年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn