

2023年02月22日



国联证券  
GUOLIAN SECURITIES

## 江阴银行（002807）\银行

### 区位优势显著的潜力黑马

#### 投资要点：

江阴为中国制造第一县，制造业发达，市场主体众多，信贷需求旺盛。十四五期间，江阴市着力打造“一湾一谷一区一港”的战略发展格局，产业将进一步升级。与此同时，江阴杠杆水平较低，未来杠杆也存在较大提升空间，或带来较大融资需求。而江阴银行深耕江阴地区超30年，存贷款市占率在江阴地区稳居第一，未来有望充分享受地区经济发展红利。此外，江阴银行异地机构拓展成效显著，为未来打开新的增长空间。

#### ➤ 区位优势显著

江阴市行政区划上归属于无锡市，无锡市为江苏省强市，经济发展势头猛，居民收入水平高。江阴市为无锡市中实力强劲的县级市，也为中国制造第一县，制造业十分发达，常年位居百强县榜首；此外，江阴民营经济也十分活跃，各类市场主体超24万家，信贷需求十分旺盛。在“一湾一谷一区一港”的战略发展格局下，江阴经济有望快速发展。根据我们测算，若2025年江阴杠杆水平提升至无锡市水平，信贷增长空间有望超78%。

#### ➤ 聚焦小微，未来增长空间可期

江阴银行深耕小微领域多年，近年来江阴银行小微业务快速发展，目前已经构建完善的产品体系。2021年普惠型小微贷款余额同比高增42.30%。同时，江阴银行持续下沉客群，户均贷款规模较小，2022年上半年，江阴银行个人贷款户均规模在20万左右。江阴产业园区升级改造保障短期小微信贷需求，长期来看，当前我国小微企业依旧存在较大的融资缺口，江阴银行小微信贷未来增长空间值得期待。此外，江阴银行还将小微技术输出至异地机构，进一步打开未来增长空间。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司22/23/24年收入分别为38.03/44.40/49.45亿元，同比增长12.95%/16.77%/11.37%，CAGR为13.67%；归母净利润分别为15.87/18.65/21.79亿元，同比增长24.63%/17.47%/16.85%，CAGR为19.60%。以23年BVPS计算的公司当前PB为0.58倍，考虑江阴区位优势以及基本面改善，我们给予公司23年0.78xPB，目标价5.65元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**小微政策转向、经济大幅下行，稳增长不及预期

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	33.51	33.67	38.03	44.40	49.45
增长率（%）	-1.56%	0.46%	12.95%	16.77%	11.37%
归母净利润（百万元）	10.57	12.74	15.87	18.65	21.79
增长率（%）	4.36%	20.51%	24.63%	17.47%	16.85%
EPS（元/股）	0.49	0.59	0.73	0.86	1.00
市盈率（P/E）	8.71	7.23	5.73	4.88	4.18
市净率（P/B）	0.76	0.71	0.64	0.58	0.52

数据来源：公司公告、Wind，国联证券研究所预测；股价为2023年2月22日收盘价

投资评级：

行 业： 银行

投资建议： 买入（首次评级）

当前价格： 4.19 元

目标价格： 5.65 元

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,172/2,169
流通A股市值（百万元）	9,099
每股净资产（元）	6.55
资产负债率（%）	91.59
一年内最高/最低（元）	4.48/3.93

#### 股价相对走势



分析师：刘雨辰

执业证书编号：S0590522100001

电话：

邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《无锡银行（600908）\银行业利用本地化优势，专注服务中小企业》2017.11.01

## 投资聚焦

### 核心逻辑

江阴作为中国制造第一县，制造业发达，上市企业资源丰富；同时民营经济活跃，市场主体众多，信贷需求十分旺盛。短期内受益于江阴市产业园区升级改造规划，企业需要提升产能、更新设备，短期内信贷需求能够得到保障。而江阴银行深耕江阴地区30多年，在江阴地区存贷款市占率均位居首位，未来可充分享受地区经济发展红利。

### 创新之处

本文从杠杆率的视角出发对江阴地区贷款增长空间进行了测算。

### 核心假设

1. 江阴银行2022-2024年的贷款同比增速分别为12%、13%、11.5%。
2. 2022-2024年贷款收益率分别为5%、5.1%、5.1%。
3. 2022-2024年江阴银行信用卡成本率分别为0.90%、1.00%、0.90%。
4. 2022-2024年江阴银行成本收入比稳定在30%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司22/23/24年收入分别为38.03/44.40/49.45亿元，同比增长12.95%/16.77%/11.37%，CAGR为13.67%；归母净利润分别为15.87/18.65/21.79亿元，同比增长24.63%/17.47%/16.85%，CAGR为19.60%。以23年BVPS计算的公司当前PB为0.58倍，考虑江阴区位优势以及江阴银行深耕江阴所积累的地缘人缘优势，再叠加江阴银行基本面改善与历史包袱的持续出清，我们给予公司23年0.78xPB，目标价5.65元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- 短期看江阴市产业园转型升级保障信贷需求
- 长期看江阴市经济发展以及江阴银行小微业务持续下沉

## 正文目录

1.	公司概况.....	5
1.1	全国首家上市农商行.....	5
1.2	营收增速达到上市银行第一.....	7
1.3	资本充足助力业务发展.....	9
2.	区位优势显著.....	10
2.1	经济发展势头强劲.....	10
2.2	中国制造第一县.....	13
2.3	民营经济活跃.....	15
2.4	政策催化下杠杆提升空间大.....	18
3.	聚焦小微的本地农商行.....	19
3.1	存贷款市占率居于江阴首位.....	19
3.2	聚焦小微带来较大增长空间.....	21
4.	基本面持续改善.....	26
4.1	结构优化推动息差逆势提升.....	26
4.2	资产质量明显改善.....	30
5.	盈利预测、估值与投资建议.....	33
5.1	盈利预测.....	33
5.2	估值与投资建议.....	34
6.	风险提示.....	35

## 图表目录

图 1:	江阴银行历史发展沿革.....	5
图 2:	江阴银行扩表持续提速.....	7
图 3:	江阴银行营业净利润增速提升.....	7
图 4:	2022Q3 江阴银行营收增速达到上市银行第一.....	8
图 5:	江阴银行 ROE 有所改善.....	8
图 6:	江阴银行核心一级资本充足率处于较高水平.....	10
图 7:	江阴市地理位置优越.....	11
图 8:	无锡经济实力位居江苏省前列水平.....	12
图 9:	江阴 GDP 增长强劲.....	12
图 10:	江阴市 GDP 在县级市中仅次于昆山.....	12
图 11:	江阴市居民人均可支配收入（元）水平较高.....	12
图 12:	江阴房价水平（元/平方米）较低.....	13
图 13:	江阴市常住人口稳步增长.....	13
图 14:	江阴市产业结构以二三产业为主.....	14
图 15:	江阴市制造业企业数量稳步增长.....	14
图 16:	2022 年末江阴市制造业企业数量在江苏省县级市中仅次于昆山市.....	15
图 17:	江阴市上市企业众多.....	15
图 18:	江阴市场主体数稳步增长.....	16
图 19:	江阴市个体工商户持续增长.....	16
图 20:	江阴市市场主体以个体工商户为主.....	16

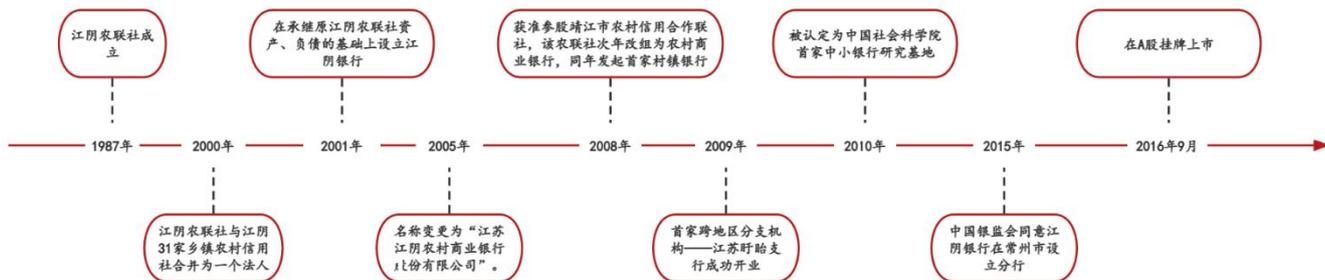
图 21: 江阴市场企业数稳步增长 .....	17
图 22: 江阴市企业中民营企业占比超 92% .....	17
图 23: 小微企业与个体工商户融资缺口较大 .....	17
图 24: 江阴市杠杆水平较低 .....	19
图 25: 江阴银行近 80%营业收入来自江阴地区 .....	20
图 26: 江阴银行近 70%贷款来自江阴地区 .....	20
图 27: 江阴银行在江阴地区存贷款市占率维持高位 .....	21
图 28: 江阴银行设立专职部门管理小微业务 .....	21
图 29: 江阴银行普惠型小微贷款快速增长 .....	23
图 30: 江阴银行小微贷款占比快速提升 .....	24
图 31: 小微贷款户数快速增长, 户均规模较稳定 .....	24
图 32: 江阴银行信贷主要投向小微聚集的制造业与批发零售业 .....	24
图 33: 江阴银行贷款保持两位数增长 .....	26
图 34: 江阴银行资产结构持续改善 .....	26
图 35: 江阴银行贷款以对公为主 .....	27
图 36: 江阴银行存款占比持续提升 .....	27
图 37: 江阴银行定期存款占比提升 .....	28
图 38: 江阴银行资产端收益率水平不高 .....	29
图 39: 江阴银行计息负债成本较低 .....	29
图 40: 江阴银行净息差水平逆势提升 .....	30
图 41: 江阴银行不良率持续降低 .....	31
图 42: 江阴银行不良认定趋严 .....	31
图 43: 不良贷款处置力度加大 .....	32
图 44: 江阴银行不良生成率处于低位 .....	32
图 45: 关注逾期率均为上市以来最佳水平 .....	33
图 46: 江阴银行拨备覆盖率处于高位 .....	33
图 47: 江阴银行 PB 处于历史低位 .....	34
图 48: 江阴银行 PE 处于历史低位 .....	34
表 1: 江阴银行股权结构较为分散 (截至 22Q3) .....	5
表 2: 江阴银行高管团队经验丰富 .....	6
表 3: 22Q3 江阴银行 ROE 主要受到信用减值的拖累 .....	9
表 4: 江苏省县级市集中在苏南地区 .....	10
表 5: 江阴连续多年位居中国百强县首位 .....	12
表 6: 江阴十四五发展规划 .....	18
表 7: 江阴市 2021-2025 年期间信贷增长空间达 78.50% .....	19
表 8: 江苏上市农商行机构与覆盖区域 (地级市维度) 情况 .....	20
表 9: 江阴银行部分小微产品 .....	22
表 10: 江阴产业园区升级改造规划目标 .....	25
表 11: 江阴银行盈利预测 .....	34

## 1. 公司概况

### 1.1 全国首家上市农商行

江阴银行为全国首家上市农商行。江阴银行前身为 1987 年成立的江阴农联社，2000 年中国人民银行江阴支行同意江阴农联社与 31 个乡镇农村信用社合并，同意江阴市银都、暨阳、澄通三家城市信用社更名并翻牌为银都、澄丰、澄通农村信用社，统一纳入到江阴农联社并合并为一个法人。2001 年中国人民银行南京分行下发《关于在江苏省试点组建农村商业银行的实施意见》，确定张家港、常熟和江阴 3 个县级市先行进行组建农村商业银行的试点，2001 年在继承江阴农联社的资产负债基础之上设立了江阴市农村商业银行，2005 年公司名称变更为江苏江阴农村商业银行股份有限公司，并于 2016 年 9 月正式在 A 股上市，成为全国首家上市的农村商业银行。

图 1：江阴银行历史发展沿革



资料来源：公司公告，国联证券研究所

江阴银行股权结构分散，以民营股东为主。江阴位处民营经济发达的江苏省无锡市，江阴银行股东以民营股东为主，前十大股东中除北向资金外均为民营股东。截至 2022 年三季度末，江阴银行单个股东最高持股比例仅有 4.31%，前十大股东持股比例均维持在 5% 以下，整体股权结构较为分散，或对公司决策效率有影响。但以民营股东为主的分散股权结构能够保证公司能够市场化运转，治理结构较独立。

表 1：江阴银行股权结构较为分散（截至 22Q3）

股东名称	股东性质	持股比例
江阴市长达钢铁有限公司	非国有法人	4.31%
江阴新锦南投资发展有限公司	非国有法人	4.18%
江阴市华发实业有限公司	非国有法人	3.83%
江阴市振宏印染有限公司	非国有法人	3.33%
江阴长江投资集团有限公司	非国有法人	3.24%
香港中央结算有限公司	境外法人	3.22%
江阴市爱衣思团绒毛纺有限公司	非国有法人	2.85%

江阴法尔胜钢铁制品有限公司	非国有法人	2.52%
江阴美纶纱业有限公司	非国有法人	1.98%
江苏双良科技有限公司	非国有法人	1.79%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**管理层专业能力强，经验丰富且十分稳定。**江阴银行高管团队多为公司内部选拔，具备丰富的业务经验。董事长孙伟先生早在江阴银行改制前便在江阴农联社工作，多年身处在业务一线。行长宋萍女士也曾历任江阴银行西郊支行行长助理等职务，从业多年，具备丰富的业务经验与深刻的行业认知。同时，高管团队任职年限普遍较长，董事长孙伟先生在行内工作年限超 30 年，董事长任职期限也超 8 年。整体的高管团队较为稳定，可保证公司战略推进的连贯性。

**表 2：江阴银行高管团队经验丰富**

姓名	职务	任职日期	年龄	履历
孙伟	董事长	2014/7/31	52	历任江阴市农村信用合作联社华士信用社副主任、顾山信用社主任，江阴银行顾山支行行长、国际业务部总经理，江阴银行副行长、行长。江阴银行第一届与第三届至第七届董事会董事，并任第五届、第六届、第七届董事会董事长。
宋萍	行长	2019/4/25	45	历任江阴银行西郊支行行长助理、江阴银行团委书记、财务部副经理、财务部经理、副行长、党委委员，曾任江阴银行第二、第三届董事会董事、第五届监事会监事长，江苏宜兴农村商业银行股份有限公司董事、行长，江阴银行第六届董事会董事、行长，现任江阴银行第七届董事会董事、行长。
卞丹娟	董事会秘书	2020/5/27	49	历任江阴银行办公室副主任、计划信贷部副经理、朝阳支行副行长、要塞支行副行长、办公室副主任（主任级）、办公室主任、综合办公室主任、第六届董事会秘书，现任江阴银行第七届董事会董事、董事会秘书，靖江农商行董事、姜堰农商行董事。
金武	监事长	2020/5/27	54	历任江阴云亭信用社副主任，江阴峭岐信用社副主任、主任、党支部书记，江阴银行峭岐支行、顾山支行、要塞支行、南闸支行行长、党支部书记，江阴银行公司业务部、信贷管理部总经理，2010 年至 2020 年 5 月起任江阴银行副行长，现任江阴银行第七届监事会监事长。
仲国良	副行长	2019/8/1	53	曾任江阴银行华士支行副行长，峭岐支行行长，云亭支行行长，周庄支行行长，总行副行长；2016 年 9 月起，任无锡农村商业银行股份有限公司副行长；2019 年 8 月起，任江阴银行副行长。
王峰	副行长	2011/6/10	50	1996 年 11 月加入江阴银行，历任电脑科科长助理、副科长，2002 年 3 月任江阴银行科技信息部副总经理，2008 年 10 月科技开发部总经理。2014 年 7 月起，任江阴银行副行长。
过晟宇	副行长	2016/9/2	42	2005 年 8 月参加工作，历任无锡农商行支行客户经理、支行行长、董事、苏州分行（筹）行长。2016 年 9 月起，任江阴银行副行长。
倪志娟	副行长	2020/5/27	47	历任锡州农商行业务拓展科副科长，锡州农商行信用卡部副总经理，锡州农商行八士分理处副行长(主持工作)，无锡农商行八士分理处副行长(主持工作)，无锡农商行八士分理处行长，无锡农商行张泾支行行长，无锡农商行小贷业务部总经理，无锡农商行三农金融部总经理，公司业务部总经理，外设机构管理部总经理，执行董事。2020 年 5 月起，任江阴银行副行长。

王凯	副行长	2020/5/27	36	2009年参加工作，历任江阴银行璜土支行柜员，睢宁支行会计助理、信贷主管、行长助理，利港支行副行长，澄东支行行长，江阴银行小微金融部总经理。2020年5月起，任江阴银行副行长。
袁坤	行长助理	2020/5/27	38	2006年参加工作，历任江苏沐阳农村商业银行电子银行部副总经理，江苏沐阳农村商业银行沂涛支行行长，江苏沐阳农村商业银行章集支行行长，江苏省农村信用社联合社产品研发部高级主管。2020年5月起，任江阴银行行长助理（挂职）。
常惠娟	财务总监	2019/12/26	49	1995年8月参加工作，曾任江阴银行国际业务部主办会计、国际业务部副总经理、会计结算部副总经理、运营管理部副总经理、财务部总经理，2019年12月起任江阴银行财务总监。

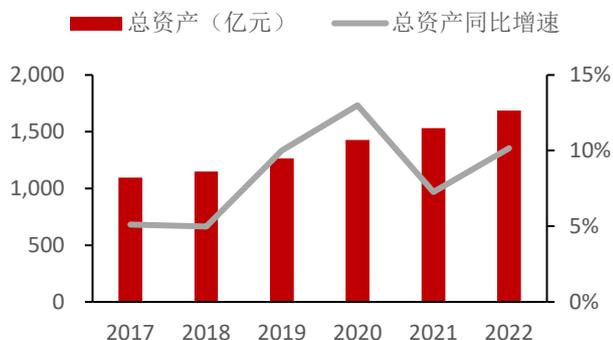
资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 1.2 营收增速达到上市银行第一

**江阴银行快速扩表。**银行作为一个重资产行业，资产规模是公司盈利的重要影响因素，而农商行资产规模相较全国性银行明显较小。根据2022年业绩快报数据，截至2022年末，江阴银行总资产规模为1686.92亿元，资产规模相对较小。但近年来江阴银行快速扩表，2022年总资产同比增长10.16%，资产规模保持两位数水平扩张。

**营收与归母净利润稳步提升，2022年前三季度营收增速达到行业第一。**江阴银行营业收入同比增速波动较大，2020年在疫情冲击下营收出现负增长，随后持续修复。2022年前三季度江阴银行营业收入同比增长21.88%，为上市银行中最高水平。根据2022年业绩快报，2022年全年营收达到37.77亿元，同比增长12.20%。四季度营收增速下滑预计受资产端定价下行影响，导致利息净收入增速放缓，拖累营收增速。净利润增速稳步提升，2022年归母净利润同比增长26.88%。

图2：江阴银行扩表持续提速



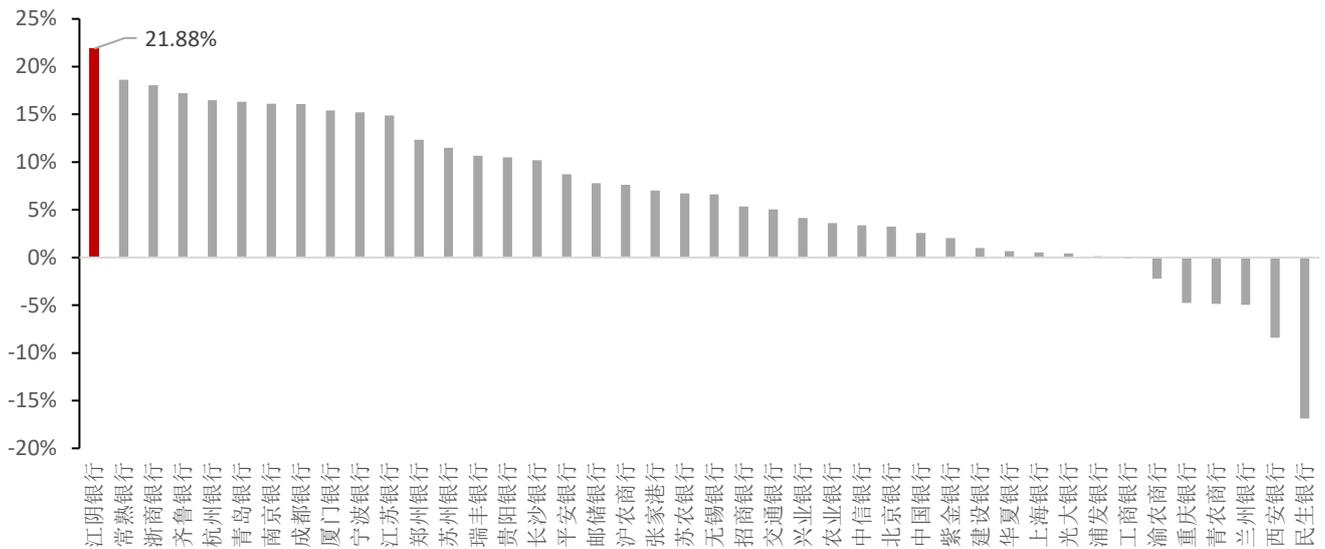
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图3：江阴银行营业净利润增速提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

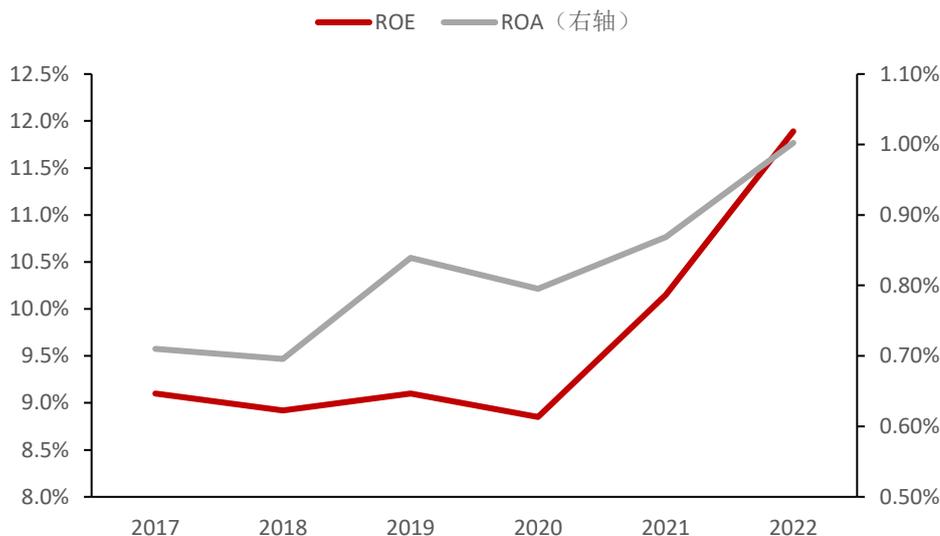
图 4：2022Q3 江阴银行营收增速达到上市银行第一



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

**ROA 稳步提升，推动 ROE 有所改善。**2022 年前三季度江阴银行 ROE 在行业中处于较低水平，在上市银行中位处 37/42，主要是由于 ROA 相对较低。近年来江阴银行 ROA 持续提升，ROE 水平也已经出现明显改善。根据江阴银行 2022 年业绩快报，江阴银行 2022 年 ROE/ROA 为 11.89%/1.00%，较年初提升 174BP/13BP。从 2022 年前三季度 ROE 拆解来看，2022 年前三季度 ROE 较低，主要是信用减值损失拖累 ROA。信用减值拖累较大的主要原因为充分考虑疫情影响计提了充足的减值，信用减值损失与平均总资产的比值达到了 0.78%，为同期农商行中最高水平。未来随着疫情影响的消散与资产质量的持续改善，拨备计提压力减小，拨备可逐步反哺利润，ROE 有望继续提升。

图 5：江阴银行 ROE 有所改善



资料来源：公司公告，国联证券研究所。注：2022年ROA由ROE于权益乘数倒推。

表 3: 22Q3 江阴银行 ROE 主要受到信用减值的拖累

	江阴银行	张家港行	青农商行	无锡银行	渝农商行	常熟银行	瑞丰银行	沪农商行	紫金银行	苏农银行
营业收入	1.87%	2.10%	1.85%	1.68%	1.74%	2.52%	1.83%	1.64%	1.57%	1.82%
净利息收入	1.53%	1.67%	1.36%	1.27%	1.45%	2.18%	1.60%	1.30%	1.41%	1.41%
利息收入	2.99%	3.30%	2.88%	2.89%	2.96%	3.74%	3.16%	2.71%	3.02%	2.79%
利息支出	1.46%	1.63%	1.53%	1.62%	1.51%	1.56%	1.56%	1.41%	1.61%	1.38%
手续费净收入	0.05%	0.01%	0.10%	0.10%	0.11%	0.00%	-0.02%	0.15%	0.02%	0.06%
其他非息收入	0.30%	0.42%	0.39%	0.31%	0.17%	0.34%	0.25%	0.19%	0.14%	0.36%
成本费用	0.57%	0.65%	0.49%	0.45%	0.52%	1.00%	0.52%	0.48%	0.58%	0.60%
营业外净收入	-0.01%	0.05%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%
PPOP	1.30%	1.50%	1.36%	1.23%	1.22%	1.52%	1.32%	1.15%	0.99%	1.23%
信用减值损失	0.78%	0.72%	0.67%	0.46%	0.40%	0.54%	0.53%	0.20%	0.27%	0.38%
利润总额	0.52%	0.77%	0.68%	0.77%	0.82%	0.98%	0.79%	0.95%	0.73%	0.85%
所得税	-0.06%	0.04%	0.03%	0.06%	0.09%	0.14%	0.05%	0.17%	0.13%	0.10%
ROA	0.77%	0.98%	0.86%	0.94%	0.97%	1.12%	0.99%	1.04%	0.79%	1.00%
权益乘数	11.88	11.84	11.74	12.36	11.65	12.00	10.70	11.80	13.17	12.13
ROE	9.16%	12.00%	11.71%	12.68%	11.68%	13.38%	10.24%	12.27%	10.32%	11.51%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

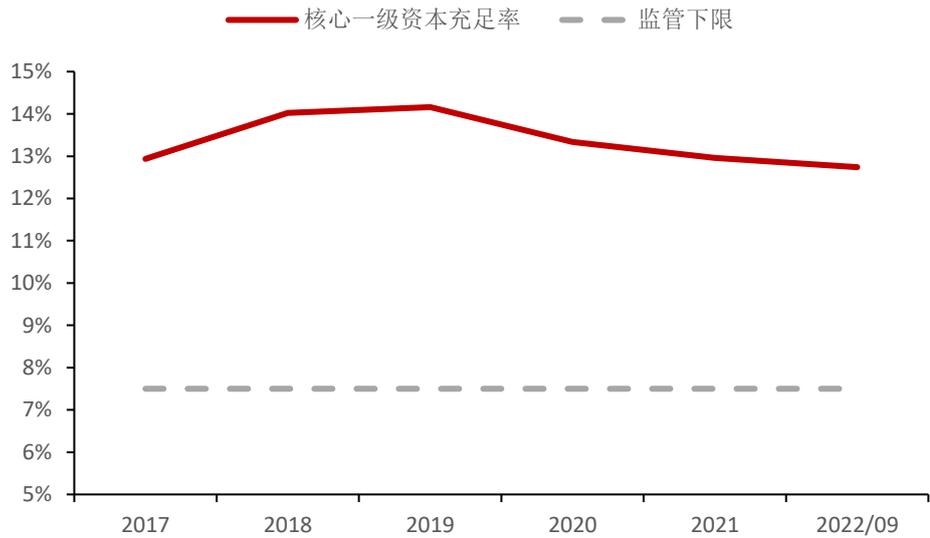
### 1.3 资本充足助力业务发展

**D-SIBs** 监管框架下银行资本面临压力，而江阴银行资本充足，业务开展无忧。

2022年9月央行发布我国2022年系统重要性银行名单，入选的19家银行中有7家核心一级资本充足率距离监管要求的下限不足1PCT，商业银行整体资本压力较大。江阴银行核心一级资本充足率维持在较高水平，2018年成功发行可转债后核心一级资本充足率达到14.02%，后续虽有所下降，但整体维持较高水平。截至2022年三季度末，江阴银行核心一级资本充足率为12.74%，距离监管要求的7.5%还存在超5PCT的安全边际，不会对业务开展形成限制。

新巴III落地将进一步降低江阴银行资本消耗。我国预计将在2023年内正式推行新巴塞尔协议III，而新巴III对中小企业贷款单设了85%的风险权重，相较过往100%的风险权重有所降低。而江阴银行作为区域性农商行，客群主要为中小微客群，在新巴III协议框架下，业务对于资本的占用更低。

图6：江阴银行核心一级资本充足率处于较高水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 区位优势显著

### 2.1 经济发展势头强劲

江阴市隶属于无锡市，为江苏21个县级市之一。江阴于1987年由国务院批准撤县建市，归属于江苏省南部的无锡市。截至2022年末，江苏省共计21个县级市，其中近一半的县级市位于经济更为发达的苏南地区，江阴市便隶属于苏南无锡市。

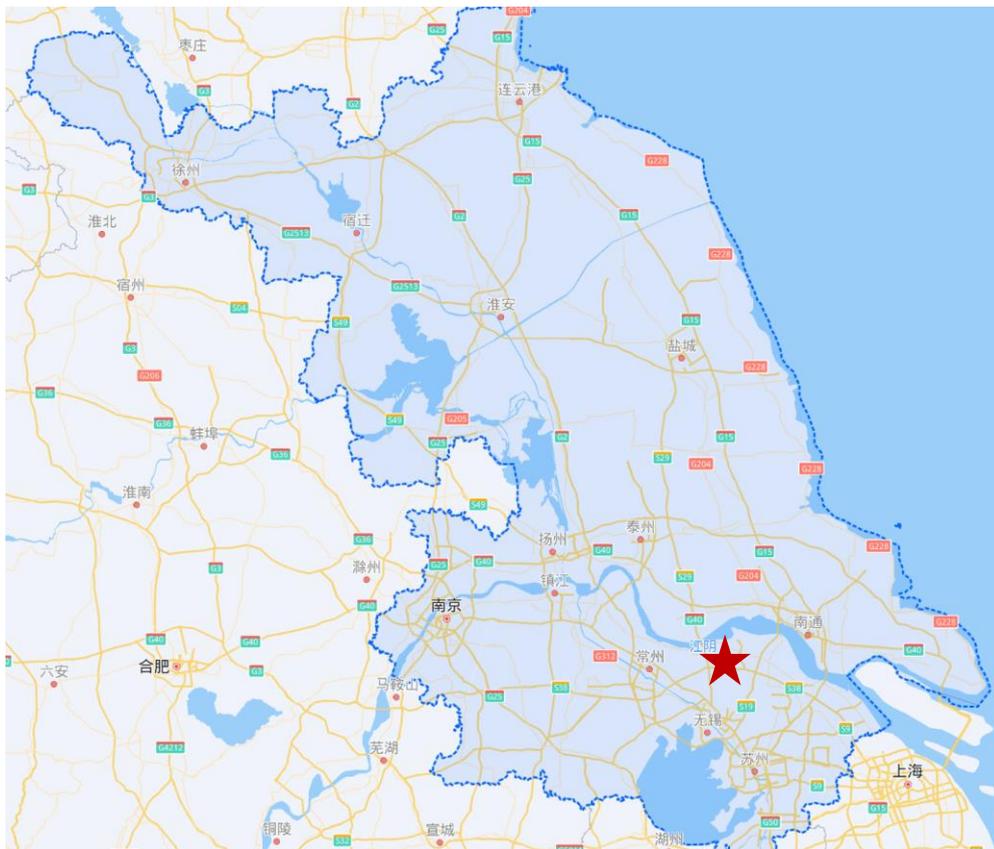
**地理位置优越，地区经济增长空间大。**江阴市北枕长江，南近太湖，东接常熟、张家港，西连常州，地处苏锡常“金三角”几何中心，交通便捷，地理位置优越。随着南沿江城际铁路通车，江阴将纳入上海半小时通勤圈，地区经济增长存在较大空间。

表4：江苏省县级市集中在苏南地区

地级市	位置	江苏省县级市
无锡市	苏南	江阴市、宜兴市
苏州市		张家港市、常熟市、太仓市、昆山市
镇江市		丹阳市、扬中市、句容市
常州市		溧阳市
泰州市	苏中	靖江市、兴化市、泰兴市
南通市		如皋市、启东市、海安市
扬州市		高邮市、仪征市
盐城市	苏北	东台市
徐州市		邳州市、新沂市

资料来源：江苏省人民政府，国联证券研究所

图 7：江阴市地理位置优越



资料来源：百度地图，国联证券研究所

江阴经济发展势头十分强劲，在经济最为发达的苏南地区也出类拔萃。无锡市为江苏省的经济强市，江阴市在行政区划上归属于无锡市。2021 年无锡市 GDP 达到 14003 亿元，仅次于苏州市。无锡市的 GDP 增速也保持在较高水平，2021 年同比增长 13.20%，高于苏州市的 12.63%，在整个苏南地区位居第一。江阴市作为无锡市的两个县级市之一，经济实力也十分强劲。2021 年江阴市 GDP 达到 4580 亿元，在

江苏县级市中仅次于昆山市，排名 2/21。2021 年江阴 GDP 同比增长 11.34%，高于江苏省 8.60% 的增速，在江苏省排名 13/21。

江阴为我国“制造第一县”，制造业十分发达。江苏省为国内制造业最为发达的地区之一，而江阴更是连续多年被评为百强县第一名。根据中国信通院发布的 2022 年中国县域工业经济发展报告显示，截至 2022 年 7 月 31 日，江阴市在中国工业百强县中位于第二位，仅次于昆山市。

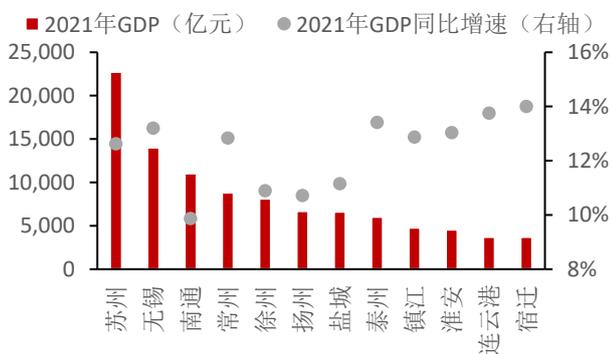
表 5：江阴连续多年位居中国百强县首位

名次	2018	2019	2020	2021	2022
1	江苏江阴市	江苏江阴市	江苏江阴市	江苏江阴市	江苏昆山市
2	江苏昆山市	江苏昆山市	江苏昆山市	江苏昆山市	江苏江阴市
3	江苏张家港市	江苏张家港市	江苏张家港市	福建晋江市	江苏张家港市
4	江苏常熟市	江苏常熟市	福建晋江市	江苏张家港市	福建晋江市
5	福建晋江市	福建晋江市	江苏常熟市	浙江慈溪市	江苏常熟市

资料来源：中国信通院，国联证券研究所

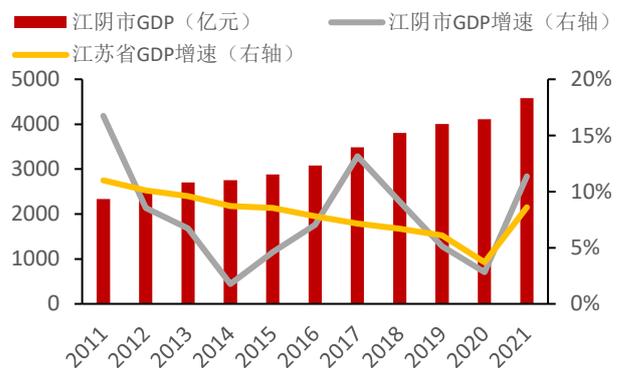
人均可支配收入较高。江阴作为江苏省强市无锡市的下属县级市，居民人均可支配收入处于较高水平。2021 年江阴市居民人均可支配收入达到 67555 元，同期江苏省居民人均可支配收入为 47498 元，仅为江阴市的 70%。全国居民人均可支配收入更仅有江阴市的 52%。

图 8：无锡经济实力位居江苏省前列水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

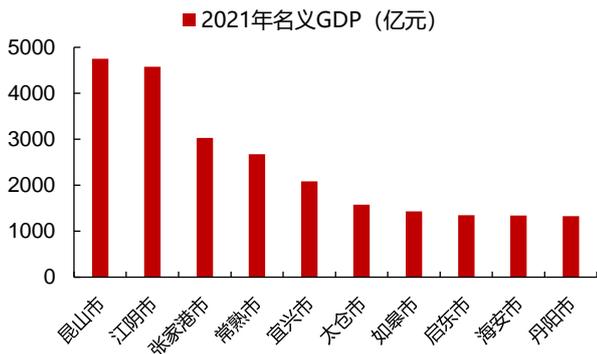
图 9：江阴 GDP 增长强劲



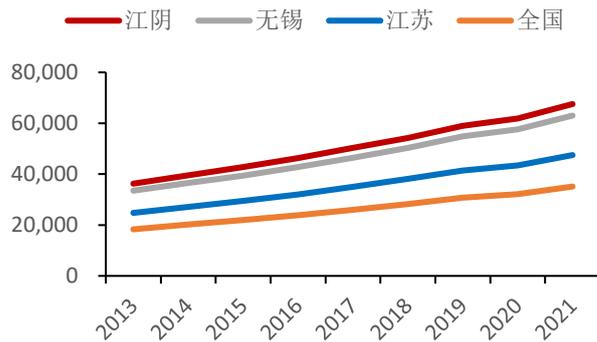
资料来源：Wind，国联证券研究所

图 10：江阴市 GDP 在县级市中仅次于昆山

图 11：江阴市居民人均可支配收入（元）水平较高



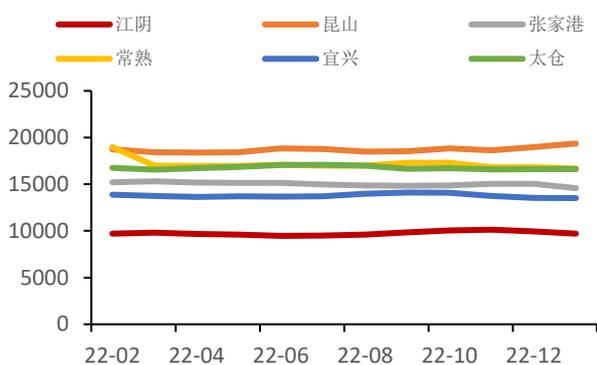
资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报，国联证券研究所



资料来源：Wind，国联证券研究所

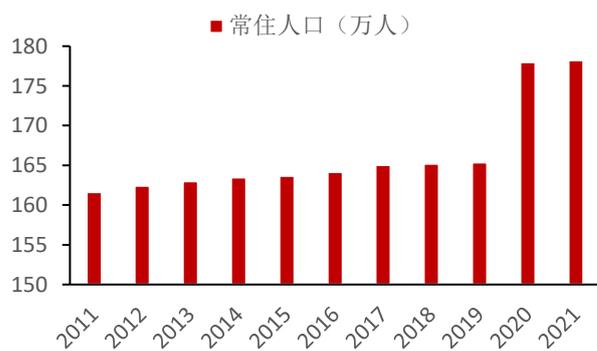
房价水平为苏州无锡下属县级市中最低，对人口吸引力较强，常住人口持续增长。江阴地理位置十分优越，同时房价水平处于较低位置。近一年来江阴市二手房成交均价维持在 9000-10000 元/平方米之间，而苏州无锡市下属的其他县级市房价水平明显高于江阴市。苏州下属县级市中房价水平最高的为昆山市，二手房成交均价在 18000-19000 元/平方米左右，房价最低的张家港也在 15000 元/平方米附近，无锡下属的另一个县级市宜兴二手房成交均价也在 13000-14000 元/平方米左右。江阴得益于较低的房价水平，对人口吸引力较强，因此江阴常住人口近年来稳步提升。2021 年末江阴市常住人口达到 178.20 万人，在江苏 21 个县级市中仅次于昆山市。

图 12：江阴房价水平（元/平方米）较低



资料来源：安居客，国联证券研究所

图 13：江阴市常住人口稳步增长



资料来源：Wind，国联证券研究所

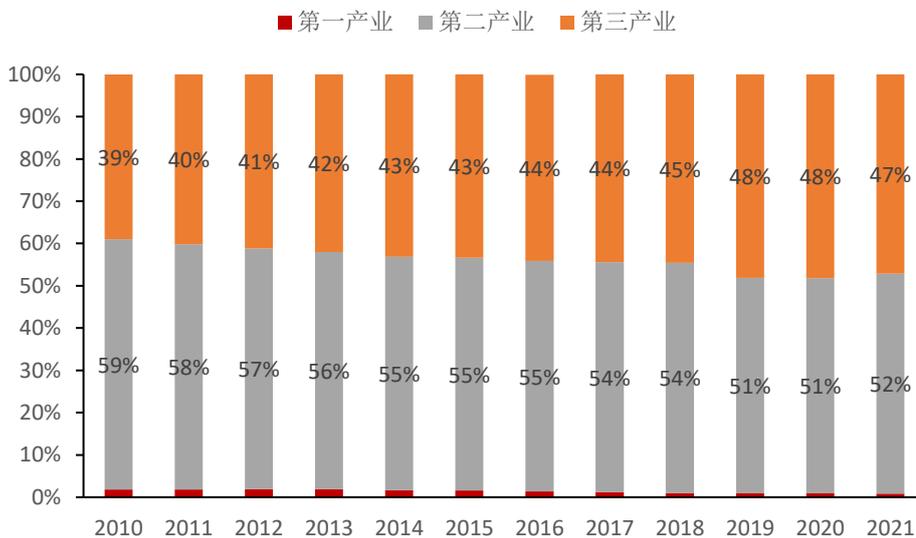
## 2.2 中国制造第一县

江阴市二三产业各占半壁江山。从江阴市产业结构来看，近年来江阴市第三产业占比稳步增长，第一产业占比持续压缩，第二产业占比虽有所下降，但占比仍最高。2021 年江阴市第一产业占比仅有 0.84%，相较 2010 年末下降近 1PCT，而第三产业占比相较 2010 年末提升超 8PCT 至 47.13%，第二产业占比达到 52.03%。

江阴产业持续升级提质。在产业集群方面，江阴市拥有江阴特钢新材料创新型产

业集群，为国家级创新型产业集群试点产业集群。此外，江阴还拥有高端纺织服装产业集群、石化新材料产业集群以及金属新材料产业集群等千亿级产业集群，产业发展持续升级提质。

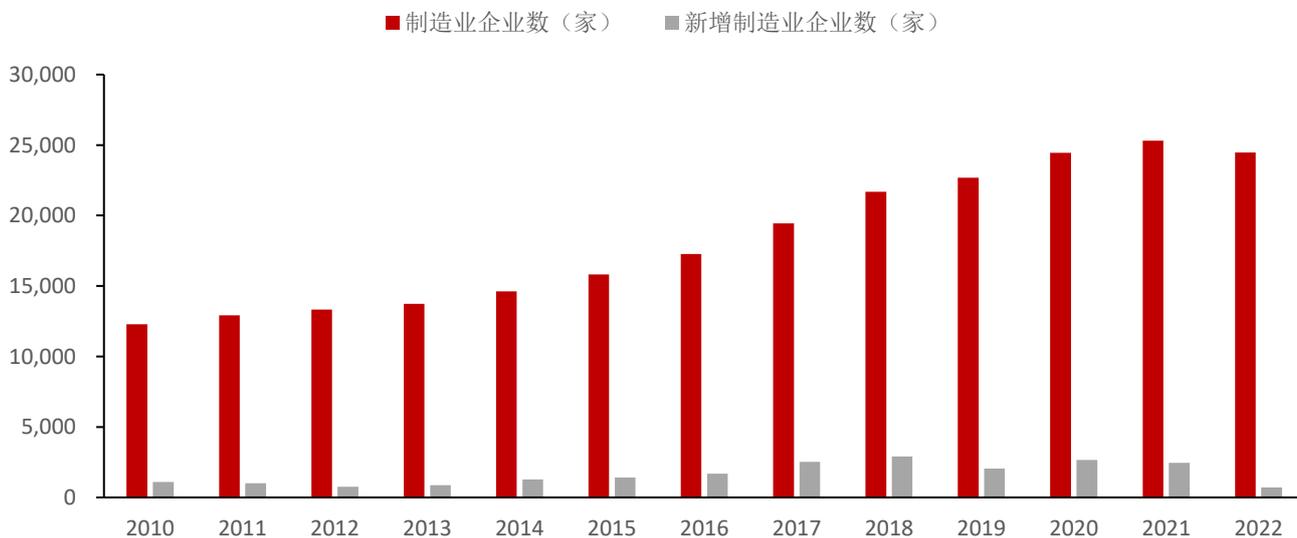
图 14：江阴市产业结构以二三产业为主



资料来源：Wind，国联证券研究所

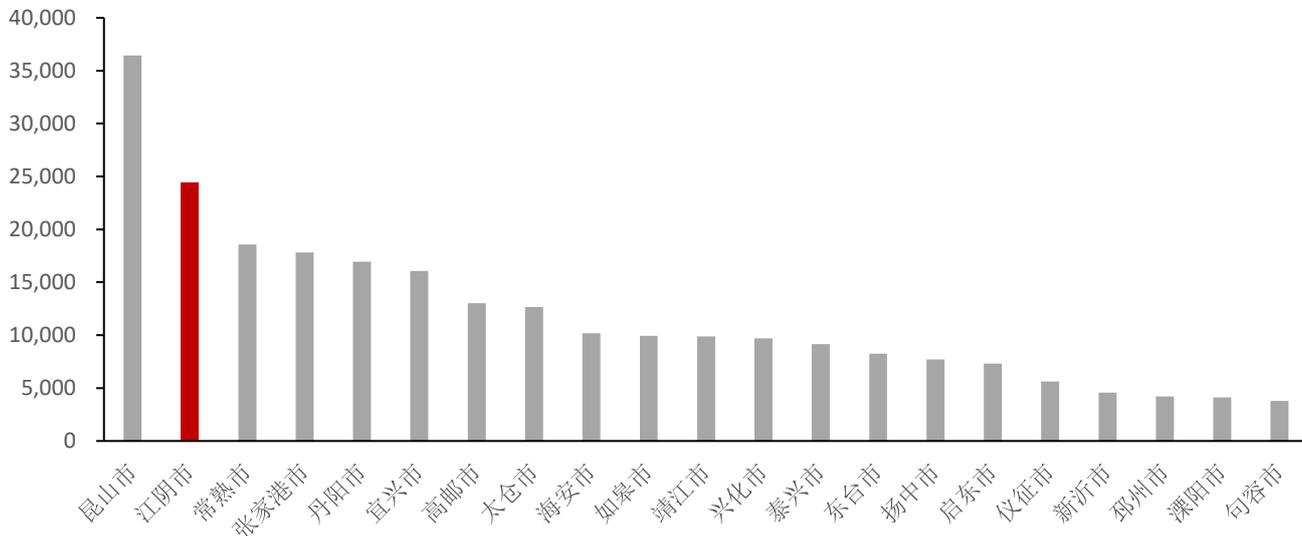
从企业数量来看，制造业企业数量稳步提升，在江苏所有县级市中仅次于昆山市。作为中国制造第一县，江阴市制造业企业数量稳步增长。截至 2022 年末，江阴市制造业企业数量达到 24462 家，相较 2010 年末增长近一倍，CAGR 达到 5.90%。横向来看，2022 年末江阴市制造业企业数量仅次于昆山市，在江苏省县级市中位居第二。

图 15：江阴市制造业企业数量稳步增长



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 16：2022 年末江阴市制造业企业数量在江苏省县级市中仅次于昆山市



资料来源：Wind，国联证券研究所

江阴市上市企业数量众多，且多为制造业企业。从上市企业来看，江阴市上市企业数量众多，且多为制造业企业。截至 2022 年末，江阴市拥有上市公司 56 个，包括境外上市 20 个，境内上市 36 个，其中上海主板 16 个、深圳主板 13 个、创业板 7 个。截至 2023 年 2 月 17 日，注册地为江阴市的 A 股上市公司有 35 家，其中 21 家为制造业企业，2022 年前三季度营收累计达到 1227.89 亿元，实现净利润 98.75 亿元。

图 17：江阴市上市企业众多

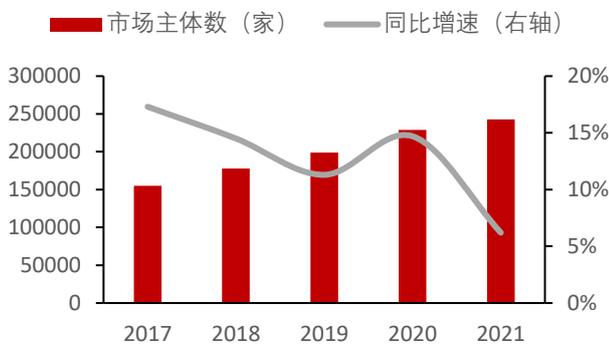
证券简称	所属行业	22Q3 营收 (百万元)	22Q3 净利润 (百万元)	证券简称	所属行业	22Q3 营收 (百万元)	22Q3 净利润 (百万元)
四环生物	制造业	196.63	-35.36	ST澄星	制造业	3,650.55	514.35
哈工智能	制造业	1,019.39	-492.18	江苏阳光	制造业	1,510.52	102.30
模塑科技	制造业	5,300.86	419.87	三房巷	制造业	16,550.26	760.77
法尔胜	制造业	539.22	-43.91	海澜之家	制造业	13,675.16	1,749.41
华西股份	制造业	2,216.95	147.65	双良节能	制造业	8,745.48	830.29
百川股份	制造业	3,042.84	119.59	长电科技	制造业	24,778.03	2,452.41
爱康科技	制造业	4,323.93	-272.26	吉鑫科技	制造业	1,253.09	95.95
华宏科技	制造业	6,546.29	401.86	江化微	制造业	694.91	81.85
优彩资源	制造业	1,611.86	53.93	振江股份	制造业	2,001.34	60.01
宝利国际	制造业	1,415.23	9.09	苏利股份	制造业	2,434.67	265.11
海达股份	制造业	1,937.08	89.51	恒润股份	制造业	1,356.61	56.64
广信材料	制造业	421.56	-12.82	必得科技	制造业	140.33	31.52
神宇股份	制造业	604.98	45.25	长龄液压	制造业	651.91	94.47
电工合金	制造业	1,687.33	81.70	中南文化	文娱	426.23	72.10
怡达股份	制造业	1,177.99	122.61	江阴银行	金融业	2,965.33	916.83
华兰股份	制造业	407.25	76.65	协鑫能科	电热燃及水生产	7,896.61	659.52
采纳股份	制造业	377.38	134.15	江南水务	电热燃及水生产	839.10	197.99
标榜股份	制造业	391.60	88.15	合计		122,788.51	9,875.04

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 2.3 民营经济活跃

江阴市场主体稳步增长，且以个体工商户为主。近年来，江阴市各类型市场主体数稳步增长。2020年江阴市场主体数在疫情冲击下依旧保持14.7%的高增速，2021年在2020年高基数的基础上依旧增长6.2%。市场主体数在2018-2021年期间的CAGR达到11.85%，整体维持较快的增速。截至2021年末，江阴市内各类型市场主体达到24.28万家。而从市场主体的结构来看，江阴市市场主体以个体工商户为主，个体工商户占比稳定在66%水平左右。截至2021年末，江阴市个体工商户达到15.95万家，同比增长5.1%。个体工商户在2018-2021年期间的CAGR达到12.18%，增速快于整体的市场主体增速。

图 18：江阴市场主体数稳步增长



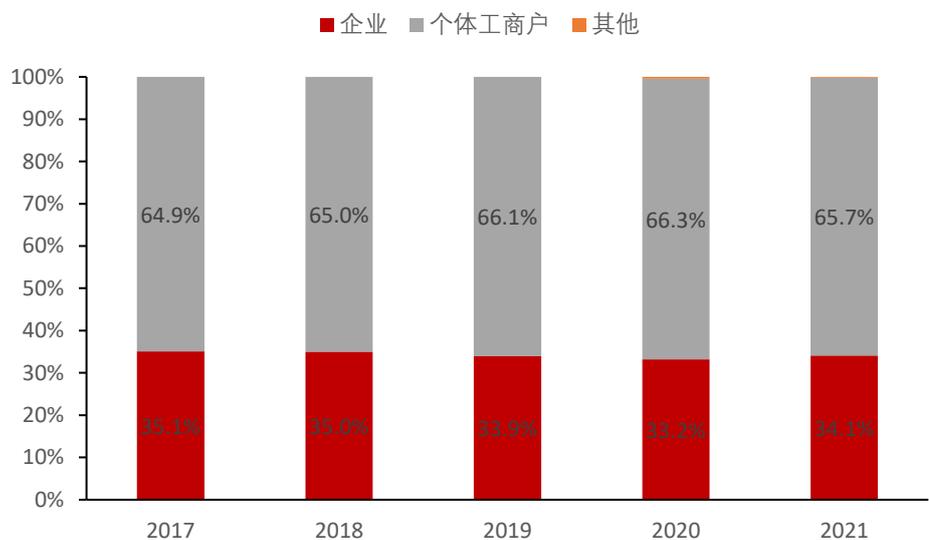
资料来源：政府网站，国联证券研究所

图 19：江阴市个体工商户持续增长



资料来源：政府网站，国联证券研究所

图 20：江阴市市场主体以个体工商户为主



资料来源：政府网站，国联证券研究所

企业数量维持较快增长，民营经济活跃。江苏省为国内民营经济最为活跃的地区

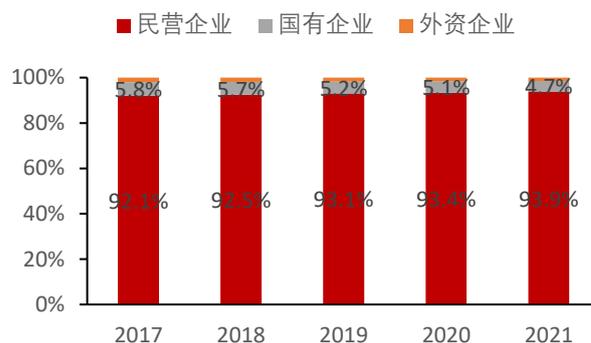
之一。江阴作为江苏省内实力强劲的县级市，民营经济也较活跃。从企业数量来看，截至 2021 年末，江阴市企业数量达到 8.28 万家，在 2020 年高基数的基础上依旧同比增长 8.9%。企业数量在 2018-2021 年期间的 CAGR 达到 11.02%，整体增速处于较高水平。而从企业结构来看，江阴市企业中民营企业占据绝大部分，近 5 年江阴市企业中民营企业占比均保持在 92% 以上的高水平，且依旧处于稳步提升的过程。截至 2021 年末，江阴市民营企业占比达到 93.86%。

图 21：江阴市场企业数稳步增长



资料来源：政府网站，国联证券研究所

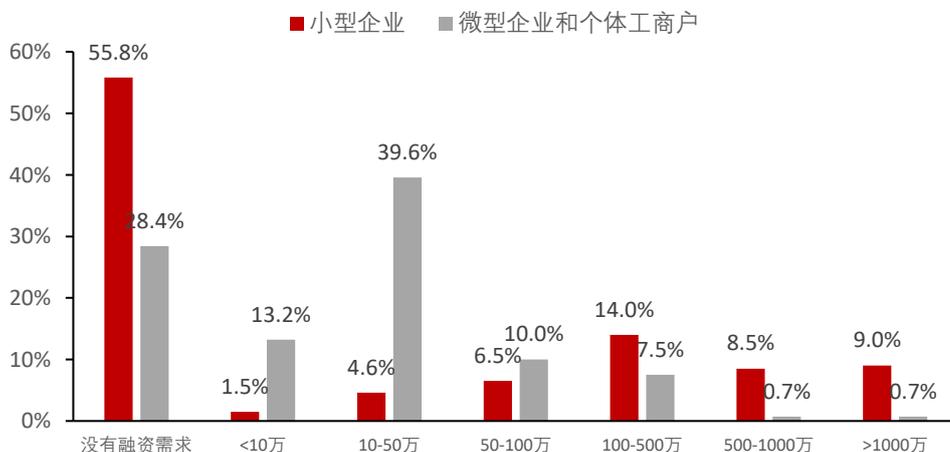
图 22：江阴市企业中民营企业占比超 92%



资料来源：政府网站，国联证券研究所

**活跃的民营经济构建了扎实的小微企业基础，带来较大信贷需求。**江阴市场主体的稳步增长以及以民营企业和个体工商户为主的结构特点为江阴银行构建了扎实的小微企业基础，而个体工商户以及小微企业等融资缺口较大。根据全国工商联发布的小微企业融资状况报告，小型企业中近一半存在融资需求，微型企业和个体工商户中超 70% 均存在融资需求。众多小微主体有望带来较大的信贷需求。

图 23：小微企业与个体工商户融资缺口较大



资料来源：全国工商联，国家金融与发展实验室，国联证券研究所

## 2.4 政策催化下杠杆提升空间大

江阴市着力打造“一湾一谷一区一港”战略发展格局，政策加快推进江阴发展。

“一湾一谷一区一港”是指霞客湾科学城、绮山湖科创谷、苏南国家自主创新示范区核心区、长三角（江阴）数字创新港。步入十四五以来，江阴市“一湾一谷一区一港”战略发展格局已经形成。十四五期间将以霞客湾科学城为核心，新培育瞪羚企业等高成长性企业 50 家，高新技术等创新型企业 100 家，培育 3 家年主营业务收入超 500 亿的制造业企业，培育上市制造业企业 15 家，省级以上专精特新小巨人企业 20 家。通过加快引育一批高质量的科创载体，推动国内外高端创新资源加速集聚，全力打造科创新高地，推动江阴经济快速发展。

产业持续升级，打造“3+4+N”的现代产业体系。目前江阴市正在逐步构建 3+4+N 的现代产业体系，以高端纺织服装、石化新材料以及金属新材料三大千亿级特色产业链为核心，带动新能源、集成电路、高端装备以及生物医药四大战略性新兴产业发展，并逐步培育 5G 与智能制造等 N 大未来产业链。十四五期间江阴市将新培育千亿级产业集群 5 个，百亿级产业集群 15 个。

表 6：江阴十四五发展规划

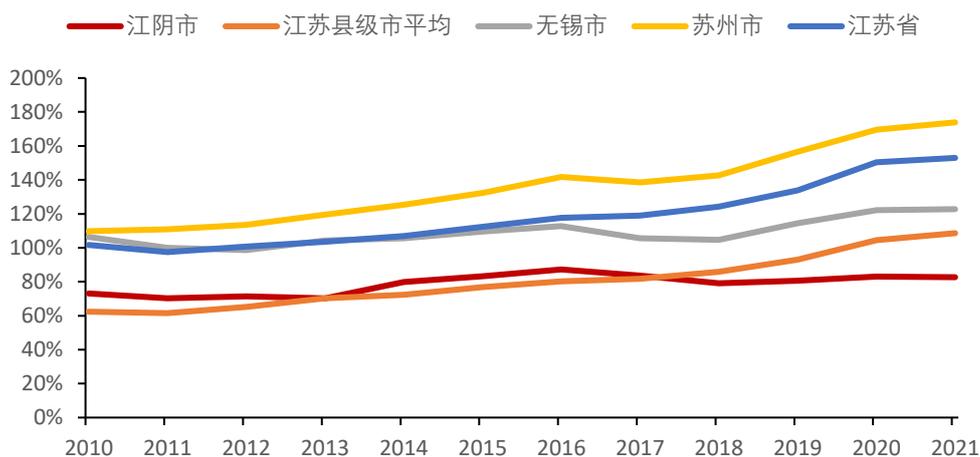
重点任务	规划目标（至 2025 年）
高起点规划建设霞客湾科学城	建成 1 家研究型大学，新建科创载体面积 100 万平方米，布局跨行业和交叉学科联合创新中心 10 家，并积极创建国家级平台。
	培育瞪羚企业等高成长性企业 50 家，高新技术企业等创新型企业 100 家。
	发布技术攻关需求 500 项，落地实施技术攻关项目 100 项
建设科创平台集群	规模以上工业企业研发机构覆盖率达到 70% 以上，市级企业研发机构 400 家
	新建科技企业孵化器、加速器、产业园等科技创新创业载体 200 万平方米以上
建设创新主体引育高地	高新技术企业达到 3000 家，新培育省级以上专精特新小巨人企业 20 家，培育 3 家年主营业务收入超 500 亿、25 家主营业务收入超 100 亿的大型制造企业；培育上市制造企业 15 家，每万人发明专利拥有量达 30 件
	全社会研发投入占地区生产总值比重达 3.5% 以上
构建现代化产业链群	规模以上工业增加值增长 40% 以上，高新技术产业产值占规上工业产值比重达到 45%
	新培育千亿级产业集群 5 个，百亿级产业集群 15 个
	全市高端纺织服装实现全产业链产值超 1600 亿元，全市石化新材料实现全产业链产值超 1100 亿元，全市金属新材料实现全产业链产值超 1300 亿元。实现新能源产业集群产值超 800 亿元，实现集成电路产业集群产值超 500 亿元，实现高端装备产业集群产值超 500 亿元，实现生物医药产业集群产值超 300 亿元

资料来源：江阴政府网站，国联证券研究所

江阴杠杆水平较低，政策催化下未来信贷增长空间较大。若以地区贷款余额与 GDP 的比值衡量地区杠杆水平，江阴市杠杆水平较低。2021 年江阴市杠杆率为

82.65%，江苏省县级市平均杠杆水平为 108.62%，相较江阴市高出近 26PCT。江阴市所属的无锡市杠杆水平达到 122.75%，相较江阴市高出超 40PCT。我们认为未来随着一湾一谷一区一港战略格局的持续发力，江阴有望持续快速发展。在政策催化下，若假定 2025 年江阴市杠杆水平达到无锡市杠杆水平，2021-2025 年期间江阴市信贷增长空间达到 78.50%，期间信贷的 CAGR 达到 15.59%。

图 24：江阴市杠杆水平较低



资料来源：Wind，政府网站，国联证券研究所

表 7：江阴市 2021-2025 年期间信贷增长空间达 78.50%

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
GDP (亿元)	4580.33	4626.13	4857.44	5181.28	5505.125
GDP 同比增速	8.10%	1.00%	5.00%	6.67%	6.25%
杠杆率	82.65%	92.68%	102.70%	112.73%	122.75%
<b>江阴市贷款余额 (亿元)</b>	<b>3785.64</b>	<b>4287.27</b>	<b>4988.59</b>	<b>5840.60</b>	<b>6757.54</b>
贷款增速	10.83%	13.25%	16.36%	17.08%	15.70%

资料来源：江阴政府网站，国联证券研究所

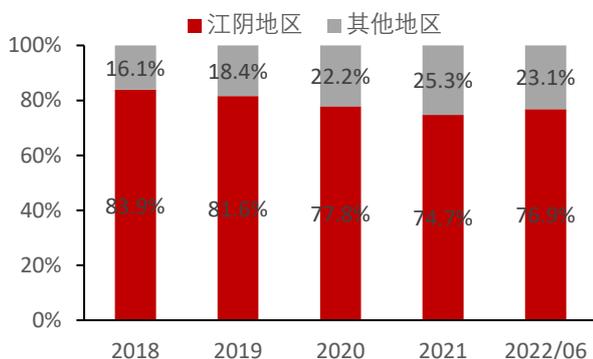
### 3. 聚焦小微的本地农商行

#### 3.1 存贷款市占率居于江阴首位

江阴银行深耕本地多年。江阴银行前身为 1987 年成立的江阴农联社，在江阴地区深耕超 30 年，无论是营收还是贷款，大部分都集中在江阴辖区内。2022 年上半年江阴地区为江阴银行贡献的营业收入占比达到 76.87%，占比相较 2018 年下降超 7PCT；贷款中江阴地区占比达到 66.84%，占比相较 2018 年下降超 10PCT。近年来江阴地区占比有所下滑，主要原因为江阴银行积极拓展异地区域，省内异地占比明

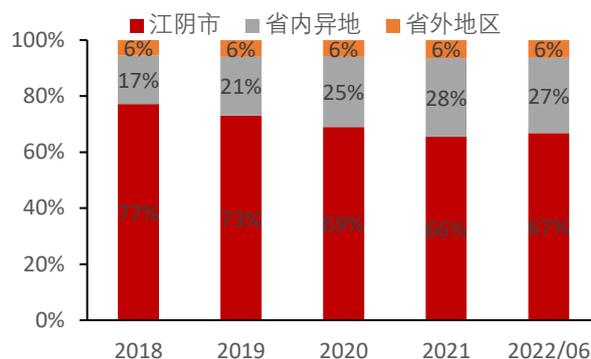
显提升，但江阴地区的贡献依旧占据主导地位。

图 25：江阴银行近 80%营业收入来自江阴地区



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图 26：江阴银行近 70%贷款来自江阴地区



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

**机构数较少但覆盖区域广。**江阴银行作为农商行，业务主要集中在属地。目前监管对于区域性银行的要求为属地化经营，新设异地分支机构难度较大，因此覆盖区域广、早期设立异地分支机构的银行具备明显的先发优势。江阴银行与江苏省内其余上市农商行相比，网点数量相对较少，但覆盖区域较广，优势依旧较为明显。截至 2022 年 6 月末，江阴银行共有分支机构 87 家，机构数量在江苏上市农商行中为最少。但机构较为集中，87 家机构中 75 家集中在江阴地区。此外，江阴银行覆盖区域较广，覆盖了 11 个地市，覆盖范围与常熟银行相当，为江苏上市农商行中覆盖区域最广的银行之一。

表 8：江苏上市农商行机构与覆盖区域（地级市维度）情况

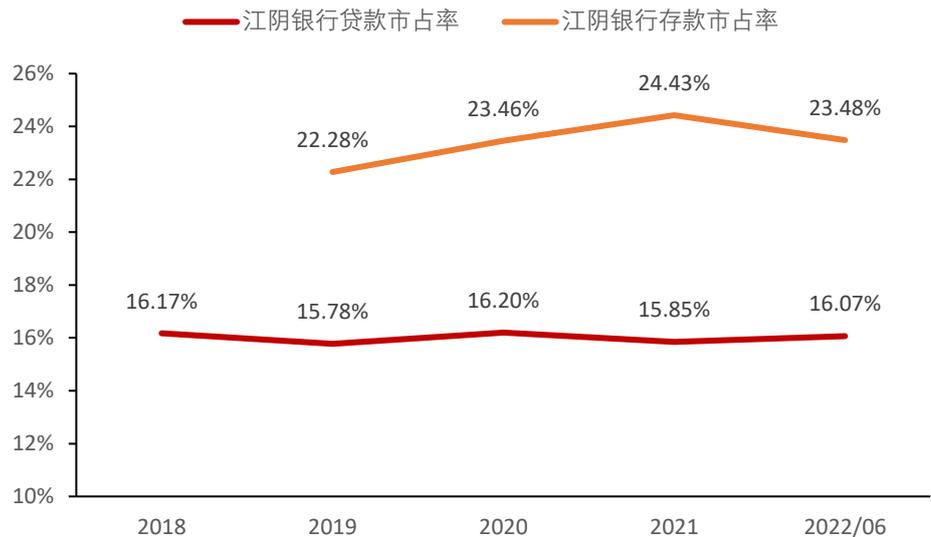
	覆盖区域数 (个)	分支机构数 (家)	村镇银行 (家)	员工总数 (人)
常熟银行	11	168	32	6,849
张家港行	8	97	2	2,456
<b>江阴银行</b>	<b>11</b>	<b>87</b>	<b>5</b>	<b>1,807</b>
无锡银行	8	116	2	1,628
苏农银行	8	94	2	1,821
紫金银行	3	135	0	2,379

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**江阴银行存贷款市占率在江阴地区稳居第一。**江阴银行多年深耕江阴地区积累了丰富的地缘人缘，并且网点也密集分布于江阴地区，再叠加江阴银行为江阴辖区内唯一一家具有独立法人资格且总部设于当地的商业银行，具备决策链条短、响应速度快的优势，这些优势使得江阴银行存贷款在江阴地区所占有的市场份额持续位于同业

之首。近年江阴银行贷款在江阴地区占有的市场份额稳定在 16% 水平附近，截至 2022 年 6 月末，江阴银行贷款在江阴地区占有的市场份额达到 16.07%，较年初提升 0.22PCT。而江阴地区存款市占率更是多年维持在 22% 以上的水平。存贷款市占率均稳居江阴地区同业首位。

**图 27：江阴银行在江阴地区存贷款市占率维持高位**

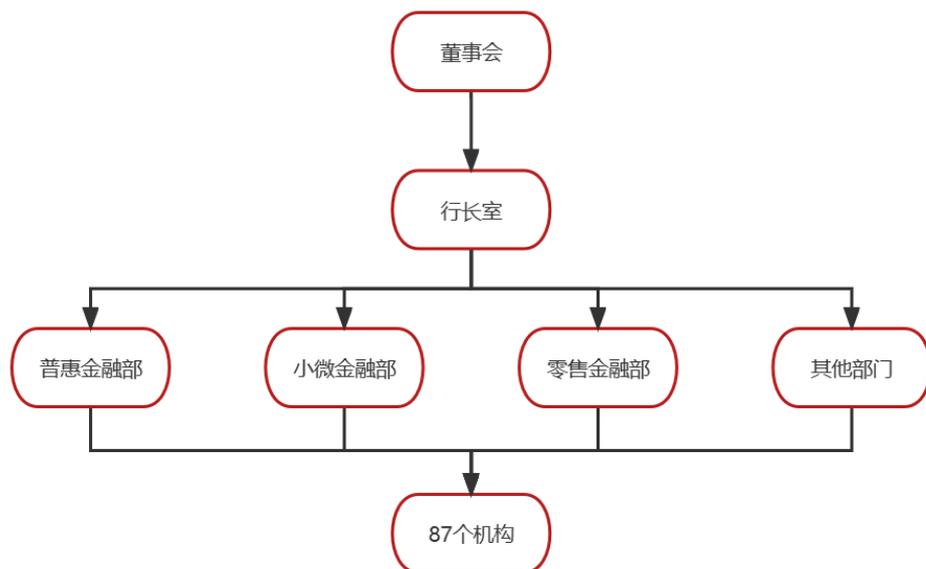


资料来源：Wind，公司公告，政府网站，国联证券研究所

### 3.2 聚焦小微带来较大增长空间

**组织架构支撑小微业务发展。**江阴银行作为农商行，坚守支农支小定位。从组织架构来看，江阴银行行长室下设普惠金融部、小微金融部等小微专职部门，普惠金融部主要管理 1000 万元以下的对公零售贷款；小微金融部管理全行的零售业务，主要是 300 万元以下的个人信贷；零售金融部则主管线上类业务。通过这些专职部门形成分层分类的精细化管理，推动江阴银行小微业务快速发展。

**图 28：江阴银行设立专职部门管理小微业务**



资料来源：公司官网，国联证券研究所

**小微产品丰富，产品体系完善。**江阴银行深耕小微领域多年，早在2014年江阴银行就开创性建立了“江阴农商银行小微企业信友联盟”，为会员企业提供“信友贷”信用贷款服务。目前江阴银行已经形成较为完整的产品体系，产品十分丰富。同时产品契合小微客户资金需求特点，准入门槛普遍较低，并且还款方式灵活，客户可以自定义还款。此外，江阴银行小微产品的审批效率较高，充分发挥地方独立法人决策链条短的优势，最快2分钟可以放款。

**表 9：江阴银行部分小微产品**

产品名称	产品介绍	产品特点
抵易贷	以房产作抵押，借款人用于生活消费支出或从事贸易、生产经营等资金需求的贷款业务。	准入低：拥有一套房产即可申请，抵押房产包括商品住宅、拆迁安置房、商业用房、商住两用房等双证齐全的不动产。 额度高：最高可贷房产评估价的1.2倍，最高可达100万。 期限长：最长可达5年。 还款活：按月付息到期还本，或按月等额本息分期还款，或客户自定义还款。 效率高：资料齐全，当日审批。
保易贷	由第三方保证人提供保证担保，借款人用于生活消费支出或从事贸易、生产经营等资金需求的贷款业务。	准入低：在江阴居住满2年、经营或工作满1年。 额度高：最高可达100万。 还款活：按月付息到期还本，或按月等额本息分期还款，或客户自定义还款。 效率高：资料齐全，当日审批。
家庭快贷	以借款人为融资主体，由借款人主要家庭成员作为共同借款人，用于生活消费支出或从事	准入低：本地户籍或者本地拥有房产，借款人夫妻和父母有稳定的收入，信用良好。 额度高：最高可达100万。

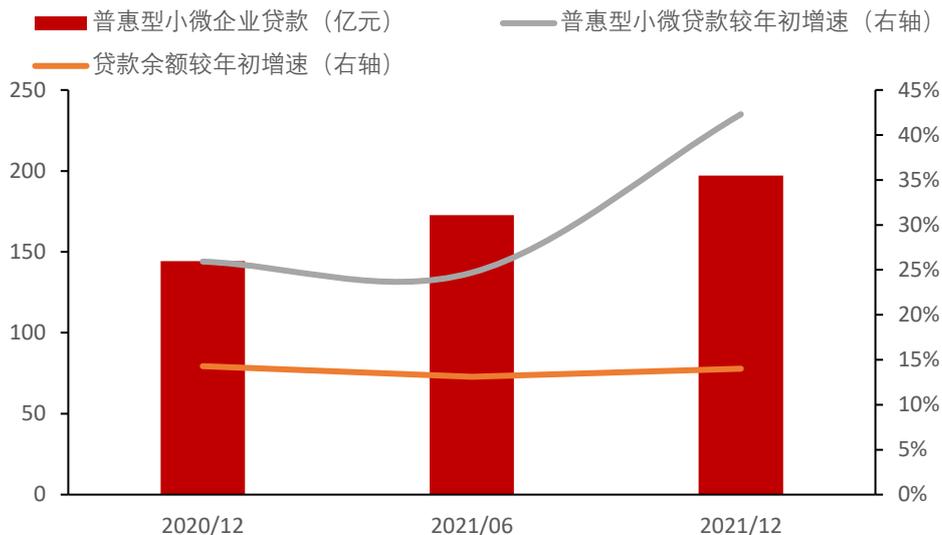
贸易、生产经营等资金需求的短期贷款业务。	还款活：按月付息到期还本，或按月等额本息分期还款，或客户自定义还款。
	效率快：资料齐全，当日审批。
专为国家机关、事业单位及认定单位的正式在职职工发放的金贷通的，用于生活消费支出或从事贸易、生产经营等资金需求的个人信用贷款业务。	纯信用：免抵押、免担保，手续简单，快速放款。
	额度高：额度一般为借款人年收入2倍，最高可达200万。
	期限长：最长可达2年。
	还款活：随借随还，循环使用，按实际使用金额计息。
	效率快：资料齐全，当日审批。

资料来源：公司官网，国联证券研究所

**小微业务发展迅速，小微贷款占比持续提升。**江阴银行得益于长期深耕小微积累的经验优势以及江阴地区扎实的小微基础，小微业务快速发展。以普惠型口径小微业务为例，2021年末江阴银行普惠型小微贷款余额达到197.10亿元，较年初增长42.30%，增速处于较高水平。小微贷款增速明显快于总贷款增速，由此推动小微贷款占比持续提升。截至2021年末，江阴银行小微贷款占总贷款比达到21.55%，相较年初提升3.56PCT。小微贷款占对公贷款比达到32.87%，较年初提升5.63PCT。

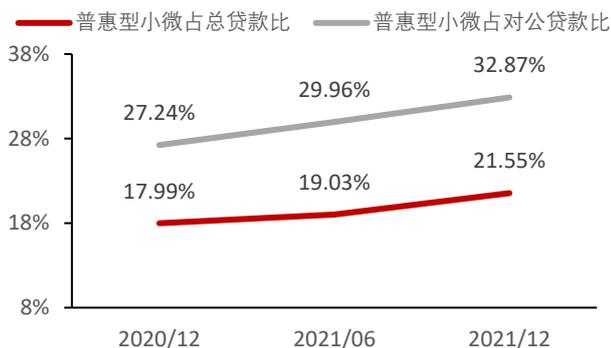
**增量同时扩面，做小做散。**小微贷款余额快速增长的同时，江阴银行小微贷款覆盖面也持续拓宽。截至2021年末，江阴银行小微企业贷款户数达到9733家，同比增长37.4%。小微贷款户数较年初增长2601户，覆盖面快速拓宽。户均贷款方面，江阴银行持续下沉市场，下沉客群，将小微业务做小做散，整体户均贷款规模维持在200万左右的水平。2022年上半年江阴银行个人贷款户均规模在20万左右，个人贷款户均规模较低，客群高度下沉。同期对公贷款户均规模在500万左右，对公贷款户均规模较大的主要原因为江阴地区的中小企业发展较快，起步较早，因此规模以上的企业占比较多。

**图 29：江阴银行普惠型小微贷款快速增长**



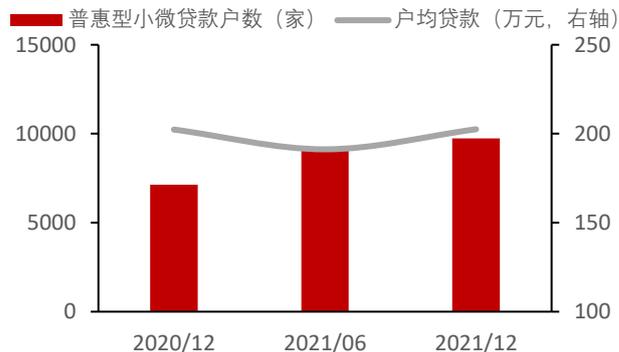
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图 30：江阴银行小微贷款占比快速提升



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

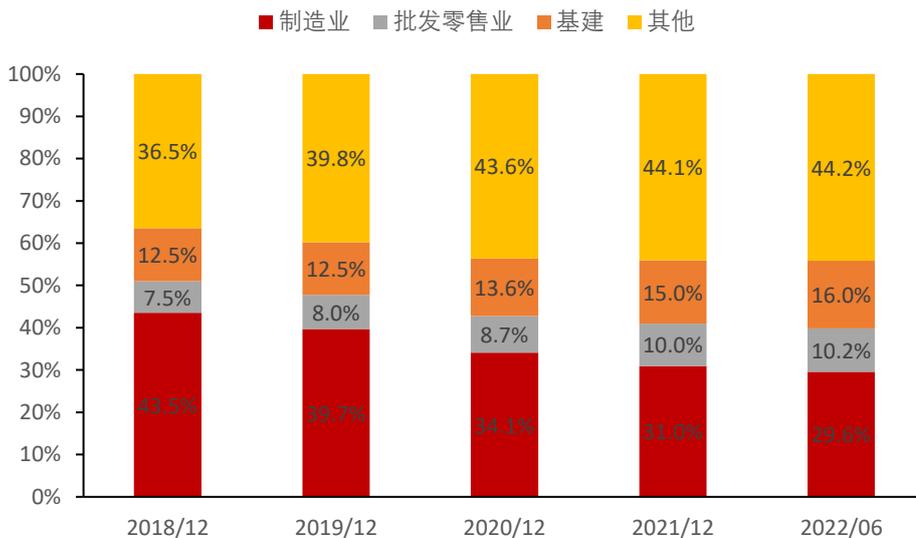
图 31：小微贷款户数快速增长，户均规模较稳定



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

行业投向方面，江阴银行主要投向小微企业聚集的制造业与批发零售业。从贷款投向来看，江阴银行信贷主要投向小微企业聚集的制造业与批发零售业。2022 年上半年江阴银行信贷中近 30% 投向制造业，超 10% 投向批发零售业。而从上市银行整体来看，2022 年上半年上市银行制造业贷款占比平均水平为 9.27%。江阴银行投向制造业的信贷占比明显高于上市银行平均水平，仅低于苏农银行的 32.20%。

图 32：江阴银行信贷主要投向小微聚集的制造业与批发零售业



资料来源：公司公告，国联证券研究所

**产业园区转型升级，短期小微企业信贷需求有保障。**2021年江阴市开启了产业园区的升级改造工程，按照“一年启动、二年主攻、三年总攻”的节奏推进，对园区内产业进行升级。升级过程中淘汰落后产能，淘汰亩均产值不到40万的企业，因此园区内企业必须提升产能、更新设备以及增加投入，有望带来新的信贷需求。2023年为江阴市园区转型升级的总攻之年，因此短期内江阴银行的小微信贷需求也有所保障。

表 10：江阴产业园区升级改造规划目标

总体目标	主要内容
腾出一批优质空间	三年内，开发区盘活存量土地 7380 亩，腾退整治亩均税收 1 万元以下的低效工业用地 6517 亩，腾退非工业用地 1193 亩，提升改造园区企业其它低效用地 3000 亩，按照 3:4:3 比例分解年度任务，到 2023 年，基本完成工业园区升级改造任务
打造一批现代产业园	年内，镇街园逐步建成“主题突出、特色鲜明、产业集聚”的现代化主题产业园，到 2023 年，有效高新技术企业数达 450 家，国家科技型中小企业当年评价入库 400 家。
引育一批优质企业	三年内，开发区引进超 100 亿元的重特大备案项目 1 个以上，超 50 亿元的备案项目 3 个以上，到 2023 年，开发区内新征地项目亩均税收不低于 50 万元。
新增一批发展用地	三年内，统筹政策、财政、金融等资源，主动储备 3000 亩以上发展用地，其中城市经营用地 1500 亩，为开发区未来预留一批高质量发展优质空间。

资料来源：政府官网，国联证券研究所

**整村授信持续推进，为未来增长积蓄力量。**江阴银行持续开展整村授信、整城授信，将金融服务触达每一个乡镇、每一个村、每一个企业以及每一个个体。通过整村授信以及整城授信的方式，在客户产生信贷需求前期与客户建立密切联系，在此过程

中客户粘性有望逐步增长。当客户产生融资需求时，江阴银行将具备明显的先发优势。截至 2022 年 6 月末，江阴银行已对接 217 个行政村，采集 28.88 万户家庭信息，线下预授信家庭 18.59 万户，预授信金额 195.09 亿元。整村授信等的持续推进，有助于与客户建立更深的联系，为江阴银行未来的业绩增长提供动力。

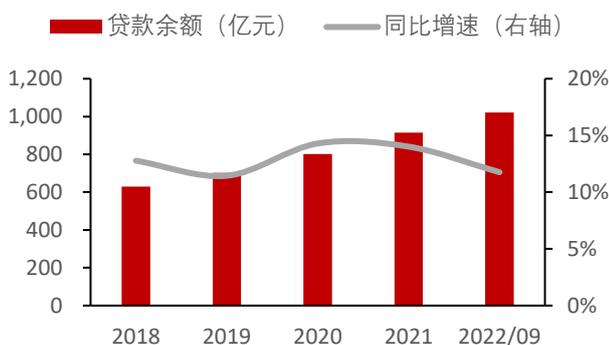
**普惠小微模式复制至异地机构，进一步打开小微成长空间。**江阴银行早期积极拓展异地区域，大力推进苏锡常地区业务发展。监管定调属地化经营背景下，江阴银行覆盖区域广的优势愈发明显。近年来，江阴银行通过人员及技术输出的方式，复制本地普惠小微业务成功经验至异地机构。同时推动柜面人员转岗，将柜面人员经过培训后转岗至小微业务条线，后续在小微团队的带领下开展小微业务，以此壮大小微业务队伍，促进异地机构普惠小微业务的发展，进一步打开未来的增长空间。截至 2022 年上半年江阴银行全行 7 家异地机构的小微业务规模超 1 亿元，未来有望继续保持快速增长，为江阴银行发展提供新动能。

## 4. 基本面持续改善

### 4.1 结构优化推动息差逆势提升

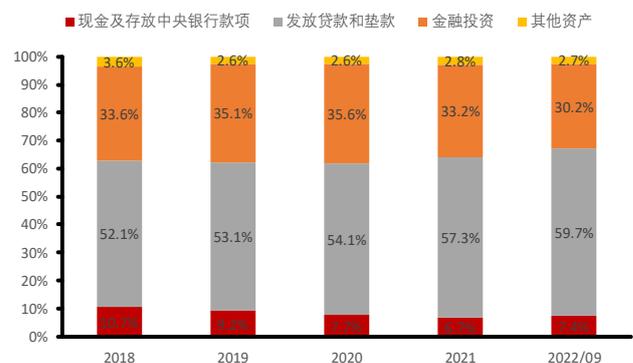
**金融投资占比较高，但贷款占比提升明显，资产结构持续优化。**江阴银行资产结构的一大特点为金融投资占比较高，金融投资占比维持在 30% 水平之上。近年来江阴银行贷款持续高增，近五年贷款增速均高于 10%，因此贷款占比持续提升，金融资产占比有所下降。截至 2022 年三季度末，金融投资占比为 30.22%，相较 2019 年末下降近 5PCT。贷款占比达到 59.66%，较 2018 年末提升 7.58PCT，资产结构持续改善。

图 33：江阴银行贷款保持两位数增长



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 34：江阴银行资产结构持续改善



资料来源：Wind，国联证券研究所

贷款以对公贷款为主，但零售转型成效明显。江阴银行贷款以对公贷款为主，占比超 60%。截至 2022 年三季度末，江阴银行贷款中对公贷款占比达到 64.93%，较年初下降 0.63PCT，相较 2018 年末下降超 7PCT，但对公信贷依旧占据主导地位。同时，江阴银行零售转型成效显著，零售信贷占比明显提升。截至 2022 年三季度末，江阴银行零售信贷占比达到 22.39%，较 2018 年末提升超 10PCT。

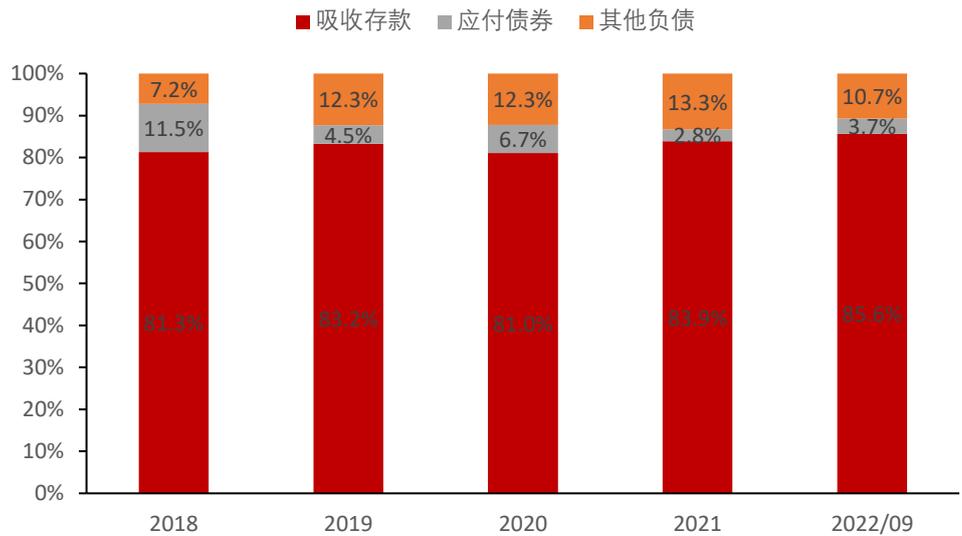
图 35：江阴银行贷款以对公为主



资料来源：Wind，国联证券研究所

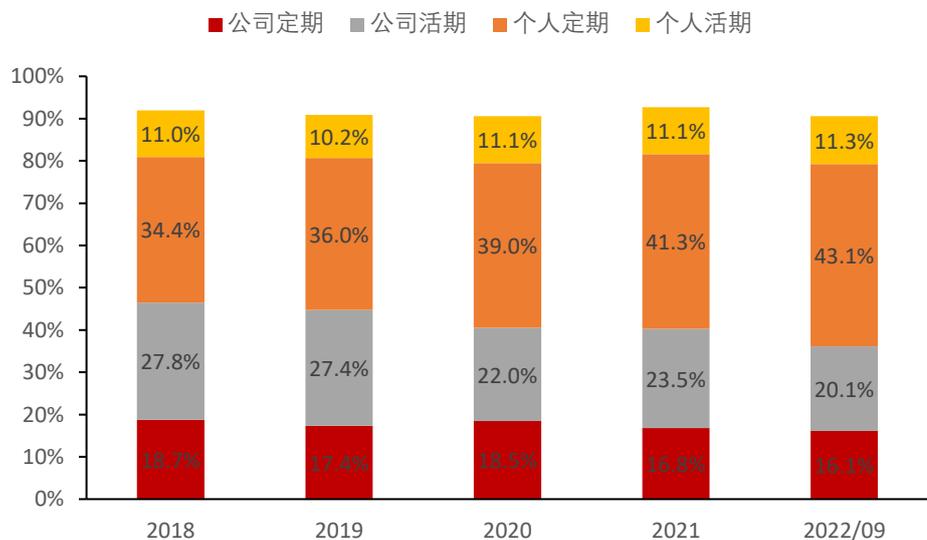
负债中存款占比持续提升，存款定期化趋势较为显著。从负债端来看，负债端结构也有所优化，存款占比持续提升。截至 2022 年三季度末，存款占负债比达到 85.60%，较年初提升 1.69PCT，相较 2018 年末提升 4.27PCT。而存款中个人存款占比持续提升，2022 年三季度末个人存款占比达到 54.40%，较年初提升近 2PCT。而从期限角度来看，存款定期化趋势较为明显。截至 2022 年三季度末，江阴银行存款中定期存款占比达到 59.20%，相较年初提升超 1PCT，存款定期化将对其负债成本形成压力。

图 36：江阴银行存款占比持续提升



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 37：江阴银行定期存款占比提升

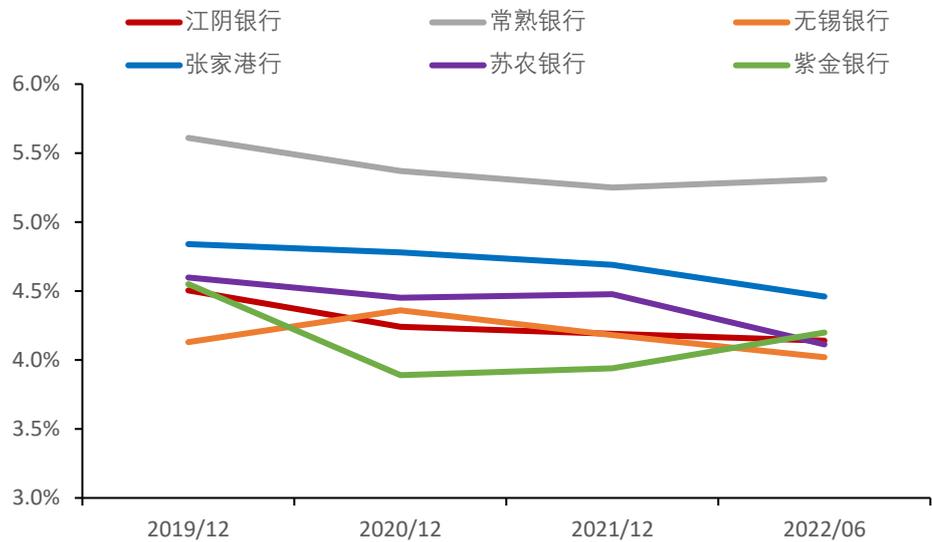


资料来源：Wind，国联证券研究所

**资产端收益率处于中等水平，未来有望维稳。**利率下行背景下，银行资产端收益率整体呈现下行趋势。2022 年上半年江阴银行生息资产收益率为 4.14%，资产端收益率水平不高，在江苏上市农商行中处于中等水平。主要原因有三，其一为近年来 LPR 多次下调，累计下调幅度较大，导致贷款收益率走低；其二为江阴银行金融投资占比近年来虽有所下降，但依旧处于较高水平，拉低了资产端整体收益率；其三为江阴银行小微贷款目前主要为抵质押类贷款，整体抵质押率在 55-60% 的水平，由此导致小微贷款收益水平定位于 5.7-5.8% 的水平，相较常熟银行 8% 的小微贷款利率而言还有

较大提升空间。未来随着江阴银行继续下沉，逐步提升信用类贷款占比，进一步优化资产结构，提高贷款占比，可有效对冲利率下行，未来资产端收益率有望维稳。

**图 38：江阴银行资产端收益率水平不高**

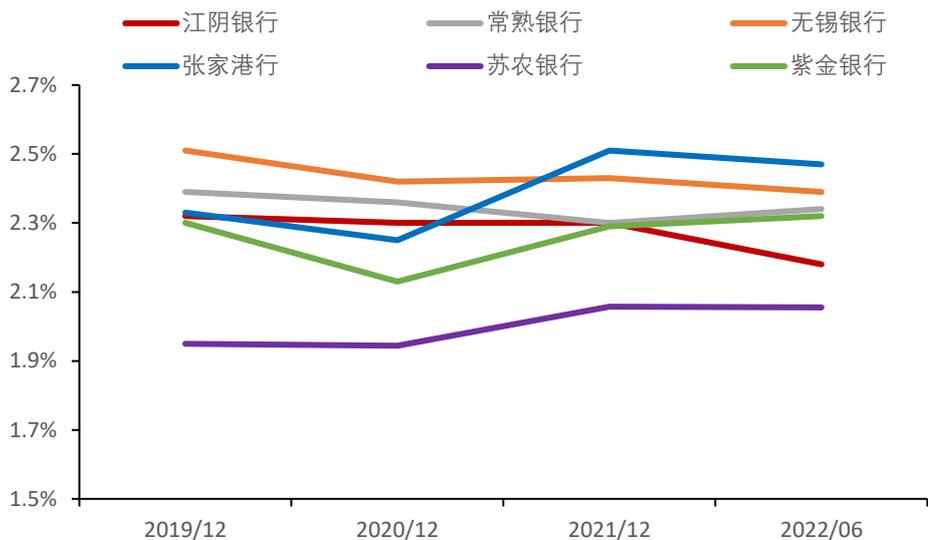


资料来源：Wind，国联证券研究所

**存款结构调整推动计息负债成本率持续下降，未来负债端成本有望进一步下滑。**

江阴银行深耕本地多年，存款市占率在江阴地区稳居首位。近年来存款定期化趋势较为显著，江阴银行持续压降高成本存款，对高成本存款采取限额管理，部分大额、长周期、利率高的存款重定价也有效的降低了存款付息率。2022 年上半年江阴银行存款付息率为 2.14%，相较 2021 年全年下降 10BP。2022 年 9 月份各大行下调挂牌存款利率，同时存款利率定价机制改革持续推进，利率下行背景下存款成本也有望下行。此外，江阴银行未来揽储也将侧重于期限短、付息率低的存款产品。未来存款成本有望改善，推动负债端成本优化。

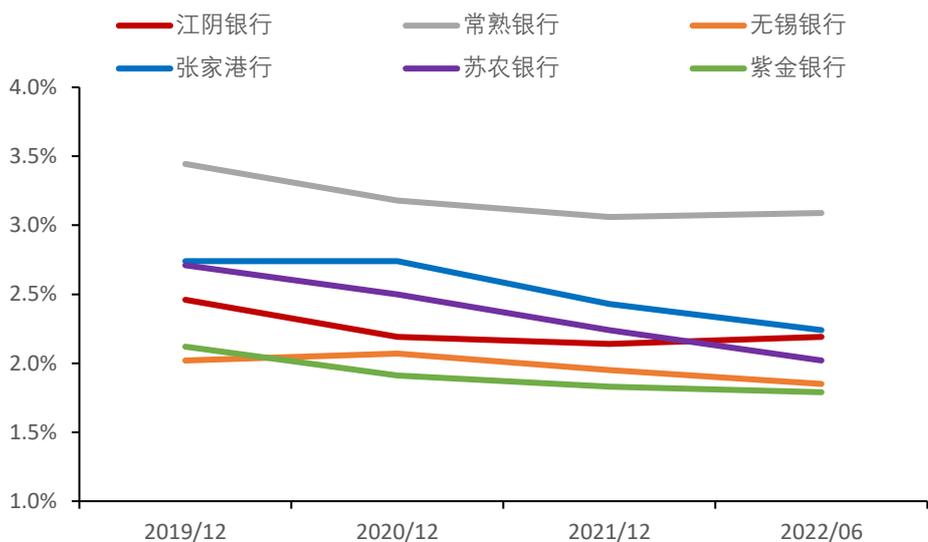
**图 39：江阴银行计息负债成本较低**



资料来源：Wind，国联证券研究所

**江阴银行净息差处于行业中上水平。**受益于江阴银行存款成本的持续优化，江阴银行整体净息差维持在行业中上水平。2022年上半年江阴银行净息差水平为2.19%，得益于存款成本的大幅优化，利率下行背景下江阴银行净息差较年初逆势提升5BP，整体息差水平在上市银行中处于13/42。未来江阴银行资产负债结构优化空间较大，可帮助有效对冲利率下行，未来江阴银行净息差有望保持企稳甚至回升。

图 40：江阴银行净息差水平逆势提升



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 4.2 资产质量明显改善

上市前江阴银行不良率快速上行，历史包袱较重。江阴银行上市前不良贷款率快

速上行，历史包袱较重。**宏观角度来看**，2011 年开始经济正式步入个位数增长，经济增速换挡导致实体经济遭受较大冲击；同时，2012 年我国经济结构开始由工业向劳动资本密集型转变，众多制造业企业处于结构转型阵痛期。经济增速换挡与结构转型共同导致制造业企业经营困难，从而风险有所上升。而从**微观角度来看**，江阴市制造业企业众多，江阴银行深耕江阴地区，制造业贷款占比较高。2011 年末江阴银行制造业贷款占公司贷款的 66.02%。2014 年产生担保圈危机，企业之间互保联保导致信用风险急剧上升。受此影响，2014 年末江阴银行不良贷款率达到 1.91%，较年初提升 72BP。高集中度与整体信用风险上升共同导致江阴银行不良率快速上行，2016 年末江阴银行不良率达到 2.41%，为 2010 年以来的高点。

**存量方面**，上市后江阴银行加强不良认定，加大核销力度，不良率持续下行，跻身低不良上市银行行列。商业银行不良贷款处置过程通常为贷款->认定为不良->核销或转出处置。江阴银行上市后，一方面不良认定趋严，2021 年末逾期贷款均纳入不良，不良贷款偏离度持续下降。截至 2022 年 6 月末，江阴银行逾期 90 天以上不良贷款偏离度为 51.96%，较年初下降超 29PCT，不良认定持续趋严；另一方面，对于**存量不良贷款加大核销处置力度**。2018 年开始，江阴银行核销及转出的规模明显提升，并在 2020 年达到高点，2020 年全年江阴银行核销及转出不良贷款 17.53 亿元。在不良认定趋严以及核销处置力度加大的推动下，江阴银行资产质量持续压实，存量包袱基本出清。根据 2022 年业绩快报，江阴银行不良率达到 0.98%，较年初大幅下降 0.34PCT。不良率处于 1% 水平以下，成功跻身低不良上市银行行列。

**增量方面**，严控新增贷款风险，不良生成率明显下降。江阴银行作为区域性农商行，始终坚持支农支小定位，业务开展过程中严格控制风险。江阴银行持续优化业务结构，坚持做小做散，帮助分散风险，同时严控高风险领域信贷投放，控制增量风险。严控增量风险背景下，江阴银行不良生成率也明显降低。2022 年上半年江阴银行不良生成率为 0.50%，相较 2019 年下降 1.26PCT。

---

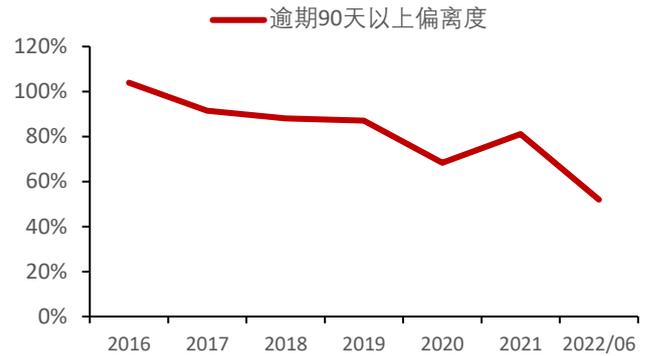
**图 41：江阴银行不良率持续降低**


---

**图 42：江阴银行不良认定趋严**



资料来源：Wind，国联证券研究所



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 43：不良贷款处置力度加大



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 44：江阴银行不良生成率处于低位



资料来源：Wind，国联证券研究所

**存量增量风险共同优化下，关注率逾期率也持续改善。**江阴银行大力处置存量不良，出清历史包袱，同时严控新增风险，整体资产质量不断压实，关注率与逾期率也持续优化。截至 2022 年 6 月末，江阴银行关注率与逾期率分别为 0.49% 与 0.89%，较年初分别下降 6BP、40BP，均为上市以来最佳水平。

**拨备计提充足，风险抵补能力强。**江阴银行在资产质量持续改善的背景下依旧计提充足拨备，2018-2020 年每年拨备计提超 10 亿元，拨备覆盖率持续上升。根据江阴银行 2022 年业绩快报，2022 年江阴银行拨备覆盖率达到 470.55%，较年初提升 139.93PCT。拨备覆盖率处于高水平，具备较强的风险抵补能力，未来有望反哺利润。

图 45：关注逾期率均为上市以来最佳水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 46：江阴银行拨备覆盖率处于高位



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1 盈利预测

影响江阴银行营业收入的核心变量为利息净收入，净利息收入则取决于生息资产规模以及收益率。成本端主要支出为业务及管理费以及信用减值损失，核心影响因素为成本收入比与信用成本率。据此，我们对 2022、2023、2024 年的核心假设如下：

**1、贷款余额：**2022 年江阴地区受长三角疫情影响，贷款投放受到冲击。但考虑到江阴地区信贷需求旺盛，江阴银行深耕当地，项目储备充足，并且 2023 年为江阴产业园区转型升级总攻之年，江阴银行信贷投放有望保持高增长。因此假设江阴银行 2022-2024 年的贷款同比增速分别为 12%、13%、11.5%。

**2、贷款收益率：**近年来由于疫情冲击等因素，金融机构让利实体经济导致银行资产收益率下行较快。步入 2023 年，疫情影响逐渐消散，资产收益率下行趋势有望缓解，而江阴银行将持续下沉小微客群，提高信用类贷款占比，贷款收益率有望小幅上升。因此假设江阴银行 2022-2024 年贷款收益率分别为 5%、5.1%、5.1%。

**3、信用成本率：**得益于近年来加大存量不良的处置力度，江阴银行历史包袱基本出清，因此假设 2022-2024 年江阴银行信用成本率分别为 0.90%、1.00%、0.90%。

**4、成本收入比：**江阴银行作为深耕小微的区域性银行，员工支出较大，成本收入比处于较高水平，但近年来均较为稳定，因此假设江阴银行 2022-2024 年成本收入比稳定在 30%。

基于上述核心假设，预计江阴银行在 2022-2024 年的盈利情况如下：

1. 2022-2024 年，江阴银行营业收入分别为 38.03、44.40 以及 49.45 亿元。

2. 2022-2024 年，江阴银行归母净利润分别为 15.87、18.65 以及 21.79 亿元。

**表 11：江阴银行盈利预测**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（亿元）	34.04	33.51	33.67	38.03	44.40	49.45
增速（同比）	6.86%	-1.56%	0.46%	12.95%	16.77%	11.37%
归母净利润（亿元）	10.13	10.57	12.74	15.87	18.65	21.79
增速（同比）	18.12%	4.36%	20.51%	24.63%	17.47%	16.85%
ROE	9.09%	8.85%	10.13%	11.63%	12.43%	13.11%
ROA	0.84%	0.79%	0.86%	0.98%	1.04%	1.11%

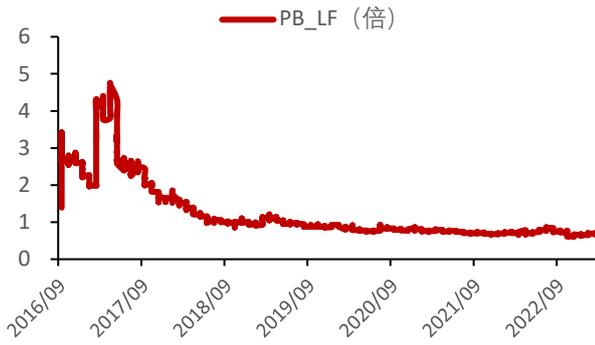
来源：Wind，国联证券研究所

## 5.2 估值与投资建议

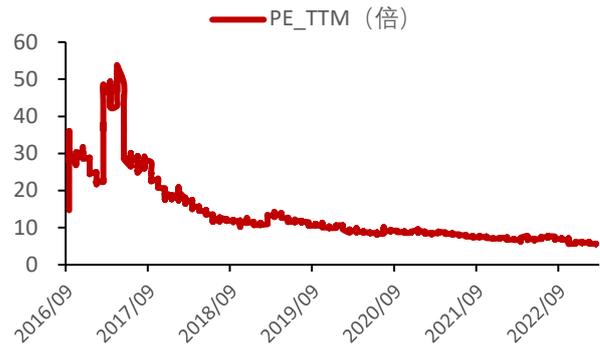
江阴市作为中国制造第一县，制造业企业数量众多，民营经济活跃，小微信贷需求旺盛。而江阴银行作为首批上市的农商行，深耕江阴本地多年，坚守支农支小定位，存贷款市占率常年稳居江阴地区首位。短期内，江阴市产业园区升级改造进入总攻之年，园区内企业需要提高产能、升级设备，短期信贷需求有所保障。长期来看，江阴银行整村授信持续推进，对接超 200 个行政村，与大量潜在客户建立了密切联系；同时，江阴市杠杆水平较低，在一湾一谷一区一港的新发展战略下，未来信贷增长空间可期。截至 2023 年 2 月 22 日收盘价，江阴银行 PB 为 0.69 倍，PE 为 5.63 倍，均处于历史低位。我们看好公司盈利能力的持续提升以及其长期的投资价值，预计 2022-2024 年的 BVPS 分别为 6.57/7.25/8.06 元。截至 2023 年 2 月 22 日收盘，以 23 年每股净资产 7.25 元计算的 PB 为 0.58 倍。考虑到江阴发展前景较好以及江阴银行基本面改善等因素，根据我们测算，2023 年江阴银行 ROE 有望提升至 12.43%，对标无锡银行，给予公司 2023 年 0.78xPB，目标价 5.65 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图 47：江阴银行 PB 处于历史低位**

**图 48：江阴银行 PE 处于历史低位**



资料来源：Wind，国联证券研究所



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 6. 风险提示

**稳增长不及预期。**稳增长政策成效低于预期。若宏观经济持续下行、政策提振成效低于预期，可能影响实体有效需求修复。

**经济大幅下行。**经济大幅下行引发行业不良风险。若行业风险持续暴露，可能造成资产质量压力提升。

**政策转向风险。**公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

## 财务预测摘要

### 资产负债表

单位:百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及存放中央银行款项	10836.30	9903.35	8634.87	9385.59	10332.37	11419.18
存放同业款项	772.37	1116.54	1602.75	1698.48	1874.22	2068.15
拆出资金	280.21	457.10	414.82	339.70	374.84	413.63
<b>发放贷款和垫款</b>	<b>67069.70</b>	<b>77210.35</b>	<b>87706.95</b>	<b>97948.04</b>	<b>110696.64</b>	<b>123417.55</b>
交易性金融资产	9235.73	7592.96	8279.59	9248.21	10205.13	11090.45
债权投资	24287.35	39627.72	24690.92	35311.33	38965.04	42345.35
其他债权投资	10834.58	3326.95	17529.38	11209.95	12369.86	13442.97
其他权益工具投资	4.35	342.35	342.35	280.25	309.25	336.07
长期股权投资	557.77	606.49	658.77	711.59	711.59	711.59
无形资产	125.50	128.42	142.39	147.53	147.53	147.53
<b>资产合计</b>	<b>126343.09</b>	<b>142766.23</b>	<b>153127.60</b>	<b>169847.67</b>	<b>187422.05</b>	<b>206814.89</b>
向中央银行借款	2859.50	5105.49	5256.15	6793.91	7122.04	7238.52
同业及其他金融机构存放款项	505.64	8.05	7.69	50.95	56.23	62.04
拆入资金	800.76	1921.19	3403.54	3736.65	4123.29	4136.30
卖出回购金融资产款	8718.25	7968.38	8629.20	6793.91	7496.88	8272.60
<b>吸收存款</b>	<b>95288.36</b>	<b>105759.04</b>	<b>117447.49</b>	<b>131057.88</b>	<b>145038.60</b>	<b>160797.35</b>
<b>应付债券</b>	<b>5113.44</b>	<b>8737.68</b>	<b>3867.66</b>	<b>4331.12</b>	<b>5997.51</b>	<b>6618.08</b>
<b>负债合计</b>	<b>114470.04</b>	<b>130506.04</b>	<b>139961.94</b>	<b>155424.12</b>	<b>171516.07</b>	<b>189121.85</b>
股本	2171.98	2172.00	2172.01	2172.05	2172.05	2172.05
其他权益工具	359.52	359.50	359.49	359.45	359.45	359.45
资本公积	924.57	924.65	924.68	924.84	924.84	924.84
其他综合收益	393.25	101.28	112.83	163.75	163.75	163.75
盈余公积	3370.61	3574.87	3861.08	4061.08	4340.78	4667.63
一般风险准备	1526.20	1826.20	2046.20	2356.20	2729.13	3164.93
未分配利润	3011.33	3172.99	3549.51	4235.92	5051.13	6057.24
<b>归属于母公司股东权益合计</b>	<b>11757.46</b>	<b>12131.49</b>	<b>13025.80</b>	<b>14273.28</b>	<b>15741.13</b>	<b>17509.89</b>
少数股东权益	115.60	128.70	139.86	150.27	164.85	183.15
<b>股东权益合计</b>	<b>11873.05</b>	<b>12260.19</b>	<b>13165.66</b>	<b>14423.55</b>	<b>15905.98</b>	<b>17693.04</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>126343.09</b>	<b>142766.23</b>	<b>153127.60</b>	<b>169847.67</b>	<b>187422.05</b>	<b>206814.89</b>

### 利润表

单位:百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3404.35</b>	<b>3351.29</b>	<b>3366.71</b>	<b>3802.72</b>	<b>4440.40</b>	<b>4945.25</b>
<b>利息净收入</b>	<b>2472.44</b>	<b>2559.15</b>	<b>2830.93</b>	<b>3184.49</b>	<b>3696.27</b>	<b>4134.83</b>
利息收入	4963.00	5270.53	5788.30	6547.38	7479.18	8351.93
利息支出	-2490.56	-2711.37	-2957.37	-3129.28	-3495.25	-3895.87
<b>手续费及佣金净收入</b>	<b>98.97</b>	<b>100.18</b>	<b>138.08</b>	<b>134.83</b>	<b>167.87</b>	<b>186.23</b>
手续费及佣金收入	127.22	131.02	189.92	200.14	219.47	243.20
手续费及佣金支出	-28.26	-30.84	-51.84	-65.30	-51.60	-56.97
投资收益	740.95	638.16	305.36	327.69	420.99	460.07
<b>营业支出</b>	<b>-2263.21</b>	<b>-2234.32</b>	<b>-2020.61</b>	<b>-2129.89</b>	<b>-2477.12</b>	<b>-2654.69</b>
税金及附加	-27.03	-27.29	-30.71	-34.22	-39.96	-44.51
<b>业务及管理费</b>	<b>-1077.78</b>	<b>-1054.72</b>	<b>-1124.45</b>	<b>-1140.82</b>	<b>-1332.12</b>	<b>-1483.58</b>
<b>信用减值损失</b>	<b>-1147.39</b>	<b>-1141.20</b>	<b>-854.20</b>	<b>-944.85</b>	<b>-1115.03</b>	<b>-1136.60</b>
其他业务成本	-11.00	-11.11	-11.25	-10.00	10.00	10.00
营业利润	1141.14	1116.97	1346.10	1672.82	1963.28	2290.57
<b>净利润</b>	<b>1011.78</b>	<b>1070.13</b>	<b>1284.73</b>	<b>1601.79</b>	<b>1883.53</b>	<b>2201.00</b>
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>1012.69</b>	<b>1056.88</b>	<b>1273.69</b>	<b>1587.37</b>	<b>1864.69</b>	<b>2178.99</b>
少数股东损益	-0.91	13.25	11.04	14.42	18.84	22.01

数据来源：公司公告、Wind，国联证券研究所预测

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695