

银行

证券研究报告/行业专题报告

2025 年 01 月 22 日

评级： 增持（维持）

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS					PE					评级
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
江苏银行	9.59	1.72	1.57	1.81	2.00	2.15	5.58	6.11	5.30	4.80	4.46	买入
渝农商行	6.08	0.90	0.96	1.01	1.06	1.11	6.72	6.33	6.00	5.72	5.47	买入
沪农商行	8.07	1.16	1.26	1.27	1.29	1.30	6.96	6.40	6.35	6.26	6.21	增持
招商银行	40.14	5.41	5.75	5.82	5.91	6.00	7.42	6.98	6.90	6.79	6.69	增持
农业银行	5.01	0.71	0.76	0.76	0.76	0.77	7.06	6.59	6.59	6.59	6.51	增持

备注：最新股价对应 2025/1/21 收盘价

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

分析师：杨超伦

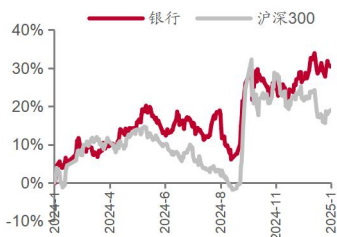
执业证书编号：S0740524090004

Email: yangcl@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	42
行业总市值(亿元)	130,755.26
行业流通市值(亿元)	129,643.05

行业-市场走势对比



相关报告

- 《银行角度看 12 月社融：提前还款拖累企业中长期贷款，政府债继续支撑社融》2025-01-15
- 《2025 年银行板块投资策略：高股息策略延续，关注优质地域银行及股份行》2024-12-26
- 《银行角度看 11 月社融：政府债支撑社融企稳，M1 增速进一步回升》2024-12-15

报告摘要

- 核心要点：**1、江苏省综合经济实力领跑全国，基建、制造业支撑力度强劲，出口方面对欧美依赖度逐步降低。2、债务率整体可控，经济大省挑大梁，加速化债与城投转型，存量城投结构整体持续改善。3、区域发展方面：产业转移显成效，苏北经济增速快、预算收入对城投债务覆盖度提升。4、江苏银行、南京银行业绩优异，基本面稳健，有望受益区域 beta 以及自身发展布局，保持业绩优于同业，考虑南京转债转股，两家银行核心一级资本有望支撑各自未来四年增长。
- 江苏省经济综述：**综合实力领跑，无明显短板，工业支撑力度强。江苏省经济整体领跑，GDP 总额第二，在前十省份中增速第一。前六经济大省中，江苏省主要经济指标增速基本位居前三，综合实力强，无明显短板。（1）**投资方面：**基建引领投资增长，基建投资增速高出全国平均水平 8.6 个点；优势制造业维持高增，优势行业表现亮眼；地产销售逐步回升。（2）**出口方面：**机电产品出口强势，高新技术成为新增长点，“一带一路”及东盟进出口表现亮眼，欧美依赖度逐步降低。（3）**消费方面：**社零增速高于浙江和广东，消费政策拉动显著。
- 财政方面：**债务率整体可控，加速化债与城投转型。（1）**城投有息债务规模大，但财政收入对债务的覆盖程度尚可。**（2）**经济大省挑大梁：**24 年化债额度分配排位前列，四季度基建增速显著加速。（3）**存量城投：**23 年初至今江苏省平台退出量占全国退出的 75%，存量债务到期期限延长，票面利率下降，债务评级和主体层级提升，存量城投结构整体持续改善。
- 产业方面：**制造业综合实力强，超前布局战略新兴产业集群。（1）**重点产品产量的角度观察江苏省制造业实力。**对比九个样本工业大省的 22 项重点制造业产品产量，江苏有四项第一，分别船舶、洗衣机、高端设备中的电动机、半导体中的集成电路，15 项位列前三。（2）**超前布局战略新兴产业集群，**国家先进制造业集群数量在全国遥遥领先，聚焦“1650”产业体系建设，持续打造“51010”战略性新兴产业集群。
- 区域发展方面：**产业转移显成效，苏北经济增速快，整体债务可控。（1）江苏各市整体实力较强，百强市、百强县数量均位列全国第一，苏南体量大但苏北增速快。（2）**预算收入与城投债务比重：**苏南覆盖度略高但略有下滑，苏北、苏中覆盖度有上升。（3）**产业：提前布局产业转移，南北协同发展。**得益于江苏全省全面的产业布局、转移与合作，十三市均有自身的优势产业，苏北、苏中整体固定资产投资同比增速、规上工业增加值、社零同比增速均相对较快。
- 区域银行：江苏银行、南京银行基本面详解：**（1）**业绩：**江苏银行、南京银行业绩位居城商行前列。（2）**信贷：**资产、信贷均维持两位数以上增长，基建、制造业支撑高增长，基建、制造业、批零为对公主要行业，3Q24 个贷显著回暖，消金子公司均有望持续发力。（3）**市占率：**两家银行内部分别来看，均是苏北市占率较高；江苏银行全省各区域保持较高市占率，苏北优势更为显著，南京银行则全省市占率相对均衡，苏北、省外市占率稳步提升。（4）**非息：**其他非息占营收比重高，但其他非息增速与城商行平均水平接近，处在合理区间，后续或仍有支撑，江苏、南京分别同比增 26.2%、

21.7%。(5) **资产质量**: 两家银行不良率均在 0.9%以内, 维持在低位; 拨备均在 340%以上, 拨备较为充足。细项看, 贷款结构接近, 对公主要行业(基建、制造业、批零)均较 18-20 年的峰值大幅下降; 零售则主要以按揭、消费贷为主, 零售受宏观影响近年来略有上升, 但风险可控。(6) **资本**: 截至 3Q24, 江苏银行、南京银行核心一级资本充足率在 9%以上, 南银转债转股后, 测算两家银行资本均可支撑各自未来四年的高速增长。(7) **股息率**: 假设 25E 剩余南银转债全部转股, 参考 1.17 号股价, 静态测算江苏银行 25E 股息率为 5.75%, 静态测算南京银行 25E 股息率仍有 5.16% (摊薄前股息率为 6.08%)。

- **投资建议**: 上半年经济惯性延续, 预计高股息避险品种仍然占优; 同时, 结合目前市场偏好提升+未来经济预期有分歧的环境, 可衍生出以下三条线索: 高股息银行: 大行、招商银行、渝农商行、沪农商行; 拥有区位优势、确定性强的城商行: 江苏银行、南京银行、成都银行、齐鲁银行; 核心资产: 招商银行。
- **风险提示**: 经济下滑超预期; 金融监管超预期; 研报信息更新不及时; 政策落地不及预期

内容目录

一、江苏省经济情况	6
(一) 江苏省经济综述：综合实力领跑，无明显短板，工业支撑力度强	6
1、综合实力领跑，无明显短板	6
2、第二产业规模大且占比高，工业支撑作用强	7
(二) 投资方面：基建引领投资增长，优势制造业维持高增	8
(三) 出口方面：机电产品出口强势，高新技术成为新增长点，欧美依赖度逐步降低	10
1、进出口增速 24 年开年以来持续高于全国水平	10
2、制造业支撑，机电产品出口强势，高新技术成为新增长点	10
3、江苏对“一带一路”及东盟进出口表现亮眼，对欧美依赖逐步降低	11
(四) 消费方面：社零增速高于浙江和广东，消费政策拉动显著	13
(五) 财政方面：债务率整体可控，加速化债与城投转型	14
1、城投有息债务规模大，但财政收入对债务的覆盖程度尚可	14
2、经济大省挑大梁：24 年化债额度分配排位前列，四季度基建增速显著加速	14
3、存量城投：23 年初至今江苏省平台退出量占全国退出的 75%，整体存量债务结构持续改善	16
(六) 产业方面：制造业综合实力强，超前布局战略新兴产业集群	19
1、重点产品产量的角度观察江苏省制造业实力	19
2、超前布局战略新兴产业集群，产业集群优势凸显	20
(七) 区域发展方面：产业转移显成效，苏北经济增速快，整体债务可控	23
1、江苏各市整体实力较强，苏南体量大但苏北增速快	23
2、预算收入与城投债务比重：苏南覆盖度略高但略有下滑，苏北、苏中覆盖度有上升	24
3、产业：提前布局产业转移，南北协同发展	25
二、区域银行：江苏银行、南京银行基本面详解	29
(一) 江苏银行、南京银行业绩情况：位居城商行前列	29
(二) 江苏银行、南京银行信贷情况：基建、制造业支撑高增，消金子有望持续发力	31
1、江苏、南京银行信贷增量结构与展望综述	31
2、江苏银行信贷情况：基建、制造业占比稳步提高；消金贡献度持续上升	32
3、南京银行信贷情况：基建、制造业占比持续提升；Q3 个贷投放显著回暖	34
(三) 江苏银行、南京银行市占率情况：	35
1、江苏银行市占率：全省市占率较高，苏北苏中市占率优势更显著	35
2、南京银行：全省市占率相对均衡，近三年网点扩量快，后续发力可期	36
(四) 江苏银行、南京银行非息情况：占营收比重高，其他非息增速处在合理区间	37
(五) 江苏银行、南京银行资产质量：不良率低位平稳，拨备充足；近年对公主要行业资产质量显著改善	39
1、江苏银行：不良率 0.89%，拨备 350%+，对公持续改善，零售压力可控	39
2、南京银行：不良率 0.83%，拨备 340%+，对公主要行业不良率较峰值显著下降	40
(六) 资本：南银转债转股后，两家银行资本均可支撑至少四年高增长	41
(七) 股息率：测算江苏银行 25E 股息率 5.75%，南京银行摊薄后股息率 5.16%	42
三、投资建议	43

图表目录

图表 1: 全国 GDP 前六省份各项综合指标排名	6
图表 2: 24Q3 江苏省 GDP 增速位列经济大省第一	6
图表 3: 江苏省二三产业双轮驱动	6
图表 4: 江苏省信贷增速持续快于全国	7
图表 5: 江苏省企事业信贷增速持续快于全国	7
图表 6: 江苏省中长期企事业信贷增速持续快于全国	7
图表 7: 江苏省短期企事业信贷增速持续快于全国	7
图表 8: 江苏省在六大经济大省中第二产业增加值规模最大且占比最高 (按二产占比排序)	8
图表 9: 江苏省规上工业增加值增速持续高于全国(%)	8
图表 10: 固定资产投资增速(%)：江苏省基础设施投资引领增长，优势制造业表现亮眼	9
图表 11: 2022-2025 年江苏重点建设项目数量和年度计划投资额	9
图表 12: 江苏 vs 全国 - 进出口总额累计同比增速对比 (按目的地, %)	10
图表 13: 江苏 vs 全国 - 出口总额累计同比增速对比 (按目的地, %)	10
图表 14: 江苏 vs 全国 - 进口总额累计同比增速对比 (按目的地, %)	10
图表 15: 江苏省出口额前十商品出口额及增速：机电、高新技术强势	11
图表 16: 江苏省一带一路以及东盟出口数据	12
图表 17: 江苏省出口对欧美依赖度逐步降低，近四年下降近 4 个点	13
图表 18: 江苏省对欧美依赖度逐步降低	13
图表 19: 江苏省社零增速 (%) 位列前六经济大省第三位	14
图表 20: 江苏省社零增速 (%) 自 24 年 3 月以来高于浙江和广东	14
图表 21: 全国范围内江苏省债务率并不高	15
图表 22: 江苏省在化债额度分配中排位前列	16
图表 23: 23 年初至今江苏省城投退平台数量遥遥领先	17
图表 24: 当前江苏省存量城投债利率较低 (%)	17
图表 25: 过去两年江苏省存量城投利率压降 20%	18
图表 26: 江苏省存量城投债到期期限	18
图表 27: 江苏省存量城票面利率	18
图表 28: 江苏省存量城投债主体评级	19
图表 29: 江苏省存量城投债主体级别	19
图表 30: 九个样本工业大省制造业 2023 年产品产量	20
图表 31: 国家先进制造业集群省区分布	21
图表 32: 江苏省国家先进制造业集群市区分布	21
图表 33: 江苏省“51010”战略新兴产业集群体系	22
图表 34: 江苏省“1650”产业体系：16 个先进集群+50 条重点产业链	23
图表 35: 3Q24 江苏省十三市 GDP 贡献排名	24
图表 36: 3Q24 江苏省十三市 GDP 增速排名	24
图表 37: 江苏省各地级市城投债存续平台有息债务与一般公共预算收入规模对比情况	25
图表 38: 长三角地区总体产业转移情况	27
图表 39: 江苏省 13 市重点产业及代表企业	28
图表 40: 江苏省十三市 24 年 1-11 月各细项指标累计同比 (%)，按固定资产投资增速排序)	28
图表 41: 江苏省 13 市规模以上工业增加值：累计同比 (%)	29
图表 42: 江苏、南京银行营收增速位居城商行前列	29
图表 43: 江苏、南京银行净利润增速位居城商行前列	30
图表 44: 江苏、南京银行净利息收入增速	30
图表 45: 江苏、南京银行净手续费收入增速	31
图表 46: 江苏、南京银行净其他非息收入增速	31
图表 47: 生息资产增速	32

图表 48:	贷款增速	32
图表 49:	江苏、南京银行三季度个贷增长明显回暖 (百万元)	32
图表 50:	消金子公司对母行贡献度持续提升 (亿元)	32
图表 51:	江苏银行比年初新增贷款占比	33
图表 52:	江苏银行存量贷款结构	34
图表 53:	南京银行比年初新增贷款占比	35
图表 54:	南京银行存量贷款结构	35
图表 55:	江苏银行市占率情况	36
图表 56:	南京银行市占率情况	37
图表 57:	江苏、南京银行净非息占比营收	38
图表 58:	江苏、南京银行净其他非息占比营收	38
图表 59:	江苏、南京银行净手续费占比营收	39
图表 60:	江苏银行资产质量综合指标	40
图表 61:	江苏银行各类贷款不良率明细	40
图表 62:	南京银行资产质量综合指标	41
图表 63:	南京银行各类贷款不良率明细	41
图表 64:	核心一级资本持续性测算	42
图表 65:	城商行核心一级资本充足率情况	42
图表 66:	股息率测算	43

一、江苏省经济情况

(一) 江苏省经济综述：综合实力领跑，无明显短板，工业支撑力度强

1、综合实力领跑，无明显短板

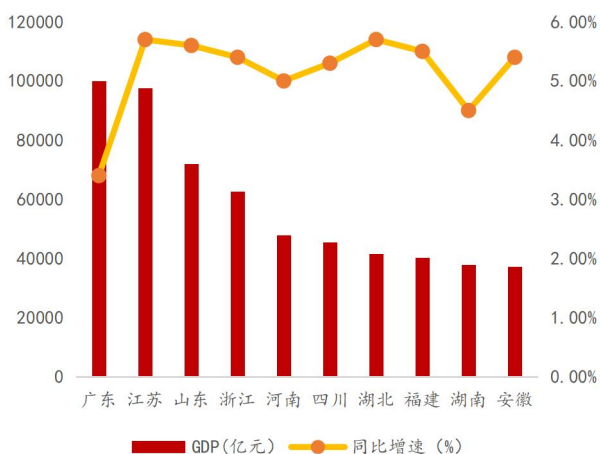
- 江苏省经济整体领跑，GDP 总额第二，在前十省份中增速第一。24 年前三季度 GDP 总额前六省份从高到低分别为广东、江苏、山东、浙江、河南、四川。从增速来看，除广东外，其余五个省份均跑赢全国平均水平。江苏省经济整体继续领跑全国，2024 年前三季度江苏省 GDP 总额 9.77 万亿，位居全国第二，较第一名广东省仅相差 2200 亿。在 GDP 总额前十省份中，江苏省 GDP 增速 5.7%，位居第一。
- 前六经济大省中，江苏省主要经济指标增速基本位居前三，综合实力强，无明显短板。(1) 前六经济大省中，江苏省 GDP 增速、第三产业增加值增速位列第一位。(2) 社零增速、规上工业增加值增速、固定资产投资增速、进出口增速均位列第三。(3) 第二产业增加值增速位列第四位，但仍高出全国平均增速 0.6 个点。

图表 1：全国 GDP 前六省份各项综合指标排名

地区	24年1-9月				24年1-11月						
	GDP (亿元)	GDP增速 (%)	第二产业增加值增速 (%)	第三产业增加值增速 (%)	社零总额增速 (%)	规上工业增加值增速 (%)	固定资产投资增速 (%)	进出口增速 (%)	出口增速 (%)	进口增速 (%)	
全国平均		4.8	5.4	4.7	3.5	5.8	3.3	4.9	6.7	2.4	
广东	99,939	3.4	4.8	2.5	2.2	4.3	-4.6	10	8.7	12.6	
江苏	97,744	5.7	6	5.6	4.6	7.5	1.5	6.9	7.7	5.3	
山东	71,981	5.6	6.9	4.9	5.1	8.3	3.7	3.1	6.9	-2.3	
浙江	62,618	5.4	6.3	5	1	6	1	6.9	9	1.2	
河南	47,882	5	7.3	3.4	7.8	8.8	6.9	0.5	-2	5.1	
四川	45,442	5.3	5.6	5.6	4.2	4.4	1.5	8.7	1.1	21.8	
江苏省排名	2	1	4	1	3	3	3	3	3	3	

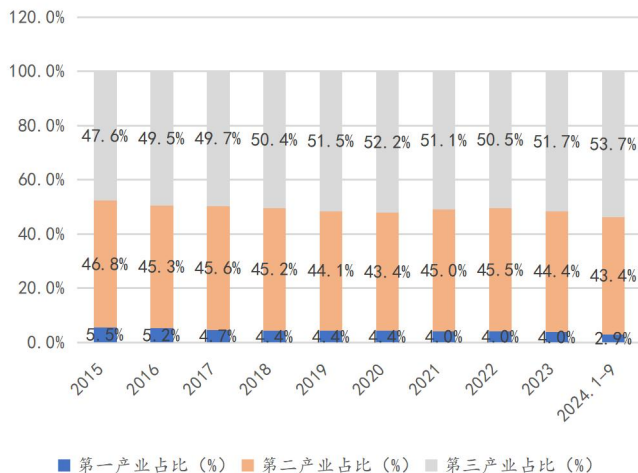
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：24Q3 江苏省 GDP 增速位列经济大省第一

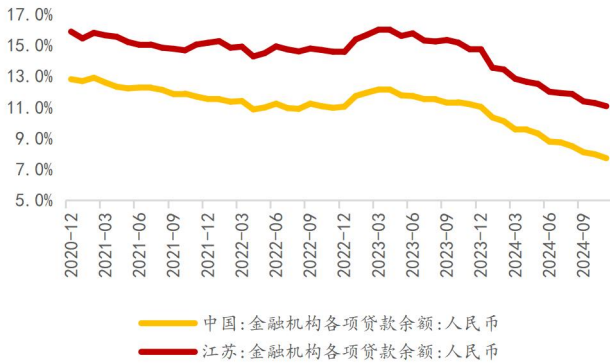


来源：wind，中泰证券研究所

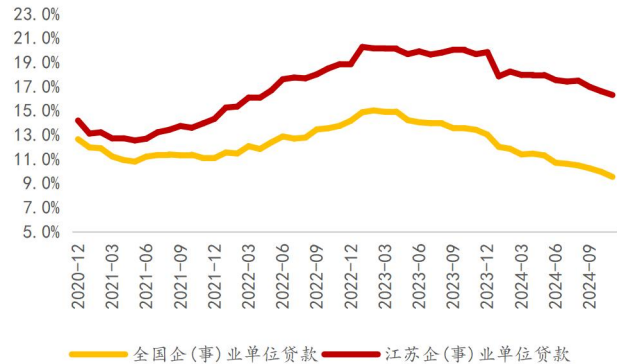
图表 3：江苏省二三产业双轮驱动



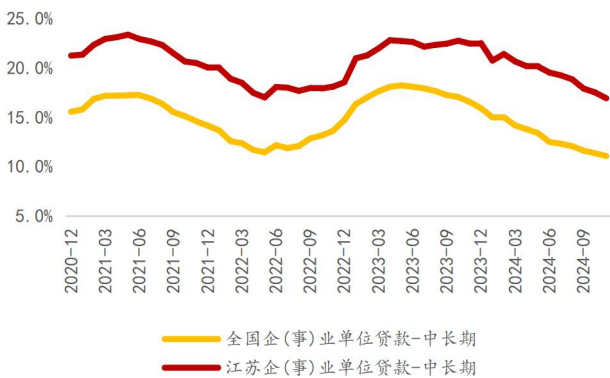
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：江苏省信贷增速持续快于全国


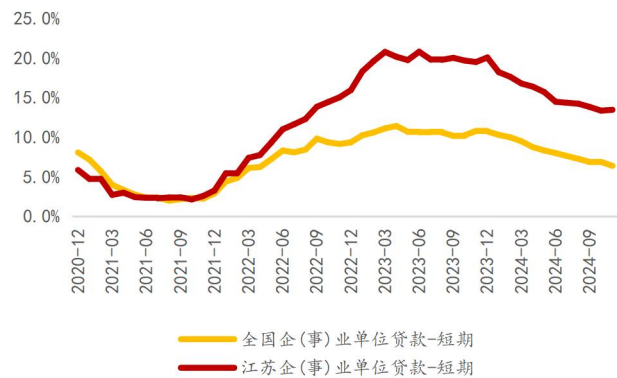
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5：江苏省企事业信贷增速持续快于全国


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6：江苏省中长期企事业信贷增速持续快于全国


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7：江苏省短期企事业信贷增速持续快于全国


来源: wind, 中泰证券研究所

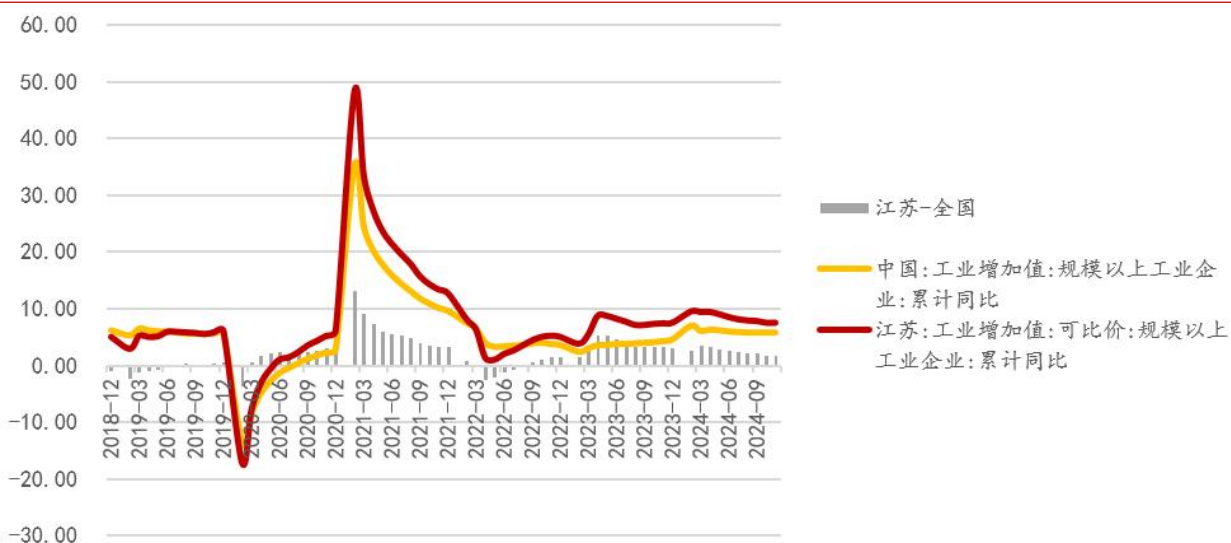
2、第二产业规模大且占比高，工业支撑作用强

- 第二产业规模大且占比高：**江苏省以实体经济为特色，是全国最大的工业省份。近年来，江苏以工业和制造业为核心的经济发展模式持续巩固，同时服务业发展迅速推进，二三产业双轮驱动。特别是第二产业规模大且占比高，在六大经济省份中，24 年前三季度江苏第二产业增加值 4.2 万亿，较第二名广东高出 2711 亿，占全国第二产业增加值的 12%；且江苏省第二产业增加值占比最高，达 43.39%，高出第二名浙江 2.4 个点，高出全国水平 5.3 个点。
- 其中，工业支撑作用强劲：**全省工业增加值占 GDP 比重为 37.6%，对经济增长的贡献率达 42.5%，拉动全省经济增长 2.4 个百分点。装备制造业增长 8.9%，增速高于全部规上工业 1 个百分点，占规上工业比重达 53.5%，超过 50%，且较上半年提升 0.2 个百分点。

图表 8：江苏省在六大经济大省中第二产业增加值规模最大且占比最高（按二产占比排序）

省份	第二产业（亿元）	第一产业占比（%）	第二产业占比（%）	第三产业占比（%）
江苏	42,413	2.90%	43.39%	53.70%
浙江	25,670	2.48%	40.99%	56.52%
广东	39,702	4.04%	39.73%	56.23%
河南	18,610	9.12%	38.87%	52.01%
山东	27,914	6.57%	38.78%	54.65%
四川	15,801	11.18%	34.77%	54.04%
全国	361,362	6.08%	38.05%	55.87%

来源：wind，中泰证券研究所

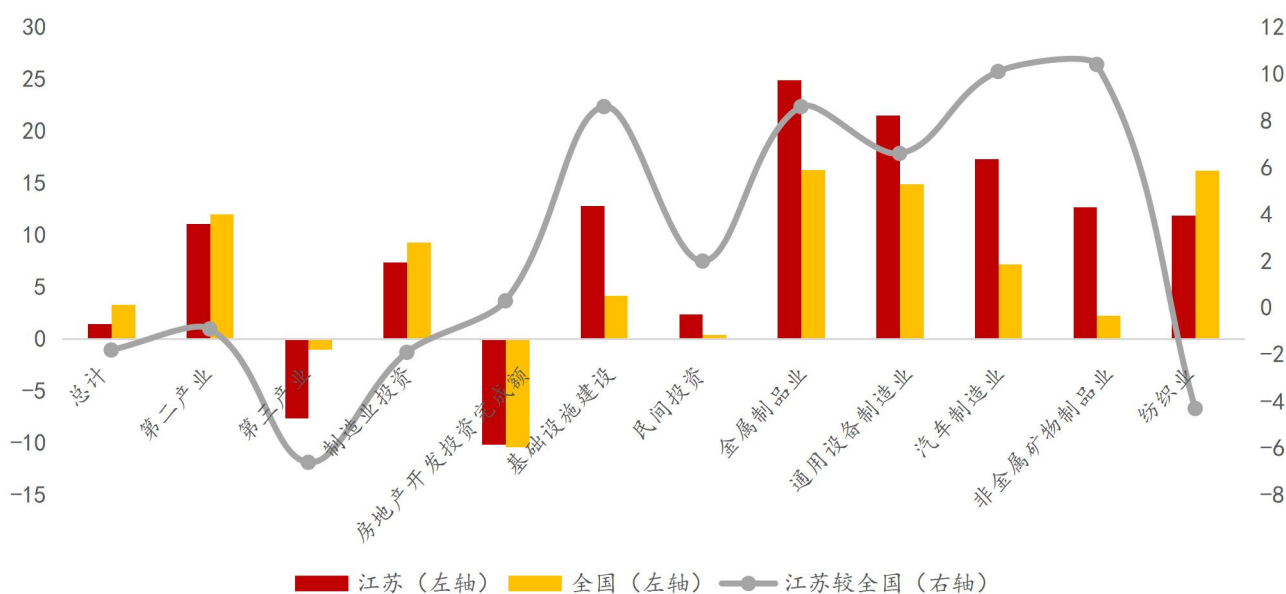
图表 9：江苏省规上工业增加值增速持续高于全国(%)


来源：wind，中泰证券研究所

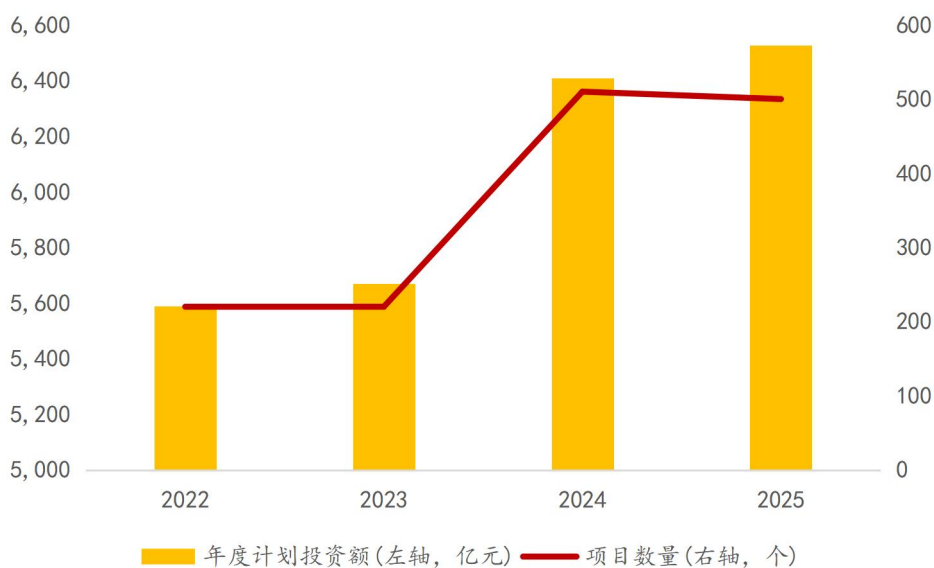
（二）投资方面：基建引领投资增长，优势制造业维持高增

- 江苏省固投增速稳中较缓，增速合理，前六经济大省中，仅河南、山东固定资产投资增速高于全国。**江苏省 24 年前 11 月固定资产投资同比增长 1.5%，低于全国平均水平 1.8 个点。江苏省作为经济发达地区的固投资基数较大且各项基础设施建设较为完善，增速处于合理水平，前六经济大省中，仅河南、山东固定资产投资增速高于全国。细项来看：
- 基础设施投资引领增长，高出全国平均水平 8.6 个点。**全省基础设施投资同比增长 12.8%，增速比全部投资高 11.3 个百分点，占全部投资比重由去年同期的 14.3% 提高到 15.9%，拉动全部投资增长 1.8 个百分点，引领固定资产投资稳定增长。其中 5 亿元和 10 亿元以上基础设施项目投资分别增长 18.3% 和 17%。主要行业中，电力热力生产和供应业、道路运输业增长较快，同比分别增长 100.9%、12.5%。
- 制造业投资保持较快增速，优势行业表现亮眼。**全省制造业固定资产投资同比增长 7.4%，增速高于省内全部投资 4.9 个百分点，低于全国平均水平 1.9 个点。主要行业中，金属制品业、通用设备制造业、汽车制造业、非金属矿物制品业、纺织业投资增速较快，同比分别增长 24.9%、21.5%、17.3%、12.7% 和 11.9%，分别高出全国平均水平 8.6、6.6、10.1、10.4、-4.3 个点。

- 大项目投资支撑有力。**1—11月,全省计划总投资10亿元以上施工项目3464个,比去年同期增加105个,同比增长3.1%,完成投资同比增长3.3%,对投资增长贡献率达到66.9%,拉动全部投资增长1个百分点。分主要门类看,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长83.5%,交通运输、仓储和邮政业增长9.4%。**2025年江苏省规划重大项目500个,与24年基本持平,总投资额6526亿元,较24年增长118亿,重点项目建设持续发力。**
- 房地产销售逐步回升。**全省商品房销售面积降幅明显收窄,房地产市场止跌回稳迹象逐渐显现:1—11月全省商品房销售面积同比下降6.3%。降幅比1—10月收窄1.1个百分点,比三季度收窄2个百分点;其中住宅销售面积同比下降9.5%,降幅比1—10月收窄1.2个百分点,比三季度收窄2.1个百分点。

图表 10: 固定资产投资增速 (%): 江苏省基础设施投资引领增长, 优势制造业表现亮眼


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2022-2025 年江苏重点建设项目数量和年度计划投资额


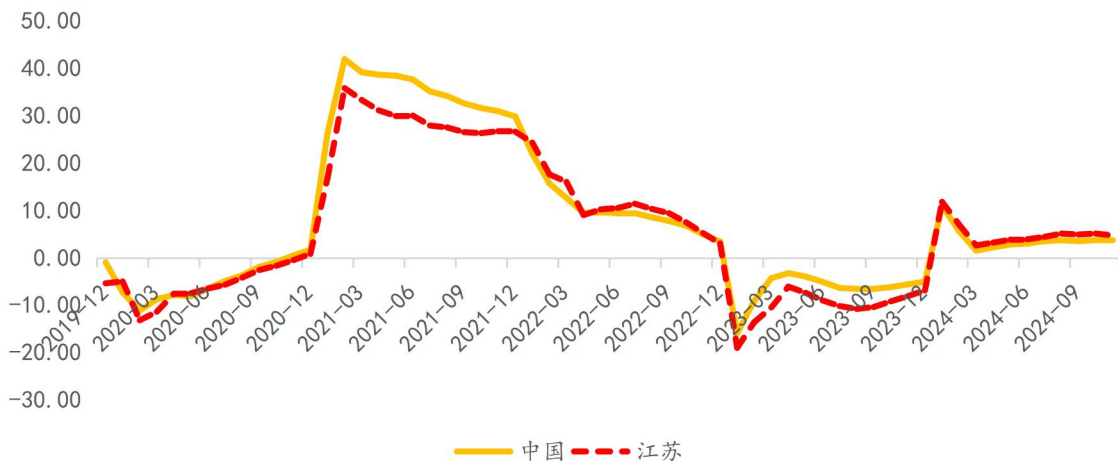
来源: 中国政府网, 江苏省政府网, 中泰证券研究所

(三) 出口方面：机电产品出口强势，高新技术成为新增长点，欧美依赖度逐步降低

1、进出口增速 24 年开年以来持续高于全国水平

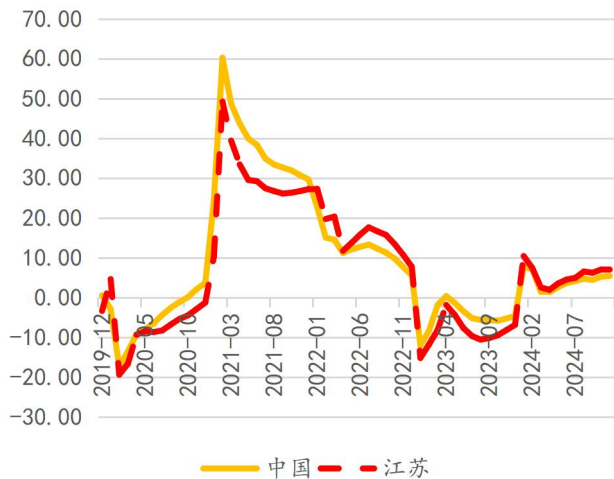
- 24 年 1-11 月，按境内目的地/货源地口径，江苏省进出口总额同比增长 4.7%，增幅较全国高 1.1 个百分点；出口同比增长 6.9%，增幅较全国高 1.5 个点。

图表 12：江苏 vs 全国 - 进出口总额累计同比增速对比（按目的地，%）



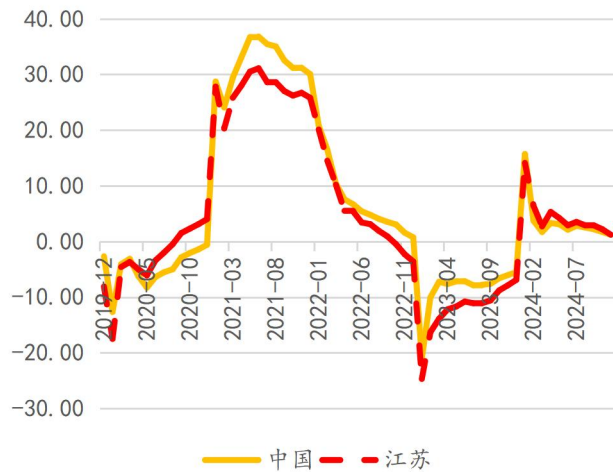
来源：wind，中泰证券研究所

图表 13：江苏 vs 全国 - 出口总额累计同比增速对比（按目的地，%）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 14：江苏 vs 全国 - 进口总额累计同比增速对比（按目的地，%）



来源：wind，中泰证券研究所

2、制造业支撑，机电产品出口强势，高新技术成为新增长点

- 机电产品出口占全省出口总值近 70%，同比增 8.7%。24 年 1-11 月，江苏省出口机电产品 2.26 万亿元，增长 8.7%，占全省出口总值的 68.8%。其中，电脑及其零部件、手机、船舶、汽车零配件出口分别增长 4.4%、13.8%、56.9%、7.1%。
- 高新技术产品出口额同比增 7.7%，维持高增。江苏新兴产业集聚发展，未来产业加快布局，光学薄膜、生物医药、声学设备等高技术、高附加值产品

成为外贸新增长点。24年1-11月，江苏省高新技术产品出口总值1.1万亿元，同比增长7.7%。

图表 15: 江苏省出口额前十商品出口额及增速: 机电、高新技术强势

	一级商品	出口额人民币(亿)	同比(%)
1	机电产品*	22,647	8.7
2	高新技术产品*	11,013	7.7
3	纺织纱线、织物及其制品	1,738	12.2
4	服装及衣着附件	1,344	4.9
5	基本有机化学品	889	14.6
6	钢材	839	-6.0
7	塑料制品	825	5.5
8	文化产品*	547	-22.8
9	家具及其零件	348	10.0
10	农产品	303	13.8

来源: 南京市海关, 中泰证券研究所

3、江苏对“一带一路”及东盟进出口表现亮眼，对欧美依赖逐步降低

■ (1) 江苏对“一带一路”国家及东盟进出口表现亮眼:

江苏省“一带一路”进出口总额维持两位数增长，高出全国增速4个点，占全省进出口总额的44.4%，占全国“一带一路”进出口总额的12.1%，占比不断提升。(1)规模: 24年前11月江苏省“一带一路”国家进出口规模达2.26万亿，已经超过23年全年水平。(3)增速: 同比增长10.3%，较全国“一带一路”进出口增速高出4个点。(2)占比: “一带一路”进出口总额占全省进出口总额的44.4%，占比较23年末提升1.5个点。占全国“一带一路”进出口总额的12.1%，较23年末提升0.5个点。

江苏省对东盟进出口维持高增，高出全国增速1个点，占全省进出口总额的15.9%，占全国对东盟进出口总额的12.9%，占比不断提升。(1)规模: 24年前11月江苏省对东盟进出口规模达0.81万亿，已达23年全年水平。(3)增速: 同比增长9.5%，较全国对东盟进出口增速高出1个点。(2)占比: 对东盟进出口总额占全省进出口总额的15.9%，占比较23年末提升0.4个点。占全国对东盟进出口总额的12.9%，较23年末提升0.2个点。

图表 16: 江苏省一带一路以及东盟出口数据

江苏省“一带一路”国家进出口数据						
日期	规模（万亿）	占全省	占全国一带一路进出口总额	累积同比增速	较全国增速	
22年末	2.23	40.9%	16.1%			
23年末	2.25	42.9%	11.6%	0.90%		-2%
2024年3月	0.58	44.7%	12.0%	14.50%		9%
2024年6月	1.20	44.8%	12.0%	13.60%		6%
2024年9月	1.82	44.2%	12.0%	11.30%		5%
2024年11月	2.26	44.4%	12.1%	10.30%		4%

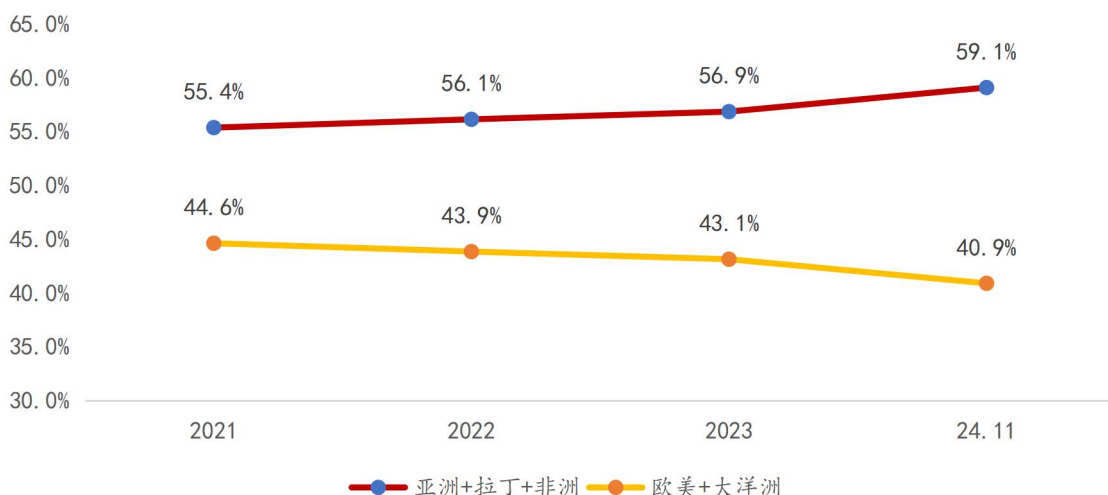
江苏省对东盟进出口数据						
日期	规模（万亿）	占全省	占全国对东盟进出口总额	累积同比增速	较全国增速	
21年末	0.74	14.2%	13.1%	19%		-1%
22年末	0.83	15.2%	12.7%	12.50%		-3%
23年末	0.81	15.5%	12.7%	-1.89%		-2%
2024年3月	0.20	15.4%	12.5%	6.20%		0%
2024年6月	0.42	15.7%	12.5%	10.50%		0%
2024年9月	0.65	15.7%	12.7%	10.40%		1%
2024年11月	0.81	15.9%	12.9%	9.50%		1%

来源: wind, 南京海关, 中泰证券研究所

■ (2) 江苏出口对欧美依赖度降低, 对亚非拉保持高增:

江苏省出口对欧美依赖度逐步降低, 近四年下降近 4 个点: 以 24 年前 11 月江苏省出口 (最终目的国) 占比分布来看, 由高至低为亚洲、欧洲、北美洲、拉丁美洲、非洲、大洋洲, 分别为 47.5%、20.4%、17.7%、7.6%、4%、2.8%, 占比较 23 年末分别变动+1.1%、-1.8%、-0.4%、+0.7%、+0.4%、-0.1%, 自 21 年至 24.11, 江苏省对欧洲、北美、大洋洲出口占比由 44.6% 下降至 40.9%, 近四年下降近 4 个点。对亚洲、拉丁美洲、非洲出口占比由 55.4% 提升至 59.1%, 占比近 6 成。

对亚洲、拉丁美洲、非洲出口增速均维持两位数以上: 以 24 年前 11 月江苏省出口 (最终目的国) 同比增速来看, 由高至低分别为非洲、拉丁美洲、亚洲、北美、大洋洲、欧洲, 同比增速分别为+19%、+18.2%、+10.4%、+6.1%、+5.2%、-1.4%, 除欧洲外均维持正增长, 对亚洲、拉丁美洲、非洲出口增速均维持两位数以上。

图表 17：江苏省出口对欧美依赖度逐步降低，近四年下降近 4 个点


来源：南京市海关，中泰证券研究所

图表 18：江苏省对欧美依赖度逐步降低

最终目的国	2021		2022		2023		2024.11	
	占全省	同比 (%)	占全省	同比 (%)	占全省	同比 (%)	占全省	同比 (%)
亚洲	45.9%	17.3	46.3%	8.4	46.4%	-2	47.5%	10.4
欧洲	21.8%	20.9	22.5%	10.6	22.2%	-4.2	20.4%	-1.4
北美洲	20.2%	13.9	18.5%	-1.1	18.1%	-4.7	17.7%	6.1
拉丁美洲	6.4%	33.4	6.8%	14.9	6.9%	-2.2	7.6%	18.2
非洲	3.1%	38	3.0%	6.3	3.6%	16.4	4.0%	19
大洋洲	2.7%	8.9	2.9%	16	2.8%	-4.3	2.8%	5.2

来源：南京市海关，中泰证券研究所

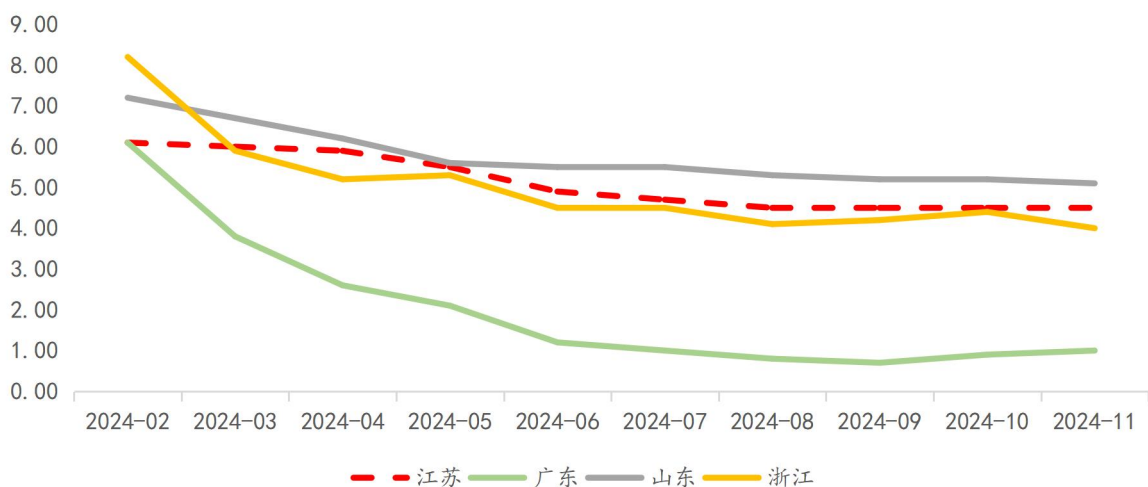
（四）消费方面：社零增速高于浙江和广东，消费政策拉动显著

- 江苏省社零增速自 24 年 3 月以来高于浙江和广东。**24 年 1—11 月，江苏省社会消费品零售总额同比增长 4.5%，在前六经济大省中位列第三，自 2024 年 3 月以来增速保持高于浙江（4%）和广东（1%）的态势。其中江苏省限额以上批发业、零售业销售额同比分别增长 6.5%、7.9%；限额以上住宿业、餐饮业营业额分别增长 6.4%、10.0%。
- 消费政策拉动效果显著。**11 月份，江苏省社会消费品零售总额同比增长 4.6%。受以旧换新政策等带动，11 月份，限额以上家用电器和音像器材类商品零售额同比增长 10.5%，其中能效等级为 1 级和 2 级的商品零售额增长 55.0%；限额以上新能源汽车零售额增长 40.1%；家装家居改造补贴政策显效，限额以上建筑及装潢材料类商品零售额增长 17.5%。

图表 19: 江苏省社零零售增速 (%) 位列前六经济大省第三位

社零累积同比增速 (%)	河南	山东	江苏	浙江	四川	广东
2024-02	5.80	7.20	6.10	8.20	5.70	6.10
2024-03	5.60	6.70	6.00	5.90	6.10	3.80
2024-04	5.30	6.20	5.90	5.20	5.40	2.60
2024-05	5.60	5.60	5.50	5.30	5.00	2.10
2024-06	5.60	5.50	4.90	4.50	4.90	1.20
2024-07	5.60	5.50	4.70	4.50	4.60	1.00
2024-08	5.70	5.30	4.50	4.10	4.40	0.80
2024-09	5.70	5.20	4.50	4.20	4.40	0.70
2024-10	5.90	5.20	4.50	4.40	4.40	0.90
2024-11	7.80	5.10	4.50	4.00	4.20	1.00

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 20: 江苏省社零零售增速 (%) 自 24 年 3 月以来高于浙江和广东


来源: wind, 中泰证券研究所

(五) 财政方面: 债务率整体可控, 加速化债与城投转型

1、城投有息债务规模大, 但财政收入对债务的覆盖程度尚可

- **狭义口径来看:** 2023 年, 江苏省地方政府债务率 (地方政府债务余额/综合财力) 和地方政府负债率 (地方政府债务余额/GDP) 分别为 81% 和 18%, 在全国 (不含中国台湾) 分别排名第 30 和第 31 名 (债务负担由高到低排名)。
- **宽口径来看:** 地方政府债务率 (地方政府债务余额+城投平台有息债务)/地方政府综合财力) 和宽口径地方政府负债率 (地方政府债务余额+城投平台有息债务)/GDP) 分别为 409% 和 89%, 在全国 (不含中国台湾) 分别排名第 18 和第 12 名 (债务负担由高到低排名)。

图表 21：全国范围内江苏省债务率并不高

2023年	GDP (亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	政府性基金收入 (亿元)	地方政府综合财力 (亿元)	地方政府债务余额 (亿元)	城投平台有息债务 (亿元)	一般公共预算支出	负债率 (%)	负债率 (%) 宽口径	债务率 (%)	债务率 (%) 宽口径	财政自给率 (%)
江苏省排名	2	2	1	1	4	1	2	31	12	30	18	6
江苏省	128,222	9,930	10,316	27,934	22,733	91,520	15,243	18	89	81	409	65
广东省	135,673	13,851	4,502	25,455	29,880	19,376	18,511	22	36	117	194	75
山东省	92,069	7,465	4,925	20,140	27,521	46,084	12,582	30	80	137	365	59
浙江省	82,553	8,600	8,363	23,780	22,886	75,994	12,353	28	120	96	416	70
四川省	60,133	5,529	4,516	19,613	20,270	47,611	12,733	34	113	103	346	43
河南省	59,132	4,518	1,932	6,601	17,893	21,583	11,053	30	67	271	598	41
湖北省	55,804	3,693	2,885	13,214	15,626	27,304	9,299	28	77	118	325	40
福建省	54,355	3,592	2,071	9,588	13,811	16,136	5,867	25	55	144	312	61
湖南省	50,013	3,361	2,622	6,379	18,217	26,949	9,581	36	90	286	708	35
上海市	47,219	8,313	3,467	11,927	8,832	9,380	9,639	19	39	74	153	86
安徽省	47,051	3,939	2,305	6,545	15,713	19,592	8,644	33	75	240	539	46
河北省	43,944	4,287	2,230	6,537	18,427	10,957	9,606	42	67	282	449	45
北京市	43,761	6,181	2,110	9,990	11,376	11,241	7,971	26	52	114	226	78
陕西省	33,786	3,438	1,786	5,562	10,855	16,582	7,175	32	81	195	493	48
江西省	32,200	3,060	2,115	5,353	12,711	20,169	7,501	39	102	237	614	41
辽宁省	30,209	2,755	449	3,270	12,870	1,990	6,575	43	49	394	455	42
重庆市	30,146	2,441	1,879	9,341	12,258	19,515	5,305	41	105	131	340	46
云南省	30,021	2,149	653	8,342	14,441	8,171	6,730	48	75	173	271	32
广西	27,202	1,731	881	7,751	11,552	13,315	6,103	42	91	149	321	28
山西省	25,698	3,479	602	4,275	7,083	6,844	6,351	28	54	166	326	55
内蒙古	24,627	3,084	443	3,639	11,073	3,965	6,836	45	61	304	413	45
贵州省	20,913	2,078	2,282	4,545	15,125	15,350	6,204	72	146	333	670	34
新疆	19,126	2,180	489	2,699	8,957	6,223	1,220	47	79	332	563	179
天津市	16,737	2,028	590	3,508	11,118	7,732	3,280	66	113	317	537	62
黑龙江省	15,884	1,396	148	1,557	8,497	1,352	5,250	53	62	546	633	27
吉林省	13,531	1,075	589	6,204	8,871	5,752	4,407	66	108	143	236	24
甘肃省	11,864	1,004	372	1,428	7,107	7,085	4,522	60	120	498	994	22
海南省	7,551	901	464	3,067	4,106	765	2,249	54	65	134	159	40
宁夏	5,315	502	101	606	2,244	1,043	1,751	42	62	371	543	29
青海省	3,799	381	70	454	3,337	299	2,189	88	96	735	801	17
西藏	2,393	237	38	283	682	665	2,809	28	56	241	477	8

来源：wind，中泰证券研究所

注：排名为江苏省各项指标在全国从高到低的排名

各指标释义：地方政府综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+国有资本经营预算收入+转移性收入

负债率 = 地方政府债务余额/GDP*100%

债务率 = 地方政府债务余额/地方政府综合财力*100%

负债率(宽口径) = (地方政府债务余额+城投平台有息债务) / GDP*100%

债务率(宽口径) = (地方政府债务余额+城投平台有息债务) / 地方政府综合财力*100%

财政自给率 = 一般公共预算收入 / 一般公共预算支出*100%

2、经济大省挑大梁：24年化债额度分配排位前列，四季度基建增速显著加速

- “一市一调度、每季全覆盖”，化债方案经国务院批复。8月1日，江苏省财政厅发布关于江苏省2024年上半年预算执行情况的报告，报告披露，江苏省按照“省负总责、市县尽力化债”原则，组织编制涵盖法定债务、地方政府隐性债务、融资平台经营性债务风险防控的一整套化债方案，上报国务院并获得批复。表示实施“一市一调度、每季全覆盖”，对设区市债务管理目标和措施逐一过堂、压实责任，并设立债务专管员加强管理。在全国率先开发上线地方债务综合监管系统，一体推进政府债务、隐性债务和融资平台经营性债务全口径管理，形成工作闭环。
- “经济大省挑大梁”，江苏省在化债额度分配中排位前列。考虑24年新增的2万亿隐债置换专项债、8000亿特殊新增专项债、以及1.5万亿特殊再融资债（主要针对化债重点省份），测算江苏省分别分配2511亿、800亿、261亿，累计分配额度为3572亿；分别占全国额度比重为13.1%（全国第一）、9.2%（全国第一）、1.7%（主要针对化债重点省份），累计占全国额度8.3%。中央经济工作会议明确指出“经济大省挑大梁”，对于地方政府的自由度、包容度或比今年要更强。
- 进入四季度江苏省基建增速显著加快，且恢复快于全国。进入24年四季度，1-10月，全省基础设施投资同比增长12.8%，增速比前三季度加快2.7个百分点，是拉动全省投资增长的主要因素之一，显著快于全国增速（全国1-10月基建投资增速4.3%，较前三季度回升0.2个点），1-11月继续延续12.8%的增速（全国1-11月基建投资增速4.2%）。从项目规模看，1-10月大型基建项目支撑明显，5亿元和10亿元以上基础设施项目投资分别增长18.8%和17.2%，高于全部基础设施投资增速6个、4.4个百分点。分行业

看，基础设施 16 个行业大类中“8 增 8 降”，其中电力热力生产和供应业（97%）、道路运输业（14.5%）拉动作用明显，分别拉动全省基础设施投资增长 12.5 个、3.6 个百分点。

图表 22：江苏省在化债额度分配中排位前列

省份	规模				占比			
	1.5 万亿特殊再融资债规模 (亿元)	8000 亿特殊新增专项债规模 (亿元)	2 万亿新增隐债置换专项债 (亿元)	总计	1.5 万亿特殊再融资债占比	8000 亿特殊新增专项债占比	2 万亿新增隐债置换专项债占比	总计
贵州省	2,934	403	1,176	4,513	19.5%	4.6%	6.1%	10.5%
江苏省	261	800	2,511	3,572	1.7%	9.2%	13.1%	8.3%
湖南省	1,122	453	1,288	2,863	7.5%	5.2%	6.7%	6.7%
天津市	1,749	167	771	2,687	11.6%	1.9%	4.0%	6.3%
云南省	1,256	234	878	2,368	8.4%	2.7%	4.6%	5.5%
山东省	282	547	1,351	2,180	1.9%	6.3%	7.0%	5.1%
河南省	348	520	1,227	2,095	2.3%	6.0%	6.4%	4.9%
四川省	280	615	1,148	2,043	1.9%	7.0%	6.0%	4.8%
辽宁省	1,006	223	771	2,000	6.7%	2.6%	4.0%	4.7%
内蒙古自治区	1,067	127	572	1,766	7.1%	1.5%	3.0%	4.1%
重庆市	726	209	820	1,755	4.8%	2.4%	4.3%	4.1%
安徽省	620	141	980	1,741	4.1%	1.6%	5.1%	4.1%
浙江省	77	582	814	1,473	0.5%	6.7%	4.2%	3.4%
吉林省	892	108	385	1,385	5.9%	1.2%	2.0%	3.2%
广西壮族自治区	623	137	549	1,309	4.1%	1.6%	2.9%	3.1%
陕西省	100	501	564	1,165	0.7%	5.7%	2.9%	2.7%
福建省	282	262	502	1,046	1.9%	3.0%	2.6%	2.4%
江西省	156	336	551	1,043	1.0%	3.8%	2.9%	2.4%
新疆维吾尔自治区	56	669	216	941	0.4%	7.7%	1.1%	2.2%
黑龙江省	303	126	484	913	2.0%	1.4%	2.5%	2.1%
甘肃省	220	183	443	846	1.5%	2.1%	2.3%	2.0%
河北省	277	209	281	767	1.8%	2.4%	1.5%	1.8%
山西省	28	215	385	628	0.2%	2.5%	2.0%	1.5%
湖北省	92	502	-	594	0.6%	5.8%	0.0%	1.4%
西藏自治区	-	351	137	488	0.0%	4.0%	0.7%	1.1%
宁夏回族自治区	141	-	138	279	0.9%	0.0%	0.7%	0.7%
海南省	24	79	152	255	0.2%	0.9%	0.8%	0.6%
青海省	96	32	73	201	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%
总计	15,018	8,730	19,167	42,915	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

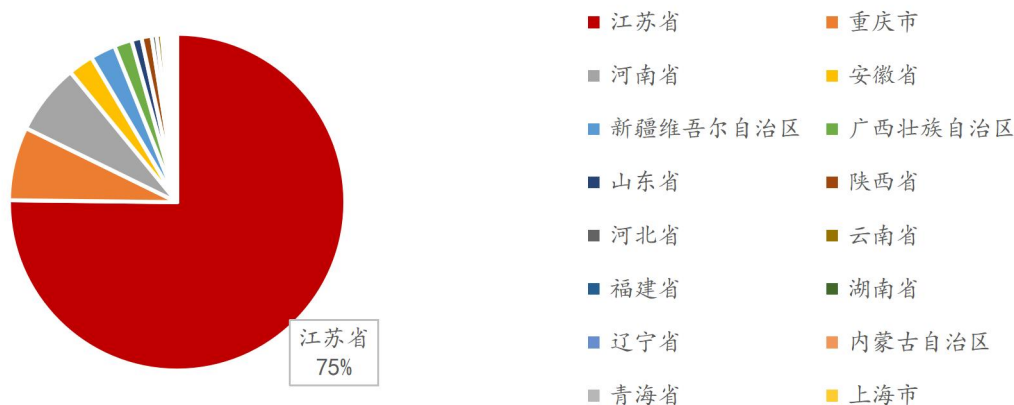
来源：wind，中泰证券研究所

3、存量城投：23 年初至今江苏省平台退出量占全国退出的 75%，整体存量债务结构持续改善

- 平台数量：**从 23 年初到 25 年初，全国退出城投平台数量一共为 411 家，其中较多的省份主要是江苏（309 家，占全部退出的 75%）、重庆（29 家）、河南（28 家），远超其他省市。不过退出平台的企业大多不是发行标债的主体，刚开始退出的平台预计多为债务规模不大，资质比较好的平台。展望未来，城投平台逐步退出政府债务融资功能之后，其融资能力将取决于是否有好的产业和项目能为其提供足够的现金流。因此未来有产业支撑的地区城投更容易完成市场化转型，景气度将会更高，城投平台预计将迎来分化。
- 存量利率：**过去两年下降 20%，当前存量利率较低。截至 24 年末，江苏省存量城投债利率较低，过去两年江苏省存量城投债利率压降 20%。截至 24 年末，测算江苏省存量城投债利率为 3.43%，位列第十位（从低到高排序），较 22 年末压降 87bp，下降 20.23%，在全国来看压降幅度居中。

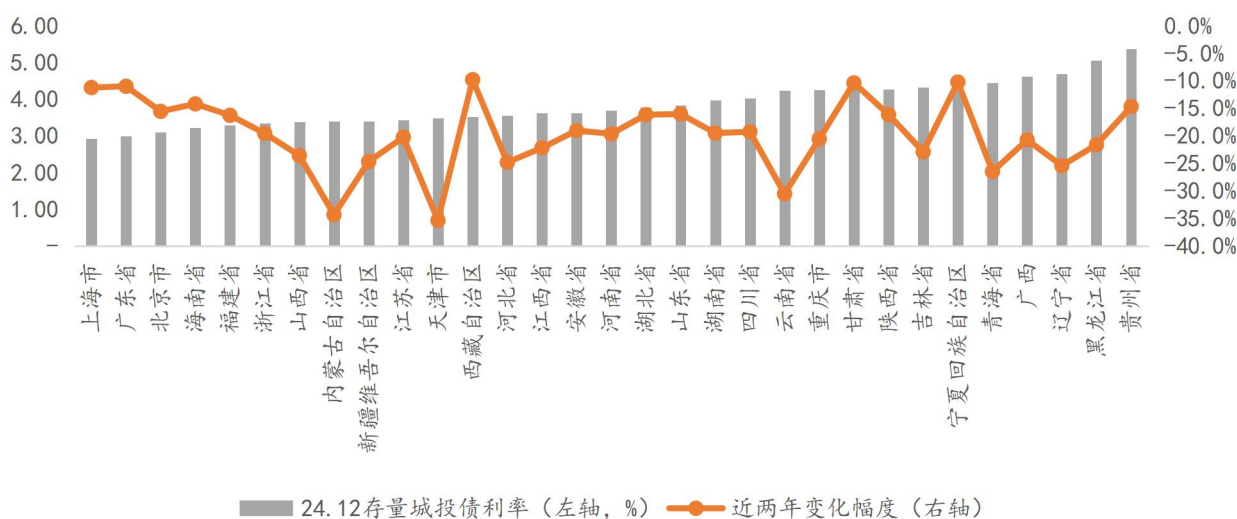
■ 从江苏省存量债务的结构来看，江苏省存量债务到期期限延长，票面利率下降，债务评级和主体层级提升，整体上持续改善。债务到期期限延长。截至 24 年末，债务的到期期限主要集中在 5 年以内，其中 1 年以内/1-2 年/2-3 年/3-4 年/4-5 年的占比分别为 30.64%/23.45%/23.05%/6.45%/12.97%，相比于 2022 年年底分别变化了-3.72%/-7.09%/3.14%/1.95%/6.43%，可以看出 1-2 年以内到期债券的比重下降较多，而 3-5 年到期的债券比重上升。**票面利率明显下降。**债务中 3% 以下/3%-5%/5%-7% 和 7% 以上债务余额占比分别为 36.77%/55.31%/6.96% 和 0.92%，较 2022 年年底分别变化了 28.14%/-9.68%/-16.20%/-2.26%，高息债务明显压降，低息债务占比上升。**高评级债务占比上升。**债务主体中 AAA/AA+/AA 和 AA- 债务余额占比分别为 25.53%/49.15%/25.21% 和 0.01%，较 2022 年年底分别变化了 2.19%/1.62%/-3.69%/-0.07%，AA+ 及以上平台评级占比整体变高了 3.81%。**平台主体层级有所提高，**债务中省市级和区县级平台债务余额占比分别为 33.90% 和 48.53%，省市级平台占比较 2022 年年底提升了 0.87%。

图表 23：23 年初至今江苏省城投退平台数量遥遥领先



来源：wind，中泰证券研究所

图表 24：当前江苏省存量城投债利率较低（%）



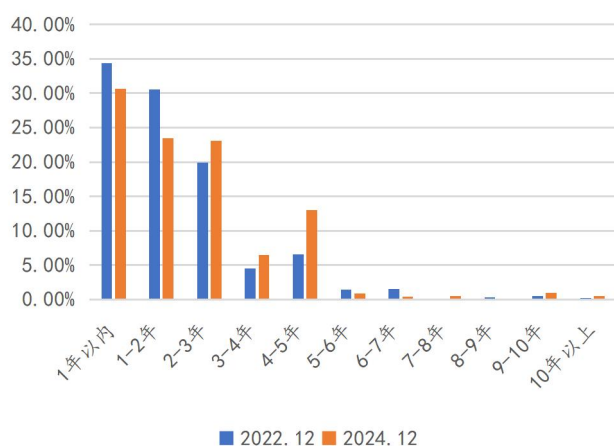
来源：wind，中泰证券研究所

图表 25: 过去两年江苏省存量城投利率压降 20%

省份	存量城投债余额 (亿元)				存量城投债利率 (%)			
	2022.12	2024.12	变化规模	变化幅度	2022.12	2024.12	变化规模	变化幅度
排名	1	1	11	22	24	22	14	18
江苏省	27,664.59	28,082.16	417.57	1.51%	4.30	3.43	-0.87	-20.23%
浙江省	19,268.11	20,987.10	1,718.99	8.92%	4.15	3.34	-0.81	-19.52%
山东省	11,979.92	14,918.07	2,938.15	24.53%	4.56	3.83	-0.73	-16.01%
四川省	9,506.82	10,543.68	1,036.86	10.91%	4.99	4.03	-0.96	-19.24%
湖南省	8,063.17	7,850.78	-212.39	-2.63%	4.93	3.97	-0.96	-19.47%
湖北省	6,628.34	7,280.23	651.89	9.83%	4.52	3.79	-0.73	-16.15%
江西省	6,111.33	6,925.37	814.04	13.32%	4.65	3.62	-1.03	-22.15%
重庆市	6,165.35	6,691.33	525.98	8.53%	5.36	4.26	-1.10	-20.52%
河南省	4,696.60	6,315.03	1,618.43	34.46%	4.59	3.69	-0.90	-19.61%
安徽省	5,070.86	5,480.06	409.20	8.07%	4.47	3.62	-0.85	-19.02%
广东省	4,787.78	5,433.84	646.06	13.49%	3.37	3.00	-0.37	-10.98%
福建省	3,750.46	4,690.82	940.36	25.07%	3.94	3.30	-0.64	-16.24%
陕西省	3,032.80	3,111.32	78.52	2.59%	5.09	4.27	-0.82	-16.11%
上海市	2,575.54	2,963.74	388.20	15.07%	3.30	2.93	-0.37	-11.21%
天津市	3,567.98	2,907.81	-660.17	-18.50%	5.38	3.48	-1.90	-35.32%
北京市	2,448.73	2,808.44	359.71	14.69%	3.67	3.10	-0.57	-15.53%
广西	2,323.73	2,454.23	130.50	5.62%	5.84	4.63	-1.21	-20.72%
河北省	1,669.10	2,188.44	519.34	31.11%	4.72	3.55	-1.17	-24.79%
贵州省	2,673.35	1,935.22	-738.13	-27.61%	6.30	5.37	-0.92	-14.66%
新疆维吾尔自治区	1,341.59	1,606.77	265.18	19.77%	4.52	3.40	-1.11	-24.64%
云南省	1,174.57	1,281.93	107.35	9.14%	6.11	4.24	-1.86	-30.50%
山西省	1,004.93	1,213.65	208.72	20.77%	4.43	3.38	-1.04	-23.56%
吉林省	1,050.70	1,135.57	84.87	8.08%	5.61	4.33	-1.28	-22.86%
甘肃省	582.71	291.77	-290.94	-49.93%	4.76	4.27	-0.49	-10.37%
西藏自治区	213.72	275.27	61.55	28.80%	3.91	3.52	-0.38	-9.78%
辽宁省	301.99	253.55	-48.44	-16.04%	6.29	4.69	-1.60	-25.39%
海南省	157.05	217.34	60.29	38.39%	3.77	3.23	-0.53	-14.17%
黑龙江省	302.64	165.68	-136.96	-45.26%	6.46	5.06	-1.39	-21.59%
宁夏回族自治区	208.10	177.17	-30.93	-14.86%	4.90	4.40	-0.50	-10.22%
内蒙古自治区	125.75	80.40	-45.35	-36.06%	5.18	3.40	-1.78	-34.29%
青海省	90.10	65.20	-24.90	-27.64%	6.06	4.45	-1.60	-26.45%

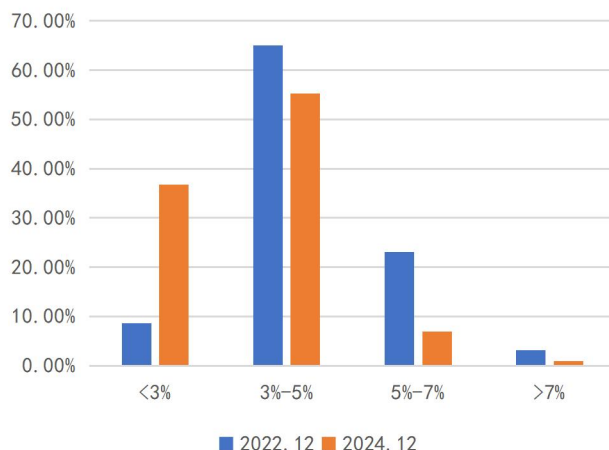
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: 江苏省存量城投债到期期限



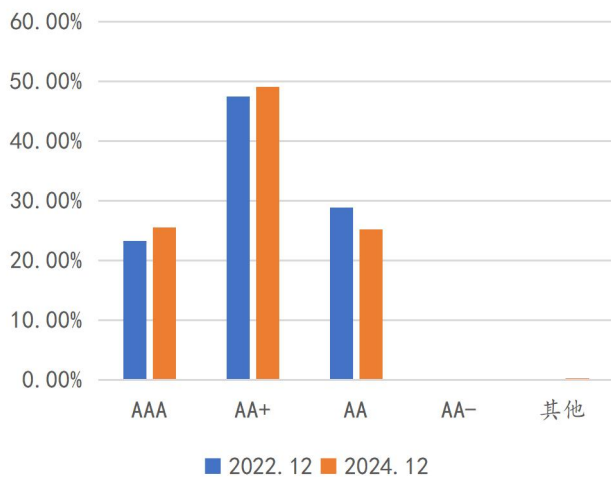
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: 江苏省存量城票面利率



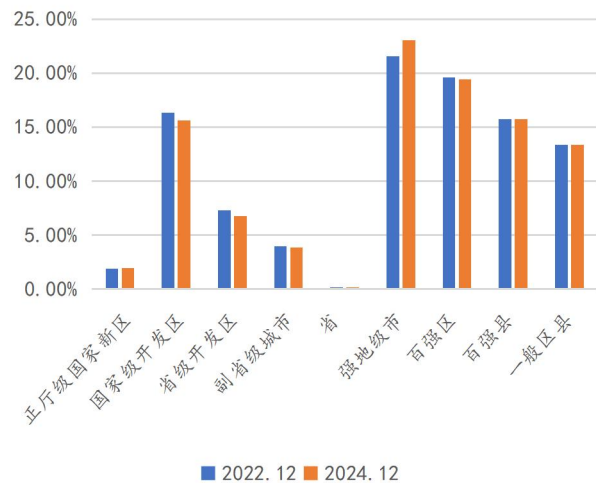
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: 江苏省存量城投债主体评级



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 29: 江苏省存量城投债主体级别



来源: wind, 中泰证券研究所

(六) 产业方面: 制造业综合实力强, 超前布局战略新兴产业集群

1、重点产品产量的角度观察江苏省制造业实力

- 从 2023 年全年主要制造业产量来看, 对比九个样本工业大省(江苏、广东、浙江、山东、福建、四川、上海、湖南、安徽)的 22 项重点产品产量数据, 江苏省有四项第一, 分别是普通制造业产品中的船舶、家用电器中的洗衣机、高端设备中的电动机、半导体中的集成电路。

(1) 基础制造业优势显著: 在 6 项普通制造业重点产品中, 有 4 项位列前两名, 其中船舶位列第一且遥遥领先。普通制造业应用范围广, 产业规模大, 竞争激烈, 虽然利润率偏低, 但却是现代工业不可或缺的组成部分, 是构建中国完整工业体系的重要一环, 可见江苏省在基础制造业方面较为强势。

(2) 精密设备: 浙江、江苏、广东、上海在该领域领先较大。精密设备种类繁多, 广泛应用于工业和制造业几乎所有环节, 高端产品技术含量较高, 能反映机械、机电、材料和系统集成的综合实力。浙江、江苏、广东、上海在该领域领先较大, 江苏省在电动手提式工具、电工仪器仪表分列第 2 和第 5。

(3) 家用电器: 安徽和广东产量更大, 山东、江苏、浙江次之。家用电器市场规模庞大, 正逐渐向智能化方向发展, 与集成电路、人工智能等前沿技术融合, 构成未来万物互联的重要组成部分, 是非常重要的高端技术应用场景。安徽和广东产量更大, 山东、江苏、浙江次之, 江苏省在洗衣机、电冰箱、空气调节器、彩电分列第 1、第 3、第 5 和第 6。

(4) 高端设备: 江苏在电动机和数控机床较为领先。动力和机床是工业的核心。山东在发动机和高铁机车较为领先, 江苏在电动机和数控机床较为领先, 上海、四川强在电气。

(5) 汽车: 江苏产量位列第 4。动力和机床是工业的核心。汽车行业是堪比地产的超级产业, 是复杂、精密、领域众多的系统集成, 能反映一国总体制造业水平。广东遥遥领先, 其次是安徽, 江苏位列第 4。

(6) 半导体: 江苏集成电路产量第 1。半导体产业是技术难度、科技壁垒、知识产权密集程度都极高的超级产业, 利润丰厚, 国内半导体产业主要集中在

在上海、北京、广东、江苏等几个省市，江苏在四个重要产品中位列前三，其中集成电路产量第一位。

图表 30：九个样本工业大省制造业 2023 年产品产量

产品类别	产品项目	江苏省排名	江苏	广东	山东	浙江	福建	四川	上海	湖南	安徽
普通制造业	工业锅炉/蒸发量吨	3	34,294	2,065	30,135	34,301	39	17,457	1,512	6,433	1,483
	金属冶炼设备/吨	6	50,993	6,000	38,104	3,502	69,948	110,659	16,504	89,354	4,223
	水泥设备/万吨	2	14,280	14,322	12,894	12,711		12151.62	442	8285.93	13,252
	大中型拖拉机/万台	2	7		22	1					
	民用船舶/万载重吨	1	1,556	134	335	398	153			23	88
	印刷设备/万台	2	73	109		1	1		38		
精密设备	电工仪器仪表/万台	5	1,029	4,020	2,947	14,128	1,563	531	842	343	185
	电动手提式工具/万台	2	5,670	1,826	10	7,946	96	287	691		
家用电器	家用洗衣机/万台	1	3,516	786	935	1,063		25	116		3,031
	家用电冰箱/万台	3	1,536	2,195	964	462		140			3,167
	房间空气调节器/万台	5	966	7,438	1,448	2,441	221	527	170	775	2,832
高端设备	彩色电视机/万台	6	694	11,211	2,432	27	1,011	1,918	59	5	836
	发动机/万千瓦	6	11,890	27,017	27,017	12,397	8,039	4,659	25,085	11	16,517
	金属切削机床/万台	3	9	17	7	19	1		0	1	3
	铁路机车/辆	3	101					136		285	
	发电机组/万千瓦	2	3,073	1,686	606	1,259	237	4,512	2,816	1,493	
汽车工业	电动机/万千瓦	1	5,448	4,688	1,498	4,787	485	304	2,458	1,807	2,858
	汽车/万辆	4	195	518	195	153	33	97	216	45	209
半导体行业	移动通信基站/射频模块	3	28	509			6	33	1		
	移动通信手机/万台	3	7,996	65,066	316	3,052	913	12,155	2,398	1,581	16
	微型计算机/万台	3	2,429	7,458		151	465	5,338	1,904	142	2,126
	集成电路/亿块	1	1,299	698	41	314	19	116	350	27	61

来源：国家统计局，中泰证券研究所

2、超前布局战略新兴产业集群，产业集群优势凸显

- 先进制造业集群是产业分工深化和集聚发展的高级形式，是产业、区域乃至国家提升竞争力和创新力的重要载体。由于集中度高，产业集群对有效配置生产要素、降低经营成本、节约社会资源、提高企业竞争力、促进区域经济社会发展具有重要意义。江苏省过去五年对产业链进行全面前瞻布局，产业集群布局效果显著，截至目前江苏省内国家先进制造业集群数量在全国遥遥领先。2022 年第国家工信部公开首批 45 个国家先进制造业集群名单，江苏省入选 10 个，占比第一。2024 年国家工信部公布第二批入选名单，江苏省新入选 4 个，总数达 14 个，排名第一，较第二名浙江、广东高出 6 个。

图表 31：国家先进制造业集群省区分布

省份	2022年入选数量	2024年入选数量	总数
江苏	10	4	14
浙江	4	4	8
广东	7	1	8
北京	1	5	6
河北	2	4	6
山东	3	3	6
天津	1	4	5
四川	3	2	5
上海	3	2	5
湖南	4	1	5
辽宁	1	3	4
内蒙古	1	2	3
江西	1	2	3
陕西	1	2	3
湖北	2		2
安徽	1	1	2
福建	1	1	2
重庆	1	1	2
黑龙江		2	2
河南		2	2
甘肃		2	2
吉林	1		1
云南		1	1
宁夏		1	1
新疆		1	1

来源：中国政府网，中泰证券研究所

图表 32：江苏省国家先进制造业集群市区分布

江苏省国家先进制造业集群	备注
无锡市物联网集群	苏南
南京市软件和信息服务集群	苏南
南京市新型电力（智能电网）装备集群	苏南
徐州市工程机械集群	苏北
南通市、泰州市、扬州市海工装备和高技术船舶集群	苏中
苏州市纳米新材料集群	苏南
常州市新型碳材料集群	苏南
苏州市生物医药及高端医疗器械集群	苏南
泰州市、连云港市、无锡市生物医药集群	苏中、苏北、苏南
苏州市、无锡市、南通市高端纺织集群	苏南、苏中
苏州高端科技仪器集群	苏南
苏南特钢材料集群	苏南
盐常宿淮光伏集群	苏北、苏南
长三角（含江西）大飞机集群	苏南

来源：中国政府网，中泰证券研究所

■ 具体产业链培育战略：

（1）2020 年提出 531 产业链递进培育工程。2020 年 12 月 19 日，江苏省发布《“产业强链”三年行动计划（2021-2023 年）》，提出聚焦 13 个先进制造业集群和战略性新兴产业，实施 531 产业链递进培育工程，用三年时间，重点培育 50 条重点产业链，做强其中 30 条优势产业链，促进 10 条产业链实现卓越提升。

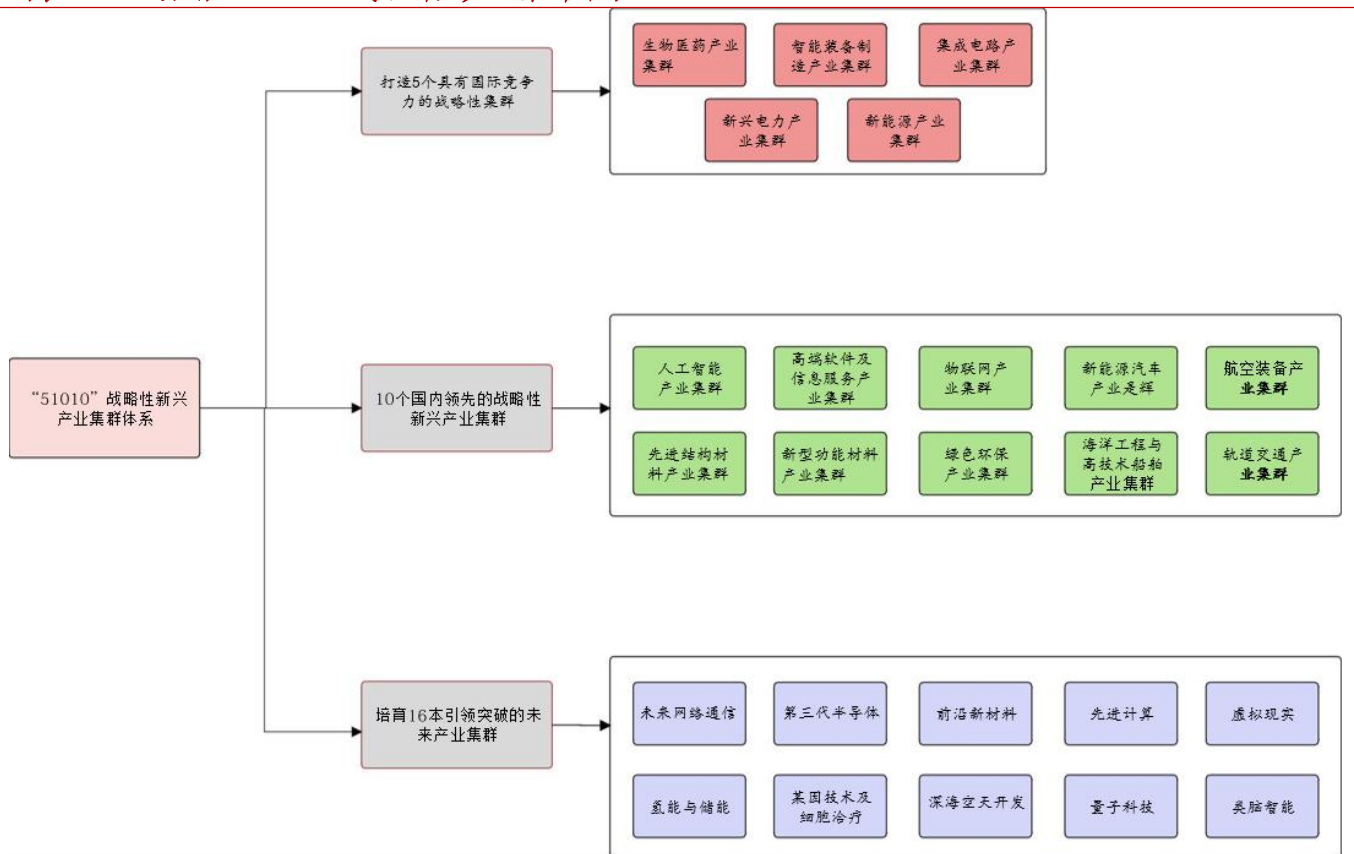
（2）2021 年提出 6+10 产业集群建设目标。2021 年 8 月 16 日，江苏省“十四五”制造业高质量发展规划的发布，提出“十四五”时期，聚焦新兴领域、突出特色优势，全力打造 6 个综合实力国际领先或国际

先进的先进制造业集群，培育 10 个综合实力国内领先的先进制造业集群。

(3) 2023 年 2 月提出建设“51010”战略性新兴产业集群体系。2023 年 2 月江苏省发布《关于推进战略性新兴产业融合集群发展方案》，提出构建产业链条完备、产业特色鲜明、领先优势突出的“51010”战略性新兴产业集群体系，包括 5 个具有国际竞争力的战略性新兴产业集群、10 个国内领先的战略性新兴产业集群、10 个引领突破的未来产业集群。国家级战略性新兴产业集群数量实现倍增

(4) 2023-2024 年，江苏省提出聚焦“1650”产业体系建设，持续打造“51010”战略性新兴产业集群。“1650”产业体系：高标准建设 10 个国家先进制造业集群和 16 个省重点集群+50 条重点产业链。

图表 33：江苏省“51010”战略新兴产业集群体系



来源：江苏省政府，中泰证券研究所

图表 34：江苏省“1650”产业体系：16个先进集群+50条重点产业链

1650产业体系：16个先进集群+50条重点产业链	
先进制造业集群	重点产业链
新型电力(新能源)装备集群	特高压设备*, 晶硅光伏, 风电装备, 智能电网
工程机械集群	起重机*, 农业机械装备, 应急装备, 挖掘机, 路面机械
物联网集群	车联网*, 工业互联网, 传感器
高端纺织集群	品牌服装*, 化学纤维, 纺织加工, 纺织设备
前沿新材料集群	先进碳材料*, 纳米新材料, 特钢材料, 高温合金材料
生物医药和新型医疗器械集群	生物医药*, 新型医疗器械, 化学药, 中药
集成电路集群	集成电路*
海工装备和高技术船舶集群	高技术船舶*, 海洋工程装备, 豪华邮轮游
高端装备集群	轨道交通装备*, 航空发动机和燃气轮机, 工业机器人, 高档数控机床, 民用航空装备
节能环保集群	水污染防治设备, 高效节能装备, 大气污染防治设备, 固体废弃物处理设备
核心信息技术集群	大数据+*, 信息技术应用创新, 工业软件, 5G, 人工智能
汽车及零部件(含新能源汽车)集群	动力电池, 新能源汽车充电桩, 氢燃料电池汽车
新型显示集群	新型显示, 液晶显示(LCD), 有机发光二极管(OLED)
绿色食品集群	酿造(酒), 食品机械

来源：江苏省政府，中泰证券研究所

（七）区域发展方面：产业转移显成效，苏北经济增速快，整体债务可控

1、江苏各市整体实力较强，苏南体量大但苏北增速快

- **江苏十三市在经济发展上总量庞大、增速稳健，百强市、百强县均位列全国第一。**2023年GDP总值前百城中，江苏13市全部进入名单，位列全国第一。在中国中小城市发展指数研究课题组发布的2024年度全国综合实力百强县市榜单中，江苏前十占6席，前百占24席，占比位列第一。
- **内部来看，苏南经济体量大但GDP占比略有下滑，苏北增速较快。**（1）**GDP贡献度来看**，苏南五市一直维持在56%以上但占比略有下降，23年相较22年下降0.4个点，24年前三季度相较23年继续下降0.4个点至56.1%；苏中贡献度提升0.7个点至20.8%，苏北下降0.3个点至23.1%。（2）**GDP增速来看**，24前三季度GDP增速前五名中苏北占三席，苏中苏南各一席，前5名为淮安、宿迁、南通、徐州、苏州。

图表 35: 3Q24 江苏省十三市 GDP 贡献排名

GDP 占比 (%)	2019	2020	2021	2022	2023	3Q24	占比变化
苏州市	19.2%	19.3%	19.4%	19.4%	19.1%	19.0%	-0.1%
南京市	14.0%	14.2%	14.0%	13.7%	13.5%	13.5%	0.0%
无锡市	11.9%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%	11.8%	-0.2%
南通市	9.4%	9.6%	9.4%	9.2%	9.2%	9.7%	0.5%
常州市	7.4%	7.5%	7.5%	7.7%	7.8%	7.8%	-0.1%
徐州市	7.2%	7.0%	6.9%	6.8%	6.9%	7.1%	0.2%
扬州市	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%	5.8%	5.9%	0.1%
盐城市	5.7%	5.7%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	-0.1%
泰州市	5.1%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	0.1%
镇江市	4.1%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	0.1%
淮安市	3.9%	3.8%	3.9%	3.8%	3.9%	3.8%	-0.1%
宿迁市	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.3%	-0.1%
连云港市	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	3.4%	3.2%	-0.2%
苏南	56.7%	56.8%	56.9%	56.9%	56.5%	56.1%	-0.4%
苏中	20.4%	20.5%	20.3%	20.1%	20.1%	20.8%	0.7%
苏北	23.0%	22.8%	22.8%	23.0%	23.3%	23.1%	-0.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 36: 3Q24 江苏省十三市 GDP 增速排名

GDP 增速 (%)	2019	2020	2021	2022	2023	3Q24	增速变化
苏北 淮安市	6.6	3.2	10.0	3.6	7.8	7.0	-0.80
苏北 宿迁市	7.0	4.5	9.1	3.6	7.8	6.9	-0.90
苏中 南通市	6.2	4.7	8.9	2.1	5.8	6.3	0.50
苏北 徐州市	6.0	3.4	8.7	3.2	7.1	6.2	-0.90
苏南 苏州市	5.6	3.4	8.7	2.0	4.6	6.0	1.40
苏南 无锡市	6.7	3.7	8.8	3.0	6.0	6.0	-
苏中 扬州市	6.8	3.5	7.4	4.3	6.0	5.9	-0.10
苏南 常州市	6.8	4.5	9.1	3.5	6.8	5.8	-1.00
苏北 连云港市	6.0	3.0	8.8	2.4	10.2	5.8	-4.40
苏南 镇江市	5.8	3.5	9.4	2.9	6.3	5.7	-0.60
苏北 盐城市	5.1	3.5	7.7	4.6	5.9	5.4	-0.50
苏中 泰州市	6.4	3.6	10.1	4.4	6.8	5.0	-1.80
苏南 南京市	7.8	4.6	7.5	2.1	4.6	4.4	-0.20
江苏省	6.1	3.7	8.6	2.8	5.8	5.7	-0.10

来源: wind, 中泰证券研究所

2、预算收入与城投债务比重: 苏南覆盖度略高但略有下滑, 苏北、苏中覆盖度有上升

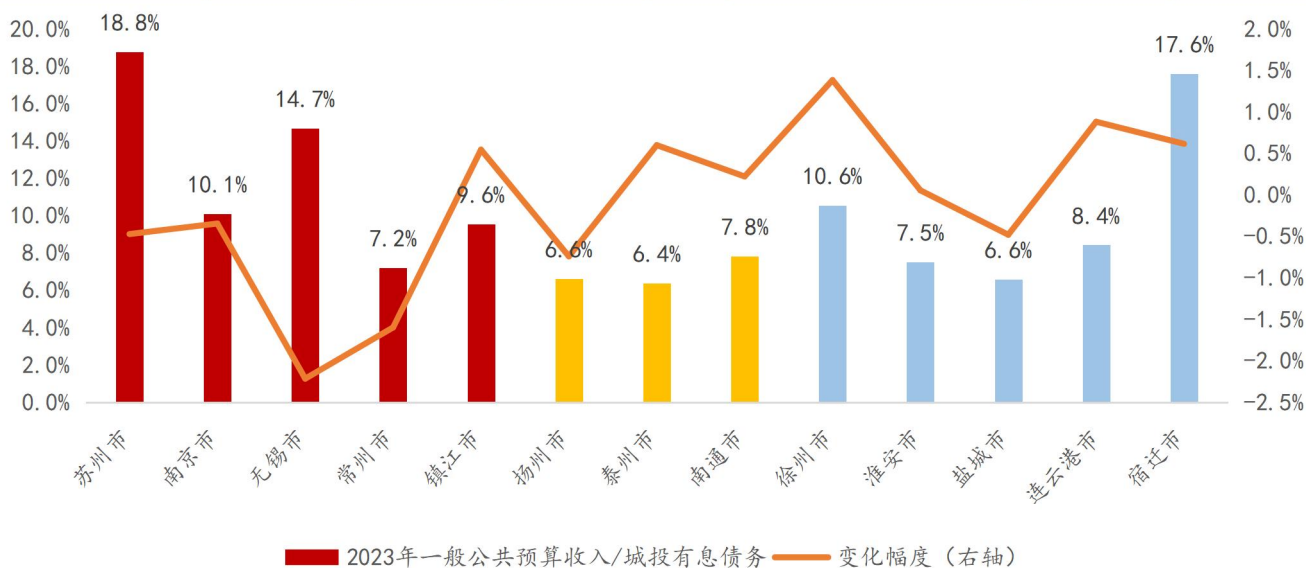
- 各市收入对城投债务的覆盖度变动不大, 苏南覆盖度略高但有下滑, 苏北、苏中覆盖度有上升。与 2022 年相比, 2023 年江苏省各地级市城投平台带息债务压力变动总体不大。通过一般公共预算收入与城投平台有息债务比重来看:

覆盖度方面: 苏南>苏北>苏中, 分别为 12.7%、8.9%、7%。具体城市来看, 苏州、宿迁、无锡收入对债务的覆盖度较高, 分别为 18.8%、17.6%和 14.7%; 其次是徐州和南京, 分别为 10.6%和 10.1%, 其他均在 6%-10%之间。

覆盖度改善方面: 苏北>苏中>苏南, 分别为+0.3%、+0.2%、-0.7%。具体城市来看, 徐州改善幅度最大, 覆盖度提升 1.4 个点至 10.6%, 一方面是预算收入提升, 另一方面有息债务下降; 其次是连云港、宿迁、泰州和镇江。

图表 37：江苏省各地级市城投债存续平台有息债务与一般公共预算收入规模对比情况

城市	2022一般公共预算收入(亿元)	2022城投平台有息债务(亿元)	2023一般公共预算收入(亿元)	2023城投平台有息债务(亿元)	2022年一般公共预算收入/城投有息债务	2023年一般公共预算收入/城投有息债务	变化幅度(右轴)	区域分布
苏州市	2,329	12,113	2,457	13,098	19.2%	18.8%	-0.5%	苏南
南京市	1,558	14,934	1,620	16,057	10.4%	10.1%	-0.3%	苏南
无锡市	1,133	6,709	1,195	8,144	16.9%	14.7%	-2.2%	苏南
常州市	632	7,170	546	7,567	8.8%	7.2%	-1.6%	苏南
镇江市	304	3,373	321	3,356	9.0%	9.6%	0.5%	苏南
扬州市	325	4,429	348	5,259	7.3%	6.6%	-0.7%	苏中
泰州市	417	7,203	440	6,889	5.8%	6.4%	0.6%	苏中
南通市	613	8,045	680	8,674	7.6%	7.8%	0.2%	苏中
徐州市	517	5,637	546	5,169	9.2%	10.6%	1.4%	苏北
淮安市	300	4,019	317	4,210	7.5%	7.5%	0.1%	苏北
盐城市	453	6,411	483	7,326	7.1%	6.6%	-0.5%	苏北
连云港市	213	2,819	256	3,037	7.5%	8.4%	0.9%	苏北
宿迁市	272	1,601	302	1,717	17.0%	17.6%	0.6%	苏北
苏南	5,957	44,300	6,139	48,223	13.4%	12.7%	-0.7%	
苏中	1,355	19,677	1,467	20,822	6.9%	7.0%	0.2%	
苏北	1,755	20,487	1,903	21,458	8.6%	8.9%	0.3%	



来源：ifind，中泰证券研究所

3、产业：提前布局产业转移，南北协同发展

- 得益于江苏全省全面的产业布局、转移与合作，十三市均有自身的优势产业：(1) 早在 2006 年省级产业转移政策便已出台：为振兴苏北地区，缩小省内发展差距，2006 年江苏省在全面总结江阴-靖江工业园经验的基础上做出“南北挂钩共建苏北开发区”决策，先后出台《省政府关于促进苏北地区加快发展的若干政策意见》、《关于支持南北挂钩共建苏北开发区政策措施》等相关意见，确立苏南苏北 10 个地级市结对合作，鼓励苏南地区劳动密集型产业向苏北转移，先后成立苏宿工业园、苏通工业园、苏盐合作产业园等省内跨区域产业园区。(2) 2024 年在工信部国家先进制造业集群竞赛胜出

名单中，全国共有 35 个先进制造业集群上榜，江苏牵头和参与的苏州高端科技仪器集群、长三角（含江西）大飞机集群、盐常宿淮光伏集群、苏南特钢材料集群入选。其中位于苏北的盐常宿淮光伏集群以盐城、常州、宿迁和淮安绿色光伏先进制造业集群四市全域为实施范围，是江苏省绿色光伏重要的产能集聚区，而常州与盐城是江苏省内南北结对合作城市，合作共建了常州盐城工业园区，2023 年，集群总产值达到 3705 亿元，占全国比重超过 1/5。

- 根据中国社会科学院旅游研究中心在 2023 年关于《长三角地区产业转移特征及其影响因素》的研究，过去几年部分制造业、服务业呈现由苏南向苏北转移的趋势：（1）长三角制造业相关产业转移：长三角地区制造业转移网络中上海主要与江苏和安徽进行制造业转移联系，即上海主要转移到芜湖、安庆、盐城、扬州等城市；而江苏、浙江、安徽各省份的集团化特征极为显著，省内呈现以南京、杭州、合肥为中心的制造业转移网络，其中江苏省内最多为南京到淮安、宿迁等城市，安徽省内转移最多的为合肥转移到六安、安庆转移到合肥，浙江省内为绍兴到杭州、杭州到衢州等城市。（2）长三角服务业相关行业产业转移：江苏省内转移最多的为南京转移到镇江、苏州等城市；上海主要转移到苏州、南京、台州、嘉兴等城市；安徽省内转移最多的为安庆转移到合肥、合肥转移到六安，呈现以合肥为中心的相互转移格局；浙江省内转移最多的为杭州转移到湖州、金华等城市。这表明对于杭州、上海和南京而言，这些城市的服务业已经开始转移到其他城市，起到向外辐射作用。

图表 39: 江苏省 13 市重点产业及代表企业

板块	城市	重点发展产业	A股上市公司数量	代表性企业
苏南	苏州	电子信息、制造业新兴产业(新材料、高端装备制造、新型平板显示、智能电网和物联网)、生物医药	219	沪电股份、天孚通信、阿特斯、东方盛虹、东山精密、亨通光电、科沃斯、特科、迈为股份、南大光电、天华新能、纽威股份、晶方科技、天顺风能、中信博
	南京	汽车制造、钢铁产业、电子信息制造、石化新材料、软件和服务外包、智能电网、风电光伏	123	国电南瑞、宁沪高速、国博电子、江苏国信、凤凰传媒、中材国际、南钢股份、国睿科技、中材科技、苏交科、江苏有线、招商南油、苏垦农发
	无锡	高档纺织及服装加工、精密机械及汽车配套、电子信息及高档家电、特色冶金及金属制品、精细化工及生物医药	122	药明康德、长电科技、卓胜微、航发控制、先导智能、雅克科技、海澜之家、太极实业、威孚高科、弘元绿能协鑫能科、朗新集团、双良节能
	常州	新光源、医药、碳材料、太阳能光伏、通用航空、汽车及零部件、农机和工程机械、智能数控和机器人	71	恒立液压、天合光能、星宇股份、华润材料、中简科技、聚和材料、匠心家居、江苏雷利、精研科技、视觉中国、旷达科技、千红制药、时创能源
	镇江	节能环保、航空航天、船舶海洋工程装备、建材、轻工	21	鱼跃医疗、新泉股份、正丹股份、图南股份、天奈科技、恒顺醋业、鼎胜新材、江苏索普、东方电热
苏中	南通	船舶海工、高端纺织、电子信息、智能装备、新材料、新能源及新能源汽车产业	51	中天科技、通富微电、捷捷微电、中航高科、美年健康、林洋能源、江海股份、中国天楹、中集环科、神马电力、奥特佳
	扬州	汽车及零部件、高端装备、新型电力装备、海工装备和高新技术船舶、生物医药和新型医疗器械	15	扬农化工、亚普股份、宝胜股份、苏奥传感、亚威股份、传艺科技、嵘泰股份、长青股份
	泰州	医药、化工、船舶海工、机电、轻纺、冶金、机械加工	19	亚星锚链、双乐股份、森萱医药、东华测试、精锻科技、扬电科技、锦鸡股份、春兰股份
苏北	徐州	装备制造、食品及农副产品加工、能源、商贸物流	16	徐工机械、苏能股份、恩华药业、云意电气、维维股份、利民股份
	盐城	新能源汽车、智能机器人、智能装备、汽车、纺织、化工	7	悦达投资、中汽股份、智慧农业、辉丰股份、金财互联
	淮安	盐化新材料、特钢及装备制造、食品、新能源汽车、农产品加工	5	今世缘、苏盐井神、共创草坪、纽泰格、威博液压
	连云港	新医药、新材料、新能源、港口、医药、石化、钢铁	12	恒瑞医药、中复神鹰、石英股份、诺泰生物、康缘药业、连云港
	宿迁	酿酒食品、纺织服装、林木加工、机械电子	11	洋河股份、斯迪克、联合水务、秀强股份、新亚强、宿迁联盛、华绿生物

来源: wind, 中泰证券研究所

- 受产业转移及自身优势产业带动,苏北、苏中整体固定资产投资同比增速、规上工业增加值、社零同比增速均相对较快。

24 年前 11 月,固定资产投资增速前五名分别为淮安(苏北)、泰州(苏中)、徐州(苏北)、扬州(苏中)和宿迁(苏北);

24 年前 11 月,规上工业增加值增速前五名分别为淮安(苏北)、南通(苏中)、苏州(苏南)、宿迁(苏北)和连云港(苏北);

24 年前 11 月,社零增速前五名分别为扬州(苏中)、徐州(苏北)、宿迁(苏北)、盐城(苏北)、镇江(苏南)。

图表 40: 江苏省十三市 24 年 1-11 月各细项指标累计同比(%,按固定资产投资增速排序)

区域	城市	固定资产投资(排序项)	规上服务业营业收入	规上工业增加值	社零
苏北	淮安市	11.9	29.2	9.4	4.8
苏中	泰州市	9.5	-2.7	3.4	5.1
苏北	徐州市	8.2	8.3	6.3	6.4
苏中	扬州市	8	14.1	7.5	7
苏北	宿迁市	7.2	40.6	8.4	5.8
苏南	镇江市	5.6	9	6.6	5.6
苏南	无锡市	4.4	12.6	6.5	4.5
全省	全省	1.5	9	7.6	4.5
苏南	苏州市	1.4	9.6	9.1	4.9
苏中	南通市	1.2	6.7	9.3	1.2
苏北	连云港市	1	9	7.7	4.7
苏北	盐城市	0.5	13.7	3.5	5.7
苏南	常州市	-0.2	13.3	6.8	2.9
苏南	南京市	-17.7	4	2.2	3.6

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 41: 江苏省 13 市规模以上工业增加值: 累计同比 (%)

区域	苏北	苏中	苏南	苏北	苏北	江苏省	苏中	苏南	苏南	苏南	苏北	苏北	苏中	苏南
城市	淮安	南通	苏州	宿迁	连云港	江苏省	扬州	常州	镇江	无锡	徐州	盐城	泰州	南京
2024-02	12.50	12.10	12.80	13.60	8.20	9.60	9.70	6.50	9.50	8.10	4.10	4.10	9.00	4.20
2024-03	11.80	11.30	11.00	13.20	8.50	9.50	9.20	6.80	8.90	8.00	6.90	6.70	8.50	5.20
2024-04	11.80	11.20	10.60	13.10	8.50	9.50	9.20	7.60	8.50	7.90	7.40	7.50	8.40	5.30
2024-05	10.60	10.50	10.00	12.40	8.20	9.10	8.20	7.60	8.00	7.70	7.10	6.30	6.60	5.30
2024-06	10.10	9.90	9.50	11.00	8.20	8.60	7.90	7.40	7.40	7.20	7.10	6.00	5.40	5.10
2024-07	10.30	9.90	9.60	10.30	8.00	8.20	7.60	7.10	7.00	7.20	6.90	4.30	3.80	4.00
2024-08	10.20	9.80	9.40	9.50	7.80	8.00	7.60	6.80	6.60	6.80	6.70	3.60	3.00	3.80
2024-09	10.10	9.70	9.30	9.00	7.70	7.90	7.70	6.80	6.60	6.70	6.30	3.90	3.20	3.00
2024-10	9.40	9.50	9.20	8.70	7.70	7.60	7.60	6.70	6.50	6.50	6.20	3.30	3.20	1.50
2024-11	9.40	9.30	9.10	8.40	7.70	7.60	7.50	6.80	6.60	6.50	6.30	3.50	3.40	2.20

来源: wind, 中泰证券研究所

二、区域银行: 江苏银行、南京银行基本面详解

(一) 江苏银行、南京银行业绩情况: 位居城商行前列

- 2024 年前三季度江苏银行、南京银行营收、净利润增速位居城商行前列, 江苏银行营收、净利润分别同比增长 6.1%、10.1%, 南京银行营收、净利润分别同比增长 7.9%、9%, 江苏、南京营收分列城商行第 5 和第 3, 净利润分列第 6 和第 7。拆分来看:
 - 净利息收入方面, 江苏银行同比+1.5%, 略高于城商行平均, 南京银行同比-1.4%, 略低于城商行平均。
 - 净手续费收入方面, 江苏银行同比-11.9%, 降幅也小于平均, 南京银行同比+11.7%, 显著优于城商行平均表现 (-13.3%)。
 - 其他非息维持高增, 江苏、南京分别同比增 26.2%、21.7%, 与上市城商行平均增速接近 (22.3%), 未显著超过平均水平。

图表 42: 江苏、南京银行营收增速位居城商行前列

营收同比	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
西安银行	14.5%	4.3%	0.9%	-8.9%	9.7%	4.4%	5.9%	9.8%
青岛银行	30.5%	9.6%	5.7%	4.5%	7.1%	19.2%	10.6%	8.2%
南京银行	18.3%	6.2%	18.8%	9.0%	1.2%	2.7%	7.8%	7.9%
宁波银行	21.2%	17.3%	28.4%	9.7%	6.4%	5.8%	7.1%	7.3%
江苏银行	27.6%	15.7%	22.6%	10.5%	5.3%	11.6%	7.1%	6.1%
齐鲁银行	15.8%	7.1%	28.2%	8.8%	8.0%	5.5%	5.4%	4.3%
北京银行	13.8%	1.9%	3.0%	0.0%	0.7%	7.9%	6.4%	4.1%
杭州银行	25.5%	15.9%	18.4%	12.2%	6.3%	3.5%	5.4%	3.9%
重庆银行	10.2%	9.1%	11.1%	-7.2%	-1.9%	5.5%	2.8%	3.8%
长沙银行	22.1%	5.9%	15.8%	9.6%	8.5%	7.8%	3.3%	3.8%
成都银行	9.8%	14.7%	22.5%	13.1%	7.2%	6.3%	4.3%	3.2%
上海银行	13.5%	1.9%	10.8%	-5.5%	-4.8%	-0.9%	-0.4%	0.7%
苏州银行	21.9%	10.0%	4.5%	8.7%	1.0%	1.1%	1.2%	0.6%
兰州银行	11.4%	-3.5%	7.2%	-4.9%	7.6%	-1.3%	-3.7%	-3.0%
厦门银行	7.8%	23.2%	-4.3%	10.9%	-4.9%	3.7%	-2.1%	-3.1%
贵阳银行	-2.8%	9.6%	-6.7%	4.3%	-3.5%	-2.5%	-4.0%	-4.4%
郑州银行	20.9%	8.3%	1.3%	2.0%	-9.6%	2.4%	-7.7%	-13.8%
上市银行	9.2%	5.0%	7.8%	0.5%	-1.2%	-1.9%	-2.2%	-1.5%
城商行	17.7%	8.5%	13.4%	5.4%	2.5%	5.7%	4.8%	4.1%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 43: 江苏、南京银行净利润增速位居城商行前列

净利润同比	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
杭州银行	22.0%	8.1%	29.8%	26.1%	23.2%	21.1%	20.1%	18.6%
齐鲁银行	8.6%	7.7%	20.5%	18.1%	18.0%	16.1%	17.0%	17.2%
青岛银行	13.0%	4.8%	22.1%	5.5%	15.1%	18.8%	13.1%	15.6%
苏州银行	10.3%	4.0%	20.8%	26.1%	17.4%	12.3%	12.1%	11.1%
成都银行	19.4%	8.6%	30.0%	28.2%	16.2%	12.8%	10.6%	10.8%
江苏银行	11.9%	3.1%	30.7%	28.9%	13.3%	10.0%	10.1%	10.1%
南京银行	12.5%	5.2%	21.1%	16.0%	0.5%	5.1%	8.5%	9.0%
宁波银行	22.6%	9.7%	29.9%	18.1%	10.7%	6.3%	5.4%	7.0%
长沙银行	13.4%	5.1%	18.1%	8.0%	9.6%	5.8%	4.0%	5.9%
重庆银行	11.6%	5.2%	5.4%	4.4%	1.3%	4.0%	4.1%	3.7%
北京银行	7.2%	0.2%	3.5%	11.4%	3.5%	5.0%	2.4%	1.9%
上海银行	12.6%	2.9%	5.5%	1.1%	1.2%	1.8%	1.0%	1.4%
西安银行	13.3%	3.0%	1.7%	-13.6%	1.6%	3.8%	0.3%	1.2%
兰州银行	-34.9%	2.0%	4.9%	10.7%	7.5%	0.9%	-1.6%	0.9%
厦门 银行	21.4%	6.5%	19.0%	15.5%	6.3%	4.3%	-15.0%	-6.3%
贵阳银行	-5.0%	2.1%	2.1%	1.0%	0.0%	-3.6%	-7.1%	-6.8%
郑州银行	7.4%	-3.6%	1.8%	-24.9%	-23.6%	-18.6%	-22.1%	-18.4%
上市银行	6.9%	0.7%	12.6%	7.6%	1.5%	-0.6%	0.4%	1.4%
城商行	12.1%	4.0%	16.5%	13.9%	7.9%	7.1%	6.4%	6.8%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 44: 江苏、南京银行净利息收入增速

净利息收入同比	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
宁波银行	16.3%	25.3%	17.4%	14.8%	9.0%	12.2%	14.7%	16.9%
青岛银行	53.4%	19.0%	-6.2%	8.4%	12.0%	7.6%	6.0%	5.6%
杭州银行	12.8%	22.1%	9.1%	8.7%	2.5%	-1.9%	0.5%	3.9%
北京银行	9.5%	3.5%	-0.4%	0.1%	-2.2%	1.9%	3.8%	2.7%
成都银行	8.0%	13.2%	21.9%	14.5%	6.9%	8.1%	1.9%	1.8%
江苏银行	6.2%	36.9%	23.0%	14.9%	0.7%	-0.8%	1.8%	1.5%
兰州银行	-12.2%	-16.2%	25.4%	-2.0%	0.8%	12.7%	8.1%	0.1%
长沙银行	14.3%	13.3%	7.7%	11.5%	11.5%	3.9%	-0.6%	-1.0%
南京银行	-0.5%	10.4%	14.4%	-0.5%	-5.6%	-9.0%	-6.0%	-1.4%
重庆银行	33.0%	20.9%	4.9%	-6.8%	-3.4%	-3.6%	-3.0%	-1.8%
齐鲁银行	3.8%	9.1%	16.7%	14.5%	3.5%	0.5%	-2.2%	-2.1%
西安银行	10.8%	9.8%	-3.5%	-8.1%	-3.6%	-10.9%	-11.4%	-3.0%
青农商行	8.6%	14.0%	-0.4%	-2.6%	-6.2%	-6.9%	-6.1%	-5.8%
苏州银行	-2.5%	17.2%	0.1%	10.7%	1.7%	-0.8%	-3.1%	-6.5%
上海银行	6.1%	14.6%	11.1%	-6.0%	-7.5%	-12.0%	-10.8%	-8.3%
厦门 银行	-18.6%	36.3%	-3.9%	8.1%	-9.6%	-12.6%	-10.5%	-9.9%
贵阳银行	-9.2%	11.4%	-5.3%	6.5%	-1.9%	-16.0%	-15.5%	-15.6%
郑州银行	35.7%	24.6%	6.3%	2.6%	-4.2%	-3.0%	-10.6%	-18.1%
上市银行	12.8%	7.3%	4.7%	2.9%	-2.8%	-3.0%	-3.4%	-3.2%
城商行	8.8%	16.1%	9.4%	5.8%	0.7%	-0.7%	-0.2%	0.4%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 45: 江苏、南京银行净手续费收入增速

净手续费同比	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
重庆银行	-29.4%	9.4%	-25.9%	-0.9%	-46.0%	194.7%	160.7%	128.8%
西安银行	-29.8%	8.3%	-5.7%	-27.5%	-32.2%	26.8%	34.5%	31.4%
齐鲁银行	49.8%	41.3%	50.6%	30.3%	-9.3%	4.4%	11.7%	17.6%
成都银行	-3.0%	22.5%	45.9%	26.8%	-2.2%	15.7%	31.9%	15.8%
贵阳银行	162.5%	18.2%	-23.6%	-37.8%	-32.2%	-7.2%	-12.2%	13.9%
南京银行	10.7%	25.0%	16.8%	-7.9%	-32.1%	28.7%	13.4%	11.7%
厦门银行	12.0%	0.3%	14.6%	14.9%	-4.2%	8.3%	-8.2%	-4.0%
青岛银行	40.4%	39.1%	15.8%	-26.2%	9.8%	11.8%	-0.9%	-4.6%
杭州银行	26.1%	101.9%	19.7%	29.5%	-13.5%	-16.3%	-9.9%	-8.1%
兰州银行	7.0%	-7.4%	70.7%	-4.7%	-26.5%	-22.0%	-5.3%	-8.5%
江苏银行	-13.0%	17.9%	39.8%	-16.5%	-31.6%	-16.9%	11.3%	-11.9%
苏州银行	-22.2%	32.3%	29.7%	7.7%	-6.0%	-29.6%	-19.7%	-16.3%
北京银行	-20.2%	-9.8%	-6.3%	18.0%	-46.9%	-16.1%	-16.9%	-16.7%
长沙银行	-46.1%	-6.3%	33.4%	24.0%	16.2%	-25.0%	-23.7%	-17.8%
上海银行	-14.3%	9.5%	61.3%	-28.2%	-24.3%	-27.4%	-23.6%	-20.7%
郑州银行	-15.9%	9.8%	-28.2%	-36.3%	-26.8%	-31.1%	-17.4%	-21.0%
宁波银行	-11.8%	24.1%	30.3%	-9.6%	-22.8%	-22.8%	-24.9%	-30.3%
上市银行	-11.5%	5.1%	8.3%	-2.5%	-8.0%	-10.3%	-12.0%	-10.8%
城商行	-10.7%	16.2%	22.7%	-8.0%	-25.5%	-13.9%	-9.6%	-13.3%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 46: 江苏、南京银行净其他非息收入增速

净其他非息同比	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
贵阳银行	30.0%	-7.3%	-9.8%	3.7%	-11.2%	268.2%	123.6%	114.9%
西安银行	680.7%	-48.0%	94.8%	0.3%	150.4%	60.3%	89.1%	68.7%
长沙银行	265.7%	-23.7%	63.1%	-3.0%	-9.5%	59.4%	41.6%	46.3%
上海银行	62.4%	-32.3%	-22.9%	27.8%	21.6%	57.8%	46.9%	41.1%
苏州银行	1146.9%	-17.7%	9.4%	1.5%	2.5%	53.5%	33.6%	39.4%
青岛银行	-23.9%	-54.8%	119.0%	24.4%	-16.1%	88.2%	44.6%	31.6%
厦门银行	-397.4%	-23.0%	-17.3%	32.3%	28.1%	83.9%	35.9%	30.2%
郑州银行	9.6%	-43.4%	-1.6%	27.7%	-34.8%	103.8%	23.0%	27.2%
江苏银行	194.2%	-27.9%	11.5%	10.9%	44.5%	74.8%	22.0%	26.2%
齐鲁银行	148.8%	-17.9%	95.2%	-27.8%	56.2%	41.5%	38.0%	25.9%
南京银行	220.3%	-17.9%	39.3%	54.3%	31.1%	14.8%	28.8%	21.7%
北京银行	491.5%	2.3%	40.5%	-12.7%	63.0%	51.3%	25.6%	17.9%
杭州银行	120.1%	-38.9%	87.3%	14.5%	39.6%	36.3%	28.4%	9.6%
成都银行	23.1%	21.7%	22.0%	3.7%	11.2%	-3.8%	10.5%	7.8%
重庆银行	-29.4%	-49.3%	126.1%	-12.0%	24.7%	20.1%	3.1%	5.8%
宁波银行	92.3%	-10.3%	71.0%	9.1%	15.6%	3.0%	2.4%	-0.1%
兰州银行	2875.9%	42.3%	-37.1%	-17.0%	51.5%	-45.8%	-42.9%	-12.0%
上市银行	27.3%	-18.5%	47.7%	-17.0%	32.1%	22.7%	22.8%	27.6%
城商行	115.5%	-22.4%	27.9%	13.7%	27.0%	38.5%	26.5%	22.3%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

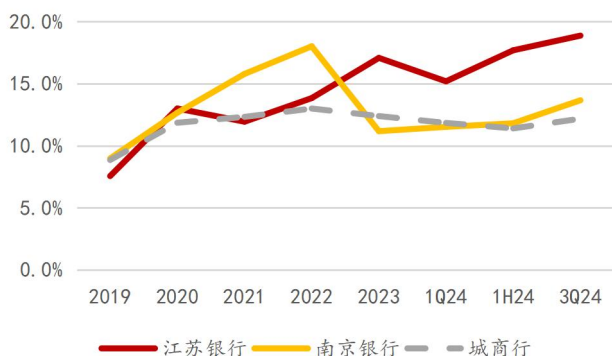
(二) 江苏银行、南京银行信贷情况: 基建、制造业支撑高增, 消金子有望持续发力

1、江苏、南京银行信贷增量结构与展望综述

- 2024 年前三季度:** 江苏银行、南京银行生息资产、贷款增速均保持两位数以上增速, 均高于上市城商行平均水平。全年两家银行信贷增量主要依靠对公支撑, 但相比同业个贷在 Q3 显著回暖, 全年消金子公司继续维持高速扩表, 支撑个贷增长。
- 展望明年:** (1) **对公方面:** 依托江苏基建、制造业继续发力, 对公基建、制造业有望维持高增。(2) **零售方面:** 拥有消金子牌照的城商行, 可以依靠全国展业, 实现偏长尾客户的继续扩表。区域行投放有区域限制, 而消金子公司可全国展业。以南京银行、江苏银行、宁波银行为例, 2024 年上半年消金子公司贡献母行消费贷款增量比重分别都在 70% 以上的

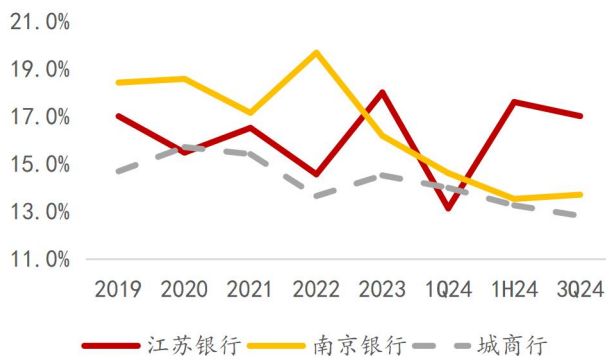
水平，其中江苏银行母行负增长，但消金子公司仍实现 45 亿的正增。展望明年，江苏银行、南京银行、杭州银行、宁波银行等消金子公司注册资本仍有余粮，足以支撑继续扩表，若整体消费仍显疲态，消费金融子公司对全行个人贷款的贡献度有望继续提升。

图表 47: 生息资产增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 48: 贷款增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 49: 江苏、南京银行三季度个贷增长明显回暖 (百万元)

	个贷余额			个贷净增		
	1H24	3Q24 (排序项)	余额环比增幅	2Q24净增	3Q24净增	单季环比多增
江苏银行	634,577	647,389	2.0%	5,680	12,812	7,132
宁波银行	523,148	545,981	4.4%	2,208	22,833	20,625
南京银行	288,129	304,706	5.8%	3,809	16,577	12,768
杭州银行	296,983	299,759	0.9%	12,459	2,776	-9,683
成都银行	127,401	132,718	4.2%	3,071	5,317	2,246
苏州银行	94,785	91,997	-2.9%	-3,769	-2,788	981
郑州银行	86,403	87,575	1.4%	1,693	1,172	-521
齐鲁银行	86,614	87,020	0.5%	1,078	406	-672
青岛银行	77,999	78,497	0.6%	-968	498	1,466
西安银行	63,342	72,997	15.2%	126	9,655	9,529
厦门银行	74,169	72,213	-2.6%	-984	-1,956	-972
兰州银行	55,514	56,833	2.4%	-980	1,319	2,299
贵阳银行	48,677	49,407	1.5%	-121	730	851

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 50: 消金子公司对母行贡献度持续提升 (亿元)

	消金子公司规模					全行消费贷规模					消金子净增/全行消费贷净增	
	2022规模	2023规模	1H24规模	2023净增	1H24净增	2022规模	2023规模	1H24规模	2023净增	1H24净增	2023	1H24
江苏银行	247	387	431	139	45	2,743	3,144	3,009	401	-135	35%	母行负增长, 消金子正增长
南京银行	40	315	440	275	125	1,492	1,737	1,774	245	37	112%	337%
宁波银行	81	457	541	376	84	2,434	3,210	3,318	776	108	48%	78%
长沙银行	235	273	292	38	19	556	676	720	120	44	32%	42%
上市城商行消费贷总额						7,908	8,213	8,269	305	56		

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2、江苏银行信贷情况: 基建、制造业占比稳步提高; 消金贡献度持续上升

- **对公：基建、制造业维持稳步提升趋势，地产平稳下降。**1H24 对公贷款存量占比较年初提升 5 个点至 63.6%，测算大基建类（商贸租赁、交运仓储、水利环境、电力燃气）占比提升 2.9 个点至 27.7%；地产类占比较年初压降 0.3 个点至 4%；制造业占比较年初提升 1.6 个点至 15%。
- **零售：上半年各类资产承压，三季度投放回暖，环比同比均出现较大幅度多增。**1H24 零售贷款占比较年初下降 3.6 个点至 30.9%，自 2021 年以来维持下降趋势，其中按揭、信用卡、消费贷、经营贷分别较年初下降 1/0.1/2/0.5 个点。**三季度个贷投放回暖：3Q24 数据来看，单季个贷规模新增 128 亿，环比 2Q24 单季多增 71 亿，同比 3Q23 多增 66 亿。**
- **苏银凯基消金方面，规模稳步提升，有效支撑母行消费信贷增长，预计 2025 贡献度将继续提升。**截至 1H24，总贷款规模 431.4 亿元，总规模占集团消费贷款比重达 14.3%，占比稳步提升，较年初提升 2 个点，发展势头良好，预计下半年贡献度将继续提升。

图表 51：江苏银行比年初新增贷款占比

新增贷款分析	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
农、林、牧、渔业	0.2%	-0.8%	3.1%	3.2%	3.5%	4.3%	-0.1%
制造业	0.3%	3.9%	15.6%	16.3%	29.1%	21.0%	33.6%
建筑业	-0.5%	3.6%	0.4%	1.6%	5.8%	6.1%	-2.9%
采掘业	1.0%	-0.1%	-0.7%	0.5%	-0.7%	1.1%	0.3%
房地产业	12.8%	19.2%	0.8%	-0.8%	4.3%	-2.5%	-0.2%
交通运输、仓储和邮政业	2.4%	0.0%	0.4%	1.3%	2.3%	4.2%	4.0%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.9%	0.5%	0.1%	1.4%	2.0%	6.2%	6.3%
金融业	0.0%	0.0%	1.4%	0.8%	0.3%	0.4%	5.3%
批发和零售业	3.6%	-1.3%	1.6%	9.8%	6.7%	5.1%	5.9%
租赁和商务服务业	6.8%	10.5%	12.6%	15.3%	29.3%	21.4%	36.9%
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)	-0.1%	-0.3%	0.5%	0.3%	0.0%	0.1%	0.4%
信息传输、计算机服务和软件	0.4%	0.0%	0.5%	1.7%	3.0%	2.8%	2.0%
科研、技术服务和地质勘查业	0.1%	0.6%	1.5%	3.7%	3.9%	3.5%	13.5%
水利、环境和公共设施管理业	-0.7%	3.7%	6.7%	9.4%	16.7%	12.4%	14.8%
居民服务和其他服务业	-0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.6%	0.8%	0.1%
卫生、社会保障和社会服务业	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.6%
文化教育、体育和娱乐业	-0.1%	0.7%	0.5%	-1.5%	1.5%	0.7%	1.8%
其它	0.0%	-0.5%	-0.4%	0.2%	-0.8%	0.3%	0.9%
对公贷款	27.0%	40.1%	44.9%	63.1%	107.6%	88.0%	123.1%
个人按揭贷款	30.0%	31.6%	10.1%	0.6%	4.6%	-0.1%	-0.4%
信用卡	1.6%	2.5%	3.0%	3.6%	-0.6%	-0.9%	1.2%
消费贷款	37.8%	22.4%	28.0%	9.7%	11.3%	13.9%	-8.4%
经营性贷款	0.4%	1.8%	5.0%	7.2%	4.9%	3.8%	-3.6%
个人贷款	69.7%	58.3%	46.1%	21.1%	20.2%	16.6%	-11.2%
贴现票据	3.3%	1.6%	9.0%	15.8%	-27.8%	-4.7%	-11.9%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 52: 江苏银行存量贷款结构

对公占总贷款	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
大基建类	21.4%	20.5%	20.4%	21.3%	23.6%	24.8%	27.7%
房地产类	5.6%	7.4%	6.5%	5.6%	5.5%	4.3%	4.0%
建筑类	3.2%	3.3%	2.9%	2.7%	3.0%	3.2%	2.8%
批发零售	8.3%	7.0%	6.3%	6.7%	6.7%	6.5%	6.4%
制造业	11.8%	10.7%	11.4%	12.1%	13.4%	13.4%	15.0%
其他	4.7%	4.0%	4.4%	5.0%	5.5%	6.4%	7.8%
对公总计	55.0%	53.0%	51.9%	53.3%	57.7%	58.6%	63.6%
零售占总贷款	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
个人按揭贷款	16.6%	18.6%	17.4%	15.3%	14.4%	12.9%	11.9%
信用卡	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%	2.0%	1.8%	1.7%
消费贷款	15.6%	16.6%	18.2%	17.1%	16.6%	16.6%	14.7%
经营性贷款	2.1%	2.1%	2.5%	3.1%	3.2%	3.2%	2.7%
零售总计	36.1%	39.1%	40.1%	37.7%	36.3%	34.5%	30.9%
票据占总贷款	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
	8.9%	7.9%	8.1%	9.0%	6.0%	6.9%	5.5%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 表中“大基建类”包括商贸租赁、交运仓储、水利环境、电力燃气

3、南京银行信贷情况: 基建、制造业占比持续提升; Q3 个贷投放显著回暖

- 对公: 制造业占比持续提升, 地产占比继续压降。**投放角度看, 对公自 2023 年年初以来占比新增占比均维持在 85% 以上, 较往年 (70% 以下) 明显提升。对公主要投放前三大行业分别为租赁商服、水利环境、制造业, 对以上行业支持力度继续加大, 截至 1H24 占比新增贷款分别为 38.6%、17.1%、13.8%, 较 2023 年末新增结构分别提升 +0.7、+1.4、+1.9 个点。存量角度看, 租赁商服仍为第一大行业, 截至 1H24 占比较年初提升 0.6 个点至 32.7%; 地产占比持续下降, 较年初下降 0.3 个点至 3.1%, 维持低位; 制造业占比稳步提升 0.5 个点至 8.9%。
- 零售: 南银法巴消金规模快速提升, 带动个贷投放边际向好, 三季度个贷投放显著回暖, 环比同比均出现较大幅度多增。**投放角度看, 1H24 按揭、消费贷、经营贷、信用卡分别占新增贷款的 1.2%、3.4%、-1.9% 和 1.1%。按揭、消费贷、信用卡均实现正增, 经营贷规模有所下滑, 较年初余额分别变化 +13、+37、+12、-20 亿。**三季度个贷投放显著回暖: 3Q24 数据来看, 单季个贷规模新增 166 亿, 环比 2Q24 单季多增 128 亿, 同比 3Q23 多增 104 亿。**
- 其中, 消费贷主要是依靠南银法巴消金扩表支撑, 截至 1H24, 南银法巴消金表内贷款余额 439.82 亿元, 较年初增长 124.51 亿元, 占整体零售贷款净增的 300%。**存量角度看, 个贷占比整体较年初下降 2 个点, 其中按揭、信用卡、消费贷、经营贷占比分别变化 -0.5、0、-1.1、-0.4 个点。

图表 53: 南京银行比年初新增贷款占比

新增贷款分析	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
农、林、牧、渔业	1.9%	0.5%	1.0%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.1%
制造业	1.2%	9.7%	10.5%	6.1%	9.4%	12.0%	13.8%
建筑业	1.6%	0.5%	-0.1%	-0.8%	0.1%	-0.2%	0.8%
房地产业	3.1%	6.6%	8.4%	3.4%	2.2%	-0.4%	-0.1%
电力、燃气及水的生产和供应企业	2.5%	0.1%	0.9%	1.5%	0.7%	0.6%	1.2%
批发和零售业	4.5%	-1.2%	1.5%	5.3%	5.7%	7.0%	6.9%
租赁和商务服务业	41.0%	46.5%	43.8%	27.6%	44.3%	37.9%	38.6%
信息传输、计算机服务和软件	1.9%	0.0%	2.1%	0.7%	0.7%	1.3%	1.5%
科研、技术服务和地质勘查业	-0.5%	1.4%	1.3%	4.1%	4.7%	5.9%	6.2%
水利、环境和公共设施管理业	-0.3%	3.1%	2.5%	17.6%	14.9%	15.7%	17.1%
其它	-15.0%	-7.3%	-2.7%	3.1%	5.4%	5.8%	0.6%
对公贷款	41.9%	59.9%	69.2%	69.0%	88.0%	85.3%	86.7%
个人按揭贷款	7.7%	8.7%	9.3%	-1.4%	-3.5%	-4.2%	1.2%
信用卡	1.2%	-0.1%	3.1%	1.9%	-1.9%	-2.6%	1.1%
消费贷款	29.6%	10.4%	19.9%	20.3%	11.1%	16.0%	3.4%
经营性贷款	9.6%	7.1%	1.6%	0.3%	-1.7%	-0.9%	-1.9%
个人贷款	47.7%	26.1%	33.8%	21.1%	4.1%	8.4%	3.9%
贴现票据	10.3%	14.1%	-3.0%	9.9%	8.0%	6.4%	9.4%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 54: 南京银行存量贷款结构

存量贷款分析							
对公贷款占总贷款	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
大基建类	30.5%	33.5%	35.5%	37.3%	39.8%	39.7%	41.2%
房地产类	2.8%	3.4%	4.2%	4.0%	3.8%	3.4%	3.1%
建筑类	1.8%	1.6%	1.3%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
批发零售	10.1%	8.3%	7.3%	7.0%	6.9%	7.0%	7.0%
制造业	7.3%	7.7%	8.1%	7.8%	8.0%	8.4%	8.9%
其他	13.4%	10.4%	9.1%	9.0%	9.2%	9.5%	9.4%
合计	65.9%	65.0%	65.6%	66.1%	68.5%	68.8%	70.4%
个人贷款占总贷款	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
个人按揭贷款	11.2%	10.8%	10.6%	8.6%	7.3%	6.8%	6.3%
信用卡	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%	0.8%	0.7%	0.7%
消费贷款	14.7%	14.0%	14.9%	15.8%	15.3%	15.8%	14.7%
经营性贷款	3.4%	4.0%	3.7%	3.1%	2.6%	2.6%	2.2%
个人贷款	30.2%	29.5%	30.1%	28.7%	26.0%	25.8%	23.9%
贴现票据占总贷款	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
	3.9%	5.5%	4.3%	5.2%	5.5%	5.4%	5.7%

来源：公司公告，中泰证券研究所

注：表中“大基建类”包括商贸租赁、交运仓储、水利环境、电力燃气

（三）江苏银行、南京银行市占率情况：

- 两家银行内部分别来看，均是苏北市占率较高；江苏银行全省各区域保持较高市占率，苏北优势更为显著，南京银行则全省市占率相对均衡，苏北、省外市占率稳步提升。

1、江苏银行市占率：全省市占率较高，苏北苏中市占率优势更显著

- （1）市占率绝对值：截至 1H24，绝对值来看，苏北苏中市占率优势显著，城市层面无锡分行市占率最高。测算其苏南、苏中、苏北市占率分别为 6.2%、10.1%、10.1%，江苏银行依托历史禀

赋（江苏 14 家城商行合并而来）和自身发展，在全省层面取得了较高市占率，特别是在苏中、苏北以及苏南的无锡、镇江，测算市占率均在 10% 以上。在江苏省内，江苏银行各分行中，市占率最低的是苏州和南京，分别为 3.2% 和 2.8%。

- (2) 市占率及分支机构变化：原生网点分布较广，近年变化来看，各区域市占率、网点数量基本维持稳定。截至 1H24 全行网点 537 家，较 2021 年末扩张 8 家，其中 6 家省外，2 家苏中，整体维持稳定。

图表 55：江苏银行市占率情况

按市占率排名	分支机构名称	区域	市占率				总资产 (亿元)	
			2021	2022	2023	1H24	1H24	
1	无锡分行	苏南	12.8%	12.2%	12.2%	12.5%	3,349	
2	连云港分行	苏北	11.1%	10.8%	10.3%	10.7%	727	
3	镇江分行	苏南	9.0%	9.4%	9.5%	10.2%	982	
4	南通分行	苏中	8.3%	8.6%	8.7%	8.8%	1,950	
5	宿迁分行	苏北	7.8%	7.9%	7.8%	8.2%	554	
6	淮安分行	苏北	9.2%	8.6%	8.2%	8.1%	768	
7	扬州分行	苏中	7.6%	7.8%	7.8%	8.1%	977	
8	盐城分行	苏北	7.4%	7.7%	8.0%	8.0%	1,093	
9	徐州分行	苏北	7.9%	7.6%	7.1%	7.4%	1,005	
10	泰州分行	苏中	6.9%	6.6%	6.9%	6.5%	826	
11	常州分行	苏南	5.9%	5.8%	5.6%	5.6%	1,123	
12	苏州分行	苏南	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	1,951	
13	南京分行	苏南	3.2%	3.0%	2.8%	2.8%	1,786	
14	上海分行	省外	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1,742	
15	杭州分行	省外	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	926	
16	北京分行	省外	0.9%	0.8%	1.0%	1.1%	1,360	
17	深圳分行	省外	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%	923	
区域			市占率				总资产 (亿元)	
			2021	2022	2023	1H24	1H24	
苏南			6.8%	6.6%	6.5%	6.2%	9,191	
苏中			10.3%	10.1%	10.4%	10.1%	3,753	
苏北			11.1%	10.2%	10.1%	10.1%	4,147	
省外			1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	4,951	

来源：公司公告，中泰证券研究所

注：假设分行贷款规模=资产规模*90%

2、南京银行：全省市占率相对均衡，近三年网点扩量快，后续发力可期

- (1) 市占率绝对值：截至 1H24，绝对值来看，全省市占率相对均衡，区域层面苏北市占率最高，城市层面南京分行市占率最高。测算其苏南、苏中、苏北市占率分别为 3%、4.3%、4.5%，市占率相对均衡，南京作为大本营，市占率达到了 6.5%。苏南市占率较低主要是因为苏州分行市占率较低，有所拖累。
- (2) 市占率变化：近年变化来看，苏北、省外市占率稳步提升，特别是苏北市占率由 2019 年的 2.5% 提升 2 个点到 1H24 的 4.5%，苏南市占率维持稳定，苏中市占率略有下降。
- (3) 分支机构变化：近三年网点扩量快，后续发力可期，其中苏南网点占比高，苏北网点数增幅最大。截至 1H24，全行网点数量较 21 年末增加 71 家至 286 家。其中，苏南地区网点 156 家，占本行网点数量的 55%，较 21 年末增设 40 家，增幅 34%。苏

北网点 44 家，占 15%，较 21 年末增设 16 家，增幅 57%，增幅最快。

图表 56：南京银行市占率情况

按市占率排名	分支机构名称	区域	市占率						总资产 (亿元)	
			2019	2020	2021	2022	2023	1H24	1H24	
1	南京分行	苏南	7.3%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	6.5%	4,075	
2	宿迁分行	苏北	3.9%	4.2%	4.5%	5.2%	5.7%	6.2%	419	
3	连云港分行	苏北	3.3%	3.5%	3.7%	4.5%	4.7%	5.3%	361	
4	泰州分行	苏中	6.7%	6.3%	5.9%	5.8%	5.5%	4.8%	608	
5	盐城分行	苏北	2.9%	3.1%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	641	
6	镇江分行	苏南	3.6%	3.6%	4.0%	4.4%	4.3%	4.6%	443	
7	扬州分行	苏中	5.1%	4.8%	5.2%	4.2%	4.1%	4.2%	507	
8	南通分行	苏中	6.0%	5.3%	4.9%	4.8%	4.3%	4.0%	874	
9	淮安分行	苏北	1.9%	2.3%	2.6%	3.0%	3.5%	3.9%	367	
10	无锡分行	苏南	4.1%	4.1%	4.0%	4.1%	3.9%	3.6%	977	
11	徐州分行	苏北	1.4%	1.7%	2.1%	2.8%	3.1%	3.5%	474	
12	常州分行	苏南	3.4%	3.1%	3.5%	3.6%	3.1%	2.9%	584	
13	苏州分行	苏南	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1,139	
14	上海分行	省外	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1,890	
15	北京分行	省外	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.3%	1,618	
16	杭州分行	省外	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	809	
区域			市占率						总资产 (亿元)	
			2019	2020	2021	2022	2023	1H24	1H24	
苏南市占率			3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%	7,218	
苏中市占率			5.9%	5.4%	5.2%	4.9%	4.6%	4.3%	1,990	
苏北市占率			2.5%	2.7%	3.1%	3.7%	4.0%	4.5%	2,262	
省外市占率			1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	4,318	

来源：公司公告，中泰证券研究所
注：假设分行贷款规模=资产规模*90%

(四) 江苏银行、南京银行非息情况：占营收比重高，其他非息增速处在合理区间

- 江苏银行、南京银行非息占营收比重较高，主要是其他非息贡献：截至 3Q24 江苏银行、南京银行非息占营收比重分别为 32.9%、48.9%，位列上市城商行第 5 和第 1 名，其中其他非息分别为 26.8%和 39.8%，位于城商行前列；手续费分别为 6.1%和 9.1%，分列上游和中游水平。
- 净其他非息占比高，但其增速与城商行平均水平接近，处在合理区间，后续或仍有支撑。江苏、南京分别同比增 26.2%、21.7%，但与上市城商行平均增速接近（22.3%），未显著超过平均水平。

图表 57: 江苏、南京银行净非息占比营收

净非息/营收	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
南京银行	33.6%	30.9%	33.5%	39.3%	43.4%	50.4%	51.0%	48.9%
上海银行	36.2%	28.3%	28.1%	28.5%	30.5%	39.3%	38.4%	36.8%
杭州银行	26.2%	22.3%	28.4%	30.6%	33.1%	37.6%	38.1%	35.9%
苏州银行	31.4%	27.0%	30.0%	28.7%	28.2%	33.1%	34.3%	35.0%
江苏银行	39.9%	28.9%	28.6%	25.8%	29.0%	35.1%	33.4%	32.9%
青岛银行	28.8%	22.7%	31.4%	28.8%	25.6%	35.9%	32.1%	30.7%
宁波银行	36.5%	32.2%	38.0%	35.2%	33.6%	34.3%	32.7%	30.3%
齐鲁银行	20.5%	19.1%	26.3%	22.4%	25.6%	26.7%	31.3%	30.2%
西安银行	17.3%	13.0%	16.7%	16.0%	26.2%	34.2%	32.6%	29.3%
厦门 银行	24.9%	17.0%	16.6%	18.7%	22.8%	33.8%	30.8%	28.3%
北京银行	21.0%	19.7%	22.4%	22.3%	24.5%	27.8%	28.1%	25.5%
重庆银行	23.4%	15.2%	19.9%	19.6%	20.8%	27.7%	26.9%	25.5%
兰州银行	24.4%	34.4%	23.3%	20.9%	25.9%	16.0%	17.5%	24.9%
长沙银行	22.4%	17.0%	22.8%	21.4%	19.3%	23.7%	24.6%	23.5%
成都银行	17.9%	19.0%	19.4%	18.4%	18.7%	17.9%	21.6%	21.1%
贵阳银行	16.0%	14.7%	13.4%	11.6%	10.1%	21.0%	21.6%	20.7%
郑州银行	33.1%	23.1%	19.3%	18.9%	14.1%	15.9%	17.1%	18.2%
上市银行	22.9%	21.2%	23.4%	21.6%	22.8%	27.4%	26.3%	25.1%
城商行	29.8%	24.9%	27.5%	27.3%	28.6%	33.8%	33.5%	32.0%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 58: 江苏、南京银行净其他非息占比营收

净其他非息/营收	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
南京银行	21.3%	16.5%	19.3%	27.3%	35.4%	39.3%	40.9%	39.8%
上海银行	25.9%	17.2%	12.0%	16.2%	20.7%	29.8%	30.0%	28.9%
江苏银行	29.8%	18.6%	16.9%	16.9%	23.3%	28.6%	26.1%	26.8%
杭州银行	19.3%	10.2%	16.1%	16.4%	21.5%	25.8%	27.2%	25.6%
苏州银行	23.8%	17.8%	18.7%	17.4%	17.7%	20.3%	23.6%	24.9%
西安银行	9.3%	4.6%	8.9%	9.8%	22.4%	30.5%	27.2%	24.3%
宁波银行	22.0%	16.8%	22.4%	22.3%	24.2%	26.1%	24.9%	22.9%
厦门 银行	17.7%	11.1%	9.6%	11.4%	15.4%	27.7%	24.6%	21.5%
兰州银行	21.2%	31.3%	18.4%	16.0%	22.6%	11.2%	13.0%	21.2%
北京银行	9.7%	9.8%	13.3%	11.6%	18.9%	21.2%	22.3%	20.1%
齐鲁银行	14.5%	11.1%	17.0%	11.3%	16.3%	14.8%	20.0%	19.1%
青岛银行	16.1%	6.7%	13.8%	16.4%	12.9%	21.5%	18.8%	18.5%
贵阳银行	11.0%	9.3%	9.0%	8.9%	8.2%	17.5%	19.2%	18.2%
重庆银行	15.5%	7.2%	14.6%	13.9%	17.7%	21.1%	19.8%	18.2%
长沙银行	17.4%	12.6%	17.7%	15.7%	13.1%	17.4%	18.7%	17.9%
成都银行	15.5%	16.5%	16.4%	15.0%	15.6%	15.0%	17.7%	17.7%
郑州银行	21.5%	11.2%	10.9%	13.6%	9.8%	12.7%	12.9%	14.3%
上市银行	7.7%	6.0%	8.2%	6.8%	9.1%	11.5%	12.2%	11.8%
城商行	19.7%	14.1%	15.9%	17.1%	21.2%	25.8%	25.9%	25.0%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 59：江苏、南京银行净手续费占比营收

净手续费/营收	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
青岛银行	12.6%	16.0%	17.6%	12.4%	12.7%	14.4%	13.2%	12.2%
齐鲁银行	6.0%	7.9%	9.3%	11.2%	9.4%	11.8%	11.2%	11.1%
杭州银行	7.0%	12.2%	12.3%	14.2%	11.5%	11.8%	10.9%	10.3%
苏州银行	7.6%	9.2%	11.4%	11.3%	10.5%	12.8%	10.7%	10.1%
南京银行	12.3%	14.5%	14.2%	12.0%	8.1%	11.1%	10.1%	9.1%
上海银行	10.3%	11.1%	16.1%	12.2%	9.7%	9.5%	8.3%	7.9%
宁波银行	14.6%	15.4%	15.7%	12.9%	9.4%	8.2%	7.8%	7.4%
重庆银行	7.9%	8.0%	5.3%	5.7%	3.1%	6.6%	7.1%	7.3%
厦门银行	7.3%	5.9%	7.1%	7.3%	7.4%	6.1%	6.2%	6.9%
江苏银行	10.1%	10.3%	11.8%	8.9%	5.8%	6.5%	7.3%	6.1%
长沙银行	5.0%	4.4%	5.1%	5.8%	6.2%	6.3%	5.9%	5.6%
北京银行	11.2%	9.9%	9.0%	10.7%	5.6%	6.6%	5.9%	5.4%
西安银行	8.0%	8.3%	7.8%	6.2%	3.8%	3.8%	5.4%	5.0%
郑州银行	11.7%	11.8%	8.4%	5.2%	4.2%	3.3%	4.2%	3.9%
兰州银行	3.2%	3.1%	4.9%	4.9%	3.4%	4.9%	4.5%	3.7%
成都银行	2.3%	2.5%	3.0%	3.3%	3.1%	2.9%	3.9%	3.4%
贵阳银行	5.0%	5.4%	4.4%	2.6%	1.9%	3.5%	2.4%	2.5%
上市银行	15.2%	15.2%	15.2%	14.8%	13.8%	15.9%	14.1%	13.3%
城商行	10.1%	10.8%	11.7%	10.2%	7.4%	8.0%	7.6%	7.0%

来源：公司公告，中泰证券研究所

（五）江苏银行、南京银行资产质量：不良率低位平稳，拨备充足；近年对公主要行业资产质量显著改善

- 整体来看，两家银行不良率均在 0.9%以内，维持在低位；拨备均在 340%以上，拨备较为充足。细项看，贷款结构接近，对公主要以基建、制造业、批零为主，对公主要行业均较 18-20 年的峰值大幅下降；零售则主要以按揭、消费贷为主，零售受宏观影响近年来略有上升，但风险可控。

1、江苏银行：不良率 0.89%，拨备 350%+，对公持续改善，零售压力可控

- （1）**不良角度：不良率、不良生成维持低位，关注+不良占比也处在历史低位。**不良率继续环比持平保持在 0.89%，维持在 2012 年来最优水平。年化不良净生成成为 1.21%、环比下降 8bp，绝对值水平仍较低。从未来不良压力看，关注类贷款占比环比上升 5bp 至 1.45%，关注+不良占比环比提升 5bp 至 2.34%，未来不良压力较小。
- （2）**拨备覆盖率：拨备覆盖率环比下降 6.16 个百分点至 351.03%；拨贷比 3.13%，环比下降 5bp；安全边际维持较高水平。**
- （3）**对公：对公不良率近五年维持下降趋势，主要行业不良率较 18-20 年的峰值大幅下降，近年来维持低位稳定。**其中，截至 1H24，第一大行业租赁商服（占比总贷款 15.9%）不良率仅 0.27%，维持低位。第二大行业为制造业（占比总贷款 15%）不良率 0.9%，自 2020 年达峰值 4.23%之后逐年下降。第三、第四大行业分别为水利、批零，占比总贷款在 6%-8%，不良率分别为 0.19%、2.08%，环比变动-8bp、+18bp。房地产、建筑业占总贷款比重分别为 4%和 2.8%，占比均较低，不良率分别为 2.83%和 0.87%，分别环比变动+29bp 和-53bp，整体风险可控。
- （4）**零售：受大环境影响自疫情后逐步上升，符合行业趋势。**截至 1H24，个贷不良率 0.98%，环比提升 19bp，仍处于较低水平。个贷中，占比总贷款由高至低为消费贷、按揭、经营贷、信用卡，分别为 14.7%、11.9%、2.7%、1.7%，消费贷和按揭占比较高。

图表 60：江苏银行资产质量综合指标

	2020	2021	2022	1H23	2023	1Q24	1H24	3Q24	环比变动	同比变动
不良维度										
不良率	1.32%	1.08%	0.94%	0.91%	0.89%	0.91%	0.89%	0.89%	0.00%	-0.02%
不良净生成率（累计年化）	0.98%	0.80%	0.88%	0.96%	1.17%	1.37%	1.29%	1.21%	-0.08%	0.29%
不良核销转出率	60.83%	65.06%	81.57%	91.17%	112.71%	142.45%	128.55%	121.44%	-7.11%	34.14%
关注类占比	1.36%	1.34%	1.31%	1.29%	1.32%	1.37%	1.40%	1.45%	0.05%	0.15%
（关注+不良）/贷款总额	2.68%	2.42%	2.25%	2.20%	2.22%	2.28%	2.29%	2.34%	0.05%	0.13%
（关注+不良）净生成率	1.69%	2.05%	1.17%	1.37%	1.56%	1.29%	1.30%	1.32%	0.02%	0.06%
逾期维度									环比变动	同比变动
逾期率	1.20%	1.17%	1.02%	0.99%	1.04%	1.10%	1.12%	N.A.		
逾期90天以上/贷款总额	0.90%	0.80%	0.63%	0.62%	0.57%	N.A.	0.60%	N.A.		
逾期净生成率（单季年化）	1.70%	1.63%	1.24%	1.10%	1.30%		1.11%			
逾期90天以上净生成率（单季年化）	1.80%	1.87%	1.16%	1.06%	1.03%		0.93%			
逾期/不良	91.32%	108.57%	107.83%	108.98%	116.75%	N.A.	125.68%	N.A.		
逾期90天以上/不良贷款余额	68.14%	74.18%	66.50%	67.55%	63.73%	N.A.	67.01%	N.A.		
拨备维度									环比变动	同比变动
信用成本（累积）	1.41%	1.19%	1.25%	1.18%	1.17%	N.A.	0.87%	N.A.		
拨备覆盖率	264.96%	318.95%	394.83%	378.11%	389.55%	371.22%	357.19%	351.03%	-6.16%	-27.09%
拨备/贷款总额	3.49%	3.45%	3.72%	3.45%	3.48%	3.38%	3.18%	3.13%	-0.05%	-0.31%
核销规模（百万元）		10,299	12,347	6,885	17,022	6,018	10,862	15,391		

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 61：江苏银行各类贷款不良率明细

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	环比变动	占比总贷款
农、林、牧、渔业	2.65%	2.27%	0.92%	0.59%	0.29%	0.21%	0.08%	-0.13%	1.7%
制造业	3.31%	3.10%	4.23%	2.44%	1.37%	1.11%	0.90%	-0.21%	15.0%
建筑业	1.41%	1.06%	0.58%	1.06%	0.96%	1.40%	0.87%	-0.53%	2.8%
房地产业	0.15%	0.57%	0.04%	1.47%	1.87%	2.54%	2.83%	0.29%	4.0%
交通运输、仓储和邮政业	1.08%	1.99%	3.24%	0.73%	0.26%	0.15%	0.59%	0.44%	2.0%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.09%	0.00%	1.30%	1.31%	1.28%	0.41%	0.34%	-0.07%	2.2%
金融业				0.00%	0.00%	0.53%	0.37%	-0.16%	0.7%
批发和零售业	5.98%	4.44%	3.62%	2.69%	2.53%	1.90%	2.08%	0.18%	6.4%
租赁和商务服务业	0.42%	1.73%	1.51%	1.11%	0.30%	0.44%	0.27%	-0.17%	15.9%
旅游服务业（eg：住宿餐饮等）	3.84%	4.13%	4.23%	1.52%	3.25%	0.45%	0.38%	-0.07%	0.2%
信息传输、计算机服务和软件	1.04%	1.97%	2.28%	0.79%	1.07%	0.84%	0.80%	-0.04%	1.2%
科研、技术服务和地质勘查业	1.99%	0.00%	2.79%	2.48%	1.38%	0.91%	0.63%	-0.28%	2.4%
水利、环境和公共设施管理业	0.05%	0.16%	0.11%	0.11%	0.18%	0.27%	0.19%	-0.08%	7.7%
居民服务和其他服务业	0.00%	0.00%	0.04%	0.10%	0.23%	0.17%	0.37%	0.20%	0.4%
卫生、社会保障和社会服务业	0.77%	0.00%	0.13%	0.47%	0.48%	0.19%	0.17%	-0.02%	0.2%
文化教育、体育和娱乐业	0.34%	2.13%	1.03%	1.04%	1.65%	0.33%	0.97%	0.64%	0.5%
公司贷款（测算）	2.04%	2.08%	1.99%	1.51%	1.08%	0.94%	0.81%	-0.13%	63.6%
个人经营贷（财报）		2.82%	2.26%	1.43%	1.51%	1.49%	1.58%	0.09%	2.7%
个人贷款（财报）	0.57%	0.66%	0.67%	0.74%	0.70%	0.79%	0.98%	0.19%	30.9%

来源：公司公告，中泰证券研究所

2、南京银行：不良率 0.83%，拨备 340%+，对公主要行业不良率较峰值显著下降

- 不良角度：**2024 年上半年加大核销处置，截至 3Q24 不良率维持 0.83%，于低位平稳。
- 拨备覆盖率：**截至 3Q24 拨备覆盖率环比下降 4.6 个百分点至 340.42%，拨备仍较充足。
- 对公：**对公不良率自 2020 年以来维持下降趋势，主要行业不良率较 18-20 年的峰值大幅下降，近年来维持低位稳定。其中，截至 1H24，绝对第一大行业租赁商服（占比总贷款 32.7%）不良率仅 0.29%，维持低位。第二大、第三、第四大行业分别为制造业、水利、批零，占比总贷款在 5%-10%之间，不良率分别为 0.88%、0.02%、1.32%，环比变动+5bp、+2bp、-20bp，低位平稳，租赁商服、批零和制造业均较 18-20 年的峰值大幅下

降。房地产、建筑业占总贷款比重分别为 3.1% 和 0.8%，占比均较低，不良率分别为 0.32% 和 0.64%，其中建筑业环比大幅下降 5.1 个点，预计是由于基数较小，此前受个别企业影响较大。

- (4) **零售：受大环境影响自疫情后逐步上升，符合行业趋势。**截至 1H24，个贷中占比总贷款由高至低为消费贷、按揭、经营贷、信用卡，分别为 14.7%、6.33%、2.16%、0.69%，消费贷和按揭占比较高。其中按揭不良率 0.5%，环比提升 7bp，消费贷方面，财报解释受母公司规模下降影响不良率有所上升，整体风险可控。

图表 62：南京银行资产质量综合指标

	2021	2022	1H23	2023	1Q24	1H24	3Q24	环比变动	同比变动
不良维度									
不良率	0.91%	0.90%	0.90%	0.90%	0.83%	0.83%	0.83%	0.00%	-0.06%
不良净生成率（累计年化）	0.82%	1.02%	0.79%	0.97%	1.21%	1.31%	1.21%	-0.10%	0.52%
不良核销转出率	72.91%	94.18%	64.44%	92.33%	138.13%	142.27%	130.06%	-12.20%	73.63%
关注类占比	1.22%	0.84%	0.85%	1.17%	1.04%	1.07%	1.14%	0.07%	0.10%
（关注+不良）/贷款总额	2.13%	1.74%	1.75%	2.06%	1.88%	1.90%	1.97%	0.06%	0.04%
（关注+不良）净生成率	1.41%	0.76%	0.78%	1.53%	0.77%	1.05%	1.36%	0.31%	-0.59%
逾期维度								半年度变动	同比变动
逾期率	1.26%	1.21%	1.25%	1.31%	N.A.	1.25%	N.A.	-0.06%	0.00%
逾期90天以上/贷款总额	0.82%	0.83%	0.82%	0.80%	N.A.	0.68%	N.A.	-0.12%	-0.15%
逾期净生成率（单季年化）	1.27%	0.98%	1.30%	1.04%		1.03%		-0.01%	-0.27%
逾期90天以上净生成率（单季年化）	1.20%	0.89%	1.10%	0.84%		0.78%		-0.06%	-0.32%
逾期/不良	137.91%	134.44%	139.34%	145.73%	N.A.	150.37%	N.A.	4.64%	11.03%
逾期90天以上/不良贷款余额	89.40%	92.43%	91.78%	89.11%	N.A.	81.19%	N.A.	-7.92%	-10.59%
拨备维度								环比变动	同比变动
信用成本（累积）	1.09%	1.14%	0.88%	0.82%	N.A.	0.93%	N.A.		
拨备覆盖率	397.36%	397.21%	380.11%	360.58%	356.95%	345.02%	340.42%	-4.60%	
拨备/贷款总额	3.63%	3.57%	3.40%	3.23%	2.98%	2.87%	2.82%	-0.05%	
核销规模（百万元）	4,502	6,812	2,744	7,863		7,020			

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 63：南京银行各类贷款不良率明细

	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	环比变动	行业占 总贷款比重
公司贷款	0.86%	0.93%	0.77%	0.69%	0.57%	0.53%	-0.04%	70.4%
农、林、牧、渔业	0.06%	0.00%	0.00%	0.26%	0.11%	0.10%	-0.01%	0.81%
制造业	2.59%	0.82%	0.82%	0.58%	0.83%	0.88%	0.05%	8.86%
建筑业	0.55%	0.16%	4.60%	5.36%	5.72%	0.64%	-5.08%	0.82%
房地产业	0.82%	0.00%	0.08%	0.96%	0.61%	0.32%	-0.29%	3.09%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.19%	0.27%	0.10%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.99%
批发和零售业	2.44%	2.91%	2.67%	2.11%	1.52%	1.32%	-0.20%	6.99%
租赁和商务服务业	0.30%	0.92%	0.19%	0.22%	0.16%	0.29%	0.13%	32.67%
信息传输、计算机服务和软件	0.50%	0.36%	7.47%	6.74%	6.44%	5.73%	-0.71%	1.39%
科研、技术服务和地质勘查业	0.90%	1.33%	0.10%	0.19%	0.46%	0.45%	-0.01%	2.54%
水利、环境和公共设施管理业	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.00%	0.02%	0.02%	7.56%
零售贷款	0.74%	0.90%	0.88%	1.09%	1.50%	1.64%	0.14%	23.88%
个人按揭贷款		0.14%	0.40%	0.44%	0.43%	0.50%	0.07%	6.33%
信用卡		7.35%	1.80%	2.33%	3.15%			0.69%
消费贷款		0.10%	1.15%	1.56%				14.70%
经营性贷款		4.18%	0.70%	0.93%				2.16%

来源：公司公告，中泰证券研究所

(六) 资本：南银转债转股后，两家银行资本均可支撑至少四年高增长

- 截至 3Q24，江苏银行、南京银行核心一级资本充足率在 9% 以上，南银转债转股后，两家银行资本可支撑两家银行未来四年的高增长。

- **假设:** (1) 若南银转债于 25 年内全部转股补充资本。(2) 24E-28E 江苏银行、南京银行 RWA 分别按照 15% 和 14% 的增速预测 (预测值可能偏高)。(3) 净利润均按照 10%、8%、5%、5%、5% 预测。(4) 24E-28E 分红率均维持 30%。
- **测算:** 基于以上假设, 测算江苏、南京核心一级资本充足率在 28E 分别为 7.78% 和 7.91%, 分别高出监管线 3bp 和 16bp, 因此策略测算当前资本可支撑两家银行未来四年的高增长。

图表 64: 核心一级资本持续性测算

	净利润增速假设						监管底线	距离底线
	23A	24E	25E	26E	27E	28E		
江苏银行		10.0%	8%	5%	5%	5%		
南京银行		10.0%	8%	5%	5%	5%		

	核心一级资本充足率						监管底线	距离底线
	2023	24E	25E	26E	27E	28E		
江苏银行	9.46%	9.15%	8.84%	8.50%	8.15%	7.78%	7.75%	0.03%
南京银行	9.39%	9.35%	9.45%	8.93%	8.41%	7.91%	7.75%	0.16%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 65: 城商行核心一级资本充足率情况

核心一级资本充足率	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	3Q24
贵阳银行	9.30%	10.62%	10.95%	11.84%	12.11%	12.14%	12.43%
齐鲁银行	9.49%	9.65%	9.56%	10.16%	10.23%	10.23%	10.26%
厦门银行	11.34%	10.47%	9.50%	9.86%	10.18%	9.91%	10.06%
重庆银行	8.39%	9.36%	9.56%	9.78%	9.81%	10.16%	10.02%
上海银行	9.34%	8.95%	9.14%	9.53%	9.48%	9.57%	10.01%
西安银行	12.37%	12.09%	10.48%	10.73%	10.26%	10.20%	9.98%
长沙银行	8.61%	9.69%	9.70%	9.59%	9.70%	9.70%	9.93%
宁波银行	9.52%	10.16%	9.75%	9.64%	9.26%	9.61%	9.43%
苏州银行	11.26%	10.37%	9.63%	9.38%	9.39%	9.43%	9.41%
江苏银行	9.25%	8.78%	8.79%	9.46%	9.07%	8.99%	9.27%
北京银行	9.42%	9.86%	9.54%	9.21%	9.11%	9.15%	9.11%
南京银行	9.97%	10.16%	9.73%	9.39%	9.22%	8.97%	9.02%
郑州银行	8.92%	9.49%	9.29%	8.90%	8.54%	9.26%	8.97%
青岛银行	8.35%	8.38%	8.75%	8.42%	8.98%	9.07%	8.90%
杭州银行	8.53%	8.43%	8.08%	8.16%	8.46%	8.63%	8.76%
成都银行	9.26%	8.70%	8.47%	8.22%	8.45%	8.17%	8.40%
兰州银行	9.05%	8.58%	8.47%	8.41%	8.48%	8.19%	8.28%
上市银行	11.04%	11.17%	11.26%	11.14%	11.42%	11.35%	11.50%
城商行	9.40%	9.48%	9.30%	9.33%	9.23%	9.28%	9.38%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

(七) 股息率: 测算江苏银行 25E 股息率 5.75%, 南京银行摊薄后股息率 5.16%

- **假设 25E 剩余南银转债全部转股, 参考 1.17 号股价, 静态测算江苏银行 25E 股息率为 5.75%, 静态测算南京银行 25E 股息率仍有 5.16% (摊薄前股息率为 6.08%)。**

图表 66: 股息率测算

	股息率排名	当前股价	银行	23股息率	24E股息率	25E股息率	摊薄后25E股息率
601916.SH	1	2.87	浙商银行	5.34%	5.61%	5.78%	5.78%
600919.SH	2	9.76	江苏银行	4.82%	5.32%	5.75%	5.75%
601838.SH	3	17.08	成都银行	5.25%	5.90%	6.37%	5.73%
002807.SZ	4	4.30	江阴银行	5.01%	5.42%	5.65%	5.65%
601665.SH	5	5.60	齐鲁银行	4.04%	4.78%	5.49%	5.49%
601169.SH	6	5.99	北京银行	5.34%	5.39%	5.46%	5.46%
601229.SH	7	9.10	上海银行	5.05%	5.23%	5.34%	5.34%
002958.SZ	8	2.95	青农商行	4.74%	5.15%	5.31%	5.31%
601166.SH	9	19.90	兴业银行	5.23%	5.23%	5.23%	5.23%
002948.SZ	10	4.02	青岛银行	3.98%	4.59%	5.23%	5.23%
000001.SZ	11	11.45	平安银行	6.28%	5.19%	5.18%	5.18%
601825.SH	12	8.17	沪农商行	4.64%	5.12%	5.17%	5.17%
601009.SH	13	10.57	南京银行	5.01%	5.63%	6.08%	5.16%
600016.SH	14	4.01	民生银行	5.39%	5.16%	5.11%	5.11%
600036.SH	15	40.71	招商银行	4.84%	5.06%	5.08%	5.08%
601077.SH	16	6.04	渝农商行	4.78%	4.94%	5.07%	5.07%
600015.SH	17	7.54	华夏银行	5.09%	5.21%	5.04%	5.04%
601963.SH	18	8.94	重庆银行	4.56%	4.83%	4.99%	4.99%
601187.SH	19	5.40	厦门银行	5.74%	5.35%	4.96%	4.96%
601577.SH	20	8.52	长沙银行	4.46%	4.80%	4.94%	4.94%
002839.SZ	21	4.22	张家港行	4.74%	4.84%	4.85%	4.85%
601998.SH	22	6.66	中信银行	4.89%	5.01%	5.03%	4.83%
601328.SH	23	7.28	交通银行	5.15%	5.20%	5.25%	4.66%
601818.SH	24	3.71	光大银行	4.66%	4.82%	4.65%	4.65%
601128.SH	25	7.26	常熟银行	3.44%	4.10%	4.64%	4.64%
601997.SH	26	5.84	贵阳银行	5.45%	5.07%	4.53%	4.53%
002966.SZ	27	8.10	苏州银行	4.86%	5.29%	5.49%	4.50%
601658.SH	28	5.26	邮储银行	4.96%	4.93%	5.03%	4.41%
601939.SH	29	8.34	建设银行	4.80%	4.81%	4.74%	4.33%
601288.SH	30	5.05	农业银行	4.57%	4.74%	4.83%	4.32%
601398.SH	31	6.61	工商银行	4.64%	4.64%	4.63%	4.23%
601528.SH	32	5.40	瑞丰银行	3.33%	3.81%	4.16%	4.16%
600000.SH	33	10.27	浦发银行	3.13%	3.85%	4.05%	4.05%
601988.SH	34	5.45	中国银行	4.34%	4.41%	4.38%	3.95%
600926.SH	35	14.65	杭州银行	3.55%	4.24%	4.80%	3.92%
001227.SZ	36	2.36	兰州银行	4.24%	4.25%	3.90%	3.90%
600908.SH	37	5.77	无锡银行	3.54%	3.75%	3.89%	3.89%
603323.SH	38	5.20	苏农银行	3.46%	3.81%	3.88%	3.88%
601860.SH	39	2.77	紫金银行	3.61%	3.66%	3.68%	3.68%
002142.SZ	40	25.64	宁波银行	2.34%	2.49%	2.67%	2.67%
600928.SH	41	3.46	西安银行	1.62%	1.70%	1.71%	1.71%
002936.SZ	42	1.97	郑州银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 底色为蓝色的上市银行考虑了资本补充后摊薄的影响

三、投资建议

- **投资建议：**上半年经济惯性延续，预计高股息避险品种仍然占优；同时，结合目前市场偏好提升+未来经济预期有分歧的环境，可衍生出以下三条线索：高股息银行：大行、招商银行、渝农商行、沪农商行；拥有区位优势、确定性强的城商行：江苏银行、南京银行、成都银行、齐鲁银行；核心资产：招商银行。
- **风险提示：**经济下滑超预期；金融监管超预期；研报信息更新不及时；政策落地不及预期

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。