

2023年06月26日

## 买入（首次覆盖）

## 常熟银行（601128）：区位优势蓝海，优势护航成长

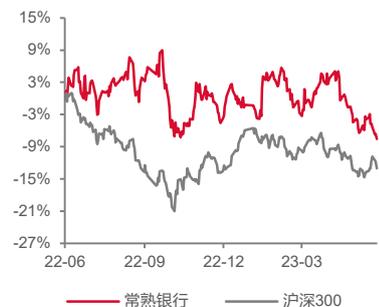
——公司深度报告

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2023/06/21
收盘价	6.70
总股本(万股)	274,088
流通A股/B股(万股)	264,337/0
资产负债率(%)	92.11%
市净率(倍)	0.73
净资产收益率(加权)	13.83
12个月内最高/最低价	8.36/6.70



## 投资要点：

- **率先实现小微业务专业化经营。**2008年确立“三农两小”市场定位以来，常熟银行致力于打造普惠金融精品银行。在各届董事会管理层坚定领导下，小微业务快速发展、大零售转型效果明显。公司贴合市场需求建立了丰富的小而散产品体系，满足多种小微主体需求。
- **小微业务对银行业转型重要性提升，公司将充分受益于区位优势。**我国小微业务生态趋于成熟，目前江浙模式与民营模式专业化经营效果良好，常熟银行是苏州模式代表。对照成熟市场银行业竞争格局，全面注册制将加快我国商业银行转型步伐，未来将有更多中小银行依托小微、社区业务实现转型发展。江苏省环境优渥，对照小微渗透率更高的浙江省，本地银行具备40%-60%的增长潜力，公司凭借广阔网络布局将受益更多。
- **“技术+配套”综合优势有望持续驱动公司成长。**实践表明，引进微贷技术只是小微业务专业化经营第一步，后续配套机制才是成功关键。公司引入IPC技术后，不断升级微贷技术并延伸小微业务内涵，最终形成领先市场的常熟模式。我们总结，常熟模式体现“技术+配套”综合优势，包括领先的信贷技术、专业的小微队伍、多层次经营网络、全方位数字化转型、与时俱进的生态化建设等多重内涵，有望持续驱动公司成长。
- **有效风险管理体系与优异资产质量为后续发展奠定安全基础。**针对小微业务，公司通过人防、制防、技防建立有效风控体系，个人经营贷款不良率控制在1%以内。公司贷款质量连续多年保持行业领先水平，金融投资计提比例对标贷款保持较高水平。此外，公司房地产与融资平台领域资产占比较低，资产质量受这两个领域景气下行负面影响较小。
- **基于广阔发展空间，领先业务模式及稳定资产质量，**预计公司2023-2025年营业收入分别为99.49、113.30、131.40亿元，归母净利润分别为32.45、37.93、44.46亿元，期末每股净资产分别为9.25、10.28、11.50元，6月21日收盘价6.70元对应PB为0.72、0.65、0.58倍。公司相对估值可参照国内细分板块优质中小银行及美国为代表的成熟市场中小银行，目前两者相对估值约1倍PB。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**资产规模增长不及预期；小微贷款质量大幅恶化；净息差大幅收窄。

## 盈利预测与估值简表

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8808.73	9949.09	11329.72	13139.79
同比增速	15.07%	12.95%	13.88%	15.98%
归母净利润（百万元）	2743.73	3244.93	3792.94	4445.51
同比增速	25.39%	18.27%	16.89%	17.20%
净息差（测算值）	2.93%	2.91%	2.92%	2.96%
不良贷款率	0.81%	0.77%	0.79%	0.79%
不良贷款拨备覆盖率	536.77%	550.25%	542.83%	550.69%
ROE	12.95%	13.54%	14.13%	14.89%
每股净资产（元）	8.24	9.25	10.28	11.50
PB（倍）	0.81	0.72	0.65	0.58

资料来源：公司定期报告、东海证券研究所，估值对应2023年6月21日收盘价6.70元

## 正文目录

<b>1. 沉淀十余载，率先实现小微专业经营</b>	<b>4</b>
1.1. 具备改革基因，致力于打造普惠金融精品银行	4
1.2. 小微业务带动公司实现转型发展	5
1.3. 小而散产品体系满足多种小微主体需求	6
<b>2. 小微助力行业转型，优渥区位孕育蓝海</b>	<b>8</b>
2.1. 我国小微业务生态逐步成熟，专业化经营效果良好	8
2.2. 全面注册制时代，小微业务对行业转型重要性提升	10
2.3. 江苏省优渥环境孕育广阔发展空间	12
<b>3. “技术+配套”领先优势护航成长</b>	<b>14</b>
3.1. 本土化改造形成具有竞争力的微贷技术	15
3.2. 广阔经营网络奠定扎实的成长基石	16
3.3. 成熟的人才体系打造小微专业队伍	17
3.4. 全方位发展金融科技，提升运营效率	18
3.5. 以生态化建设提升客户粘性	20
<b>4. 有效风控体系与优异资产质量奠定安全基础</b>	<b>21</b>
4.1. 人防、制防、技防筑牢小微业务风险屏障	21
4.2. 公司资产质量长期保持优异	22
4.3. 资产质量受个别风险上升行业影响较小	24
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>25</b>
5.1. 盈利预测关键假设	25
5.2. 投资建议	26
<b>6. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1 常熟银行基本情况概览 .....	4
图 2 常熟银行组织框架 .....	5
图 3 常熟银行处于快速发展期，规模增长明显快于银行业 .....	6
图 4 常熟银行小微业务快速增长，经营性贷款与个人消费贷款占比提升 .....	6
图 5 常熟银行建立差异化普惠小微贷款产品体系 .....	7
图 6 常熟银行金额低于 1000 万元的贷款占比达 77%，贷款金额低于 100 万客户占比达 94% ...	7
图 7 个人经营性贷款中 100 万以下贷款占比达到 62%，30 万元以下客户占比达 77% .....	8
图 8 监管规范、信用体系、担保支持、金融科技、供给体系构成我国逐步成熟的小微业务生态 ..	8
图 9 近年来，我国普惠贷款增速明显高于人民币总贷款增速，占比不断提升 .....	9
图 10 江浙模式和民营模式是我国较为成熟的小微业务模式 .....	9
图 11 美国多元化银行与区域性银行的资产、收入结构较我国更分化 .....	11
图 12 美国区域性银行盈利能力与资产质量突出，PB 高于多元化银行 .....	11
图 13 与美国日本相比，我国股票市场占比偏低、贷款规模占比偏高 .....	12
图 14 江苏省第二、三产业产值分别为 5.6、6.2 万亿元，分居全国第一、第二位 .....	12
图 15 江苏省小微主体数量庞大 .....	13
图 16 更小资产规模略情况下，浙江城商行从业人员明显多于江苏省，反映前者下沉度更高 ....	13
图 17 江苏省与浙江省注册企业的产业分布相似度较高 .....	14
图 18 与下沉度更高的浙江省相比，江苏省本地银行资产规模仍有较大增长潜力 .....	14
图 19 常熟模式体现集微贷技术、人力队伍、金融科技、生态化发展于一体的综合优势 .....	15
图 20 常熟银行结合 IPC 与信贷工厂形成常熟微贷技术 .....	16
图 21 常熟银行分支机构分布于江苏省内 10 个地级市 .....	16
图 22 兴福村镇银行资产（亿元）分布于江苏等六省 .....	17
图 23 常熟银行具有完善的小微人才培养体系 .....	17
图 24 常熟银行人员增长迅速 .....	18
图 25 科技投入占营业收入的比重保持 3% 以上 .....	18
图 26 户均贷款规模稳定的情况下，员工人均贷款规模与贷款户数明显上升 .....	19
图 27 2021-2022 年，公司成本收入比明显下降 .....	19
图 28 常银生活 APP 页面展示 .....	20
图 29 常银生意 APP 页面展示 .....	20
图 30 公司从三个维度采取措施强化小微业务风险控制 .....	21
图 31 星系列产品智能化审批平台实现风险智能化管理 .....	21
图 32 个人经营性贷款不良率控制在 1% 以内 .....	22
图 33 常熟银行不同地区经营性贷款不良率表现稳定 .....	22
图 34 常熟银行逾期贷款占比与关注类贷款占比明显低于上市银行 .....	23
图 35 常熟银行逾期贷款占比与关注类贷款占比明显低于上市银行整体水平 .....	23
图 36 小微业务属性使得常熟银行不良偏离度略高于上市银行，但仍与标杆行对标 .....	24
图 37 剔除利率债后，公司债权投资与其他债权投资减值计提比例分别为 5.89% 与 5.30% .....	24
图 38 常熟银行房地产行业与基建行业贷款占比比较低 .....	25
表 1 常熟银行大股东关联交易占比极低 .....	4
表 2 常熟银行现任董监高人员具备丰富的从业经验 .....	5
表 3 代表性小微业务银行息差、资产质量、盈利能力普遍好于银行业整体水平 .....	10
表 4 小微业务在富国银行和德国商业银行发展战略中占据重要位置 .....	10
表 5 可比公司估值表 .....	26
附录：三大报表预测值 .....	27

# 1. 沉淀十余载，率先实现小微专业经营

## 1.1. 具备改革基因，致力于打造普惠金融精品银行

常熟银行前身为 1996 年成立的常熟市农村信用合作社联合社。2000 年，市联社与其下辖的 35 家农信社合并，同年继承另外三家本地城市信用社的全部资产和负债。2001 年，江苏省试点农信社改制，常熟市联社改制为农商行，为我国首批三家股份制农商行之一。

图1 常熟银行基本情况概览



资料来源：公司公告，Wind，东海证券研究所整理

注：年营业收入、归母净利润、ROA、ROE 取 2022 年数值，100 万以下贷款截至 2022 年末，其余指标截至 2023 年 Q1 末；此处净息差公布值，盈利预测部分为测算值，口径不一致导致两者存在差异

常熟银行股权结构分散，第一大股东交通银行持股比例低于 10%。前十大股东中，常熟市发展投资有限公司持股 3.08%、江苏江南商贸集团有限责任公司 2.8%，二者实际控制人均为常熟市政府，但不存在一致行动关系。大股东关联交易占比极低，不干涉公司正常经营。分散股权和极低股东关联交易利于市场化运营。此外，作为唯一引进国有大行作为战略股东的农商行，公司较同行更易借鉴成熟的现代商业银行治理和市场化运营经验。

表1 常熟银行大股东关联交易占比极低

关联方	关联关系	交易项目	金额	占总资产(负债)比重
交通银行	第一大股东	其他债券投资	0.99	0.03%
交通银行	第一大股东	存放同业款项	2.44	0.08%
常熟市发展投资	第三大股东	债券投资	1.29	0.04%
所有关联方	--	吸收存款	4.01	0.15%
所有关联方	--	发放贷款	2.61	0.09%

资料来源：公司 2022 年度报告，东海证券研究所整理，交易金额单位为亿元

公司坚持“三农两小”市场定位，致力于通过差异化策略打造普惠金融精品银行。个人条线、公司条线、资金运营中心、兴福村镇银行四大业务载体围绕公司战略形成发展合力。个人条线中，小微金融总部统筹资产端，零售银行总部统筹负债端。公司条线包括公司金融部，投资银行部与票据业务部，公司金融部另下设三农金融部与国际业务部。资金运营中心

统筹投资端，负责自营与客户投资管理。兴福村镇银行是公司开展省外小微业务载体，目前在江苏、湖北、河南、云南、广东、海南开展业务。

图2 常熟银行组织框架



资料来源：公司可转债募集说明书，东海证券研究所整理

## 1.2. 小微业务带动公司实现转型发展

2008年确立“三农两小”市场定位以来，公司重点围绕小微企业、个体工商户和三农等目标客群发力微贷业务。十余年来，公司各届董事会及管理人员平稳过渡，小微战略得以坚定执行。公司现任董事会与高级管理层均具备丰富的从业经验，上任以来继续坚守普惠初心，不断丰富战略内涵、深化公司转型。2020年以来，公司通过普惠金融试验区、金融科技赋能等策略推动公司向综合化、数字化与生态化转型。

表2 常熟银行现任董监高人员具备丰富的从业经验

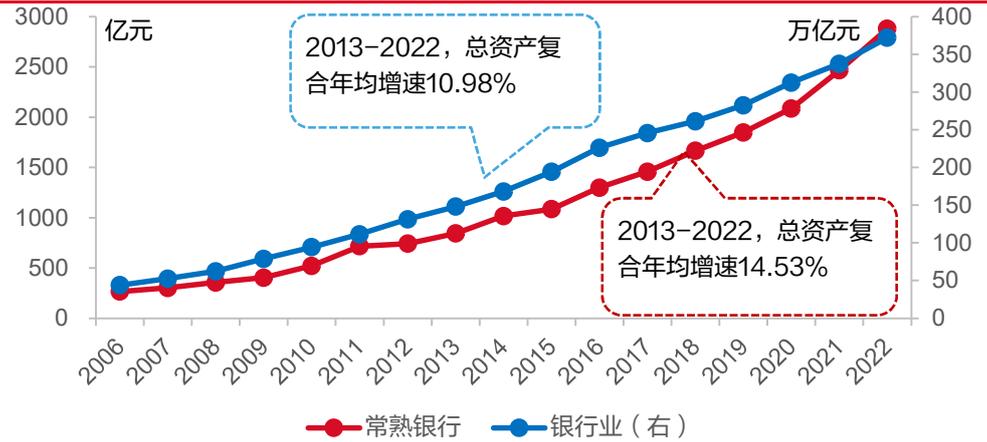
姓名	职位	任职日期	工作背景
庄广强	董事长、执行董事	2021年1月	常熟银行行长；连云港东方农商行行长，董事长
薛文	行长、执行董事	2022年12月	常熟银行财务总监，副行长，连云港东方支行副行长
孙明	董秘、执行董事	2020年12月	常熟银行战略规划部总经理；常熟银行泰州分行行长
黄勇斌	监事长	2020年12月	张家港行副行长；常熟银行财务负责人，小额贷款中心总经理
付劲	副行长、首席信息官	2017年4月	交通银行信息技术管理部
尹宪柱	副行长、财务总监	2020年1月	如皋农商行；苏州农商行
李勇	副行长	2022年12月	公司银行部总经理；江南农商银行公司业务部
陆鼎昌	副行长	2022年8月	常熟银行大零售总经理，小微金融总部总经理

资料来源：公司2022年度报告，东海证券研究所整理

经历了2008-2012年初创期之后，常熟银行小微业务迎来爆发期。在小微业务带动下，公司资产规模实现快速发展，2013-2022年，公司资产规模年均复合增速达到14.53%，明显快于同期银行业增速10.89%。至2023年Q1末，公司资产规模突破3100亿元，在7家可比上市农商行位居第1位<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 可比农商行包括紫金银行、无锡银行、苏农银行、张家港行、江阴银行、瑞丰银行。沪农商行、渝农商行、青农商行的体量和资负结构与上述7家农商行差异较大，此处未列入可比行列。

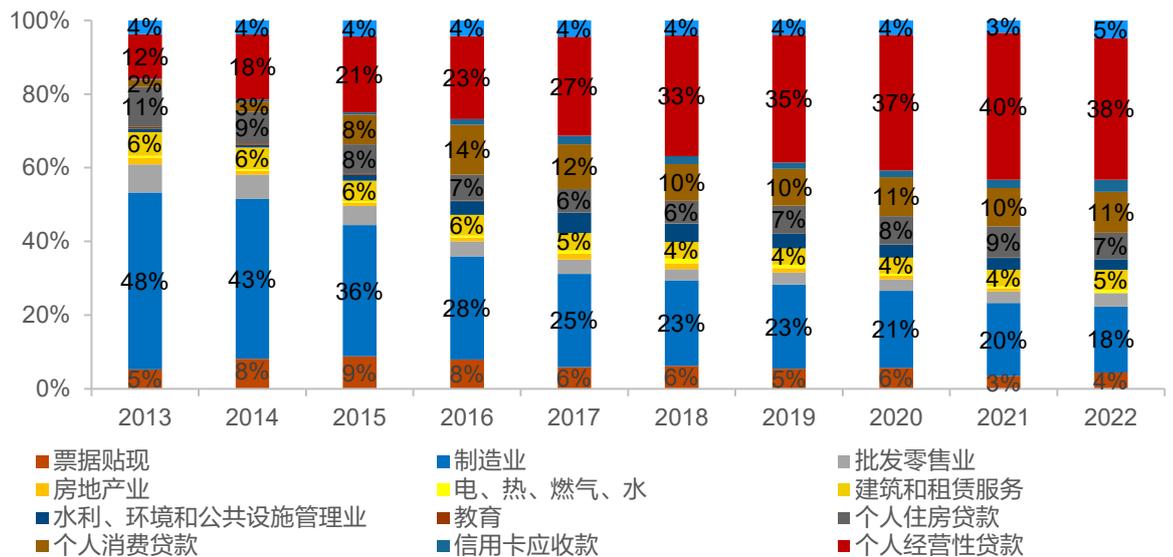
图3 常熟银行处于快速发展期，规模增长明显快于银行业



资料来源：公司公告，国家金融监督管理总局，东海证券研究所整理

得益于小微业务快速发展，公司大零售转型效果明显。2013-2021 年公司个人贷款占比持续上升。至 2022 年末，公司个人经营性贷款占比与个人消费贷款占比分别为 38%、11%，分别较 2013 年提升 26、9 个百分点。

图4 常熟银行小微业务快速增长，经营性贷款与个人消费贷款占比提升



资料来源：公司历年年报，东海证券研究所整理

### 1.3.小而散产品体系满足多种小微主体需求

传统品种以外，常熟银行贴合不同小微客群需求，建立差异化产品体系。小微金融部推出“Free Star 自由星小微金融服务”品牌，提供多款经营性贷款、消费性贷款及“星系列”线上贷款产品。公司金融部针对中小微企业与三农领域，推出常抵贷、苏农贷等差异化产品。结合小微信贷“短、小、频、急”的特点，公司推出线下结合线上、免抵押、低门槛、手续简便，快速放款，灵活还款等产品功能，不断提高小微金融服务品质。

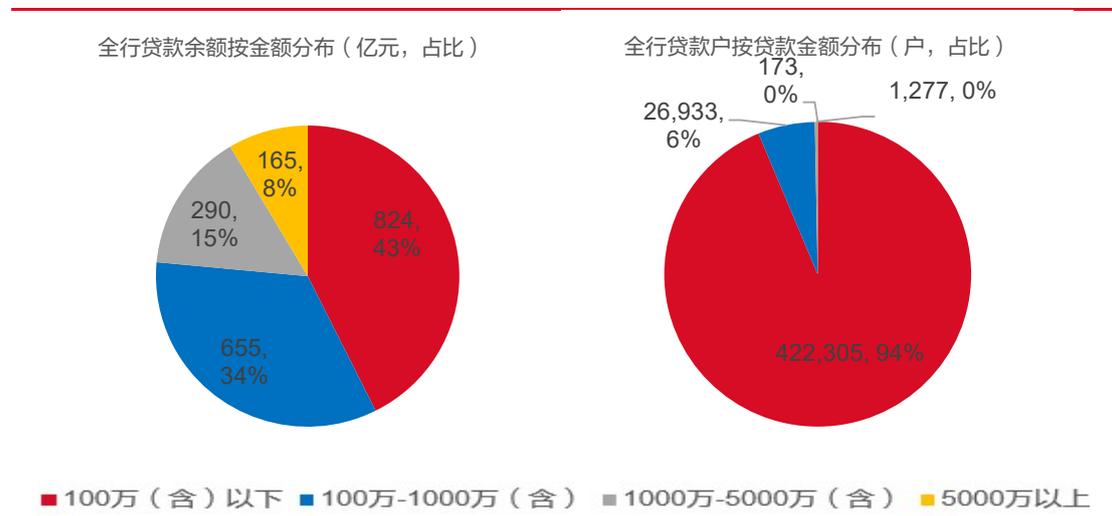
图5 常熟银行建立差异化普惠小微贷款产品体系



资料来源：公司官网，东海证券研究所整理

常熟银行贷款产品“小而散”特点明显，贷款集中度极低。2022年末，公司户均贷款为43万元。全行77%的贷款金额低于1000万元，其中，金额低于100万占比为43%，介于100~1000万占比为34%。贷款客户中，贷款金额低于100万的客户占比达到94%。

图6 常熟银行金额低于1000万元的贷款占比达77%，贷款金额低于100万客户占比达94%

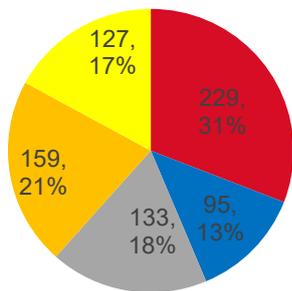


资料来源：公司定期报告，东海证券研究所整理，截至2022/12/31

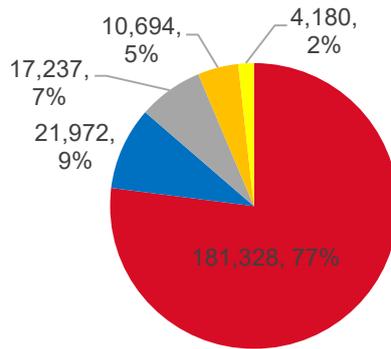
个人经营性贷款是各类贷款最大组成部分，发放对象为私营企业主、个体经营者、养殖户和家庭作坊等。在发放个人经营性类贷款前，公司采用实地调查和交叉检验技术分析第一还款来源，结合行业总结数据和分析模型对贷款进行风险评估。发放后，公司将进行实地回访，落实贷款用途。2022年末，个人经营性贷款户均贷款规模为32万元，金额低于100万的贷款占比达到60%，贷款额低于30万元的客户占比达到77%。

图7 个人经营性贷款中 100 万以下贷款占比达到 62%，30 万元以下客户占比达 77%

贷款余额按金额分布 (亿元, 占比)



贷款户数按金额分布 (户, 占比)



■ 30万 (含) 以下 ■ 30万-50万 (含) ■ 50万-100万 (含) ■ 100万-200万 (含) ■ 200万以上

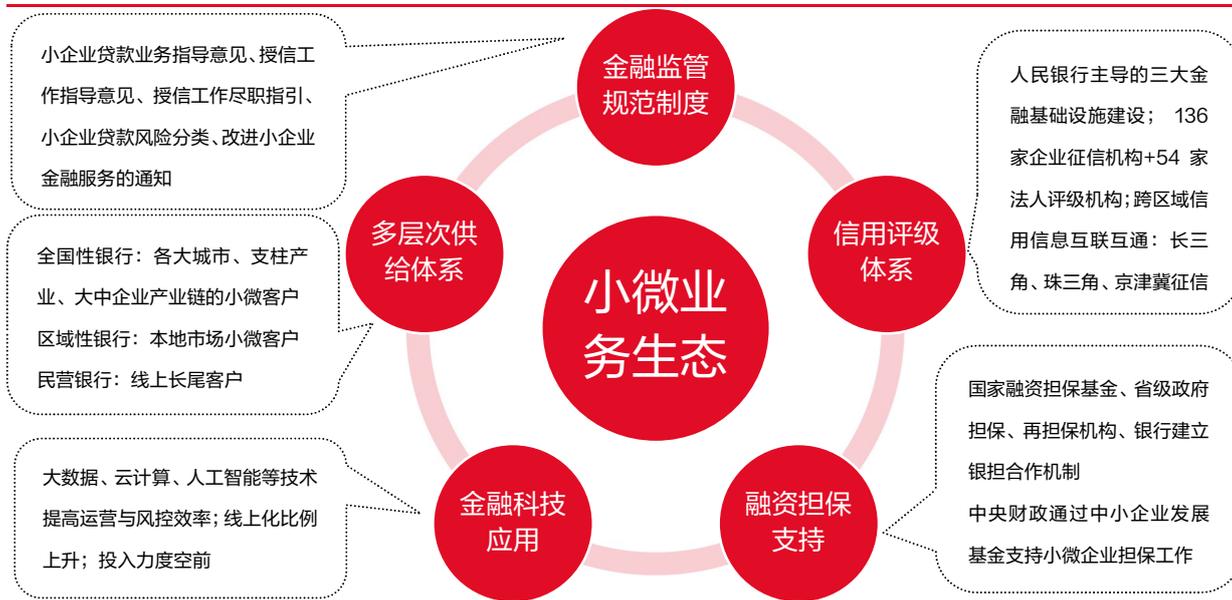
资料来源: 公司定期报告, 东海证券研究所整理, 截至 2022/12/31

## 2. 小微助力行业转型, 优渥区位孕育蓝海

### 2.1. 我国小微业务生态逐步成熟, 专业化经营效果良好

2005 年小企业授信制度实施以来, 小微业务监管制度规范、信用体系、融资担保支持不断完善, 小微业务供给体系逐步成熟。此外, 金融科技快速发展为小微业务提供高效技术支撑。以上因素为我国小微业务专业化经营创造良好生态环境。

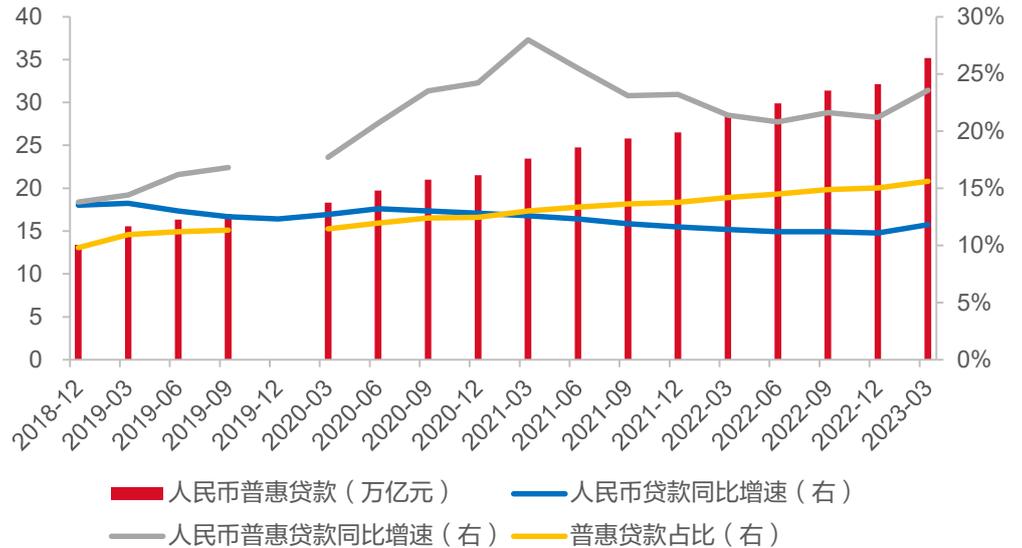
图8 监管规范、信用体系、担保支持、金融科技、供给体系构成我国逐步成熟的小微业务生态



资料来源: 人民银行、国家金融监督管理总局, 东海证券研究所整理

受益于逐步成熟的业务生态, 我国商业银行普惠贷款增速从 15% (2018) 提升至最高 28% (2021 年 Q1), 2021 年 Q1 之后增速有所放缓, 但仍明显高于同期总贷款增速。至 2023 年 Q1 末, 普惠贷款规模为 35.19 万亿元, 占总贷款的比重 15.61%, 较 2018 年末提升 5 个百分点。对照上市银行贷款行业分布结构, 普惠贷款已跃升为商业银行权重资产。

图9 近年来，我国普惠贷款增速明显高于人民币总贷款增速，占比不断提升



资料来源：人民银行，iFinD，东海证券研究所整理

注：普惠金融领域贷款包括单户授信小于 1000 万元的小微型企业贷款、个体工商户经营性贷款、小微企业主经营性贷款、农户生产经营贷款、建档立卡贫困人口消费贷款、创业担保贷款和助学贷款

随着小微业务发展，供给体系分层逐渐清晰。全国性银行业务重心在于“大”小微，目标客群为大城市、大中客户、支柱产业链中的小微主体。中小银行尽量避免与全国性银行正面竞争，目标客群更下沉，业务聚焦“小”小微，区域性银行目标客群为本地优势产业、批发零售业、三农领域小微主体，民营银行目标客群为特定行业、个人等长尾客户。

目前我国较为成熟的小微模式包括江浙模式和民营模式。江浙模式的核心技术是 IPC 技术+信贷工厂，产品体系中 200 万以下额度占比较高。这种模式通过线上+线下结合方式展业，额度较高业务的建立和维护主要依靠人力团队，额度较低业务实现全流程线上办理，客户主要来自于分支机构所在地。江浙模式代表银行包括台州地区的台州银行、泰隆银行与民泰银行，苏州地区的常熟银行、张家港银行。民营银行模式的核心技术是大数据风控，产品体系中 30 万以下额度占比较高，主要通过线上渠道为全国范围内的中小微主体和个人提供服务。民营模式代表性包括阿里系网商银行与腾讯系前海微众银行。

图10 江浙模式和民营模式是我国较为成熟的小微业务模式



资料来源：公开资料，东海证券研究所整理

以上两种模式均实现了小微业务商业可持续，代表性银行成长性、盈利指标、资产质量、息差表现明显好于银行业，为我国小微业务专业化经营提供借鉴经验。

表3 代表性小微业务银行息差、资产质量、盈利能力普遍好于银行业整体水平

银行	总资产	总贷款	净息差	不良贷款率	拨备覆盖率	成本收入比	ROE	ROA
常熟银行	2,879	1,934	3.02%	0.81%	537%	39%	13%	1.10%
张家港行	1,875	1,150	2.25%	0.89%	521%	33%	11%	0.96%
台州银行	3,719	2,091	3.09%	0.90%	340%	44%	15%	1.24%
泰隆银行	3,770	2,340	3.83%	0.94%	303%	46%	17%	1.25%
民泰银行	2,373	1,639	2.83%	1.17%	166%	51%	8%	0.61%
网商银行	4,411	2,402	2.56%	1.94%	257%	21%	18%	0.82%
微众银行	4,739	3,370	5.68%	1.47%	414%	22%	28%	1.96%
银行业	-	-	1.91%	1.63%	206%	34%	-	0.79%

资料来源：各公司年度报告，Wind，东海证券研究所整理，总资产与总贷款单位为亿元

注：指标截至 2022/12/31；泰隆银行、民泰银行、网商银行、微众银行净息差取 Wind 测算值

## 2.2.全面注册制时代，小微业务对行业转型重要性提升

在成熟市场，直接融资发达，大中型企业直接融资占比较高，传统信贷业务中，消费者业务、中小企业业务占比较高。从实践来看，小微业务不仅在大型银行业务版图中占据重要战略地位，更是广大中小银行实现差异化发展的重要抓手。

富国银行与德国商业银行是成熟市场小微业务较为出色的大型银行。富国银行小微业务面向营收 1000 万美元以下的企业提供金融产品与金融服务，美国 10%以上小微主体 (small business) 为富国银行的客户。富国银行交叉销售体系业内出名，销售产品维度随着合作时长而增长，小微客户价值得以深度挖掘。德国商业银行为小微企业提供个人贷款为主的信贷产品，2022 年末，德国商业银行小微贷款占总资产的比重约 6%。

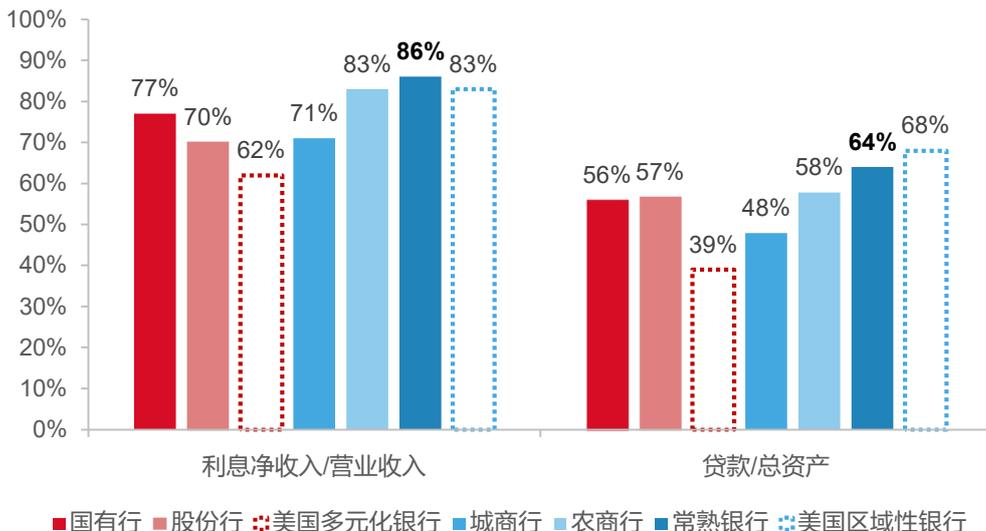
表4 小微业务在富国银行和德国商业银行发展战略中占据重要位置

银行名称	行业地位	自我定位	小微业务所在分部	分部收入	总收入	分部收入占比
富国银行 Wells Fargo	美国资产规模第四大商业银行	领先的金融服务公司，自豪地服务于美国 1/3 家庭及 10%以上的小微主体 (small business)	消费者银行与贷款 (consumer banking and lending)	358.1 亿美元	722.51 亿美元	49.56%
德国商业银行 Commerzbank	德国资产规模第二大商业银行	领先的中小企业 (SMEs) 银行，是 2.6 万公司客户及 1100 万个人与小微客户 (small business customer) 的合作伙伴	私人与小微银行 (private and small business banking)	52.69 亿欧元	94.61 亿欧元	55.69%

资料来源：各公司 2022 年度报告，东海证券研究所整理

小微业务对于中小银行更显重要，是广大区域性银行差异化竞争的重要抓手。在成熟市场中，资产管理、财富管理、投资银行业务被多元化银行主导，区域性银行主要围绕本地小微企业与居民提供差异化金融服务。两者在资产、收入结构上的差异非常明显。2022 年，美国上市区域性银行贷款占总资产比重的均值为 68%，多元化银行为 39%，前者利息净收入占总收入比重均值为 83%，后者为 62%。相比之下，我国全国性银行与区域性银行业务同质化较高，资产结构、收入结构分化程度明显低于美国。

图11 美国多元化银行与区域性银行的资产、收入结构较我国更分化

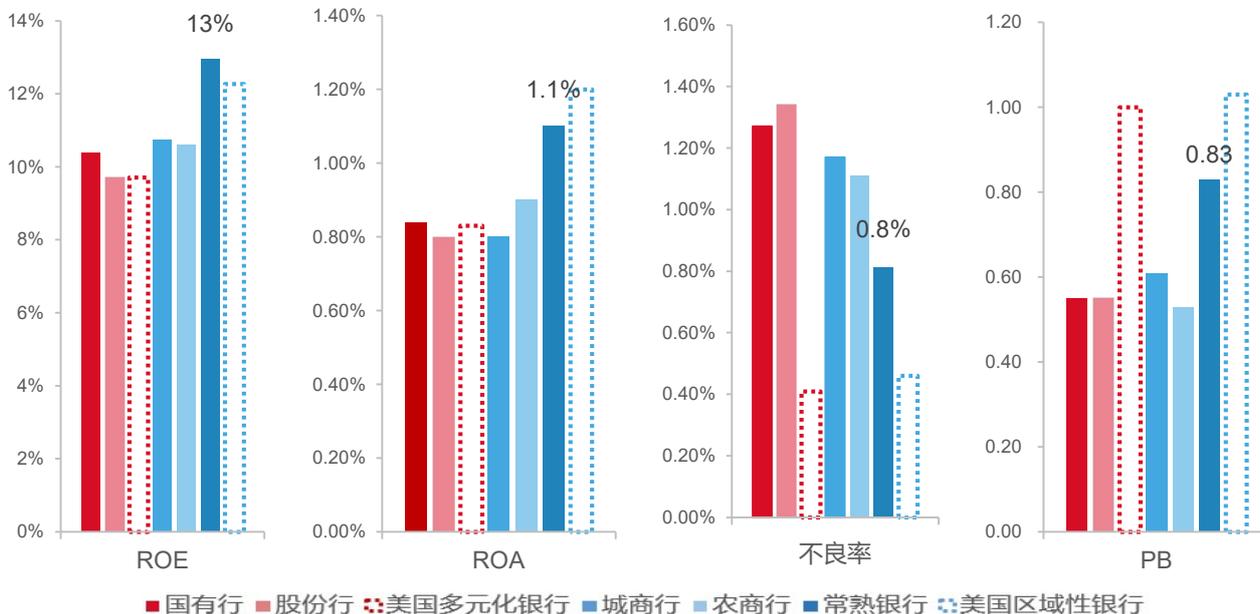


资料来源：各上市公司公告，Wind，东海证券研究所整理，截至 2022/12/31

注：美国多元化银行样本包括摩根大通、美国银行、花旗银行、富国银行、美国合众银行；美国区域性银行样本包括 211 家上市区域性银行

依托差异化策略，美国中小银行经营出色者众多。美国上市区域性银行平均盈利能力明显高于多元化银行（2022 年 ROE：12% V.S. 10%；ROA：1.2% V.S. 0.8%），不良率贷款率小幅高于多元化银行（2022 年末不良贷款率：0.4% V.S. 0.5%）。在二级市场，美国区域性银行平均估值水平高于 1 倍 PB，并较多元化银行享有一定估值溢价。在我国，上市区域性银行整体盈利水平与估值溢价较全国性银行的优势并不明显。

图12 美国区域性银行盈利能力与资产质量突出，PB 高于多元化银行

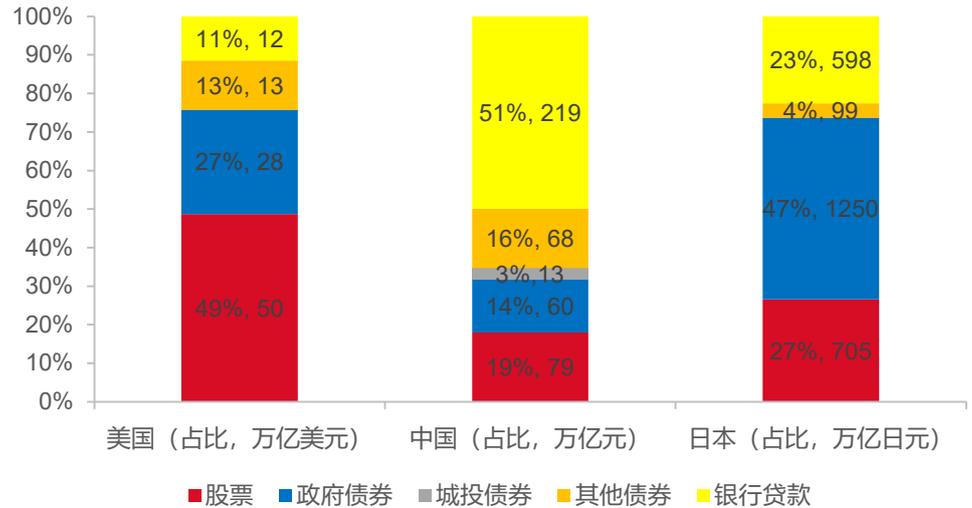


资料来源：各上市公司公告，Wind，东海证券研究所整理

注：ROE、ROA、不良率截至 2022/12/31，PB 截至 2023/06/21

与成熟市场相比，我国直接融资市场占比低、提升空间大。全面注册制落地后，大中型企业直接融资比例上升，传统银行业务下沉趋势将更明显。从近年实践来看，在投资银行、财富管理、资产管理等业务领域，头部商业银行凭借客户基础、经营网络、资金投入等优势占据有利位置。传统业务领域，基建、房地产融资放缓，信贷向制造业、中小微市场主体、居民消费倾斜。这一趋势与成熟市场银行业市场格局隐含的转型路径十分契合。

图13 与美国日本相比，我国股票市场规模占比偏低、贷款规模占比偏高



资料来源：美联储，人民银行，日本央行，亚洲开发银行，Wind，东海证券研究所整理  
美国数据截至.2022/09/30，中国、日本数据截至 2022/12/31

从业务属性来看，小微业务和零售业务面临的市场阻力较小，可以通过银行战略定位和执行力实现突破。相对资产包袱较大的全国性银行，该对资产包袱更小的区域性城农商行更为有利。此外，区域性银行扎根本地，对客户了解程度和与沟通效率强于大型银行，在业务效率、风险管理上亦具有天然优势。可以预见的是，未来将有更多区域性银行通过发展社区业务、个人业务、小微业务实现差异化发展。

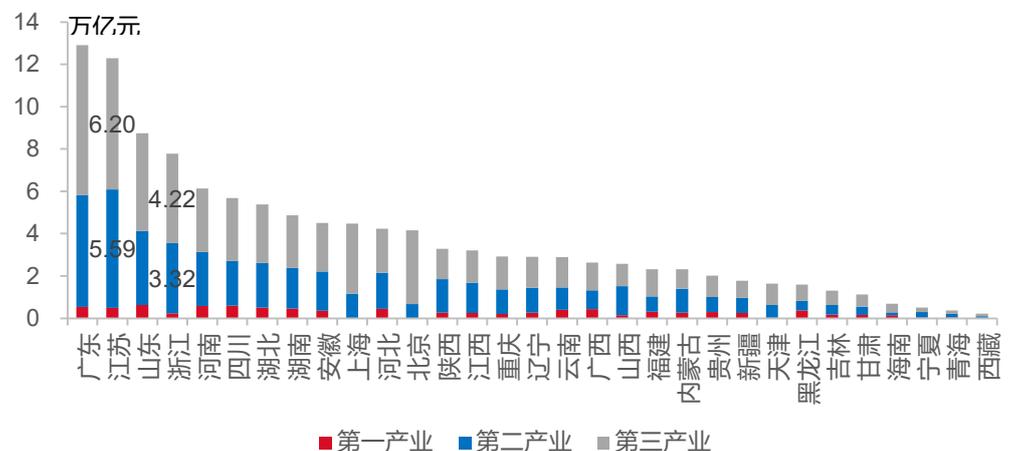
值得注意的是，常熟银行资产收入结构、盈利能力与资产质量与现阶段美国区域性银行平均水平接近（贷款占总资产比重：64% V.S. 68%；利息净收入占营业收入比重：86% V.S. 83%；ROE：13% V.S. 12%；ROA：1.1% V.S. 1.2%；不良贷款率：0.8% V.S. 0.5%），侧面反映其走在区域性银行转型发展前列。

### 2.3.江苏省优渥环境孕育广阔发展空间

小微业务需求主体包括中小微企业、个体工商户、农户、居民等。江苏省经济体量大、二三产业发达、小微群体梳理庞大，具备适合小微企业发展的经济土壤。

从经济体量来看，江苏省 GDP 总量仅次于广东省位居全国第二。2022 年，江苏省第二产业增加值 5.59 万亿元，居全国首位，第三产业增加值 6.2 万亿元，位居全国第二。

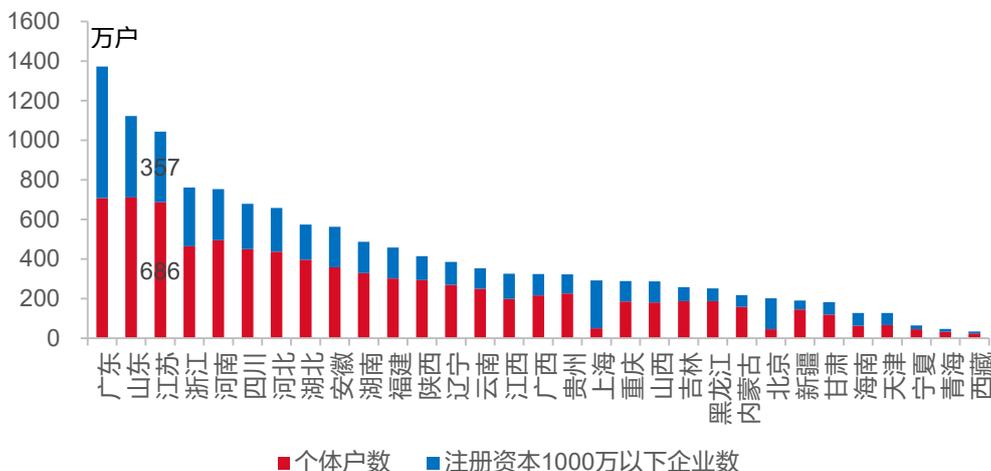
图14 江苏省第二、三产业产值分别为 5.6、6.2 万亿元，分居全国第一、第二位



资料来源：国家统计局，东海证券研究所，截至 2022/12/31

从经济特征来看，江苏省制造业发达，民营经济活跃，城乡一体化程度高，孕育了庞大的中小微企业、个体工商户、三农群体。截至 2022 年 3 月末，江苏省拥有 686 万个个体户，357 万注册资本 1000 万以下的小企业，二者合计数量位居全国第三。

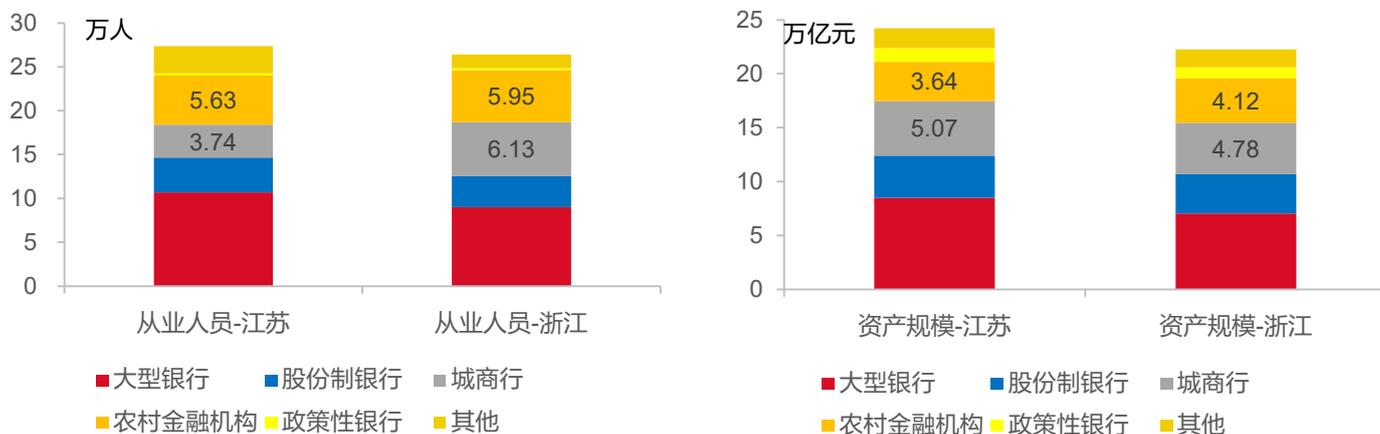
图15 江苏省小微主体数量庞大



资料来源：Wind，东海证券研究所，截至 2023/3/31

浙江省是我国小微金融专业化经营程度较高省份。常熟银行开展小微业务初期曾借鉴台州经验。除台州地区外，义乌、宁波、绍兴等地区银行小微业务也较为出色。浙江省城商行员工人均银行资产为 7800 万元，江苏省为 1.36 亿元，前者仅为后者的 57%。这一指标在台州地区（对应本地银行包括台州银行、泰隆银行与民泰银行）和常熟市（对应本地银行包括常熟银行）分别为 3134 与 4061 万元。同等业务规模下，小微业务对业务人员的需求明显高于批发业务，因此，浙江省城商行更低的人均资产反映其更高的业务下沉度。

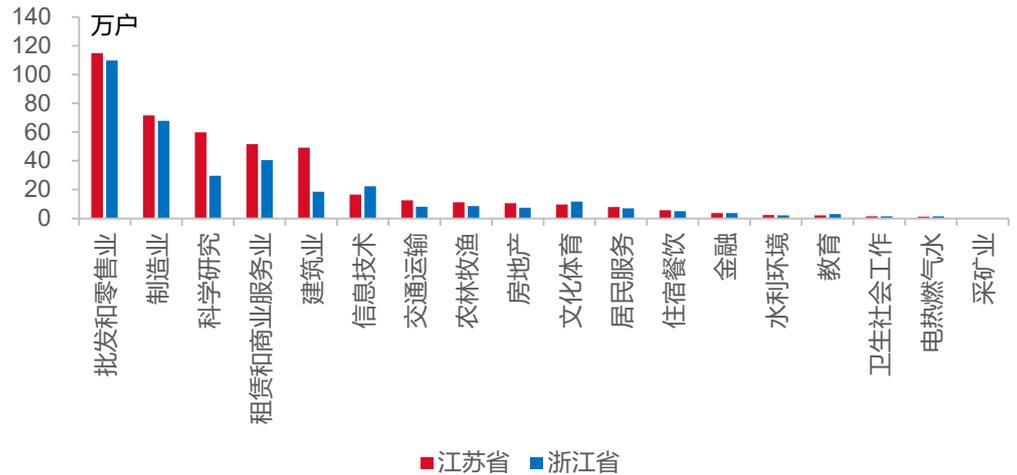
图16 更小资产规模略情况下，浙江城商行从业人员明显多于江苏省，反映前者下沉度更高



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所，截至 2021/12/31

江浙两省均具备庞大的经济体力和丰富的小微主体。此外，两省产业结构可比性也较强，批发零售业、制造业、租赁和商业服务业、科学研究、信息技术、建筑业企业数量均位居两省各行业前列。基于此，参照浙江省测算江苏省本地银行小微业务空间具有合理性。

图17 江苏省与浙江省注册企业的产业分布相似度较高



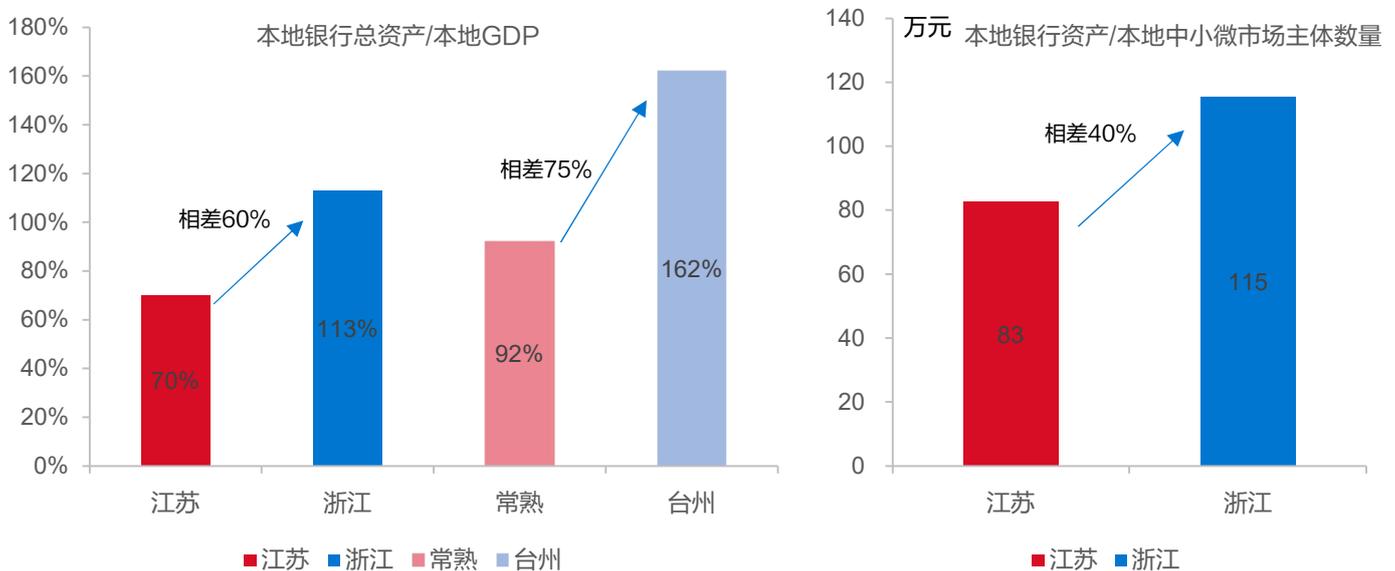
资料来源：国家统计局，Wind，东海证券研究所整理，截至 2023/12/31

从不同角度来看，江苏省内小微市场空间依然充足，有望支撑省内银行实现较快发展。常熟银行相对同行具备更加成熟的微贷经验与更广阔的网络布局，有望从中受益更多。

角度一：江苏省本地银行总资产与本地 GDP 之比为 70%，浙江省该比例为 113%，常熟市与台州市这一比例分别为 100%与 144%。参照浙江省与台州市，江苏省与常熟市本地银行总资产规模分别仍有 60%与 75%上升空间。

角度二：江苏省本地小微主体户均本地银行资产为 83 万元，浙江省为 115 万元。参照浙江省，江苏省银行资产规模仍有 40%的上升空间。

图18 与下沉度更高的浙江省相比，江苏省本地银行资产规模仍有较大增长潜力



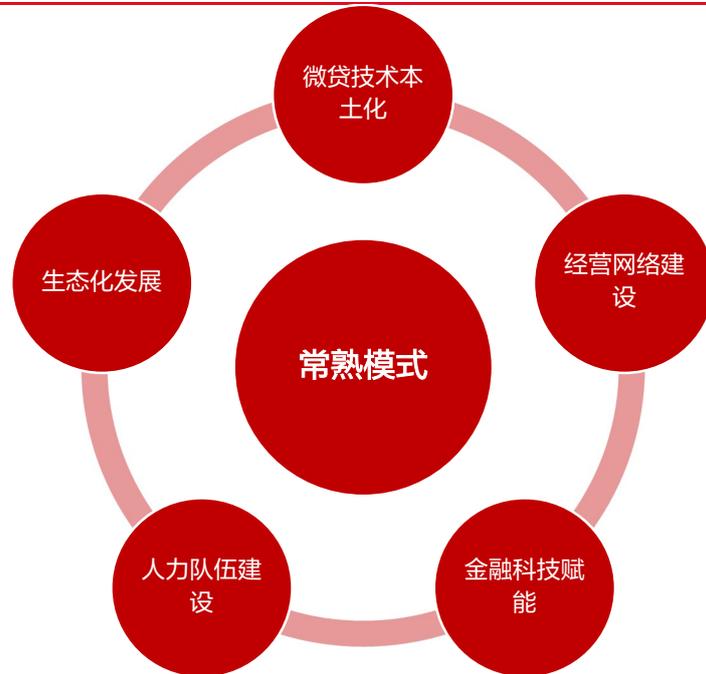
资料来源：国家金融监督管理总局，各公司年报，东海证券研究所整理，截至 2021/12/31

### 3. “技术+配套”领先优势护航成长

自 2005 年国家明确提出支持中小企业融资以来，我国多家中小银行与全国性银行陆续与德国 IPC 公司合作引入微贷技术。从我国实践来看，引进微贷技术只是小微业务专业化经营的第一步，后续全方位配套机制才是决定成功的关键。

常熟银行引入 IPC 技术后，因地制宜不断优化升级微贷技术并延伸小微业务内涵，最终形成行之有效的常熟模式。我们总结，常熟模式体现“技术+配套”综合优势，包括本土化信贷技术、专业小微人力队伍、多层次经营网络、全方位数字化转型、业务生态化建设等多重内涵。公司“技术+配套”处于行业前列，将为公司持续成长提供动能。

**图19 常熟模式体现集微贷技术、人力队伍、金融科技、生态化发展于一体的综合优势**



资料来源：公司公开信息，东海证券研究所整理

### 3.1.本土化改造形成具有竞争力的微贷技术

公司微贷技术源于德国 IPC 公司，IPC 微贷模型包括市场营销、贷款申请、信贷分析、信贷审批、贷款发放、贷后监控六个环节。由于微贷具有“轻抵押重信用”特征，借款人还款意愿和第一还款来源对信贷审批至关重要。IPC 微贷模型的核心在于通过实际调研将借款人的软信息量化，以此评估借款人的还款意愿和还款能力。

引入 IPC 技术之后，常熟银行结合本土实际进行优化。调查方式上，允许客户经理通过街坊邻居口碑侧面印证（原始 IPC 技术不允许侧面打听）；还款方式上，公司根据常熟市家庭加工作坊经营周期，创设随借随还等多种灵活方式（原始 IPC 技术鼓励按月还款）。

IPC 技术以单件质量为导向，客户经理充当全能型信贷专家角色。在早期实践中，一笔业务全程由客户经理手工完成，对人力劳动依赖度较高。随着业务快速增长，这种模式在业务管理和运营效率方面的短板显现，制约异地业务开展。

在此背景下，公司引入信贷工厂技术（即对信贷流程进行功能性切割，形成前台营销调查、中台审批、后台管理操作的流水线，建立标准化信贷业务批量处理模式），解决了 IPC 微贷模式对人的依赖和跨区域复制难题，最终形成了 IPC（负责前端进件和风控）+信贷工厂（负责效率和规则）的常熟微贷技术。

图20 常熟银行结合 IPC 与信贷工厂形成常熟微贷技术



资料来源:《飞燕筑梦》(陈德翔、白云辉著,中国金融出版社),东海证券研究所整理

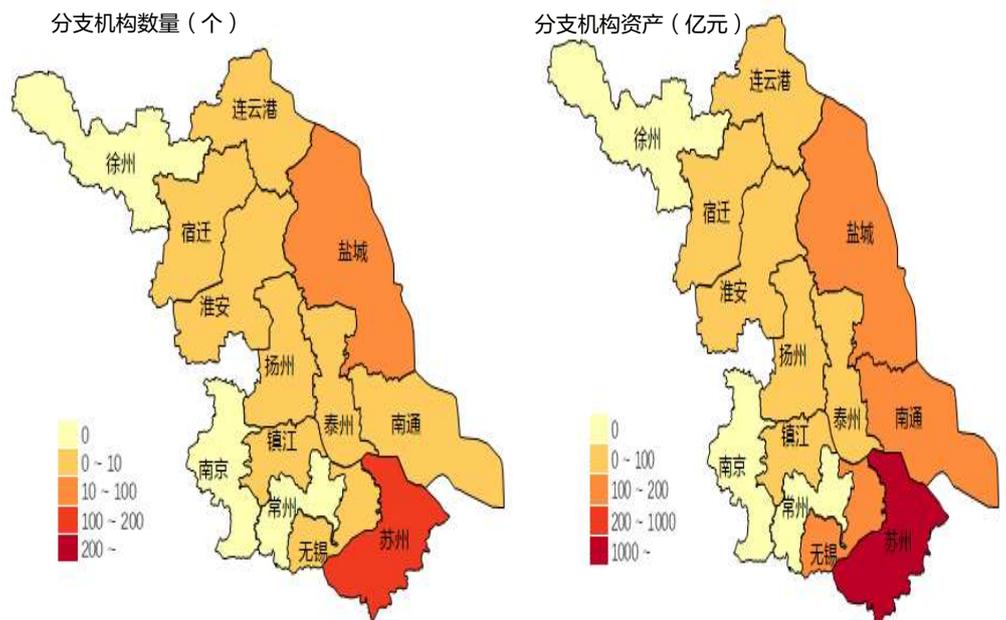
### 3.2. 广阔经营网络奠定扎实的成长基石

经过多年积累,常熟银行搭建了立足常熟、辐射江苏、面向省外,覆盖城、镇、村的经营网络体系,是地域分布最广泛的县级农商行之一。经营网络既包括传统分支行,还包括适应小微业务特点的自助银行、便民服务中心、普惠金融服务点、兴福驿站、微银行以及电子银行渠道等新型渠道。广阔经营网络为公司实现跨越发展提供了极大便利。

在常熟市内,公司拥有109家分支机构,存款、贷款市场份额在常熟市金融机构中均位居第一<sup>2</sup>。2022年末,常熟市分支机构(含总行)总资产1531亿元。

在常熟以外江苏省内其他地区,公司拥有异地分支机构共有59个,分布于江苏省10个地级市。至2022年末,江苏省异地分支机构总资产977亿元。

图21 常熟银行分支机构分布于江苏省内10个地级市

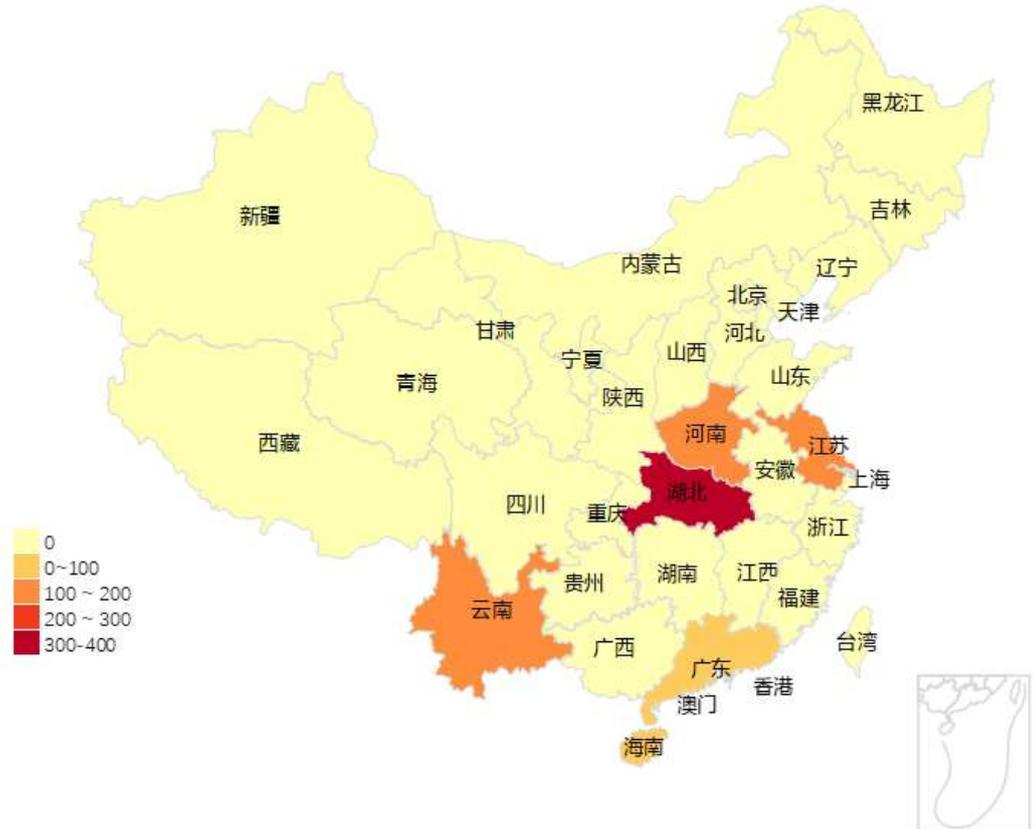


资料来源:根据公司2022年报整理,东海证券研究所

<sup>2</sup> 资料来源:常熟银行可转债募集说明书。至2022年6月末,人民币存款余额占常熟市场总额的比例为28.55%,人民币贷款余额占比15.33%

在巩固省内市场的同时，公司按照集约化开设分支机构、批量化组建村镇银行的发展思路，移植微贷模式至省内外异地经营机构。兴福村镇银行服务鄂、豫、苏、滇、琼、粤 6 省广大农村地区，形成覆盖 110 多个区县和 900 多个镇的普惠金融服务网络。至 2022 年末，村镇银行总资产达到 669 亿元。

图22 兴福村镇银行资产（亿元）分布于江苏等六省



资料来源：根据公司 2022 年报整理，东海证券研究所

### 3.3.成熟的人才体系打造小微专业队伍

小微业务人力需求与传统银行批发零售业务不同，对耐力、基层工作能力更为看重。公司经过多年探索，打通招聘、培训、成长环节，建立了完善的小微专业队伍培养体系。

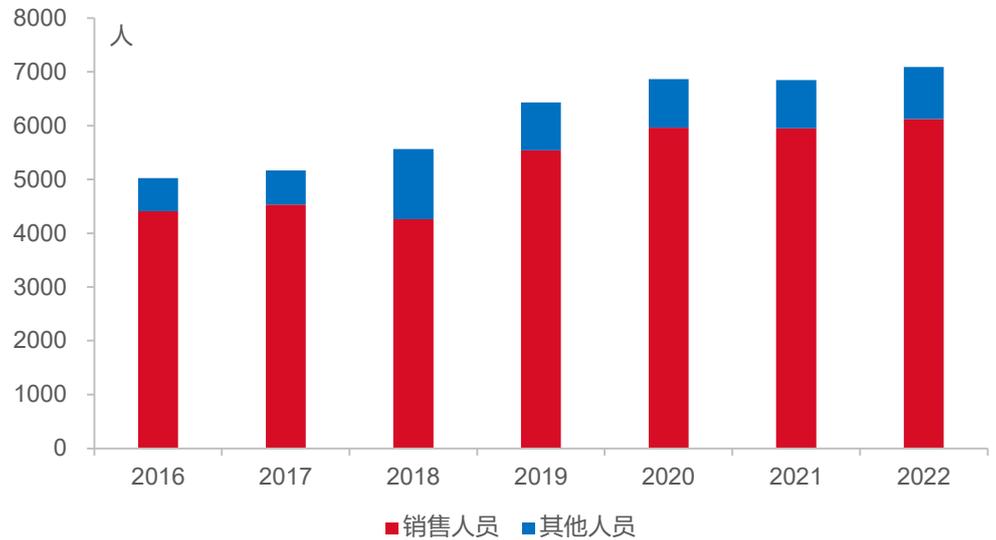
图23 常熟银行具有完善的小微人才培养体系



资料来源：《飞燕筑梦》(陈德翔、白云辉著，中国金融出版社)，东海证券研究所整理

公司小微业务快速增长致业务人员需求大幅增加。上市以来，常熟银行公司员工数从 5000 余人增加至 7000 余人。其中，小微金融总部已发展成为 1700 人的专业队伍，成员分布在江苏省内的 85 个网点，是一支充满狼性精神的 80、90 后年轻战队<sup>3</sup>。小微金融队伍充分发挥小微金融服务专营机构优势，凭借专业的技术和优秀的服务品质，在打造小微企业客户融资“首选银行”和微贷领域“领先银行”的品牌发挥重要基础作用。

**图24 常熟银行人员增长迅速**

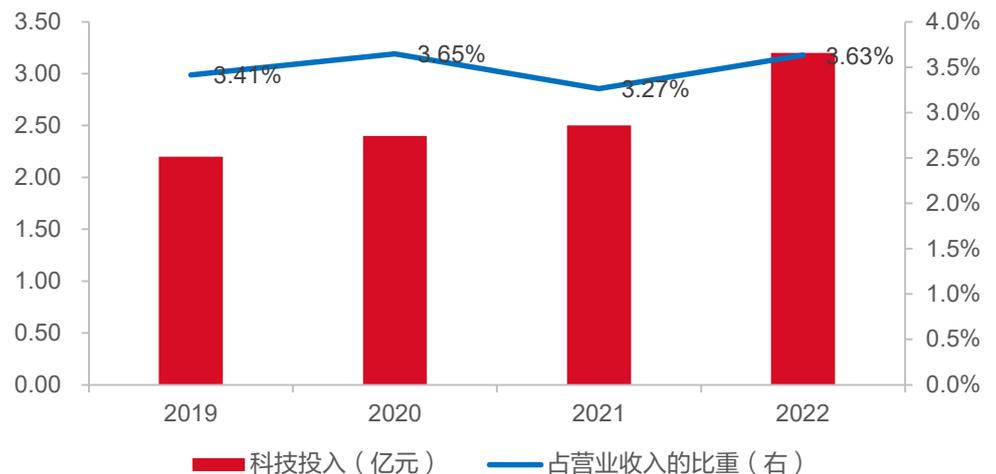


资料来源：公司各年度报告，Wind，东海证券研究所整理

### 3.4.全方位发展金融科技，提升运营效率

常熟银行对标行业标杆，保持较大金融科技投入力度，全方位、高质量推进数字化转型。2019-2022 年，公司每年金融科技投入占营业收入的比重保持 3% 以上。2022 年，公司科技投入 3.14 亿元，同比增长 25%。

**图25 科技投入占营业收入的比重保持 3% 以上**



资料来源：公司 2023 业绩说明会材料，东海证券研究所整理

经过多年持续投入，公司金融科技实现前、中、后台全覆盖，在小微业务线上化、线上批量获客、账务核心系统升级、数字化风控等方面取得良好成效。

<sup>3</sup> 资料来源：《飞燕筑梦》(陈德翔、白云辉著，中国金融出版社)

**小微业务线上化：**MCP（移动信贷平台）经过三期迭代，实现资料实时传输，部分产品的实时审批，极大节约了一线业务人力、提升小微业务审批效率。

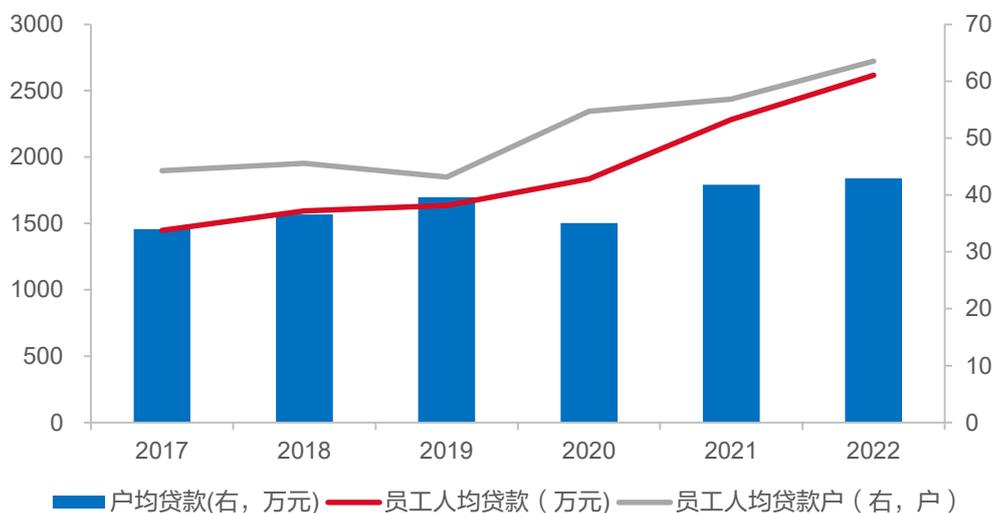
**批量获客：**构建客户标签体系，精准客户画像，通过场景建设、与第三方联合建模等方式，利用多渠道线上获客矩阵，形成全方位多角度获客能力。

**核心账务系统升级：**上线“分布式、微服务”新一代核心账务系统，首家在分布式核心账务系统上搭载国产分布式数据库，首家在分布式核心账务系统上实现“单核异构”，首家在分布式核心集成业务中台，交易处理能力提升 46 倍。

**线上风控建设：**全行级反欺诈风险监控实现手机、网银、网联等全渠道业务的实时交易监控，为公司发展提供坚实的技术支撑与保障。

金融科技的全面应用明显提升运营效率，户均贷款规模稳定（意味着没有偏离小微定位）的前提下，员工人均贷款规模与贷款户稳步提升。2022 年，公司员工人均贷款规模为 2618 万元，人均贷款户数为 63.57 户，分别较 2017 年提升 44%与 81%。

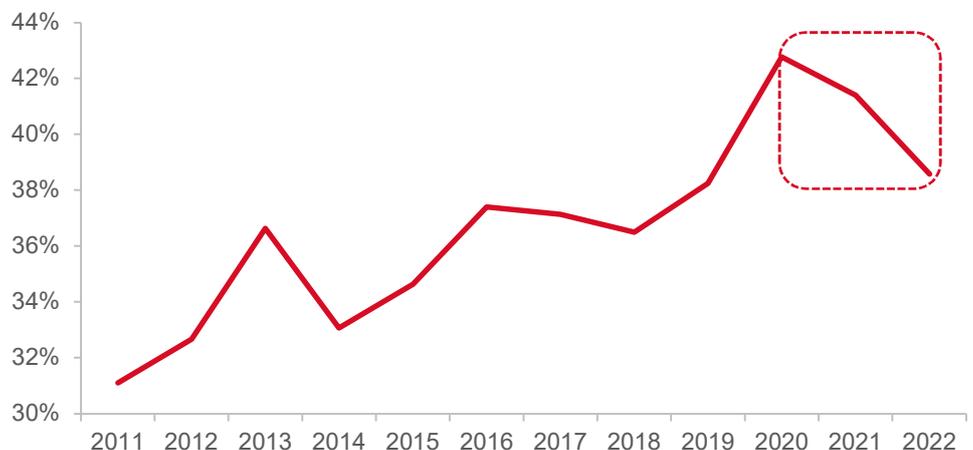
**图26 户均贷款规模稳定的情况下，员工人均贷款规模与贷款户数明显上升**



资料来源：公司各年度报告，东海证券研究所整理

金融科技投入对效率的提升亦逐步体现于财务数据中。2021-2022 年，公司成本收入比连续两年明显下降，2022 年成本收入比为 38.58%，较 2020 年高点下降 4.19 个百分点。

**图27 2021-2022 年，公司成本收入比明显下降**



资料来源：公司各年度报告，东海证券研究所整理

注：成本收入比=业务及管理费用/营业收入

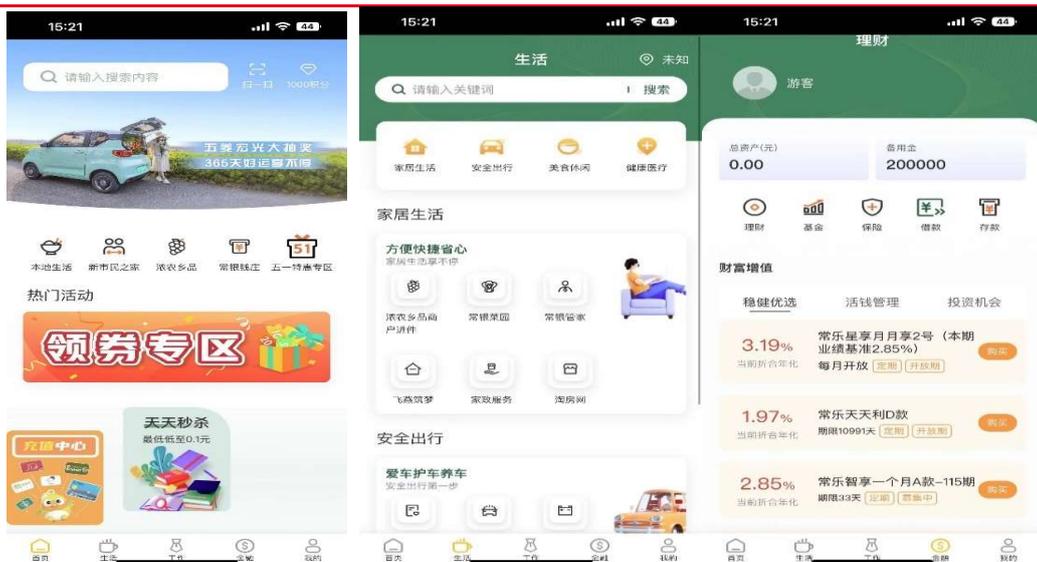
### 3.5.以生态化建设提升客户粘性

生态构建是提升客户粘性的重要手段，有利于商业银行深度挖掘客户业务价值，发挥资产、负债、财富管理等业务协同效应。常熟银行顺应行业趋势，生态建设走在同行前列。

针对个人客户，公司构建客户权益体系，整合信用卡、营销活动、优惠券等各渠道分类权益，集中归户实现跨平台跨应用输出，满足金融生活多场景使用需求。

针对三农客户，公司自主开发“浓农乡品”特色商务平台，致力于整合地方农产品、为农户客户增加销售渠道，提供农产品在线交易、基地直供、物流配送等高品质生活服务。在“浓农乡品”基础上，进一步完善生活服务及企业管理功能，打造泛生态圈“常银生活”。

图28 常银生活 APP 页面展示



资料来源：公司官方 APP，东海证券研究所整理

针对企业客户，公司推出非金融服务平台“常银生意”，提供普惠的企业数字化服务，一站式满足企业人事、财务、后勤等管理需求。企业日常生产经营管理方面，为企业提供工商注册、跨行薪资代发、财务管理、代账、在线开票等服务。生产经营服务方面，为企业提供工业品、原材料等生产要素供应链产品交易服务。企业外部服务方面，为企业提供股权投资、保险、法律、知识产权、绿色环保等外部服务。

图29 常银生意 APP 页面展示



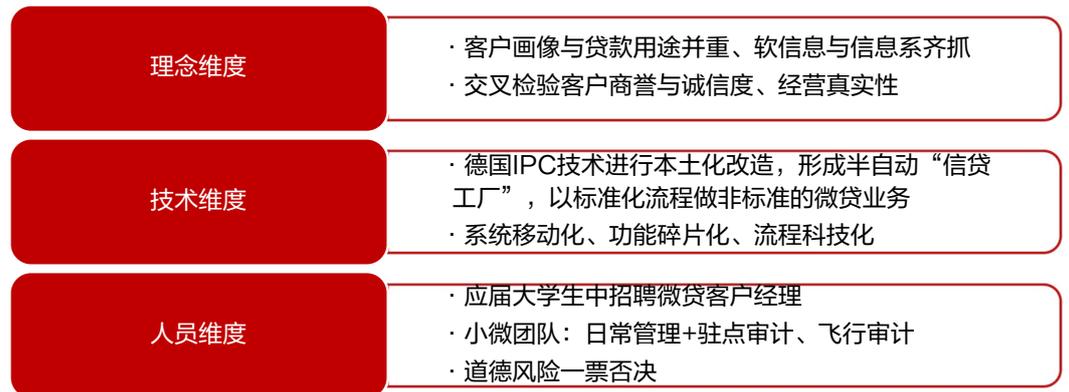
资料来源：公司 APP，东海证券研究所

## 4.有效风控体系与优异资产质量奠定安全基础

### 4.1.人防、制防、技防筑牢小微业务风险屏障

公司通过一体化的风险管理体系对小微信贷业务实行审慎、有力的风险管控。机制方面，小微金融总部设立独立的风控管理部门，并设置三级风控岗位，建立了从申请到贷后全流程的风控闭环管理体系。措施方面，公司从理念、技术、人员三个维度出发，将多种措施嵌入贷前、贷中、贷后环节，全方位全流程防范和监控业务风险。

图30 公司从三个维度采取措施强化小微业务风险控制



资料来源：公司 2018 年度报告，东海证券研究所

此外，近年来公司顺应行业趋势，大力推进数字化风控，将大数据模型和专家人工干预相结合，人防、制防和技防相结合，打造集客户管理、贷款管理和审计管理于一体的高效贷款管理系统，明显提高了小微业务风险管理效率与质量。

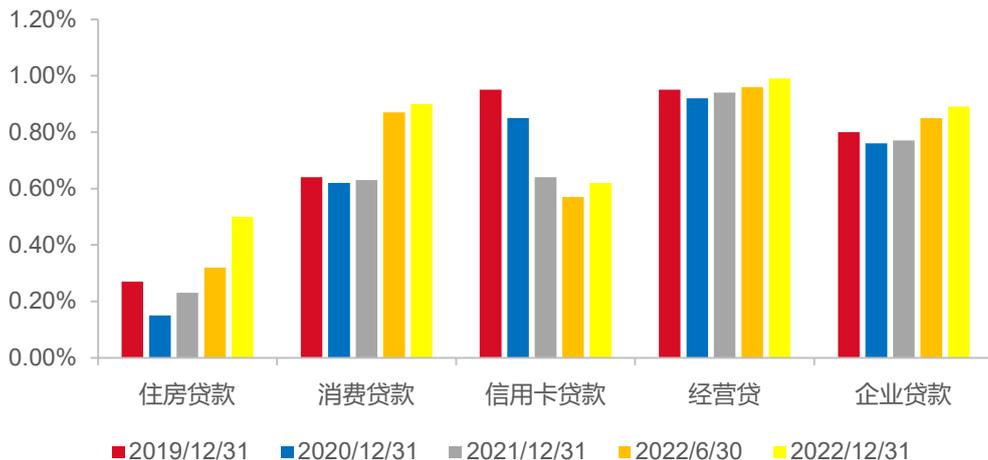
图31 星系列产品智能化审批平台实现风险智能化管理



资料来源：公司业绩发布会资料，东海证券研究所

公司小微业务风险管理效果理想，个人经营性贷款不良率始终控制 1%以内。横向来看，个人经营性贷款不良率与企业贷款不良率波动一致，体现小微业务遵循一致风控标准。

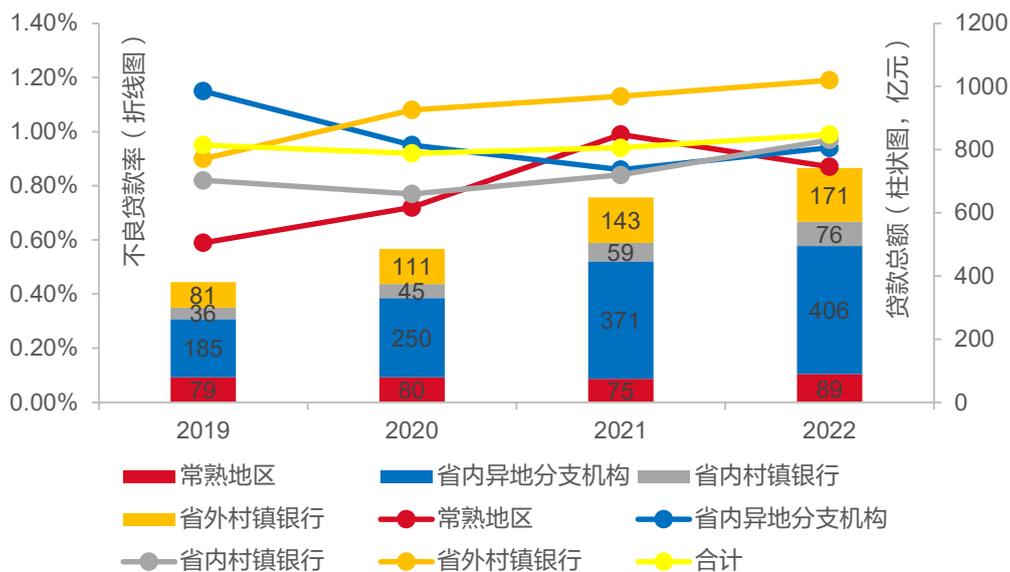
图32 个人经营性贷款不良率控制在 1%以内



资料来源：公司定期报告，东海证券研究所

分地域来看，省内个人经营性贷款不良率极低，扮演压舱石角色，省外不良容忍度略高于省内业务。2022 年末，省内机构不良率均低于 1%，省外村镇银行略高于 1%。

图33 常熟银行不同地区经营性贷款不良率表现稳定

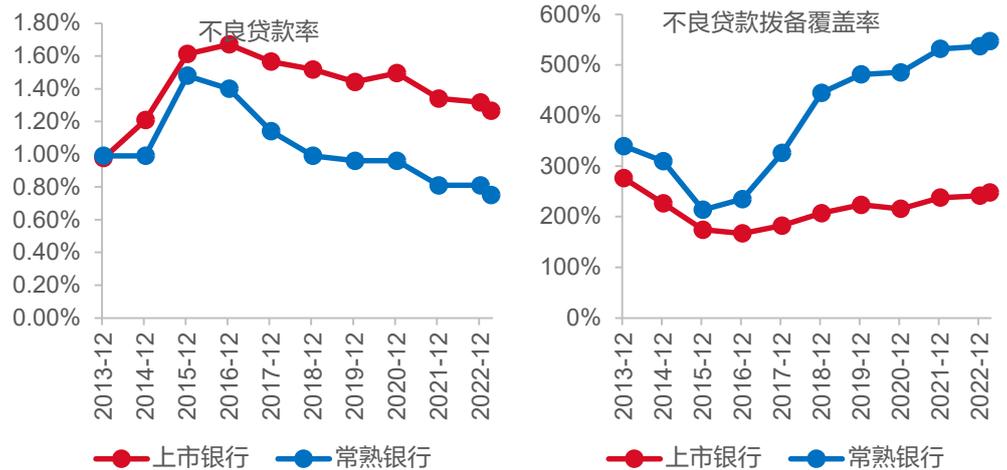


资料来源：公司定期报告，东海证券研究所

## 4.2.公司资产质量长期保持优异

公司不良贷款率与拨备覆盖率长期处于上市银行前列。2023 年 Q1 末，公司不良贷款率为 0.75%，不良贷款拨备覆盖率为 547.30%，分别位居上市银行第一位、第三位。

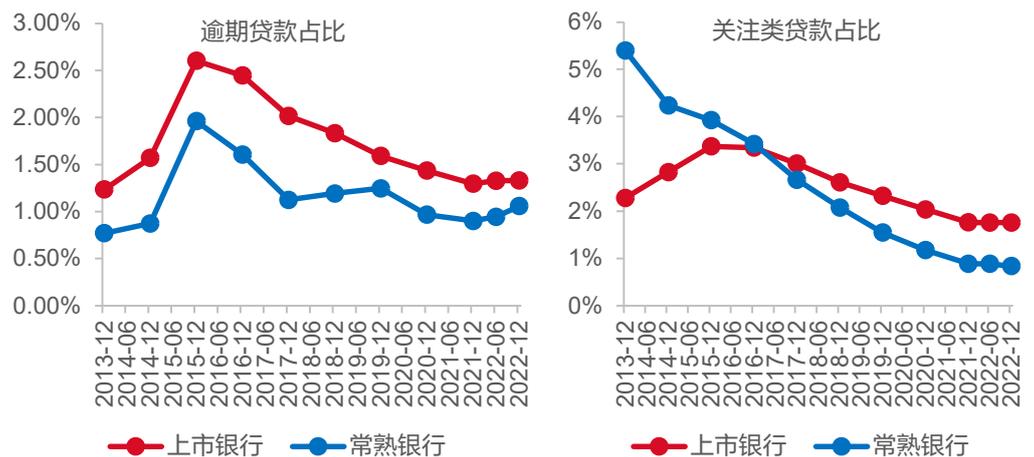
图34 常熟银行逾期贷款占比与关注类贷款占比明显低于上市银行



资料来源：公司各年度报告，东海证券研究所

前瞻性指标方面，公司逾期贷款占比与关注类贷款占比好于上市银行整体水平。2022年末，公司逾期贷款占比为1.06%，关注类贷款占比为0.84%。

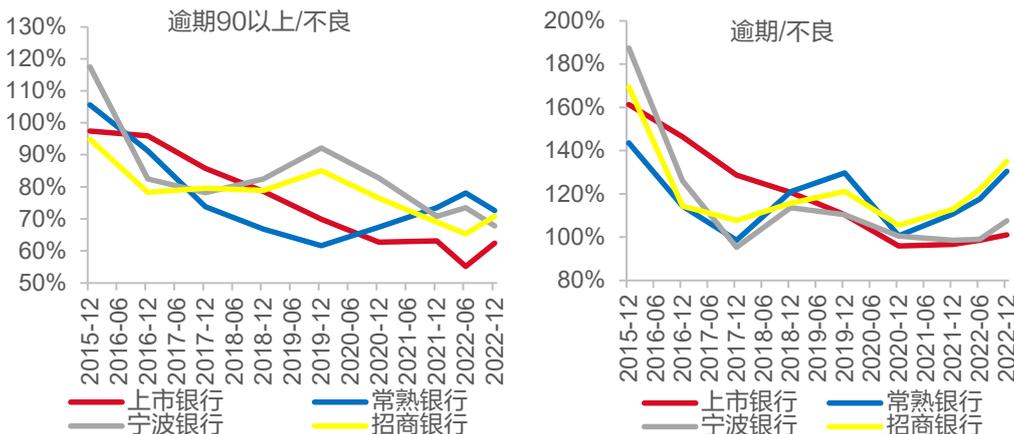
图35 常熟银行逾期贷款占比与关注类贷款占比明显低于上市银行整体水平



资料来源：公司定期报告，东海证券研究所

公司不良贷款偏离度略高于上市银行整体水平，一方面是由于公司零售贷款占比较高，逾期后经催收可恢复正常的比例更高，这一现象在零售占比较高的银行中普遍存在；另一方面，常熟银行村镇银行客户下沉度更高，客户信用管理意识与能力略低于母行。与招商银行、宁波银行等零售标杆银行相比，常熟银行不良偏离度在正常范围内。

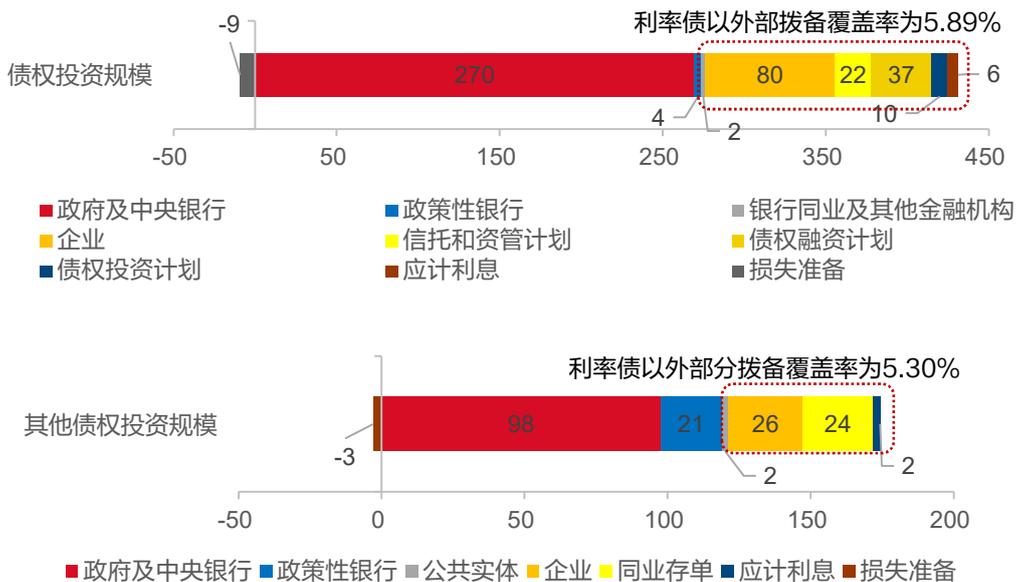
图36 小微业务属性使得常熟银行不良偏离度略高于上市银行，但仍与标杆行对标



资料来源：公司各年度报告，东海证券研究所整理

公司金融投资类资产质量良好、计提比例充分。截至 2022 年末，按照非信贷资产五级分类标准，公司金融投资不良率为 0%。其中，债权投资（该部分投资以摊余成本计量）计提减值损失准备 9.27 亿元，计提比例为 2.15%，剔除利率债后计提比例为 5.89%。其他债权投资（该部分以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）计提减值损失准备 2.93 亿元，计提比例为 1.68%，剔除利率债后计提比例为 5.30%。以上两类金融投资剔除利率债后计提比例均高于公司拨贷比（2023 年 Q1 末，拨贷比 4.12%）。

图37 剔除利率债后，公司债权投资与其他债权投资减值计提比例分别为 5.89%与 5.30%



资料来源：公司 2022 年度报告，东海证券研究所整理，单位为亿元

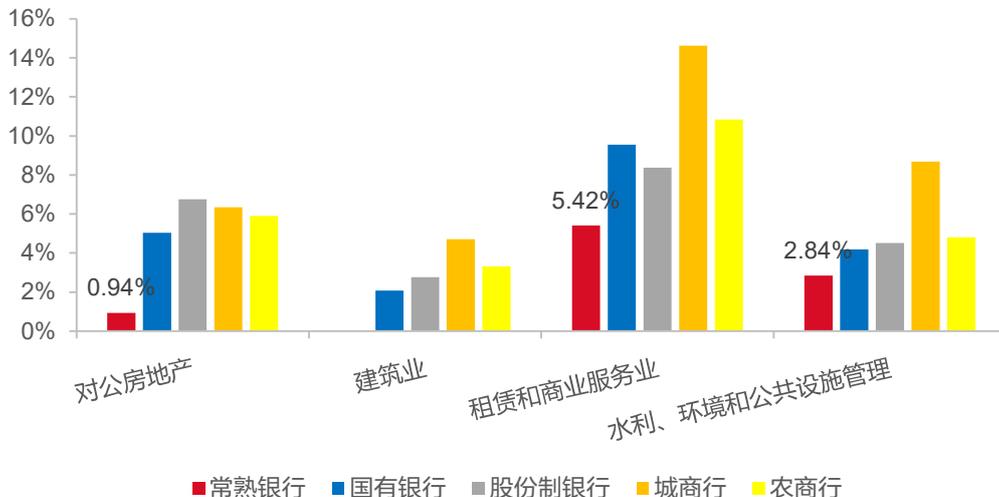
### 4.3.资产质量受个别风险上升行业影响较小

与城商行及省市级农商行不同，包括常熟银行在内的长三角地区县域农商行贷款投向实体经济的比例普遍更高，投向房地产行业、融资平台等领域比例普遍更低。加之地方财政巩固，后两个领域风险景气下行对这些农商行资产质量影响有限。

2022 年末，常熟银行对公房地产贷款占总贷款比重为 0.94%（上市城商行为 6.34%，农商行为 5.90%），不良率为 0%，融资平台集中行业（主要包括建筑业、租赁和商业服务业，水利、环境和公共设施管理业）贷款占比合计 8.26%（上市城商行为 28.03%，农商行

为 18.98%)，其中，建筑与租赁服务业占比 5.42%，不良率为 1.23%，水利、环境和公共设施管理业贷款占比 2.84%，不良率为 0.01%。

**图38 常熟银行房地产行业与基建行业贷款占比低**



资料来源：公司 2022 年度报告，东海证券研究所整理

注：常熟银行租赁和商业服务业统计口径包括建筑业

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测关键假设

#### 资产规模

我国商业银行小微业务市场空间广阔。凭借广泛的经营网络，公司资产规模有望保持较快增长。假设公司 2023、2024、2025 年总资产增速分别为 14.99%、14.98%、14.49%，贷款净额增速略快于总资产增速分别为 16.50%、16.00%、15.00%，存贷比基本稳定的前提下，存款增速分别为 16.00%、15.50%、14.50%。

#### 资产/负债平均利率与净息差

测算银行业 5-6 月存款降息将降低公司存款平均成本率约 4.8bp，受存款期限和重定价周期影响，节奏上前低后高，预计 2023 年 Q2 至 2024 年 Q1 存款平均成本率分别下降 1.74、0、0.57、2.43bp。

测算 6 月 LPR 下调将降低公司贷款平均收益率 10.23bp，受贷款期限和重定价节奏影响，节奏上前高后低，预计 2023 年 Q3 至 2024 年 Q2 贷款平均收益率分别下降 3.64、1.25、3.07、2.26bp。

参照债市表现，预计 2022 年公司投资收益率与发行债券成本率预计较去年略有回升。以上因素影响下，预计全年净息差（测算值）2.91%，较 2022 年下降 2bp。

2024-2025 年，假设随着宏观经济恢复，公司市场化定价优势促进贷款收益率企稳后小幅回升，公司存款成本率随存款活化度提升微幅下降；以上因素影响下 2024-2025 年净息差（测算值）为 2.92%、2.96%。

#### 手续费及佣金净收入

公司综合化经营深入，客户基础夯实，财富管理业务有望促进手续费及佣金净收入保持较快增长，假定公司 2023、2024、2025 分别同比增长 10.99%、15.88%、21.22%。

### 其他非息收入

2022 年投资收益基数较高，假设 2023 年其他非息收入同比下降 6.73%，2024、2025 年分别同比增长 13.74%、12.22%。

### 业务及管理费用

公司金融科技投入力度较大，2021-2022 年效率提升效果明显，成本收入比从 41.40% 下降至 38.58%，假设公司成本收入比仍有下降空间，2023、2024、2025 成本收入比 37.45%、37.16%、36.85%，对应业务及管理费用同比增速 9.63%、13.00%、15.00%。

### 资产质量

江苏省经济基础稳固，叠加公司风险管理较好，假设公司不良贷款生成率稳定基础上窄幅波动，2023、2024、2025 年化不良贷款毛生成率 0.49%、0.50%、0.56%。

2022 年公司先于监管要求披露金融资产不良率为 0，同时考虑金融投资拨备计提比例较高，假设 2023 年下半年金融投资五级分类应用不会对公司资产质量产生明显影响。

假定公司保持审慎原则，计提比例和不良处置维持较大力度，2023、2024、2025 年信贷成本分别为 1.05%、0.99%、0.99%，不良贷款核销比例（年化）分别为 50.74%、44.82%、54.94%，已核销贷款收回比例（年化）分别为 18.79%、23.31%、27.47%。

以上假设下，公司不良贷款率将较为稳定，2023、2024、2025 年分别为 0.77%、0.79%、0.79%，拨备覆盖率保持较高水平，分别为 550.25%、542.83%、550.69%。

## 5.2.投资建议

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 99.49、113.30、131.40 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 32.45、37.93、44.46 亿元，期末归属于普通股股东的每股净资产分别为 9.25、10.28、11.50 元，6 月 21 日收盘价 6.70 元对应 PB 为 0.72、0.65、0.58 倍。

公司处于中小银行转型发展前列，业务模式领先、发展空间广阔、资产质量优异，相对估值可参照国内细分板块优质中小银行及美国为代表的成熟市场中小银行。目前国内行业细分板块龙头招商银行与宁波银行相对估值分别为 0.97 倍 PB 与 1.05 倍 PB，美国区域性银行平均估值为 1 倍 PB。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表5 可比公司估值表

可比公司	最新价 (元)	总市值(亿 元)	市净率 PB (倍)				每股净资产(元)			
			最新	2023E	2024E	2025E	最新	2023E	2024E	2025E
招商银行	33.17	8350.59	0.97	0.88	0.78	0.68	34.13	37.59	42.75	48.69
宁波银行	25.44	1679.95	1.05	0.94	0.81	0.70	24.16	26.99	31.26	36.16
常熟银行	6.70	183.64	0.83	0.72	0.65	0.58	8.03	9.25	10.28	11.50
张家港行	4.18	90.69	0.68	0.59	0.53	0.48	6.13	7.09	7.96	8.63

资料来源：iFinD，东海证券研究所

注：最新价为 6 月 21 日收盘价；最新每股净资产为公告值，截至 6 月 21 日；可比公司每股净资产预测值为 iFinD 一致预测

## 6.风险提示

- (1) 信贷需求不足，公司资产规模增长不及预期；
- (2) 宏观经济大幅下滑，小微贷款质量大幅恶化；
- (3) 货币政策连续降息，公司净息差息差大幅收窄。

## 附录：三大报表预测值

每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (摊薄)	1.00	1.18	1.38	1.62
BVPS (元)	8.24	9.25	10.28	11.50
P/E (倍)	6.69	5.66	4.84	4.13
P/B (倍)	0.81	0.72	0.65	0.58

盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E
ROAA	1.10%	1.12%	1.14%	1.17%
ROAE	12.95%	13.54%	14.13%	14.89%
净利差 (SPREAD)	2.82%	2.80%	2.82%	2.86%
净息差 (NIM)	2.93%	2.91%	2.92%	2.96%
信贷成本	1.11%	1.05%	0.99%	0.99%
成本收入比	38.58%	37.45%	37.16%	36.85%
所得税有效税率	12.99%	12.28%	12.06%	12.06%

利润表 (百万)	2022A	2023E	2024E	2025E
利息收入	13,233	15,389	17,382	19,987
利息支出	5,621	6,597	7,336	8,310
利息净收入	7,611	8,792	10,045	11,677
手续费净收入	188	209	242	293
其他非息收入	983	917	1,043	1,170
营业收入	8,809	9,949	11,330	13,140
营业费用与税金	3,445	3,781	4,273	4,915
资产减值损失	2,000	2,221	2,443	2,809
营业利润	3,364	3,947	4,614	5,416
所得税	437	485	556	653
净利润	2,927	3,465	4,057	4,763
母公司所有者利润	2,744	3,245	3,793	4,446

业绩增长率	2022A	2023E	2024E	2025E
利息净收入	13.75%	15.51%	14.26%	16.24%
手续费及佣金净收入	-20.91%	10.99%	15.88%	21.22%
营业收入	15.07%	12.95%	13.88%	15.98%
拨备前利润	20.73%	15.00%	14.41%	16.56%
归母净利润	25.39%	18.27%	16.89%	17.20%

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所预测

注：资产负债表与利润表单位为百万元，估值对应 6 月 21 日收盘价 6.70 元

资产负债表 (百万)	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及存放央行	16,954	20,302	23,449	26,849
同业资产	6,311	4,488	5,184	5,935
金融投资	72,492	83,001	93,455	105,899
贷款总额	193,433	225,207	261,436	300,938
贷款损失准备	8,421	9,549	11,190	13,077
贷款净额	185,626	216,255	250,855	288,484
生息资产总额	277,059	313,691	361,784	414,988
总资产	287,881	331,031	380,630	435,768
同业负债	16,801	25,558	28,648	32,775
存款	219,182	254,252	293,661	336,242
应付债券	14,767	11,608	13,012	14,886
付息负债	258,297	299,666	344,565	394,479
总负债	263,766	303,966	350,522	402,087
少数股东权益	1,538	1,719	1,918	2,156
母公司所有者权益	22,578	25,346	28,191	31,525

规模指标	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产增速	16.75%	14.99%	14.98%	14.49%
总贷款增速	18.82%	16.43%	16.09%	15.11%
贷款净额增速	18.80%	16.50%	16.00%	15.00%
存款增速	16.86%	16.00%	15.50%	14.50%
贷存比	88.25%	88.58%	89.03%	89.50%

资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.81%	0.77%	0.79%	0.79%
不良贷款毛生成率	0.53%	0.49%	0.50%	0.56%
不良贷款净生成率	0.13%	0.08%	0.13%	0.11%
拨备覆盖率	536.77%	550.25%	542.83%	550.69%
拨备/贷款总额	4.35%	4.24%	4.28%	4.35%

资本	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	13.87%	13.46%	12.80%	12.29%
核心一级资本充足率	10.21%	10.14%	9.79%	9.54%
杠杆倍数	11.92	12.22	12.63	12.93

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: ( 8621 ) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: ( 8621 ) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: ( 8610 ) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: ( 8610 ) 59707100  
 邮编: 100089