

2019年10月08日

常熟银行 (601128.SH)

微贷翘楚，远大前程

- 我们认为，常熟银行作为微贷领域的翘楚，且具备一定的成长空间，稀缺性突出，理应享有估值溢价。

得益于管理层对战略的长期坚守、差异化的客户定位以及良好的风控，常熟银行打造了具备业务壁垒的微贷模式。而异地分行网点下沉、投资管理型村镇银行布局为其提供了业务模式对外输出的重要抓手，打开了成长空间。中长期来看，随着个人经营性微贷占比的持续提升，ROE有望稳步上行。

- 常熟银行微贷模式具备业务壁垒。①管理层对战略的坚持与不断创新是中长期发展的源动力。常熟银行小微业务发轫于2008年，通过引入IPC技术以及信贷工厂模式，并进行本土化改造，逐步成长为微贷领域的专业银行。

②客户定位差异化是其核心竞争力。大中型银行小微业务偏向贷款规模在100万—1000万元的客群，而常熟银行小微客户主要定位在单户贷款规模100万元以下的客群，两者的客户定位就不完全一致。

近期大中型银行在普惠金融领域的“攻城略地”，从中长期来看预计对常熟银行的影响有限：首先，大中型银行做小微对常熟银行的冲击是非线性的，负面影响逐年递减；其次，为了应对大中型银行的竞争，常熟银行也采取了一些应对措施，包括信贷结构优化客群下沉、提升无抵押贷款和个人经营性贷款占比等。

③了解客户是其风控的内核。首先，客户经理上门拜访，分析客户实际用款需求，构建贷款的经营场景；其次，考察客户的道德品质、家庭状况以及邻居街坊对其评价，分析还款意愿；最后，才是考察客户的还款能力，即未来现金流情况。

- 异地扩张空间广阔。①2018年下半年开始，常熟银行新设立异地支行的速度有所加快。按照目前公司异地发展的规划，依据我们的测算，预计2024年末异地分行贷款规模较2018年末将接近翻两倍。

②村镇银行短期以加强管理、提升盈利能力为主，并通过设立兴福驿站扩大业务半径。投资管理型村镇银行开业之后，可以投资设立或兼并收购村镇银行，这也有望成为常熟银行新的利润增长极。

③我们预计，凭借异地分行与村镇银行的双轮驱动，常熟银行可能迎来新一轮的区域发展红利。

- 中长期ROE有望持续回升。对比台州和泰隆银行，若公司异地小微业务保持较快发展，个人经营性贷款占比能逐年稳步提升，在可预期的未来，ROE、ROA以及净息差有望持续回升。我们预测，若常熟银行个人经营性贷款占贷款总额的比例在2024年达到44.5%，则ROE、ROA、净息差可分别提升至15.08%、1.22%、3.74%。

- 投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价8.99元。我们预计公司2019年-2021年的收入增速分别为14.41%、15.56%、15.74%，净利润增速分别为20.40%、20.16%、19.02%，成长性突出；给予买入-A投资评级，6个月目标价为8.99元，对应于2019年1.5X PB。

- 风险提示：异地扩张不达预期；小微贷款利率显著下行；小微贷款资产质量显著恶化；三季报业绩显著不达预期。

公司深度分析

证券研究报告

城商行

投资评级 买入-A

调高评级

6个月目标价：8.99元

股价(2019-10-08) 7.81元

交易数据

总市值(百万元)	21,406.08
流通市值(百万元)	20,111.43
总股本(百万股)	2,740.86
流通股本(百万股)	2,575.09
12个月价格区间	5.60/8.73元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.36	4.67	23.11
绝对收益	2.49	1.43	26.38

张宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519030001
zhangyu6@essence.com.cn

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

- 常熟银行：资产质量稳健，盈利能力稳步提升——常熟银行2019年中报点评/张宇 2019-09-08
- 常熟银行：盈利增速向上，资产质量持续改善——常熟银行2019年一季度报点评/张宇 2019-05-08

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,996	5,822	6,661	7,697	8,908
(+/-) %	11.64%	16.52%	14.41%	15.56%	15.74%
拨备前利润	3,111	3,635	4,252	4,835	5,595
(+/-) %	12.91%	16.85%	16.97%	13.71%	15.71%
净利润	1,264	1,486	1,789	2,150	2,559
(+/-) %	21.50%	17.54%	20.40%	20.16%	19.02%
每股净收益 (元)	0.57	0.66	0.65	0.78	0.93
每股净资产 (元)	4.71	5.67	6.00	6.59	7.28

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净资产收益率 (%)	12.44%	12.75%	12.22%	12.47%	13.46%
总资产收益率 (%)	0.92%	0.95%	1.03%	1.11%	1.17%
风险加权资产收益率 (%)	1.26%	1.18%	1.32%	1.41%	1.50%
市盈率	13.73	11.89	11.96	9.96	8.37
市净率	1.66	1.38	1.30	1.19	1.07
股息率 (%)	2.30%	2.30%	2.51%	3.01%	3.59%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 本篇报告简述.....	5
2. 常熟银行微贷模式具备业务壁垒.....	5
2.1. 专注个人经营性质的小微信贷模式.....	5
2.2. 常熟银行业务模式的核心竞争力：客群小而分散+成熟的风控体系.....	6
2.3. 常熟银行小微模式的“竞争力”在哪里.....	10
3. 常熟银行小微业务扩张的空间.....	14
3.1. 扩张路径一：异地分支行体系.....	14
3.2. 扩张路径二：村镇银行体系.....	17
4. 常熟银行未来 ROE 提升的路径.....	19
4.1. 为何常熟银行 ROE 偏低.....	19
4.2. 常熟银行 ROE 未来如何提升.....	20
4.3. 对常熟银行未来 ROE 的测算.....	23
5. 盈利预测与估值分析.....	24

图表目录

图 1：常熟银行个人贷款占贷款总额的比例.....	5
图 2：常熟银行个人贷款内部结构.....	6
图 3：常熟银行个人经营性贷款占贷款总额的比例.....	6
图 4：常熟银行单户贷款规模 100 万（含）以下客户数占比.....	7
图 5：常熟银行贷款规模在 100 万（含）以下客户的户均贷款规模（单位：万元）.....	7
图 6：全行户均贷款规模（万元）.....	8
图 7：常熟银行企业贷款（不含票据贴现）及个人经营性贷款的户均贷款规模（万元）.....	8
图 8：常熟银行小微金融总部组织架构图.....	9
图 9：上市银行户均普惠型小微贷款规模（万元）.....	11
图 10：常熟银行客群定位偏小微（2019 年 6 月末数据）.....	11
图 11：常熟银行个人经营性贷款行业分布（2016 年 6 月末）.....	12
图 12：常熟银行历年贷款利率变化趋势.....	13
图 13：常熟银行微贷业务扩张网络.....	14
图 14：常熟银行分行所在地县域支行设立情况（单位：个）.....	15
图 15：常熟银行总资产增速与新设立机构数量高度正相关.....	16
图 16：常熟银行“兴福系”村镇银行驿站外观.....	18
图 17：常熟银行“兴福系”村镇银行驿站内景图.....	18
图 18：常熟银行村镇银行各项经营指标占全行的比重.....	18
图 19：常熟银行 ROE 远低于台州银行、泰隆银行.....	21
图 20：常熟银行 ROA 偏低.....	21
图 21：三家银行权益乘数基本一致.....	21
图 22：常熟银行净息差较低.....	22
图 23：常熟银行净非息收入偏低.....	22
图 24：常熟银行业务及管理费用支出较低.....	23
图 25：2014 年以来，常熟银行拨备计提力度明显加大（信用成本）.....	23

表 1: 上市银行 2018 年贷款定价水平	13
表 2: 常熟银行异地分支机构设立情况.....	16
表 3: 常熟银行异地分支机构 (不含村镇银行) 未来六年贷款规模预测 (单位: 亿元)	17
表 4: 常熟银行异地分支机构 (不含村镇银行) 未来六年贷款规模增速预测	17
表 5: 常熟银行按地区和机构类型划分未来贷款规模的预测 (亿元)	19
表 6: 村镇银行贷款占全行比例的情景假设预测 (根据村镇银行贷款不同的 CAGR)	19
表 7: 常熟银行历年 ROE 拆分.....	20
表 8: 常熟银行未来数年 ROE 与 ROA 测算.....	24

1. 本篇报告简述

常熟银行作为 A 股上市银行中小微业务模式实践的典范，不断得到投资者的认可，同时也享有估值溢价。为了探究其未来的投资价值，本篇报告试图从三个维度对常熟银行进行深入剖析：

- 1) 常熟银行微贷业务模式的壁垒；
- 2) 常熟银行小微信贷异地扩张的空间；
- 3) 最后从 ROE 的维度，尝试性分析并测算常熟银行未来的投资价值。

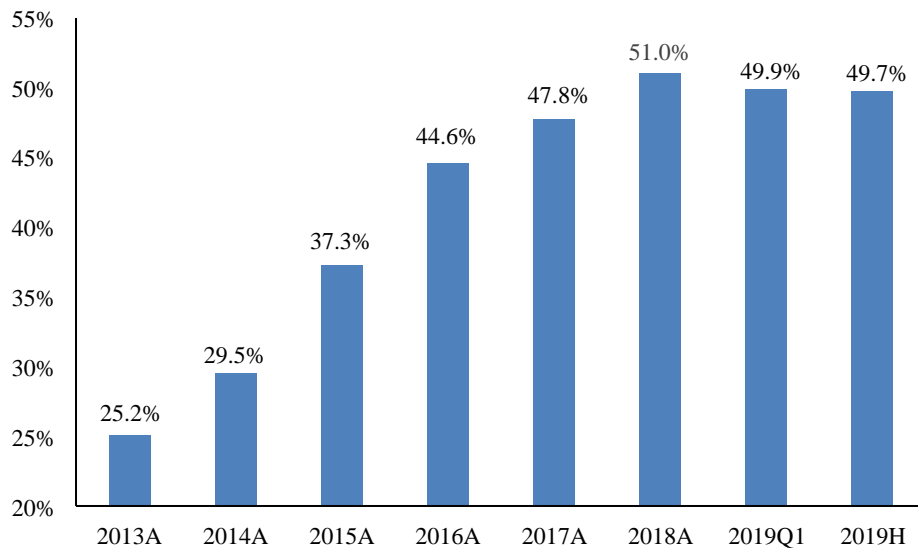
2. 常熟银行微贷模式具备业务壁垒

2.1. 专注个人经营性质的小微信贷模式

业务定位从对公逐步转向偏零售的微贷。早年间常熟银行实际上是以对公业务为主，从客户属性来看，主要是常熟当地的中小型企业，以服务业和制造业为主，并且“三农”客户、民营企业居多；从信贷结构来看，2013 年末，常熟银行个人贷款占比仅 25.2%，其他均投向对公领域。

2008 年，常熟银行正式成立微贷项目组，开始转型做小微，但微贷业务真正快速发展却始于 2015 年：①前期处于不断尝试与业务磨合阶段，不仅是行内风控模式的转变，更需要常熟地区摸索出一套可以推而广之的经验模式；②2015 年前后，常熟银行一方面加速异地扩张的步伐，另一方面加速客群下沉，全行新增信贷资源逐步向零售、小微倾斜。

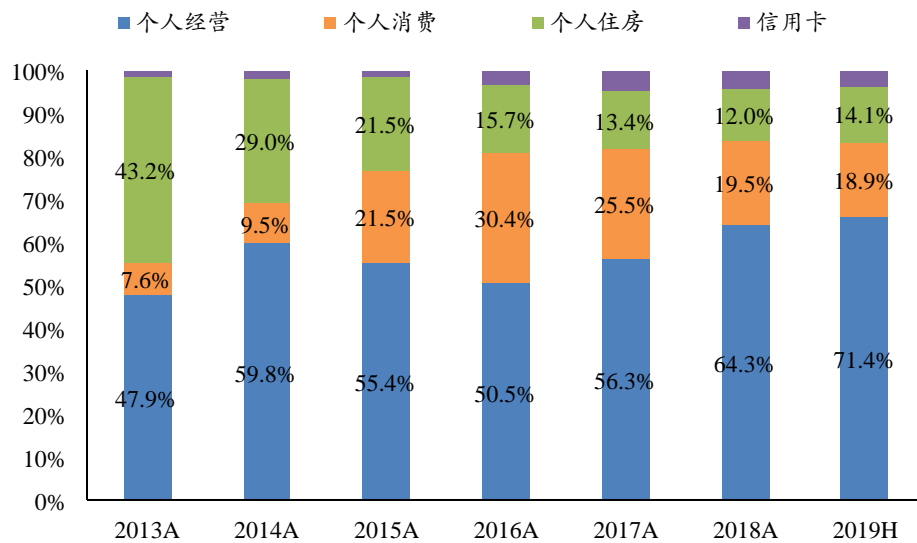
图 1：常熟银行个人贷款占贷款总额的比例



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

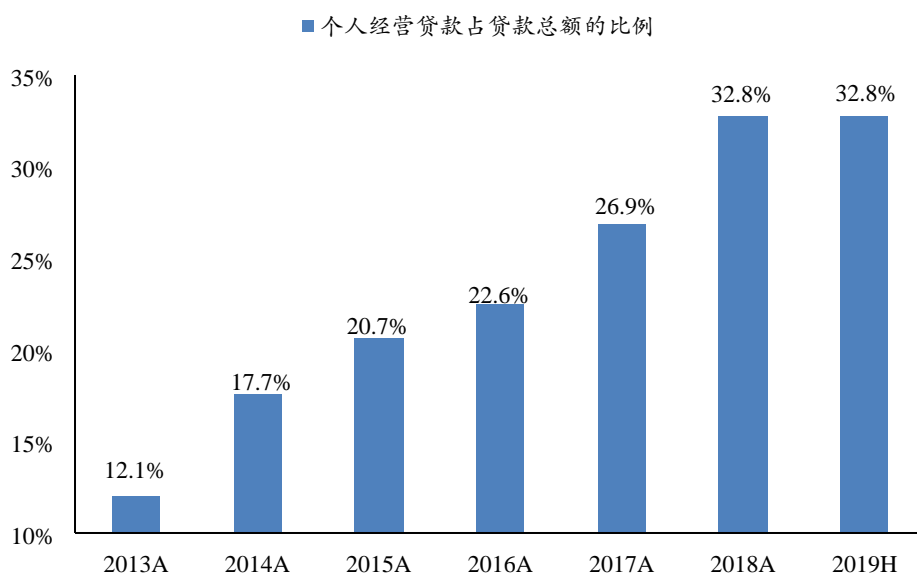
按照客群定位，零售银行业务可以分为两类：一是以消费信贷为突破口，代表性产品是信用卡，然后逐步构建零售业务体系；二是以个人经营信贷为突破口，专注微贷，在此基础上提供衍生增值金融服务，陪伴客户成长。常熟银行很明显属于第二种类型，从零售信贷内部结构来看，常熟银行主要以个人经营性贷款为主，其客群是私营企业主、个体经营者、种植养殖户和家庭作坊等，2013 年以来，个人经营性贷款占贷款总额的比例也不断提升，截至 2019 年 6 月末，达到 32.8%。

图 2：常熟银行个人贷款内部结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3：常熟银行个人经营性贷款占贷款总额的比例

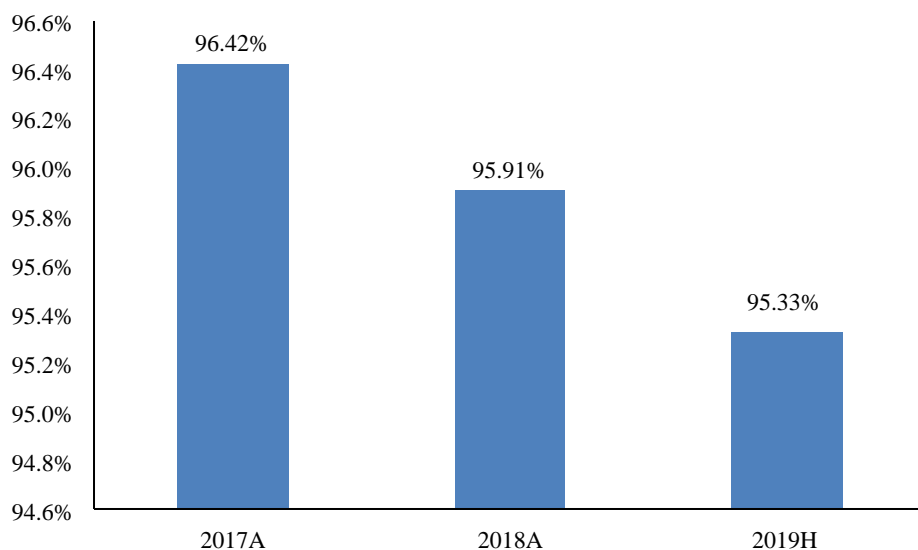


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 常熟银行业务模式的核心竞争力：客群小而分散+成熟的风控体系

客群足够分散。常熟银行单户贷款规模在 100 万（含）以下的客户数超过 24 万户，占总贷款户数的比重超过 95%。分散的贷款客户对银行而言，一是降低了单一客户违约向其他客户蔓延，导致银行资产质量显著恶化的风险；二是提升了银行对客户的议价能力。

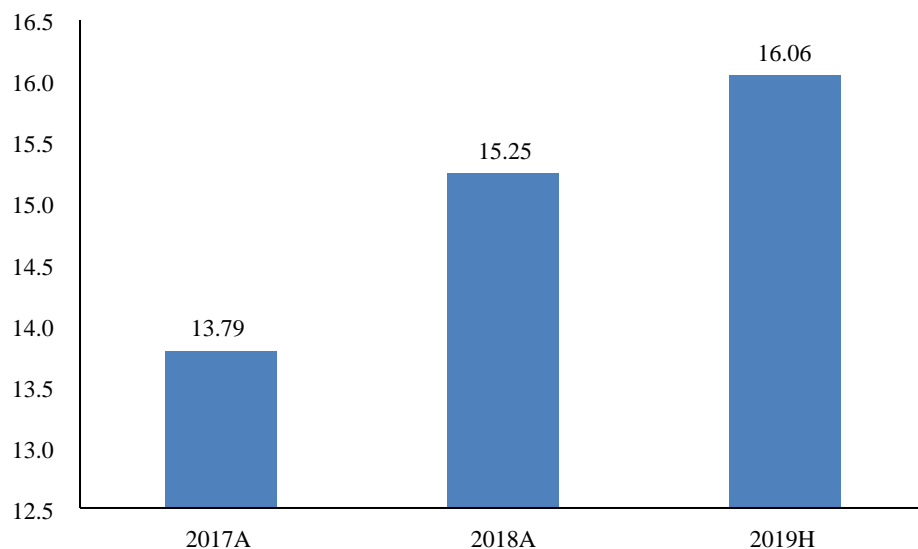
图 4：常熟银行单户贷款规模 100 万（含）以下客户数占比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

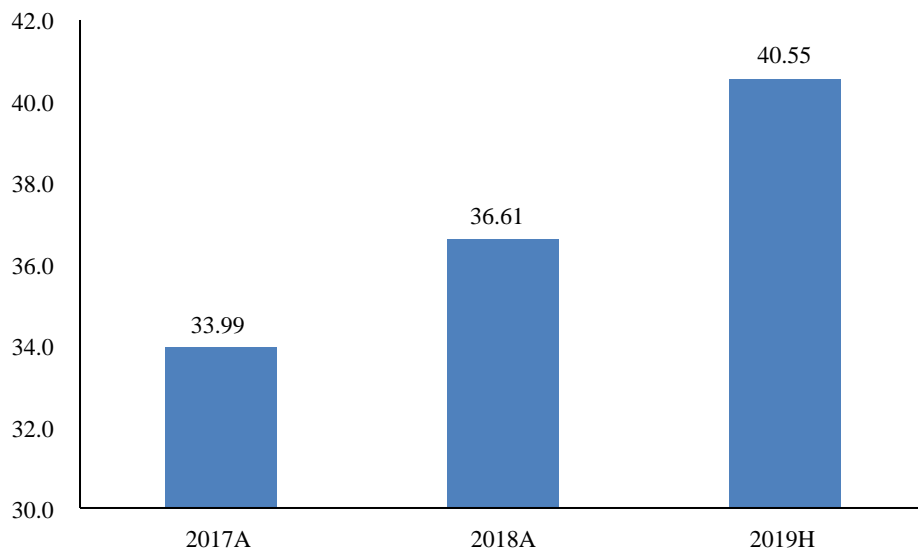
户均贷款规模较小，单户损失率偏低。常熟银行单户贷款在 100 万（含）以下的这部分客户，户均贷款规模在 15 万元左右，全行的户均贷款规模也维持在 40 万元左右。这些客户虽然抗风险能力没有大企业、高净值客户强，违约率会更高。但就违约之后给银行带来的损失而言，若户均几百万、上千万、甚至数亿元的贷款客户一旦违约，对常熟这样体量的小银行带来的损失是巨大的，反而户均贷款在十几万元的客户违约，即便贷款无法回收，给银行带来的损失较小。

图 5：常熟银行贷款规模在 100 万（含）以下客户的户均贷款规模（单位：万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

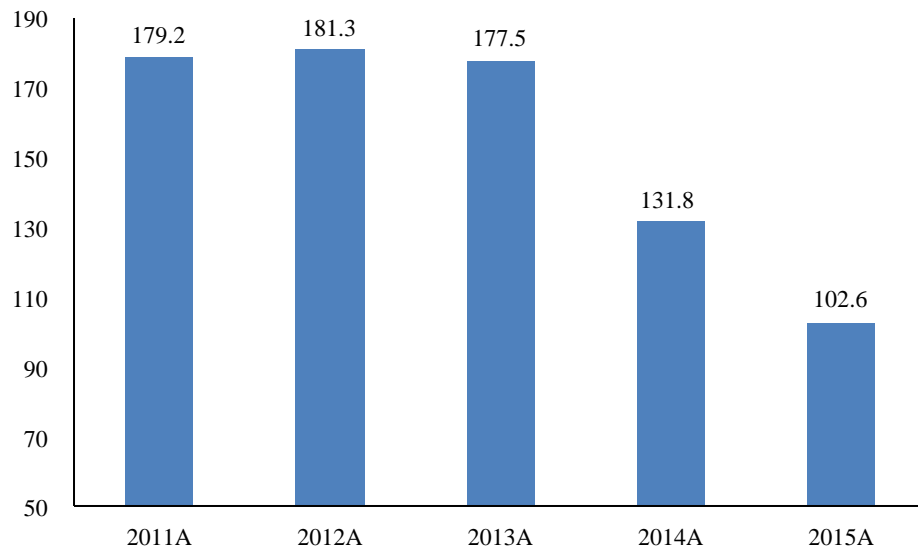
图 6：全行户均贷款规模（万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

因此，我们也看到常熟银行从 2008 年开始做小微以来，始终坚持的策略便是“做小做微”，客群不断下沉。以全部企业贷款及个人经营性贷款户均贷款规模为例，2014 年、2015 年以来有明显下降，但这并不意味着常熟银行风控标准的放松，而是公司在客群经营定位上的转变，从对公客户逐步向深度挖掘个体经营者客户转型。

图 7：常熟银行企业贷款（不含票据贴现）及个人经营性贷款的户均贷款规模（万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

构建成熟的风控体系。个体经营户对银行而言，最大的难题在于如何解决信息不对称，常熟银行做小微积累了比较丰富的经验，其策略可以总结为以下方面：

- 1) 注重经营场景，考察客户还款意愿。**零售银行业务可持续发展的基础在于构建贷款场景，在“资金+场景+客户”的产业生态逻辑中，资金的优势在削弱，而场景的优势在逐步崛起，成为连接客户与资金的桥梁，同时也能够增强客户粘性。

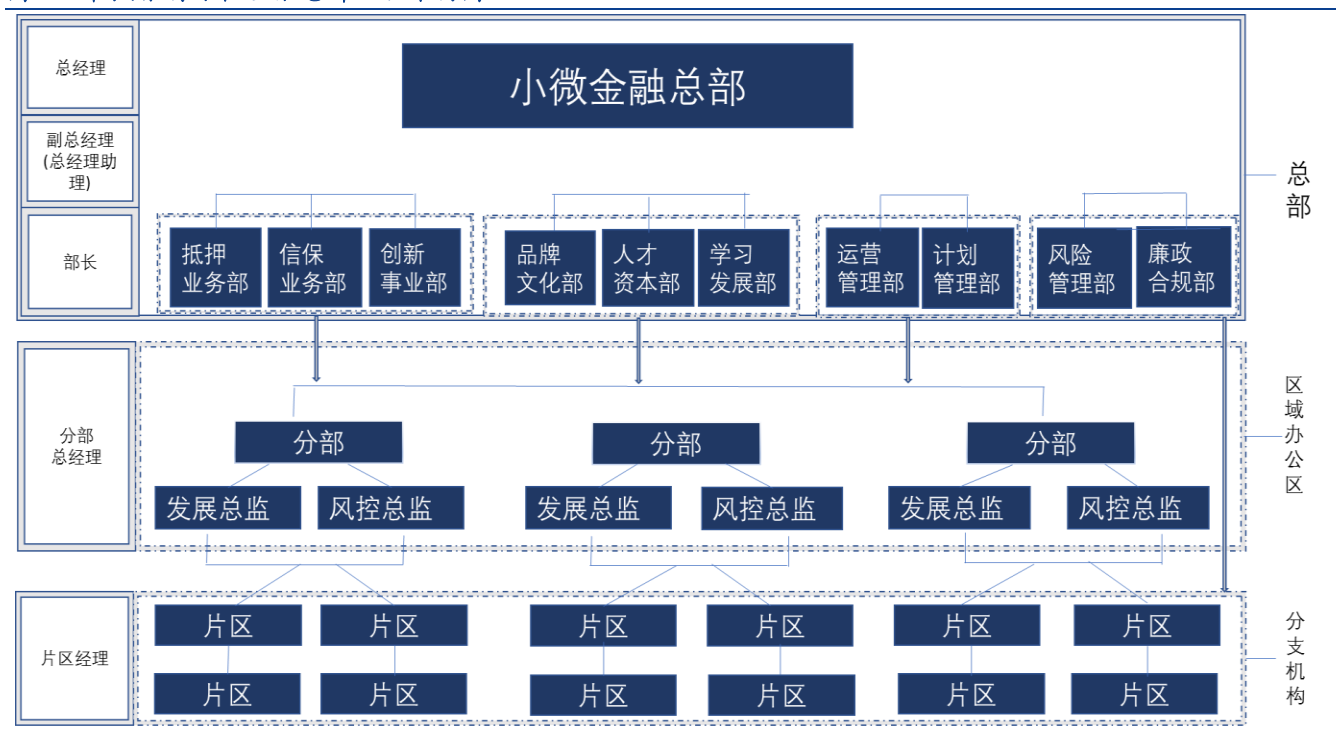
以信用卡、消费贷为例，依托场景的消费借贷模式，首先，银行给客户提供的具体形态的商品，而非现金，资金结算的工作交由银行与商户来做，这样就可以确保资金用途

更加合规；其次，客户使用的授信额度根据消费需求动态波动，足够小额、也相对更加分散；这样，基于消费场景的借贷行为，客户用款之后的还款意愿也就会比无合规用途贷款显得更加强。

常熟银行微贷模式实际上也是采用类似的商业逻辑。首先，重点考察客户是否有真实的经营用款需求，客户经理、风险审批经理拜访客户，实地探究客户经营状况，**了解客户是其风控的核心**，为客户搭建经营场景；其次，重点考察客户的道德品质、家庭状况以及邻居街坊对其的评价，分析还款意愿；最后，才是考察客户的还款能力，即未来现金流情况。这套信贷逻辑运行有效的根基在于“信息交叉验证”，财务报表、实地考察、询问等获得的信息有独立的逻辑体系对这些信息进行检验，防止出现道德风险。

- 2) **总行统一审批。**常熟银行小微贷款审批权限集中在小微金融总部，同时各业务分部均配置风控总监，这样做的好处在于：一是可以保证全行的小微贷款审批有透明、统一的标准，防止出现不同区域审批标准不一致而出现风险；二是驻点风控总监与分部的发展总监实现业务制衡，实地了解客户、关注客户。

图 8：常熟银行小微金融总部组织架构图



资料来源：常熟银行调研、安信证券研究中心

- 3) **差异化员工考核方式。**做小微的模式与对公完全不一样，对公业务要求客户经理对企业的还款能力有更加深刻的剖析，并对企业所处行业、上下游等经营环境理解更透彻；而小微客户经理要求较低，经过简单培训便可上岗。

每到新的地区开立分支机构，常熟银行一般采取招聘具备当地户籍的应届大学生任职客户经理，这样做的好处在于：一是本地员工对当地的风土人情更了解，有利于快速融入客户，打入新的市场；二是应届大学生没有工作经验，从头开始培养，这样避免用做公司业务的方式去做小微业务。对于小微客户经理而言，常熟银行对其也制定了差异化的考核目标：

① **风险第一。**客户经理对每一笔贷款的全生命周期负责，因此在开展业务过程中，客户经理也会格外谨慎。

一般贷款到期前，业务分部会配合客户经理采取如下流程：贷款到期前的十天，客户经

理会电话提醒客户需要还款；逾期第一天，打电话给客户了解情况，为什么逾期；逾期三天内，客户经理一定要上门了解情况；逾期一个星期，客户经理的上级需要一起上门了解情况；逾期一个月，分部领导、风控经理会一起去和客户商议还款计划；逾期一个月以上的，先协商如何还款，协商不成功的就会起诉，然后处理抵押物，找担保人等。

②鼓励客户经理“做小做微”。对小微贷款户数、小微贷款规模有明确考核指标，同时对单户贷款规模进行限制。

③盈利。最后是盈利状况，单个小微客户给银行带来的利润较少，但客户经理平均管户140个左右，通过量来弥补。

- 4) **坚持常熟与异地紧密结合的经营策略。**常熟银行小微业务以常熟为根基，不断向异地扩张，为了防止出现异地市场对客户不了解的风险，在常熟以外的地区开立支行，团队长（支行长）都是由常熟母行派过去，并且这些都是做小微业务出身、经验比较丰富、对常熟小微信贷文化非常了解的人员，这样可以确保常熟地区的成熟经验得以复制；客户经理在当地招聘，以应届生为主，由当地的客户经理去开拓市场，避免“人生地不熟”。

小结：常熟银行风控的关键是客户经理不断拜访客户、了解客户。任何技术对风险的控制只是手段和工具，核心是解决信息不对称，常熟银行的客户由于更加普惠，信息不对称的程度较企业客户更加严重，因此常熟银行摸索出了一套依靠“人海战术”的信息获取模式：首先，客户经理必须实地走访客户住宅、单位周边及亲戚朋友，调查其人际关系，并做到双录（录音录像）及拍照上传。其次，通过GPS定位等功能实现风险防控，引入客户年龄、手机（可锁定常住地址和主要社会关系）、籍贯（看是不是属地化有没有房产）、经营上下游真实生意关系往来等方式，交叉验证客户资质。

2.3. 常熟银行小微模式的“竞争力”在哪里

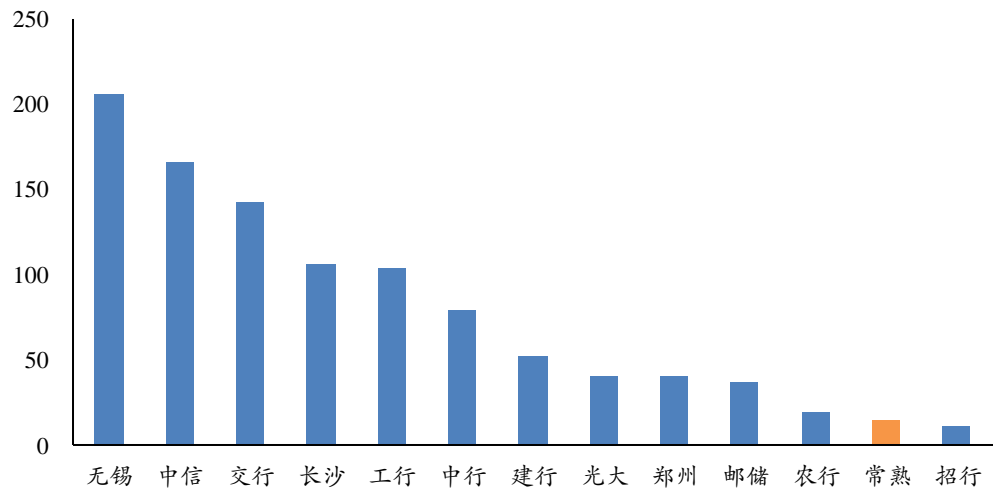
差异化的客群定位是核心。常熟银行微贷的目标客户是那些没有抵押物而无法在银行贷款的微型企业、个体工商户，大部分银行都不愿意去做这个市场，因为前期人力投入高、见效慢、风险收益短期不匹配。早年间，在大部分银行特别是农商行仍将公司客户作为主攻方向时，常熟银行的管理层选择了发展微贷，经过十多年的探索，形成与其他银行差异化的客户定位策略。

- 1) 我们常说的小微企业贷款实际上是非常宽泛的概念，不同细分领域的客群收益和风险有较大的差异，如果按照小微企业的规模、成长周期对其进行评估，可以将小微贷款客户分为手工作坊、个体户、家庭工厂、初创企业、无利润企业、微型企业、一般利润企业、科技型企业、高速成长企业、现金流企业等。

而常熟银行的客户选择是尽可能小，其主要客户以上述前六种类型为主，这些“小微企业”是个人市场下的一个特殊的细分市场，而不是我们通常理解的“企业”客户，在授信过程中，个人的信用品质是主要评估因素，并且在这个细分领域内，常熟银行面临的竞争相对较小。

银保监会披露，截至2018年末，全国普惠型小微企业贷款余额9.36万亿元，有贷款余额的户数1723.23万户，这样算下来，全国户均普惠型小微贷款规模约54万元。上市银行中，大部分银行普惠型小微贷款户均规模也都远高于常熟银行。

图 9：上市银行户均普惠型小微贷款规模（万元）



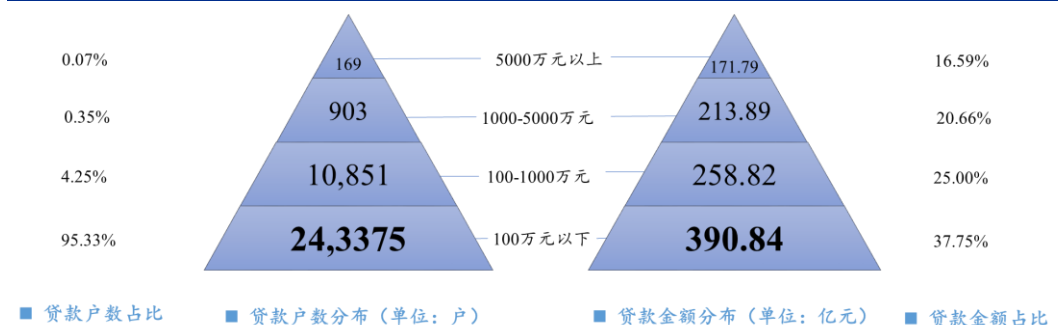
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

- 2) 从贷款户数与贷款金额分布结构来看，单户贷款规模 1000 万元以下的金额占比超过 60%，单户贷款规模 100 万元以下的金额占比达到 37.75%。微型客户是其主要的经营方向。

也正因为常熟银行客群偏小，受到其他银行的客户抢占压力是边际递减的，有三个理由：

- ① 大行在小微上主要做企业贷款，偏向贷款规模在 100 万元—1000 万元这部分客户，而常熟银行目前的策略是客户进一步下沉，因此大行和常熟银行的服务对象不完全一致，中长期来看这种错位竞争不会对常熟银行带来很大影响，大行做小微对常熟银行的冲击是非线性的，负面影响是逐年递减的。
- ② 小微客户用款具有短、频、快的特点，对贷款审批效率要求很高，短期之内，大中型银行迫于考核压力，不得不加大对小微的贷款投放，但不一定能长期满足，因为这涉及到全行的资源配置、战略定位、组织架构等多方面因素，所以长远来看，客户也会综合权衡贷款价格与贷款便利性。
- ③ 风险与收益的权衡。截至 2019 年 5 月末，全国金融机构的单户授信 1000 万元以下的小微企业贷款不良率是 5.9%，比大型企业高出 4.5 个百分点，比中型企业高出 3.3 个百分点。大行目前做小微业务的商业可持续性并没有得到验证，中长期来看，像常熟这样专业做小微的银行仍有相对优势。

图 10：常熟银行客群定位偏小微（2019 年 6 月末数据）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

- 3) 按照“避免将鸡蛋放在同一个篮子”里的思路，不管是个人经营性贷款的行业还是区域

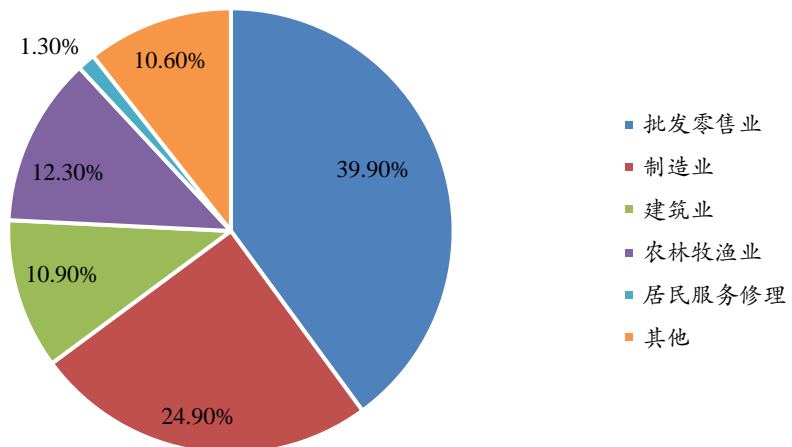
分布，常熟银行都尽量实现分散化。根据公司招股说明书披露的数据，截至 2016 年 6 月末，常熟银行个人经营性贷款主要集中在批发零售和制造业，但如果进一步进行细分，贷款的行业实际上非常广泛，单个细分行业的个人经营性贷款占比预计不到 5%。

①批发和零售业个人贷款余额在常熟银行个人经营性贷款中所占比重最大，这主要是因为常熟市的服饰及小商品市场非常活跃。常熟市拥有服装、汽配、建材等多个专业批发市场，其中，中国常熟服装城（招商城）占地 3.71 平方公里，是全国最大的服装服饰批发市场，拥有商铺 3 万多个，日均客流量 30 万人次，商城里的个体工商户也成为了常熟银行个人经营性贷款发放对象。

②制造业以汽车、装备制造、纺织业为主，常熟银行微贷服务于这些产业的上下游的个体户。

③在向异地扩张过程中，批发零售和制造业往往微型贷款客户最为集中，也是常熟银行最主要的客群。

图 11：常熟银行个人经营性贷款行业分布（2016 年 6 月末）



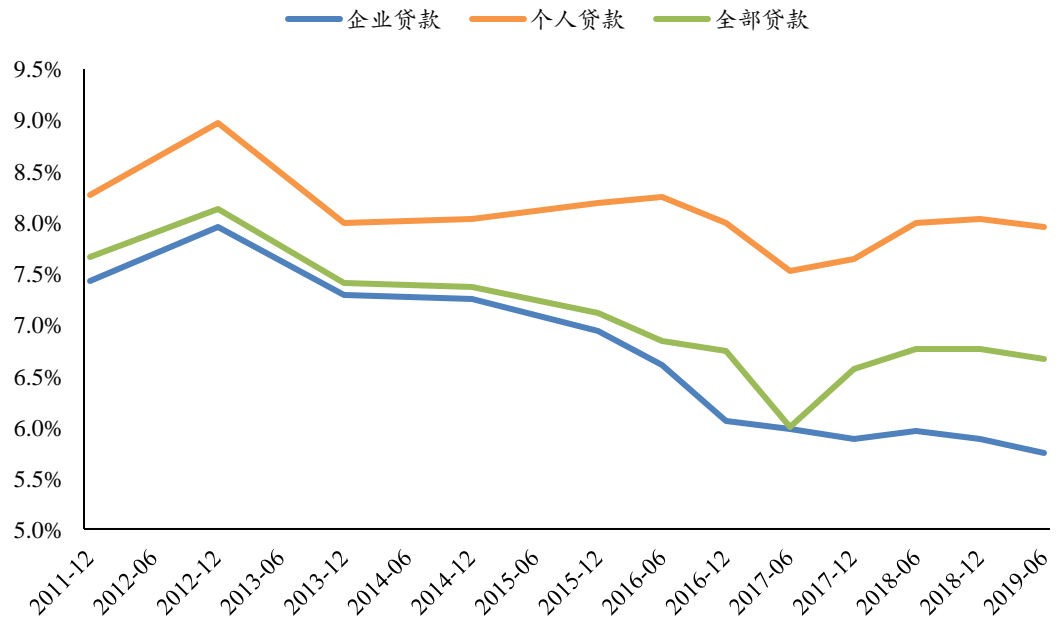
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

获得对客户贷款的定价权是其盈利的保障。常熟银行偏小的客群，决定了其在定价过程中具备如下优势：

①几乎 70%左右的贷款客户是首贷户，即从未在银行获得任何融资，因此客户对市场利率以及央行政策利率变动不敏感；从常熟银行贷款利率的历史走势来看，个人贷款一直维持在较高利率水平，并且也比对公贷款更能抵御经济周期的波动。若未来 LPR 利率逐步下行，常熟银行也依然能保持这种定价上的优势。

②与同行相比，常熟银行对公、零售贷款利率均处于上市银行前列，随着其客群不断下沉，预计也将维持贷款利率较高的优势。

图 12: 常熟银行历年贷款利率变化趋势



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 1: 上市银行 2018 年贷款定价水平

	企业贷款		个人贷款		总贷款
贵阳	6.14%	常熟	8.04%	常熟	6.76%
常熟	5.89%	平安	7.86%	平安	6.45%
苏农	5.62%	宁波	7.16%	贵阳	6.09%
华夏	5.33%	上海	6.52%	宁波	5.78%
无锡	5.24%	浦发	6.35%	苏农	5.63%
宁波	5.19%	招行	6.03%	浦发	5.34%
成都	5.13%	苏农	5.64%	上海	5.28%
中信	5.07%	民生	5.52%	民生	5.18%
民生	4.99%	交行	5.49%	招行	5.13%
光大	4.83%	贵阳	5.30%	无锡	5.12%
上海	4.82%	中行	4.67%	华夏	5.04%
平安	4.73%	成都	4.60%	成都	4.99%
浦发	4.68%	建行	4.58%	交行	4.87%
交行	4.57%	中信	4.50%	中信	4.86%
中行	4.47%	光大	4.49%	光大	4.69%
农行	4.47%	农行	4.42%	中行	4.55%
工行	4.44%	无锡	4.40%	农行	4.40%
建行	4.33%	工行	4.38%	工行	4.38%
招行	4.24%	华夏	4.19%	建行	4.34%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

管理层对战略一如既往的坚持是其中长期发展的源动力。1980 年以来, 常熟银行董事长宋建明就在常熟银行工作, 具备丰富的农商行管理与运营的经验, 转型做小微也是为了寻找一条差异化发展的道路:

- 1) 2008 年开始, 管理层在全行探索小微业务模式, 与江苏的其他农商行相比, 常熟最为侧重小微客户, 深耕零售板块, 而其他大部分农商行在地方政府平台、房地产、中小企

业客群方面各有侧重点，因此常熟在小微领域形成先发优势。

2) 不断对小微业务进行模式创新：① 2009 年，常熟银行引进德国 IPC 微贷技术，该模式重视对贷款客户实地调查和信息交叉验证，前期先对客户经理进行专业培训，提升其评估客户还款的能力，后期在具体业务操作过程中有赖于客户经理的专业水平，但该模式的弊端在于过于依赖信贷员，容易出现道德风险和操作风险；

② 为避免 IPC 技术带来的风险，常熟银行 2014 年引入了信贷工厂模式，将非标准化的小微信贷业务打造成标准化的工厂流水线形式；

前台（客户经理）负责营销和贷款申报，中台（信审部门）负责贷款合同和业务的审批，后台负责贷后工作以及放款。前中后台信息相互验证，有效遵循“四眼法则”，避免道德风险；

该模式的弊端：每个流程均需要对口人员做支撑，需要消耗大量的人力成本。

③ 常熟银行管理层将这两种模式结合，在尽可能避免出现大规模风险的基础上，提升小微业务的效率。

3) 管理层不受外界的干扰，始终在小微的道路上坚持，全行形成对小微文化的认可。

3. 常熟银行小微业务扩张的空间

常熟银行建立了完善的微贷业务扩张的网络体系，简单来说，就是以常熟地区为主体，不断输出移植成熟的微贷模式，以异地分行、村镇银行为两翼，不断下沉服务网络和实现微贷连锁经营。

图 13：常熟银行微贷业务扩张网络



资料来源：业绩发布会推介资料、安信证券研究中心

3.1. 扩张路径一：异地分支行体系

从新开设异地分支行的角度，常熟银行尚有较强的业务布局空间。按照 2019 年银保监会 5 号文的规定，农商行应严格审慎开展综合化和跨区域经营，原则上机构不出县（区）、业务不跨县（区）。从监管的视角看，未来一段时间农商行新设立异地分行将不会通过审批，但已有异地分行、异地支行可进一步在县、镇、乡、村开设机构。对于常熟银行而言，江苏省内的扩张则主要依靠以下两种方式：

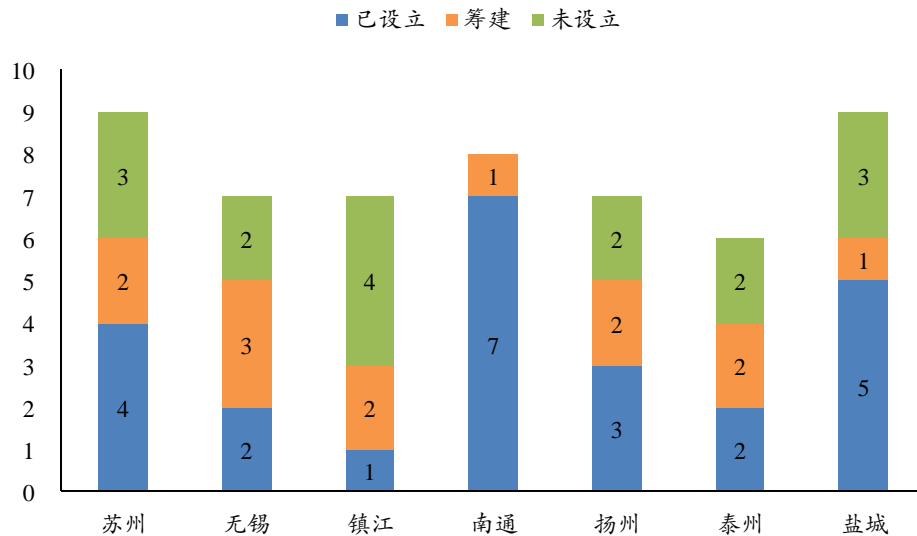
1) 异地分行网点下沉。截至 2019 年 6 月末，常熟银行在江苏省内拥有 7 家异地分行，这些分行所在的地级市下属共计有 52 个县（区），除去常熟、已经开立县域支行以及已有分行营业部的县（区），剩下 30 个县（区），其中 14 个县正在筹建支行，另外还有 16 个县未来还可以设立支行。纯粹从机构数量来看，把所有县的网点都覆盖到大概还可以

翻一倍。

除了 7 家分行以及其下设的县域支行之外，常熟银行在泗洪县（隶属于宿迁市）、金湖县（隶属于淮安市）、东海县（隶属于连云港市）还有三家县域支行。

- 2) 县域支行进一步下沉。常熟银行在常熟市共计 38 家支行，而常熟市下设 8 个镇，平均每个镇有 4.75 家支行；从网点的数量来看，目前常熟地区有 108 个网点，相当于一个镇拥有 13.5 个网点。虽然异地不太可能做到像常熟地区这样覆盖全面，但未来若做到发达地区镇、乡全面覆盖，在异地开设的机构数量也将超过常熟地区。

图 14：常熟银行分行所在地县域支行设立情况（单位：个）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

备注：7 家分行所在县（区）有分行营业部网点，则不会再设立支行

新一轮区域扩张红利或将开启。2008 年以来，常熟银行已经经历了两轮区域扩张红利，第一轮是 2008 年—2011 年，加快设立异地支行，带动总资产维持较高增速；第二轮是 2014 年—2018 年上半年，异地分行成立的步伐加快，初步形成 7 家分行的格局，也成为未来扩张的基础。近期，常熟银行开始加速异地机构下沉，新设立支行数量和速度都有所加快，目前来看，新一轮区域红利即将到来。

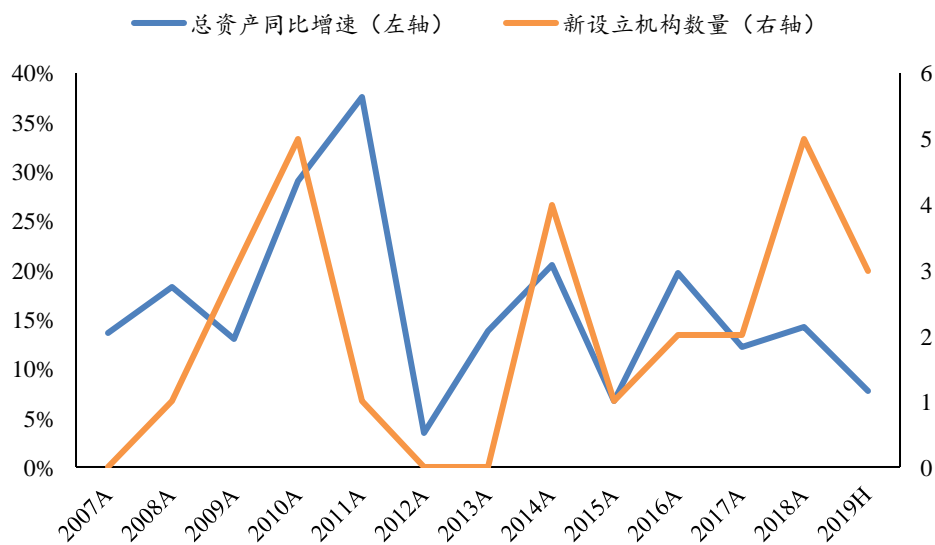
- ①随着新开立网点增加，客户数和贷款规模也会有所增长，对新开设支行的考核要求也是做小额贷款，并且对这些新支行的客户经理考核更多是小微贷款户数的要求。
- ②从监管角度看，更加鼓励普惠金融的发展了，有很多优惠措施出台，这是来自监管的红利。

表 2：常熟银行异地分支机构设立情况

设立支行名称及隶属区域	
2008A	海门支行（南通分行）
2009A	邗江支行（扬州分行）、泗洪支行（宿迁市）、金湖支行（淮安市）
2010A	如东支行（南通分行）、东海支行（连云港市）、亭湖支行（盐城分行）、射阳支行（盐城分行）、阜宁支行（盐城分行）
2011A	启东支行（南通分行）
2014A	张家港支行（苏州分行）、东台支行（盐城分行）
2014A	盐城分行、南通分行
2015A	无锡分行
2016A	扬州分行、泰州分行
2017A	苏州分行、通州支行（南通分行）
2018A	镇江分行
2018A	江都支行（扬州分行）、江阴支行（无锡分行）、靖江支行（泰州分行）、如皋支行（南通分行）。
2019H	海安支行（南通分行）、昆山支行（苏州分行）、太仓支行（苏州分行）

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 15：常熟银行总资产增速与新设立机构数量高度正相关



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

异地机构未来六年的贷款规模有望接近翻两倍。结合异地分行所在区域及其未来可以新开立支行的数量，我们预测常熟银行异地机构未来六年贷款规模复合增长率为 18.62%，2024 年末异地贷款规模较 2018 年末将接近翻两倍。具体预测方法如下：

- ①常熟银行已有的 7 家分行分布在苏南（苏州、镇江、无锡）、苏中（扬州、泰州、南通）、苏北（盐城），另外三家异地县域支行也分布在苏北地区。分别统计各分行过去三年的总资产规模，然后按照 95% 的贷款占比，测算各分行或异地县域支行的贷款规模。
- ②考虑到苏南、苏中地区大企业比较多，所以农行、邮储、当地银行都会竞相做大客户，常熟银行能够较为容易地进入当地小微市场；而在苏北地区，由于传统农业比较多，常熟面对

的竞争会比较激烈。所以常熟在苏南、苏中、苏北地区分行的贷款增速依次递减。

③南通、盐城县域级支行接近饱和，未来数年贷款增速相对偏慢，而其他几家分行尚有较大的下沉空间，贷款增速会偏快。

④三家异地县域支行成立时间较早，发展相对更成熟，未来数年贷款增速也会偏慢。

表 3：常熟银行异地分支机构（不含村镇银行）未来六年贷款规模预测（单位：亿元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
苏州分行	11.33	31.43	62.91	94.37	122.68	159.49	191.39	229.66	275.60
镇江分行	0.00	0.00	6.22	9.33	12.13	15.77	18.92	22.71	27.25
无锡分行	20.47	30.59	41.58	62.37	81.08	105.41	126.49	151.79	182.14
扬州分行	14.86	19.69	24.87	37.30	44.76	53.71	61.77	71.04	81.69
泰州分行	0.29	6.65	11.30	16.96	20.35	24.42	28.08	32.29	37.13
南通分行	64.24	63.46	76.58	95.73	105.30	115.83	121.62	127.71	134.09
盐城分行	54.36	53.36	53.25	58.58	64.43	70.88	74.42	78.14	82.05
东海支行	23.49	24.40	31.89	37.31	42.91	49.34	54.28	59.71	65.68
金湖支行	14.31	13.97	15.62	16.40	17.22	18.08	18.98	19.93	20.93
泗洪支行	11.79	10.33	10.78	14.01	16.81	20.18	22.20	24.41	26.86
异地分行合计	165.55	205.18	276.72	374.64	450.74	545.50	622.69	713.33	819.95
三家县域支行合计	49.58	48.70	58.29	67.72	76.94	87.60	95.46	104.05	113.46
异地机构贷款合计	215.13	253.88	335.01	442.36	527.68	633.10	718.15	817.38	933.41
异地机构贷款同比增速		18.01%	31.96%	32.04%	19.29%	19.98%	13.43%	13.82%	14.20%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 4：常熟银行异地分支机构（不含村镇银行）未来六年贷款规模增速预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
苏州分行	177.38%	100.16%	50.00%	30.00%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%
镇江分行	-	-	50.00%	30.00%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%
无锡分行	49.41%	35.94%	50.00%	30.00%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%
扬州分行	32.47%	26.31%	50.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%
泰州分行	-	70.03%	50.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%
南通分行	-1.21%	20.67%	25.00%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
盐城分行	-1.84%	-0.20%	10.00%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
东海支行	3.90%	30.68%	17.00%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
金湖支行	-2.37%	11.82%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
泗洪支行	-12.39%	4.36%	30.00%	20.00%	20.00%	10.00%	10.00%	10.00%
异地分行合计	23.94%	34.87%	35.38%	20.31%	21.02%	14.15%	14.56%	14.95%
三家县域支行合计	-1.78%	19.69%	16.19%	13.61%	13.85%	8.97%	9.01%	9.04%
异地机构贷款合计	18.01%	31.96%	32.04%	19.29%	19.98%	13.43%	13.82%	14.20%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 扩张路径二：村镇银行体系

村镇银行短期以加强管理、网点下沉为主。今年9月19日，常熟银行持股比例为90%的投资管理型村镇银行正式开业，以往控股的30家村镇银行股权全部转移至投资管理行。短期之内，我们预计投资管理行的工作重心在于：

- 1) 通过兴福驿站，做好村镇银行的网点下沉工作。截至2019年6月末，常熟银行成立了79家兴福驿站，这属于轻型网点，与普通支行不同之处在于：①没有类似柜面的现金业务，但其他非现金类业务都可以做；②开业手续简单，成本低，实行报备制；而支行是

审批制，开业条件较为繁琐，成本高；③驿站能够实现机构下沉、人员下沉，有效扩大服务半径。

由于该驿站类似于金融便民服务站，当地的乡镇一般都非常欢迎，有些地区甚至会为常熟银行提供免费的营业场所。通过这种驿站的模式和老百姓面对面接触，有助于提升对老百姓的服务粘性，从而增加贷款规模。以恩施村镇银行为例，成立于2010年，截至2018年末已在恩施全州所有的县市设立21家兴福驿站，成为其接触客户重要的支点。

兴福驿站也成为了常熟银行村镇银行在服务小微客户上的创新性经营模式。

图 16: 常熟银行“兴福系”村镇银行驿站外观



资料来源：安信证券研究中心

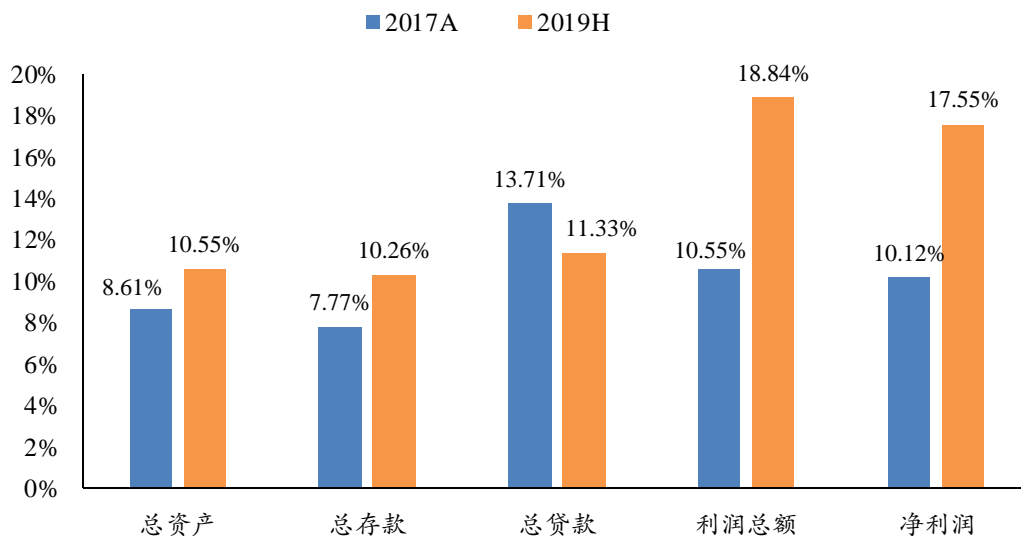
图 17: 常熟银行“兴福系”村镇银行驿站内景图



资料来源：安信证券研究中心

- 2) **提升盈利能力。**目前常熟银行 30 家村镇银行全部实现当年盈利，今年上半年实现归母净利润 1.5 亿元，占全行的比例为 17.55%，较 2017 年有明显提升。2018 年，常熟村镇银行的 ROE 为 15.24%，较全行的 ROE12.62%高出 2.62 个百分点，若保持现在村镇银行数量和 ROE 不变，在网点下沉的基础上做大市场规模，我们预测村镇银行对全行盈利的贡献将会进一步提升。

图 18: 常熟银行村镇银行各项经营指标占全行的比重



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

中长期看，村镇银行是未来常熟银行新的利润增长极。①投资管理型村镇银行可以投资设立或者收购村镇银行，通过这个模式往省外铺开；②投资管理型村镇银行再去开设新的村镇银行，监管审批的速度会更快，可以批量化申请。

假设村镇银行从 2020 年开始，其贷款增速维持 2017—2019 年 29.12% 复合增速的水平。至于常熟本地的贷款，考虑到常熟地区网点和市占率接近饱和，假设其贷款年均增速为 5%。预计五年后，村镇银行贷款占全行贷款的比例能达到 25% 以上。

表 5：常熟银行按地区和机构类型划分未来贷款规模的预测（亿元）

	村镇银行	异地机构（不含村银）	常熟地区	合计	村镇银行贷款占比
2017A	106.65	253.88	419.52	780.05	13.67%
2018A	140.00	335.01	448.87	923.88	15.15%
2019E	177.81	442.36	489.53	1109.69	16.02%
2020E	229.58	527.68	514.01	1271.27	18.06%
2021E	296.43	633.10	539.71	1469.24	20.18%
2022E	382.74	718.15	566.69	1667.58	22.95%
2023E	494.19	817.38	595.03	1906.60	25.92%
2024E	638.09	933.41	624.78	2196.28	29.05%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

考虑到未来村镇银行的贷款增长未必能达到每年 29.25% 的增速水平，我们进一步进行情景假设分析：常熟地区贷款仍按照每年 5% 的增速增长，而村镇银行贷款年复合增速分别假设为 5%、10%、15%、20%、25%、30%。在村镇银行未来五年平均每年 15% 贷款增速的中性假设基础上，5 年后村镇银行贷款占全行贷款的比例能达到 20% 以上。

表 6：村镇银行贷款占全行比例的情景假设预测（根据村镇银行贷款不同的 CAGR）

贷款增速假设	5%	10%	15%	20%	25%	30%
2017A	13.67%	13.67%	13.67%	13.67%	13.67%	13.67%
2018A	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%
2019E	16.02%	16.02%	16.02%	16.02%	16.02%	16.02%
2020E	18.06%	18.06%	18.06%	18.06%	18.06%	18.06%
2021E	17.05%	17.72%	18.37%	19.02%	19.66%	20.29%
2022E	16.46%	17.78%	19.11%	20.46%	21.83%	23.19%
2023E	15.84%	17.79%	19.82%	21.93%	24.10%	26.31%
2024E	15.19%	17.74%	20.49%	23.40%	26.45%	29.62%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 常熟银行未来 ROE 提升的路径

4.1. 为何常熟银行 ROE 偏低

目前常熟银行 ROE 处于历史较低水平。过去十多年，常熟银行 ROE 持续下行，从 2007 年的 22.92% 高点降至 2016 年的 11.61%，2018 年小幅回升至 12.75%。通过杜邦拆解，可进一步发现其 ROE 持续下行主要受业务及管理费用、资产减值损失、权益乘数的拖累，而营收端一直在持续改善，具体来看：

1) 营收端。营业收入占平均总资产比例基本上逐年提升。

①公司 2008 年以来转型做小微，并不断下沉客群，对净息差提升有明显的贡献，资产端利率上行、负债端成本下降并且近年维持稳定。

②同时收入结构也更加多元化，非息收入占比上升较快，主要是代理结算业务、金融市场投资的贡献。

2) 业务及管理费用。费用支出占平均总资产比例上行是拖累 ROE 的因素之一，这主要是

因为常熟银行拓展小微业务过程中采用“人海战术”，同时异地机构也处于扩张时期，员工费用以及办公费用明显增加。

- 3) **资产减值损失。**①考虑到公司小微业务尚处于扩张期，并且大部分小微贷款尚未经历一轮完整的经济周期，故公司在拨备计提方面采取审慎的策略；②企业贷款占全部贷款比例仍超过一半，而企业贷款在近些年是风险频发的领域，也需要较多的拨备核销处置不良贷款。
- 4) **权益乘数。**降低杠杆是整个银行业的趋势，2015 年以来，常熟银行杠杆水平也基本趋于稳定，对 ROE 的负面影响在降低。

表 7：常熟银行历年 ROE 拆分

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
利息收入	4.43%	5.06%	4.32%	4.40%	5.24%	5.44%	5.31%	5.34%	5.40%	5.40%	5.34%	5.52%
利息支出	-2.06%	-2.51%	-1.77%	-1.58%	-2.23%	-2.44%	-2.44%	-2.32%	-2.39%	-2.04%	-2.20%	-2.26%
净利息收入	2.37%	2.55%	2.56%	2.82%	3.01%	3.00%	2.87%	3.03%	3.01%	3.37%	3.14%	3.26%
净手续费收入	0.04%	0.10%	0.13%	0.07%	0.12%	0.06%	0.06%	0.04%	0.05%	0.25%	0.31%	0.23%
净其他非息收入	0.05%	0.21%	-0.12%	0.13%	0.07%	0.14%	0.05%	0.23%	0.26%	0.14%	0.18%	0.23%
净非利息收入	0.09%	0.31%	0.01%	0.20%	0.20%	0.20%	0.12%	0.27%	0.31%	0.39%	0.49%	0.46%
营业收入	2.46%	2.86%	2.56%	3.02%	3.21%	3.20%	2.98%	3.30%	3.32%	3.75%	3.62%	3.73%
税金及附加	-0.11%	-0.12%	-0.11%	-0.12%	-0.13%	-0.13%	-0.13%	-0.13%	-0.15%	-0.06%	-0.03%	-0.02%
业务及管理费	-0.78%	-0.77%	-0.87%	-1.04%	-1.00%	-1.05%	-1.09%	-1.09%	-1.15%	-1.40%	-1.35%	-1.36%
费用及税金	-0.89%	-0.89%	-0.98%	-1.16%	-1.13%	-1.18%	-1.22%	-1.22%	-1.30%	-1.46%	-1.37%	-1.38%
营业外净收入	0.00%	0.04%	0.02%	-0.01%	0.06%	-0.01%	0.02%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.00%
拨备前利润	1.57%	1.99%	1.60%	1.84%	2.13%	1.99%	1.76%	2.06%	2.03%	2.31%	2.26%	2.34%
资产减值损失	-0.12%	-0.46%	-0.11%	-0.35%	-0.58%	-0.48%	-0.24%	-0.66%	-0.87%	-1.21%	-1.05%	-1.07%
税前利润	1.44%	1.53%	1.49%	1.49%	1.56%	1.51%	1.51%	1.40%	1.16%	1.10%	1.21%	1.27%
所得税	-0.22%	-0.18%	-0.22%	-0.25%	-0.27%	-0.29%	-0.26%	-0.32%	-0.22%	-0.22%	-0.25%	-0.25%
ROA	1.23%	1.35%	1.26%	1.22%	1.28%	1.20%	1.24%	1.07%	0.92%	0.87%	0.92%	0.95%
权益乘数	18.69	15.83	15.68	14.05	14.02	13.97	13.81	14.35	13.83	13.30	13.57	13.41
ROE	22.92%	21.45%	19.82%	17.21%	17.89%	16.73%	17.10%	15.41%	12.71%	11.61%	12.44%	12.75%

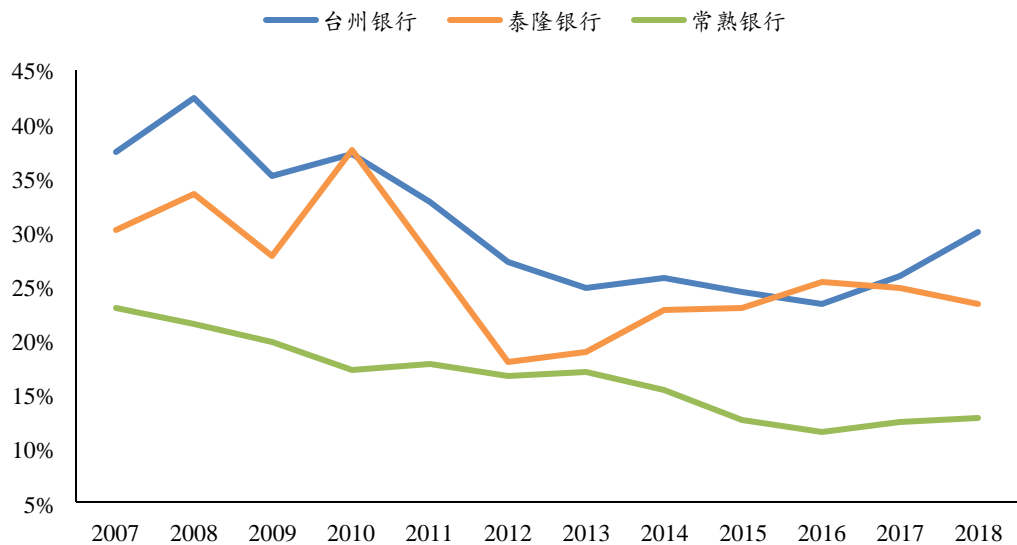
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2. 常熟银行 ROE 未来如何提升

一般来说，具备相同业务模式的银行在各项财务指标上具备可比性。通过研究，我们发现台州银行、泰隆银行均属于在微贷领域客户更下沉、深耕多年的公司，此外，2018 年末，这两家银行总资产规模分别为 1894 亿元、1686 亿元，与常熟银行规模接近。因此我们选择台州银行、泰隆银行与常熟银行 ROE 进行对比分析。

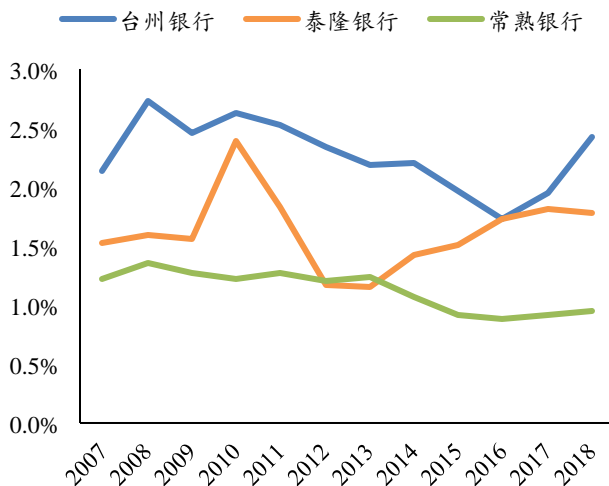
常熟银行与另外两家银行相比 ROE 明显偏低。其中，三家银行权益乘数走势基本一致，并且近年来差距大幅缩小，与整个银行业持续降杠杆的环境有关，因此常熟银行未来从提升杠杆的角度来驱动 ROE 回升的概率预计并不高。常熟银行 ROA 较另外两家银行略低，并且 2013 年以来，差距显著拉大。为了进一步探究其原因，我们选取决定 ROA 最为核心的四个指标进行分析，具体来看：

图 19: 常熟银行 ROE 远低于台州银行、泰隆银行



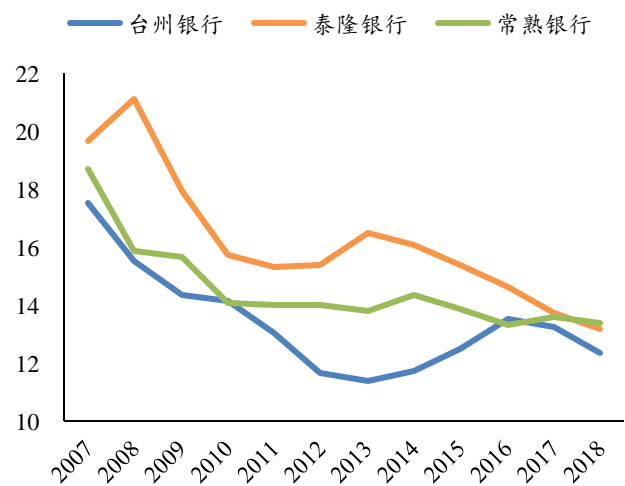
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 20: 常熟银行 ROA 偏低



资料来源: 公告公告、安信证券研究中心

图 21: 三家银行权益乘数基本一致



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

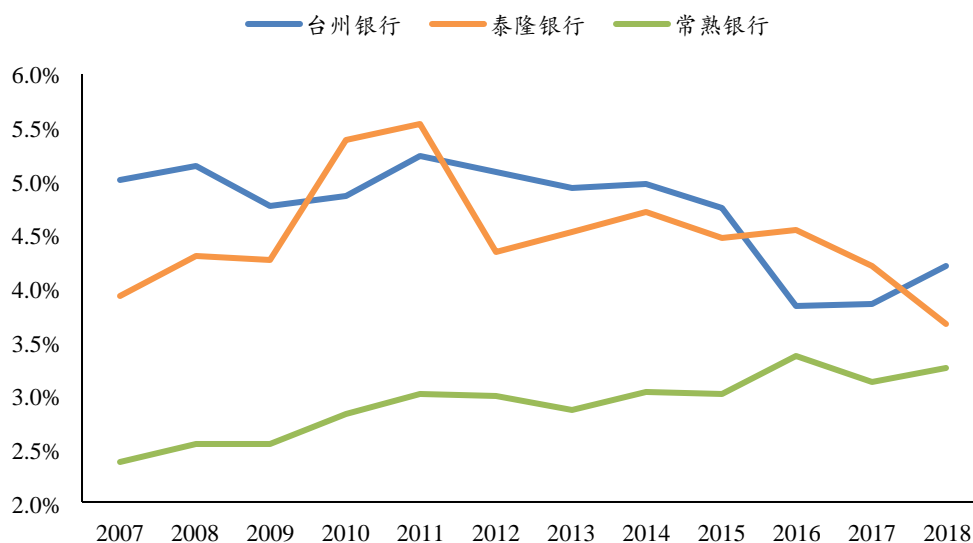
- 1) **常熟银行净息差远低于同业。**采用杜邦分解中净利息收入/平均总资产近似代表净息差，2007 年以来，常熟银行净息差持续低于台州与泰隆银行，主要是贷款定价的差距。

台州银行、泰隆银行小微贷款占比更高，几乎是专营微贷的银行，单户授信规模在 100 万元以下的贷款金额占比分别超过 65%、51%；单户授信规模在 500 万元以下的贷款金额占比分别超过 91%、85%；而常熟银行单户授信规模在 100 万以下的金额占比仅 40%。这也就驱动这两家银行资产端定价要高于常熟银行，这种定价差距在 50bp~250bp 不等。

三家银行负债端均以存款为主，负债成本差距在 30bp 以内，与资产端相比，负债成本差距并不明显。

与此同时，我们也看到，自 2007 年以来，常熟银行净息差在持续提升，这也得益于其小微战略的推进，并不断下沉客户群体，通过信贷结构的优化驱动贷款定价的上升。我们有理由相信，常熟银行若未来小微贷款占比不断上升，其净息差将有望追赶上台州银行与泰隆银行，进而驱动 ROE 改善。

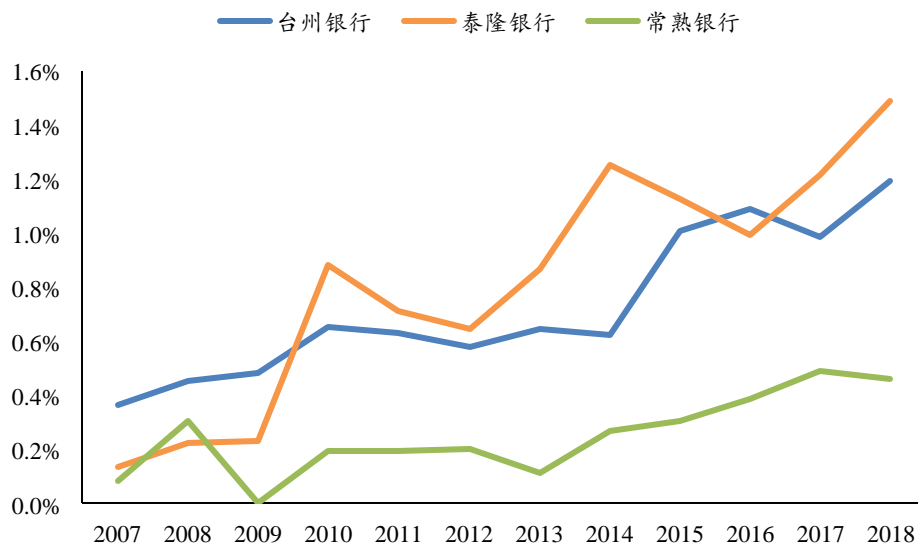
图 22：常熟银行净息差较低



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

- 2) 常熟银行净非息收入偏低。利差以外的收入考验一家银行产品与服务是否多元化，台州银行以及泰隆银行更加追求客户综合回报而不仅局限于信贷业务，注重通过为客户提供多样化的产品组合、支付结算服务、代理业务等方式满足客户多元融资以及其他金融需求。常熟银行在这方面还有更多挖掘客户需求的空间。

图 23：常熟银行净非息收入偏低

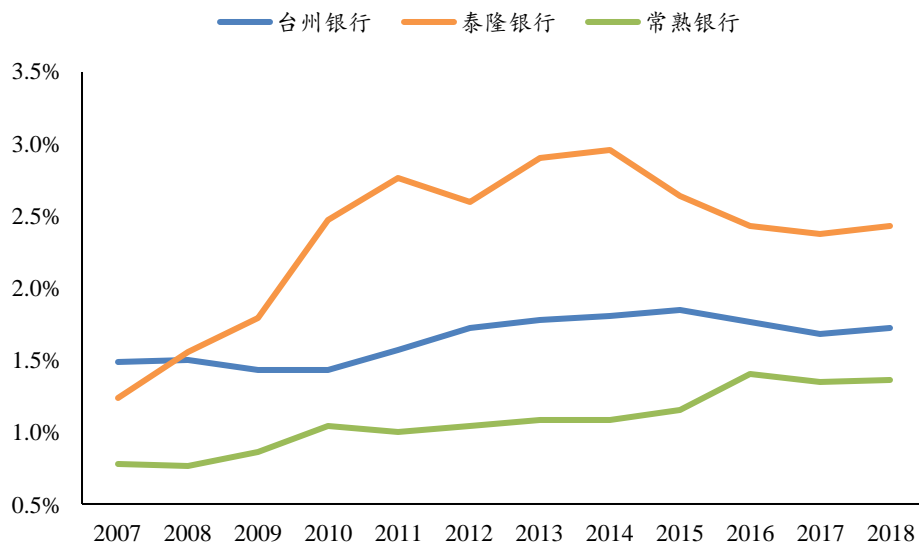


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

- 3) 常熟银行业务及管理费用支出较低。考虑到这三家银行均采用客户经理上门拜访客户的方式开展业务，因此对员工的支出占比极高，而小微客户服务存在管理半径的痛点，成熟小微客户经理覆盖范围 20 公里、管户 150 基本上已经是上限，因此业务及管理费用均较高。

常熟银行未来还将进行异地扩张，不可避免地需要扩大人员招聘、办公场地等前期筹建支出，因此业务及管理费用的支出预计持续提升。

图 24：常熟银行业务及管理费用支出较低

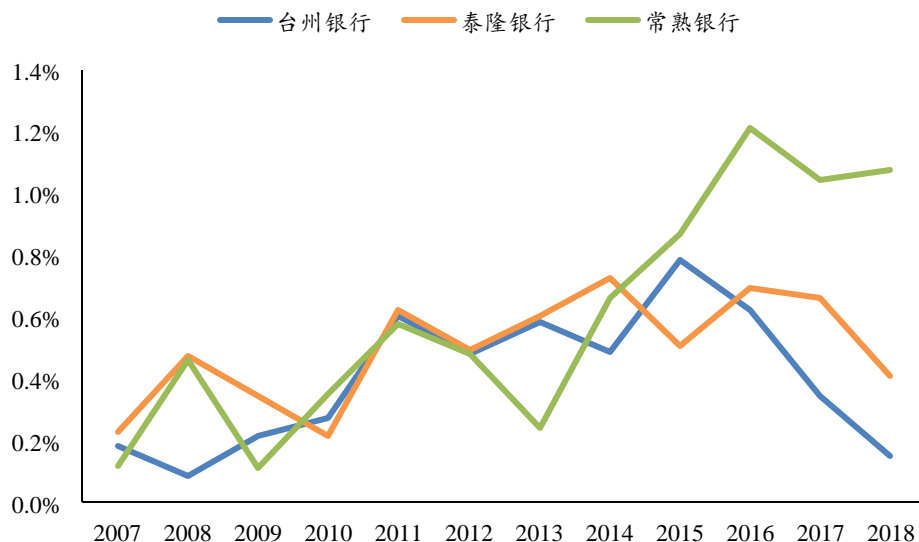


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

- 4) 常熟银行信贷成本过高。截至 2018 年末,泰隆银行不良率为 1.16%,拨备覆盖率为 226%;常熟银行不良率为 0.99%,拨备覆盖率为 445%;台州银行不良率为 0.63%,拨备覆盖率为 397%,资产质量均较为优异。

常熟银行未来降低信贷成本有两种方式：一是考虑对公信贷是消耗拨备资源最多的领域,因此逐步压降对公信贷,可有效缓解资产减值损失计提的压力;二是拨备反哺利润,降低拨备覆盖率,这也是台州银行、泰隆银行近年来采取的措施。

图 25：2014 年以来，常熟银行拨备计提力度明显加大（信用成本）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

总结：通过上述分析，我们认为常熟银行未来提升 ROE 可行的路径有两个：小微信贷占比上升驱动净息差上行、信贷成本下行。

4.3. 对常熟银行未来 ROE 的测算

结合第二部分对常熟银行未来五年异地机构、村镇银行、常熟本地贷款的增长分析,以及第三部分对常熟银行未来 ROE 提升的路径拆解,我们对常熟银行未来 ROE、ROA、净息差进

行预测，研究结论显示，若个人经营性贷款占比能逐年稳步提升，在可预期的未来，ROE、ROA 以及净息差回升预计也是比较确定的。2024 年，若常熟银行个人经营性贷款占贷款总额的比例达到 44.50%，则 ROE 可提升至 15.08%，ROA 可提升至 1.22%，净息差可提升至 3.74%。

个人经营性贷款具体预测方法如下：①考虑到村镇银行的经营策略是以微贷为主，而微贷中同时包含个人经营与个人消费贷款，假设每年存量村镇银行贷款中，80%是个人经营性贷款；②异地机构会做对公和零售，微贷也是其重点发展的方向之一，我们假设新增贷款的 40%投向个人经营贷款；③由于对公业务主要集中在常熟当地，假设常熟地区新增贷款的 20%投向个人经营领域。

表 8：常熟银行未来数年 ROE 与 ROA 测算

	村镇银行 贷款	异地机构 贷款	常熟地区 贷款	个人经营 性贷款	个人经营 性贷款占 比	ROE	ROA	净息差
2018A	140.00	335.01	448.87	304.29	32.94%	12.75%	0.95%	3.28%
2019E	177.81	442.36	489.53	385.61	34.75%	12.22%	1.03%	3.48%
2020E	229.58	527.68	514.01	466.05	36.66%	12.47%	1.11%	3.57%
2021E	296.43	633.10	539.71	566.84	38.58%	13.46%	1.17%	3.60%
2022E	382.74	718.15	566.69	675.30	40.50%	14.05%	1.19%	3.64%
2023E	494.19	817.38	595.03	809.82	42.47%	14.52%	1.20%	3.67%
2024E	638.09	933.41	624.78	977.30	44.50%	15.08%	1.22%	3.74%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值分析

我们预计常熟银行 2019 年~2021 年的营业收入增速分别为 14.41%、15.56%、15.74%，净利润增速分别为 20.40%、20.16%、19.02%，EPS 为 0.65、0.78、0.93，BVPS 为 6.00、6.59、7.28。

模型关键假设：假设常熟银行 2019 年、2020、2021 年总资产同比增速为 8.60%、13.29%、13.59%；贷款增速分别为 20.11%、14.56%、15.57%；存款增速分别为 16.00%、16.00%、16.00%；净息差分别为 3.48%、3.57%、3.60%；手续费及其佣金净收入增速分别为-20.00%、25.00%、40.00%；成本收入比分别为 35.00%、36.00%、36.00%。

对比台州和泰隆银行，若公司异地小微业务保持较快发展，个人经营性贷款占比能逐年稳步提升，在可预期的未来，ROE、ROA 以及净息差有望持续回升。当前股价对应 2019 年、2020 年、2021 年 PB 为 1.30X、1.19X、1.07X；对应 PE 分别为 11.96X、9.96X、8.37X，给予买入-A 评级。预计 6 个月目标价 8.99 元，对应 2019 年 PB1.5X。

风险提示：异地扩张不达预期；小微贷款利率显著下行；小微贷款资产质量显著恶化；三季报业绩不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

财务预测(单位: 百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						
净利息收入	4,014	4,324	5,099	6,047	6,910	7,895
净手续费收入	298	424	367	294	367	514
其他非息收入	163	248	355	320	420	500
营业收入	4,475	4,996	5,822	6,661	7,697	8,908
税金及附加	-71	-40	-38	-77	-91	-106
业务及管理费	-1,674	-1,855	-2,125	-2,331	-2,771	-3,207
营业外净收入	25	10	-23	0	0	0
拨备前利润	2,755	3,111	3,635	4,252	4,835	5,595
资产减值损失	-1,444	-1,443	-1,679	-1,997	-2,126	-2,370
税前利润	1,312	1,668	1,957	2,255	2,710	3,225
所得税	-257	-346	-392	-442	-531	-632
税后利润	1,055	1,322	1,565	1,813	2,179	2,593
归属母公司净利润	1,041	1,264	1,486	1,789	2,150	2,559
资产负债表						
存放央行	14,240	15,633	16,760	19,811	22,980	26,657
同业资产	6,684	3,322	2,448	2,598	2,759	2,931
贷款总额	66,419	77,811	92,795	111,456	127,685	147,565
贷款减值准备	-2,191	-2,892	-4,069	-4,870	-5,543	-6,285
贷款净额	64,229	74,919	88,727	106,587	122,141	141,280
证券投资	41,243	48,197	54,328	47,458	52,018	56,204
其他资产	3,586	3,754	4,442	4,580	5,189	5,894
资产合计	129,982	145,825	166,704	181,034	205,088	232,967
同业负债	20,583	11,587	11,510	12,399	13,371	14,433
存款余额	88,810	99,005	113,101	131,197	152,189	176,539
应付债券	6,991	20,357	24,069	17,000	17,000	17,000
其他负债	3,166	3,767	4,489	3,277	3,726	4,244
负债合计	119,551	134,716	153,169	163,874	186,285	212,216
股东权益合计	10,431	11,109	13,536	17,161	18,803	20,751
业绩增长						
净利息收入增速	26.71%	7.73%	17.93%	18.58%	14.27%	14.25%
净手续费增速	484.16%	42.16%	-13.42%	-20.00%	25.00%	40.00%
净非息收入增速	47.74%	45.72%	7.47%	-15.05%	28.26%	28.82%
拨备前利润增速	29.35%	12.91%	16.85%	16.97%	13.71%	15.71%
归属母公司净利润增速	7.71%	21.50%	17.54%	20.40%	20.16%	19.02%
盈利能力						
ROAE	11.61%	12.44%	12.75%	12.22%	12.47%	13.46%
ROAA	0.87%	0.92%	0.95%	1.03%	1.11%	1.17%
RORWA	1.13%	1.26%	1.18%	1.32%	1.41%	1.50%
生息率	7.08%	5.31%	5.44%	5.62%	5.66%	5.66%
付息率	2.95%	2.42%	2.46%	2.41%	2.35%	2.32%
净利差	4.13%	2.90%	2.97%	3.21%	3.31%	3.34%
净息差	3.40%	3.16%	3.28%	3.48%	3.57%	3.60%
成本收入比	37.40%	37.14%	36.51%	35.00%	36.00%	36.00%
资本状况						
资本充足率	13.22%	12.97%	15.12%	15.64%	15.30%	14.69%
核心资本充足率	10.93%	9.92%	10.53%	10.34%	10.39%	10.22%
风险加权系数	70.69%	68.83%	75.43%	80.00%	78.00%	78.00%
股息支付率	38.45%	31.65%	31.74%	30.00%	30.00%	30.00%
资产质量						
不良贷款余额	933	887	914	1,078	1,220	1,412
不良贷款净生成率	1.88%	1.01%	0.73%	1.25%	1.24%	1.24%
不良贷款率	1.40%	1.14%	0.99%	0.97%	0.96%	0.96%
拨备覆盖率	235%	326%	445%	452%	454%	445%

拨贷比	3.30%	3.72%	4.38%	4.37%	4.34%	4.26%
流动性						
贷存比	74.79%	78.59%	82.05%	84.95%	83.90%	83.59%
贷款/总资产	51.10%	53.36%	55.66%	61.57%	62.26%	63.34%
平均生息资产/平均总资产	98.98%	99.18%	99.60%	99.98%	100.17%	100.17%
每股指标						
EPS	0.47	0.57	0.66	0.65	0.78	0.93
BVPS	4.43	4.71	5.67	6.00	6.59	7.28
每股股利	0.18	0.18	0.18	0.20	0.24	0.28
估值指标						
P/E	16.68	13.73	11.89	11.96	9.96	8.37
P/B	1.76	1.66	1.38	1.30	1.19	1.07
P/PPOP	6.30	5.58	4.86	5.03	4.43	3.83
股息收益率	2.30%	2.30%	2.30%	2.51%	3.01%	3.59%

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

■ 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张宇声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	陈盈怡		
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	陈旭	0755-23984253	chenxu@essence.com.cn
	李倩	0755-23984253	liqian@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034