

小微金融优势延续，关注估值修复机会

常熟银行 (601128.SH)
推荐 (维持评级)

核心观点：

- **行业基本面稳中向好，让利压力小于2020年，分化格局显现** 二季度经济增速有所回落但仍高于2019年水平，对银行业经营环境影响不大，基本面向好趋势不变。以存款为核心的负债端监管强化，有助优化银行资金结构、降低负债成本，为贷款端定价调整预留空间，银行让利压力整体小于2020年。伴随着行业景气度的回升，上市银行分化格局显现，区位优势、业务结构和信用成本管控重要性增强，具备该类条件的差异化品种有望持续受益业绩释放，享有更多估值溢价空间。
- **常熟银行依托IPC+信贷工厂模式构建护城河，小微业务优势明显** 公司独有的微贷模式解决了小微业务信息不对称、风控难度大、效率不高等问题，同时可将模式复制到异地分支机构、参股银行以及村镇银行，实现外延式扩张，产生规模效应。截至2020年末，公司以个人经营性贷款占总贷款和零售贷款比重分别为35.63%和63.53%，异地分支机构和村镇银行累计贡献62.19%，NIM和不良率两项指标均领先同业。此外，公司已入股7家农商行且兴福村镇银行范围覆盖江苏、湖北、河南和云南等地区，复制模式并开展集约化管理，业务拓展想象空间巨大。
- **业绩增速低位回升，后期大概率延续改善之势** 受益于小微企业信贷需求空间广阔、LPR重定价影响减弱、存款开门红和利率上限调整、拨备计提压力缓解等多重因素影响，公司的信贷投放规模预计维持稳健增长，息差企稳回升预期增强，信用成本释放和反哺利润空间较大，业绩有望延续改善之势，测算2021-2023年营业收入增速为11.88%、11.23%和11.32%，归母净利润增速为17.37%、17.19%和17.25%。
- **估值处于历史低位，关注估值低位修复机遇和中长期溢价空间** 公司当前PB 0.95倍，处于上市以来0.40%分位，但在上市农商行中排名第2，享有一定的估值溢价。我们综合考虑公司在小微金融层面的竞争力、基本面向好趋势以及市场空间，认为公司估值存在低位修复机会和中长期溢价空间，性价比较高，配置价值明显。
- **投资建议：**公司坚持支农支小市场定位，小微金融优势明显。信贷业务下沉需求空间广阔，个人经营性贷款维持较快增长，NIM同业领先。资产质量优异，拨备覆盖率同业领先，风险抵补能力强劲。公司通过IPC+信贷工厂的模式开展小微业务，有效管控不良风险，助力信贷扩张，同时借助异地分支机构和村镇银行以及入股农商行等形式拓展业务空间，常熟以外地区收入贡献逾6成，未来业绩增长空间可期。结合公司基本面和股价弹性，我们维持“推荐”评级，2021-2023年BVPS 7.16元/7.86元/8.66元，对应当前股价2021-2023年PB 0.89X/0.81X/0.73X。
- **常熟银行盈利与估值预测**

(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	65.82	73.64	81.91	91.18
归母净利润	18.03	21.16	24.80	29.08
EPS	0.66	0.77	0.90	1.06
PE	9.65	8.22	7.02	5.98
BVPS	6.55	7.16	7.86	8.66
PB	0.97	0.89	0.81	0.73

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- **风险提示：**宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

分析师

张一纬

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519010001

特此鸣谢：耿睿祺（实习生）

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

银行业经营环境良好，公司拨备计提压力缓解，信用成本降低促进利润释放，叠加资产端价格企稳回升预期增强，后期业绩增速有望实现持续改善。

公司专注小微金融领域，需求空间广阔，叠加普惠金融政策导向和公司自身业务布局的推动，信贷规模有望实现持续稳健增长，LPR 重定价影响减弱和信贷结构优化对贷款端定价企稳回升形成支撑。

投资管理行+入股农商行有助打破地域限制，借助被投资收购银行现有渠道网络，实现微贷模式复制，拓展业务空间。

我们测算公司 2021-2023 年营业收入增速为 11.88%、11.23%和 11.32%，归母净利润增速为 17.37%、17.19%和 17.25%。

我们与市场不同的观点：

基于货币政策回归常态化和监管降低小微企业综合融资成本的政策导向，2021 年行业信贷增速预计小于 2020 年，贷款定价水平有回升空间但幅度有限。相比于行业，我们认为常熟银行信贷业务存在量价齐升的契机：一是常熟银行的小微业务需求空间广阔，融资缺口较大，同时受到普惠金融政策导向的推动，信贷规模有持续扩张的基础；二是常熟银行服务市场和客户范围不断下沉，与其他银行的小微实现错位发展，例如加大 100 万以下贷款项目或者纯信用类贷款的布局，能够减少价格层面的竞争并获取更高的信用溢价，对于贷款端整体定价水平的提升和息差的增长具有较好的促进作用。综合量价层面因素对收入的影响以及公司拨备计提压力缓解对利润的反哺效应，我们认为常熟银行的业绩增速有望实现持续改善，对估值修复形成有力支撑，看好当前位置的配置价值。

估值与投资建议：

估值分析：公司当前 PB 0.95 倍，处于上市以来 0.20%分位，但在上市农商行中排名第 2，享有一定的估值溢价。我们综合考虑公司在小微金融层面的竞争力、基本面向好趋势以及市场空间，认为公司估值存在低位修复机会和中长期溢价空间，性价比较高，配置价值明显，预测 2021-2023 年 BVPS 7.16 元/7.86 元/8.66 元，对应当前股价 2021-2023 年 PB 0.88X/0.80X/0.73X。

投资建议：公司坚持支农支小市场定位，小微金融优势明显。信贷业务下沉需求空间广阔，个人经营性贷款维持较快增长，NIM 同业领先。资产质量优异，拨备覆盖率同业领先，风险抵补能力强劲。公司通过 IPC+信贷工厂的模式开展小微业务，有效管控不良风险，助力信贷扩张，同时借助异地分支机构和村镇银行以及入股农商行等形式拓展业务空间，常熟以外地区收入贡献逾 6 成，未来业绩增长空间可期。结合公司基本面和股价弹性，我们维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

资产端价格修复带动息差企稳回升；拨备计提压力减少、信用成本降低释放利润；中报业绩表现超预期。

主要风险因素：

宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

目 录

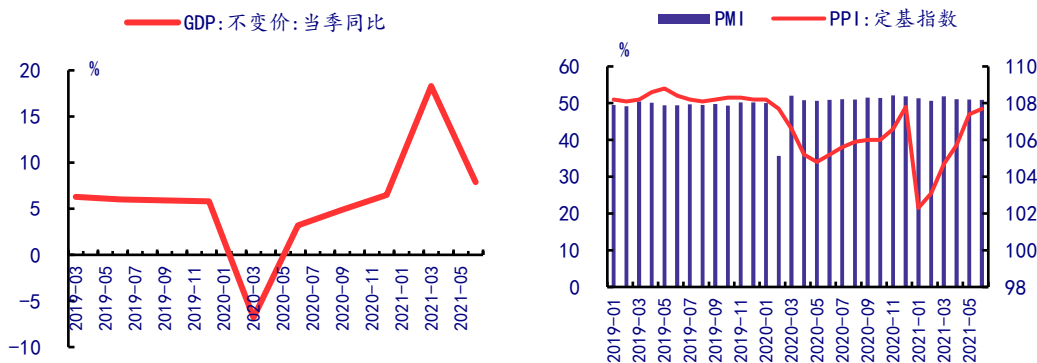
一、银行业基本面稳中向好，个股分化格局显现	3
(一) 经济增速有所回落，不改银行基本面向好趋势	3
(二) 以存款为核心的负债端监管强化，让利压力整体小于 2020 年	4
(三) 行业分化格局显现，差异化品种业绩增长可持续性更强	5
二、常熟银行：小微金融优势延续，关注资产端价格回升	7
(一) 差异化优势明显，IPC+信贷工厂模式构建小微业务护城河	7
(二) 股东背景雄厚，管理层换届落地、微贷战略延续稳定	9
(三) 业绩增速低位回升，资产端价格有望企稳回升	12
1. 净利增速逐步回归常态化水平，资产负债表稳步扩张	12
2. 小微业务需求空间广阔，贷款定价企稳回升预期增强利好 NIM 走阔	13
3. 存款开门红缓解负债端压力，异地分支机构和村镇银行的存款贡献度提升	15
4. 非息业务仍有提升空间，“飞燕码上付”补贴退出促进中收改善	17
5. 资产质量维持较优水平，拨备计提充分，风险抵抗能力强劲	19
(四) “投资管理行+入股”打开业务拓展想象空间	21
三、盈利预测与估值分析	23
(一) 业绩预计持续改善，利好估值修复	23
(二) 估值处于历史较低水平，差异化经营有望带来中长期估值溢价	23
四、投资建议	24
五、风险提示	24

一、银行业基本面稳中向好，个股分化格局显现

(一) 经济增速有所回落，不改银行基本面向好趋势

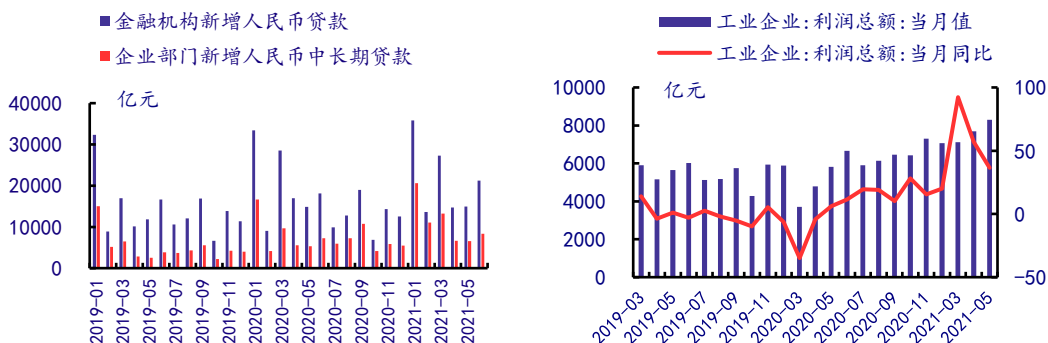
2021年二季度宏观经济增速较一季度有所回落，但依旧优于2019年同期，预计对银行业整体经营环境影响不大。2021Q2，GDP（不变价）同比增长7.90%，较2021Q1有所回落，但高于2019年同期水平；2021年6月，PMI为50.90%，连续16个月维持在荣枯线上方。面对PPI上行较快对企业成本端造成的压力，央行已通过MLF、逆回购、全面降准等多种形式保持流动性合理充裕，增强银行等金融机构服务中小微企业的能力，降低融资成本，托底实体经济，企业盈利能力有望维持稳定，利好银行业资产质量改善和信用成本释放，同时融资需求保持旺盛短期内也对银行信贷投放形成支撑。2021年5月最新数据，工业企业单月利润总额8299.20亿元，同比增长36.40%，规模与增速较前两个月有所回落，但整体处于2019年以来较高水平；金融机构新增人民币贷款2.12万亿元，同比多增3085.96亿元，其中，企业部门新增人民币中长期贷款8374.06亿元，同比多增1107.13亿元，新增规模均优于2019年同期水平。此外，央行于7月15日全面降准0.5个百分点，叠加当日MLF和逆回购操作，累计释放流动性11100亿元。

图 1：GDP、PMI 和 PPI 数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

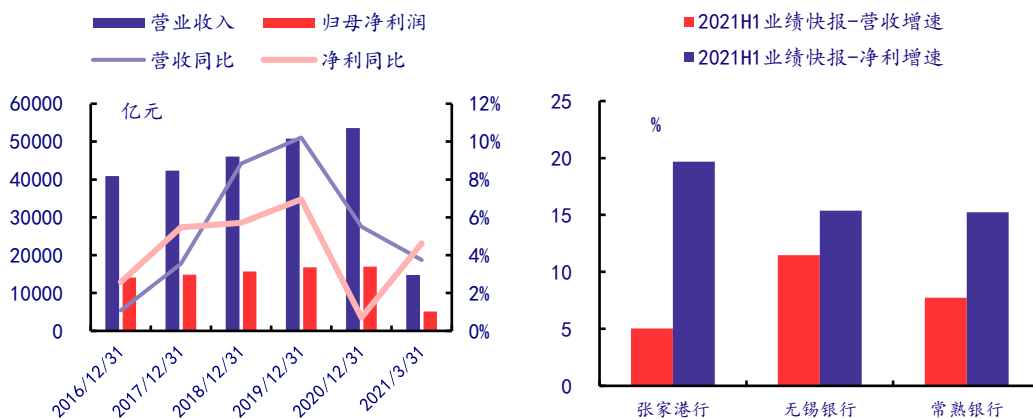
图 2：工业企业利润总额与金融机构新增贷款



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

得益于良好的经营环境，银行基本面向好趋势有望维持不变。2021Q1，40家上市银行累计营业收入1.48万亿元，同比分别增长3.74%；累计归母净利润5148.04亿元，同比增长4.63%。已经披露的3份2021上半年业绩快报显示，张家港行、常熟银行和无锡银行的归母净利润均实现两位数增长，增速较2021Q1进一步改善，同时利润增速远超营收，预计与资产质量持续优化和拨备计提压力缓解有关。整体而言，不良风险的逐步出清，叠加2020年拨备计提相对充分，后期信用成本释放、拨备反哺利润空间较大，银行利润有望维持在较高的增速水平，基本面向好趋势不变。

图 3：上市银行业绩表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 以存款为核心的负债端监管强化，让利压力整体小于 2020 年

相比于 2020 年监管引导银行单边让利的情况，2021 年监管政策更加侧重对银行负债端的管理，旨在通过优化银行负债结构、减少存款无序竞争等形式缓解银行负债端成本压力，借助金融机构传导降低社会综合融资成本，银行让利压力整体小于 2020 年。具体来看：

1 月 15 日，银保监会和央行发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》，严禁商业银行通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务，并且要求地方性法人银行立足于服务已设立机构所在区域的客户，有利于解决部分中小银行借助非自营网络平台、变相抬高存款利率等形式突破经营区域限制、违反市场利率定价自律机制等行为。部分以靠档计息、高息揽储为形式的互联网存款产品将会得到压缩，一定程度上减少存款竞争、无序扩张等行为，对于缓解商业银行负债端成本刚性具有积极影响

3 月 23 日，《商业银行负债质量管理办法》发布，从负债来源稳定性、负债结构多样性、负债与资产匹配合理性、负债获取的主动性、负债成本适当性、负债项目真实性等六方面明确了负债质量管理的核心要素，旨在构建全面、系统的负债业务管理和风险控制体系，持续推动商业银行强化负债业务管理。

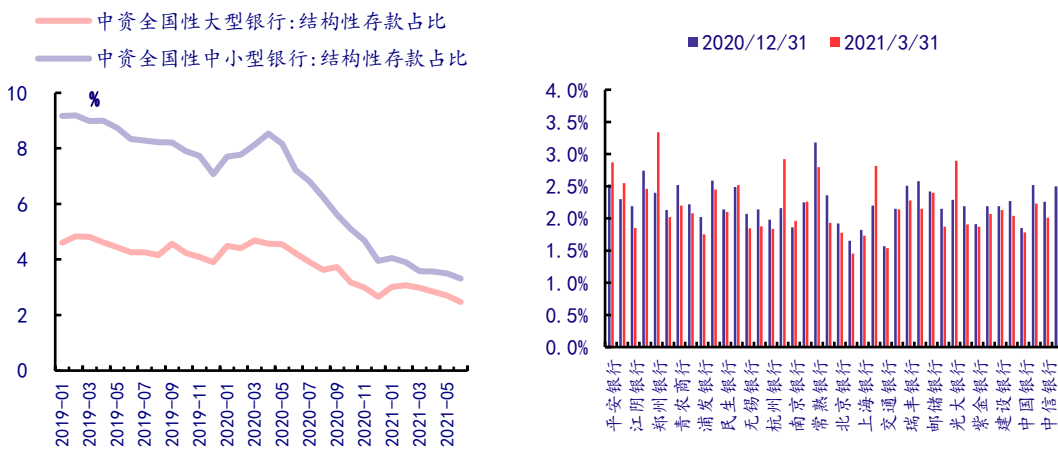
6 月 1 日，市场利率定价自律机制工作会议召开，审议通过了优化存款利率自律管理方案。拟将商业银行存款利率上浮的定价方式，由现行的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”；在转换定价方式的同时，对不同类型的商业银行设置不同的最高加点上限。依据当前

基准利率测算，新规后国有行的定价上限普遍下调，活期存款、1年期/2年期/3年期定期存款利率上行分别为0.45%、2%、2.6%和3.25%，较新规前下降4BP、10BP、34BP和60BP；股份行和城农商的活期存款和1年期定期存款受新规影响不大，利率上限分别为0.55%和2.25%，较新规前上升3BP和0BP，2年期/3年期定期存款利率上限分别为2.85%和3.5%，较新规前下降30BP和63BP。

7月15日，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。依据央行披露，降准释放长期资金约1万亿元，主要用于归还到期的中期借贷便利（MLF）以及弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口，旨在优化金融机构的资金结构，提升金融服务能力，更好支持实体经济。考虑到通过MLF融资的利率（2.95%）高于存款准备金收益率，此次降准有望直接降低银行负债端成本。央行预计降准每年可为金融机构节约成本130亿元，我们结合该项数据并假设银行负债成本以外的其他指标均维持不变，不考虑资产端影响情况下静态测算降准预计降低银行业负债端成本率0.43BP，提升净息差0.42BP。

上述以存款为核心的负债端监管强化对于优化资金结构、降低资金成本，进而稳定银行净息差具有积极影响。截至2021年3月末，中资大型银行、中小型银行结构性存款比重分别为2.47%和3.31%，较2020年末下降0.19和0.66个百分点，核心存款比重有所增加。与此同时，尽管受到LPR重定价的影响，上市银行中仍有9家银行2021Q1息差逆势回升，预计与负债端结构优化和存款成本降低有关。中长期来看，存款利率上限调整和全面降准有望持续推动银行负债端成本压力释放，在维持净息差稳定的同时，为贷款端定价调整预留空间。

图 4：不同类型银行结构性存款占比以及上市银行净息差变化



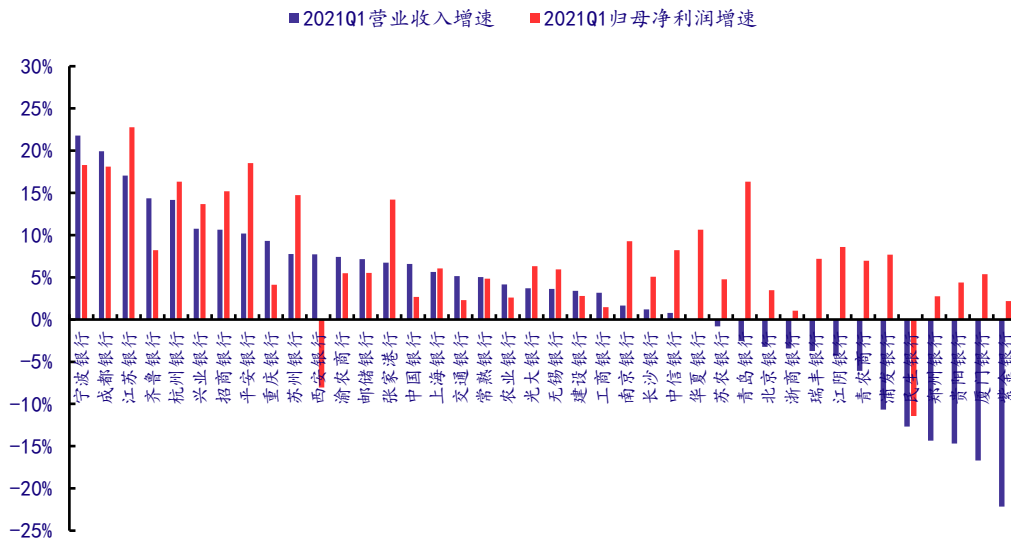
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）行业分化格局显现，差异化品种业绩增长可持续性更强

尽管行业整体经营业绩出现改善，景气度有所上行，不同上市银行之间的分化加剧，传统业务同质化竞争利润空间逐步收窄，差异化竞争格局日益显现。除了受益于拨备计提减少外，部分上市银行营收逆势高增，增速行业领先，驱动净利润表现优于同业，业绩可持续性更强。从38家上市银行2021Q1财务数据来看，净利润增速超过两位数的有11家，包括江苏银行、平安银行、宁波银行、成都银行、青岛银行、杭州银行、招商银行、苏州银行、张家港行、兴业银行和华夏银行；其中，营收增速超过两位数的有7家，包括宁波银行、成都银行、江苏银行

行、杭州银行、兴业银行、招商银行和平安银行。

图 5：上市银行营收与净利增速排名



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

依据盈利来源拆解，我们发现上述 7 家上市银行营收高增、与其他银行业绩表现出现分化大致受两方面因素的影响：一是利息净收入的高速增长是多数银行业绩改善的主要原因，区位优势明显的中小银行如江苏银行、宁波银行、杭州银行和成都银行的利息净收入对营收增长的贡献更为显著，反映出旺盛的融资需求对信贷量价增长的影响；二是发展轻资本业务的积极影响，招商银行、杭州银行和兴业银行的中间业务成为营收增长的重要驱动力；三是信用成本下降，减值损失对营收的负向影响相对较弱，代表性银行包括招商银行、江苏银行和兴业银行。

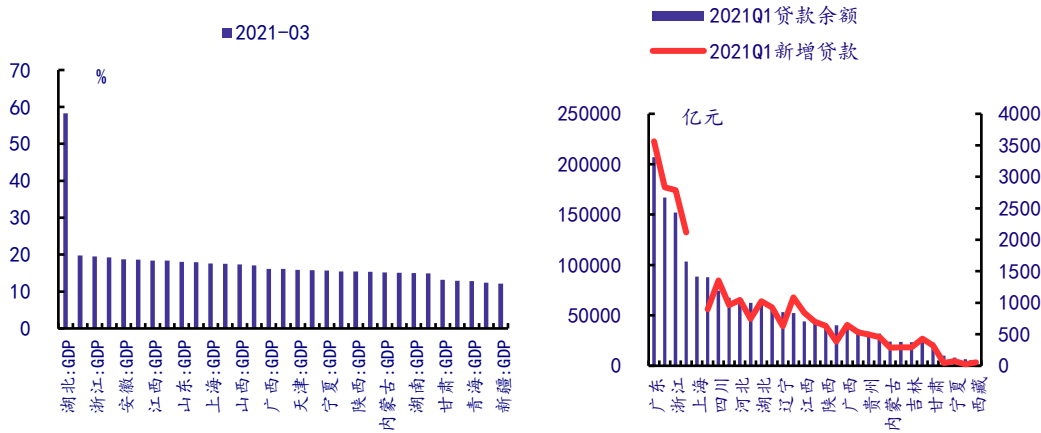
表 1：上市银行各项收入和成本对利润的影响

	Δ 利息净收入/ Δ 营收	Δ 中间业务收入/ Δ 营收	Δ 其他非息收入/ Δ 营收	Δ 管理费/ Δ 营收	Δ 减值损失/ Δ 营收
平安银行	60.46%	37.65%	1.89%	-29.83%	-19.91%
宁波银行	86.60%	1.78%	11.62%	-37.09%	-24.01%
招商银行	46.24%	63.10%	-9.34%	-35.71%	-2.34%
江苏银行	125.04%	25.92%	-50.96%	-6.11%	-9.02%
杭州银行	83.57%	78.21%	-61.79%	-13.61%	-35.56%
兴业银行	73.80%	52.91%	-26.72%	-26.90%	-0.96%
成都银行	78.10%	7.72%	14.18%	-20.06%	-31.66%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

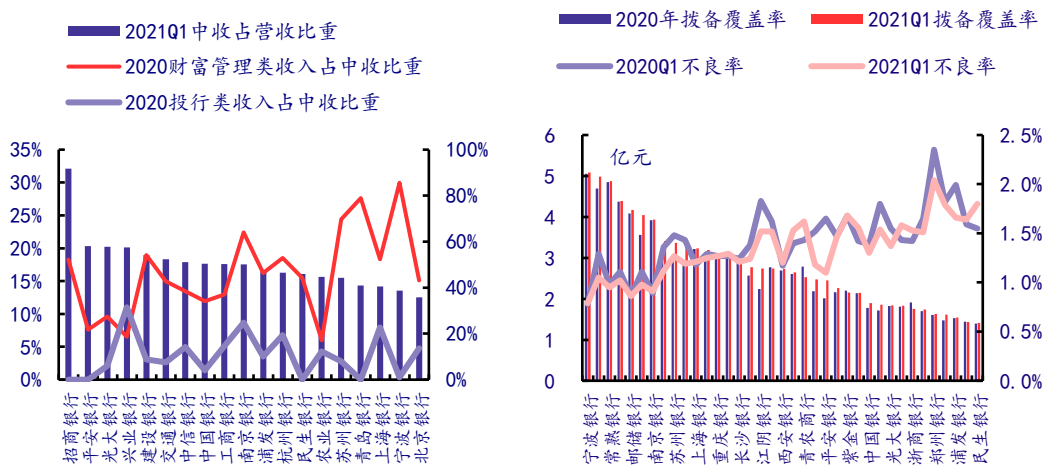
区位优势、业务结构以及信用成本管控有望成为上市银行业绩持续稳健增长重要因素，一定程度上影响后期银行板块和个股估值的修复，具备上述一项或多项条件的差异化品种有望受益营收和利润的进一步释放，估值层面或享有更多溢价空间。具体来看：（1）经济复苏较快的区域信贷需求空间更大，利好当地银行信贷投放；（2）以财富管理和投资银行为代表的中间业务逐步成为银行平滑业绩波动和拓展多元化收入的重要手段；（3）充足的拨备以及资产质量的优化是信用成本释放前提条件。

图 6：各省市 GDP 增速与贷款规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：上市银行中间业务与资产质量



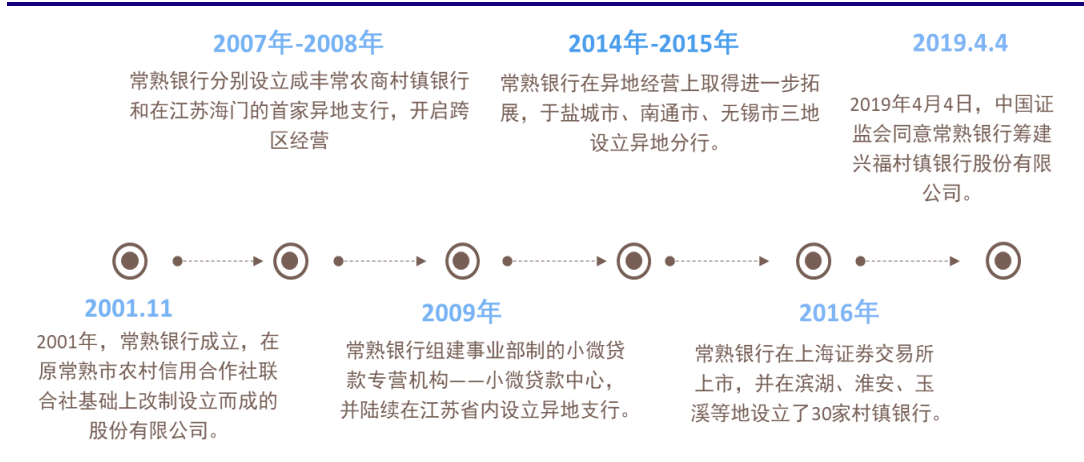
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、常熟银行：小微金融优势延续，关注资产端价格回升

(一) 差异化优势明显，IPC+信贷工厂模式构建小微业务护城河

常熟银行改组成立于 2001 年，前身为常熟市农村信用合作社联合社，2004-2015 年间通过数次增资扩股并引入交通银行作为战略投资者的方式补充资本，注册资本增至 20 亿元；2007 年和 2008 年分别发起设立咸丰常农商村镇银行和在江苏海门的首家异地支行，开启跨区域经营，后续进一步通过设立异地分支机构，参股农商行和组建村镇银行等形式实现外延式扩张；2009 年公司组建事业部制的小微贷款专营机构，打造专业化、可复制、业内领先的微贷核心技术；2016 年 9 月，公司于上海证券交易所上市，成为首批启动 IPO 上市工作的农商行之一。2019 年，常熟银行获批成立国内第一家投资管理型村镇银行——兴福村镇银行，能够在全国范围内设立并收购村镇银行，成为异地分支机构设立受限环境下拓展公司业务空间的有效突破口。

图 8：常熟银行发展历程

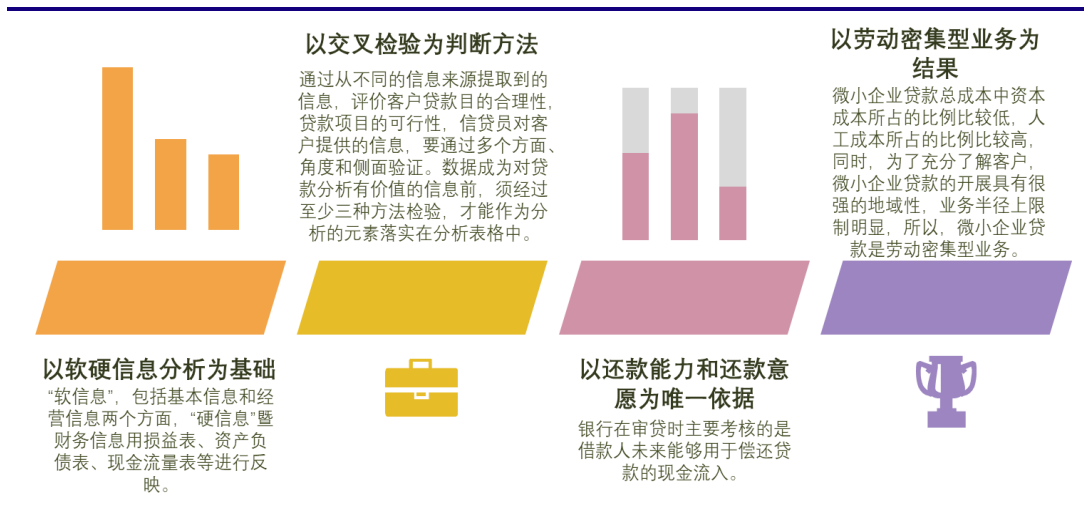


资料来源：招股说明书，公司公告，中国银河证券研究院整理

公司坚持“三农两小”定位，专注小微业务，与其他银行开展错位竞争，差异化优势明显。公司主要采用 IPC 技术+信贷工厂相结合的模式来开展小微业务，构建行业竞争护城河，同时可将业务模式复制到异地分支机构、参股银行以及村镇银行，实现外延式扩张，产生规模效应。具体来看：

IPC 技术引进于 2009 年，主要解决小微业务信息不对称、风控难度大、效率不高等问题。IPC 技术重视高频率的现场调研和交叉验证，以软硬信息为基础评估客户还款能力和还款意愿，以此作为贷款发放的主要依据。该模式下，客户经理对贷前贷中贷后等流程进行全程参与，专业化水平要求高，以高人力成本为代价来换取低信用成本，因此也被称为“人海战术”。常熟银行在 IPC 应用方面则建立了风险定价、独立核算、高效审批、激励约束、专业培训、信息通报 6 项机制，并且利用 IPC 的不对称偏差分析法，识别客户风险，初步解决了敢贷会贷的问题。

图 9：IPC 运作模式

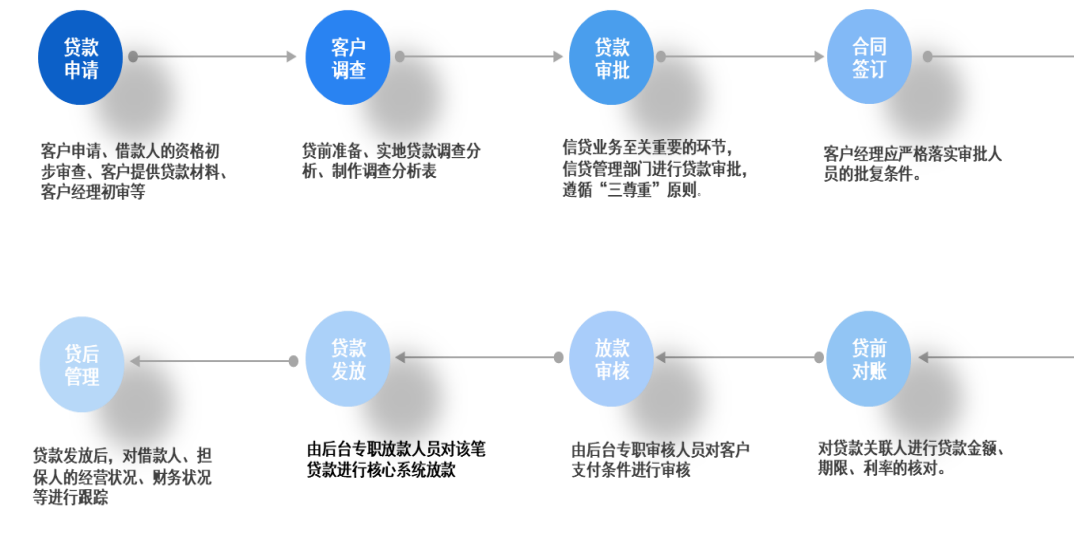


资料来源：《德国 IPC 小微技术详解》，信贷 (ID: xindaijun)，中国银河证券研究院整理

与此同时，公司结合本土实际打造信贷工厂模式，以克服 IPC 在服务效率和成本方面的短

板。2012年，常熟银行对微贷业务进行了碎片化并联式的改造，打造出前台营销调查、中台缴印审批、后台管理操作为一体的小微信贷工厂，涵盖了贷前、贷中、贷后各个环节，分工明确，各司其职，用标准化的技术，标准化的流程来做非标准小微贷款业务，形成了工厂化的流水作业。IPC+信贷工厂相结合打破了小微业务发展的天花板，使得规模化经营和模式复制成为可能，为公司拓展异地业务打下基础。

图 10：信贷工厂流程



资料来源：陆晓丹，《常熟农村商业银行小额信贷工厂建设项目研究》，中国银河证券研究院整理

（二）股东背景雄厚，管理层换届落地、微贷战略延续稳定

交通银行是公司的战略投资者和大股东，实力雄厚，为公司经营提供有利支持。公司于2008年引进战略交通银行作为战略投资者，截至2020年末持股比例达9.01%，为公司的第一大股东。公司与交通银行在技术与业务层面签订三轮协议，开展深度合作，合作领域涵盖科技、公司、零售、风险管理、人才、国际业务、资金业务、审计、财务等多个领域，同时积极参与公司股东大会、董事会等，对优化公司治理架构产生积极影响，在公司转型发展和核心竞争力的形成过程中发挥至关重要的作用。

表 2：常熟银行前十大股东明细

股东名称	持股数量（股）	占总股本比例（%）
交通银行股份有限公司	2,755,013,100	9.01
香港中央结算有限公司	105,263,783	3.84
常熟市发展投资有限公司	84,431,888	3.08
江苏江南商贸集团有限责任公司	76,695,845	2.80
全国社保基金一零组合	63,494,248	2.32
基本养老保险基金一零零一组合	46,000,000	1.68
江苏白雪电器股份有限公司	37,874,536	1.38
中国社保基金四一三组合	36,121,400	1.32

中国银行股份有限公司-大成优选混合型证券投资基金 (LOF)	35,000,000	1.28
国泰君安证券资管-建设银行-国泰君安君得鑫两年持有期混合型集合资产管理计划	32,000,000	1.17
合计	3,271,894,800	27.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：常熟银行与交通银行合作协议及内容

时间	协议名称	具体内容
2007 年	《认购及战略合作协议》及《补充协议》	<p>公司、个金业务：交通银行向本行提供各类公司业务新产品、个金理财产品，与本行合作开发理财产品；</p> <p>零售与私人业务：就开发优质的金融产品（本外币理财产品、按揭贷款产品）为本行提供建议和协助；</p> <p>国际业务：协助本行规划外汇业务发展的远期战略和措施，根据需要协助和指导本行实现本外币一体化经营；</p> <p>资本及市场业务：双方在互惠互利原则下，同等条件下优先于对方开展各类融资业务；</p> <p>风险防范：交通银行为本行开发一个高效、稳定和成本有效的风险管理系统提供建议和协助，协助本行建立市场风险的识别、计量、监测与控制机制；</p> <p>内控：协助本行完善内部审计稽核信息系统的技术、风险资产监控系统的技术；</p> <p>人力资源：就组织结构和资源利用等方面为本行提供指导和建议。</p>
2011 年	《2011-2013 年技术支持和业务合作框架协议》	<p>公司业务：交通银行将协助本行建立业务产品库、完善客户经理管理体制和完善信贷行业分析机制；</p> <p>零售业务：协助本行构建财富管理业务体系，在理财产品开发、理财业务管理咨询等方面进行合作；</p> <p>国际业务同 2007 年协议；</p> <p>资金业务：双方合作开发理财产品，进一步开展同业业务合作，协助本行开展对资金业务投研人员的培养，建立债券及中票的发行、分销业务体系；</p> <p>风险管理同 2007 年协议；</p> <p>人员培训方面：交通银行协助本行完善人员招聘和管理体制，特别是对异地分支机构人员的管理；</p> <p>财会：交通银行协助本行提高数据信息管理水平和建立总分支核算系统架构，提供财务管理方面的经验；</p> <p>科技：协助本行建立灾备中心；</p> <p>电子银行：实现双方银行卡在自助服务渠道的内联交易，合作开发 e 账户代理鉴证功能；</p> <p>内控及管理同 2007 年协议。</p>
2014 年	《2014-2016 年技术支持和业务合作框架协议》	<p>公司、零售业务：开展高端客户财富管理业务的合作交流、开展保函业务的授信合作，开展银企直联业务合作；</p> <p>国际业务：开展国际贸易融资业务合作；人员管理方面同上；</p> <p>审计：开展关于审计信息系统开发、管理和实用方面的交流合作；</p> <p>财会：交通银行为本行完善全行运营管理体系框架建设、头寸管理、资产负债管理和管理会计转型提供指导支持；</p> <p>科技：交通银行确定一名金融科技安全专家担任本行金融科技安全顾问；</p> <p>战略投资：协助本行制定转型战略规划。</p>
2021 年	2021-2023 年战略合作协议	<p>双方将围绕普惠金融、贸易金融、科技金融、财富金融等重点领域进一步深化合作，积极寻求战略合作协同价值的最大化。</p>

资料来源：招股说明书，公司公众号，中国银河证券研究院整理

此外，公司于近期完成了管理层换届，新任管理层多来自常熟银行体系，有助稳定现有的微贷战略打法，延续公司核心竞争优势。依据 2020 年 12 月 25 日发布的董事会和监事会决议，原行长庄光强被选举为董事长，原副行长薛文为行长，公司党委副书记黄勇斌为监事长。此外，董事会还选举出董事会秘书，5 名副行长和 1 名行长助理。从履历上看，管理层绝大多数

已在公司体系内部任职，对现有经营方向影响不大。

表 4：常熟银行新任管理层履历

姓名	职务	履历
黄勇斌	第七届监事会监事长	历任常熟市谢桥信用社出纳、复核、会计，常熟市琴南信用社主任助理，常熟市信用联社财务核算部办事员、经理助理，常熟农商银行白茆支行副行长(主持工作)，常熟农商银行风险管理部副总经理(主持工作)、总经理，常熟农商银行小额贷款中心总经理，常熟农商银行行长助理、副行长，张家港农商银行董事、副行长。现任本行党委副书记。
庄广强	第七届董事会董事长	历任农业银行邳州支行赵墩营业所副主任、邳州支行办公室副主任、徐州分行干部学校副校长、徐州分行办公室副主任、邳州支行副行长，常熟农商银行副行长，连云港东方农商银行副董事长、行长、党委书记、董事长。现任本行党委书记、董事、行长。
薛文	行长	历任常熟市谢桥信用社办事员，常熟农商银行谢桥支行办事员、谢桥支行和开发区支行行长助理、副行长（主持工作），常熟农商银行谢桥支行行长、招商支行行长，连云港东方农村商业银行副行长，常熟农商银行党委委员、财务总监。现任本行党委副书记、副行长。
孙文	董事会秘书	历任建设银行灌南支行记账员、分理处副主任、主任，常熟农商银行战略规划部科员、总经理助理、副总经理，常熟农商银行办公室副主任（主持工作）、泰州分行行长。现任本行党委办公室主任、董事会办公室主任、办公室主任、战略规划部总经理。
付劲	副行长兼首席信息官	历任新天精密光学仪器公司干部，交通银行贵阳分行电脑部干部、副处长、处长，交通银行信息技术管理部业务应用处主管软件开发员，交通银行软件开发中心主管软件开发员、副高级经理，交通银行信息技术管理部生产管理副高级经理、高级经理。现任本行党委委员、副行长兼首席信息官。
陈稔	副行长	历任武进农村信用合作联社业务发展部办事员、国际业务部客户经理，武进农村商业银行南夏墅支行行长助理、业务拓展部副总经理、市场营销部总经理，江南农村商业银行资金业务部副总经理、公司业务部总经理、投资银行部兼公司银行部总经理。现任本行党委委员、副行长。
尹宪柱	副行长兼财务总监	历任温莎物业管理（上海）有限公司经理助理，香丽园（上海）物业管理有限公司财务经理，上海众华沪银会计师事务所高级审计员，德勤华永会计师事务所高级审计经理，苏州农村商业银行计划财务部副总经理、计划财务部总经理、董事、财务总监、泰州分行行长。现任本行党委委员、副行长兼财务总监。
吴铁军	副行长	历任常熟市金龙城市信用社柜员、客户经理，常熟农商银行风险管理部办事员、信贷管理部办事员、小企业信贷中心办事员、小企业信贷中心总经理助理、唐市支行副行长（主持工作）、公司银行部总经理、公司银行总部总裁。现任本行党委委员、行长助理。
包剑	副行长	历任常熟农商银行任阳支行柜员、信贷内勤、客户经理，业务发展部办事员、办公室办事员、公司银行部办事员，小额贷款中心办事员、总经理助理，南京银行苏州分行投行与同业部总经理助理、副总经理，常熟农商银行投资银行部总经理、票据业务部总经理、同业金融部总经理。现任本行党委委员、公司银行总部总裁、投资银行部总经理。
孟炯	行长助理	历任交通银行总行个人金融部产品经理、主管、高级专务，常熟农商银行零售部总经理、家庭金融部总经理、零售业务总监。现任本行行长助理、苏州分行行长。

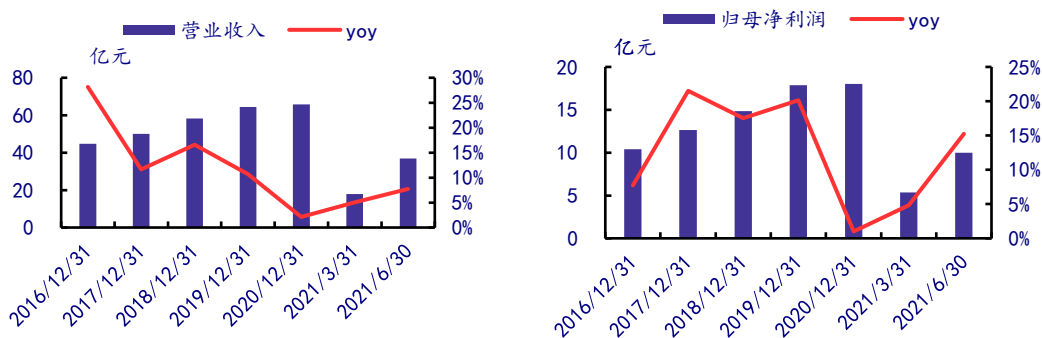
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

(三) 业绩增速低位回升，资产端价格有望企稳回升

1. 净利增速逐步回归常态化水平，资产负债表稳步扩张

随着疫情后信贷需求的释放和各项业务的开展，公司的业绩表现逐步回归常态化水平。2021年一季度，公司实现营业收入17.82亿元，同比增长5.03%；归母净利润5.34亿元，同比上涨4.84%，相较2020年1.01%的增幅有所走阔；2021半年度业绩快报显示的净利润增速上升至15.24%，相比于疫情期间持续低增长的局面，公司的业绩增速已经逐步回归常态化水平。

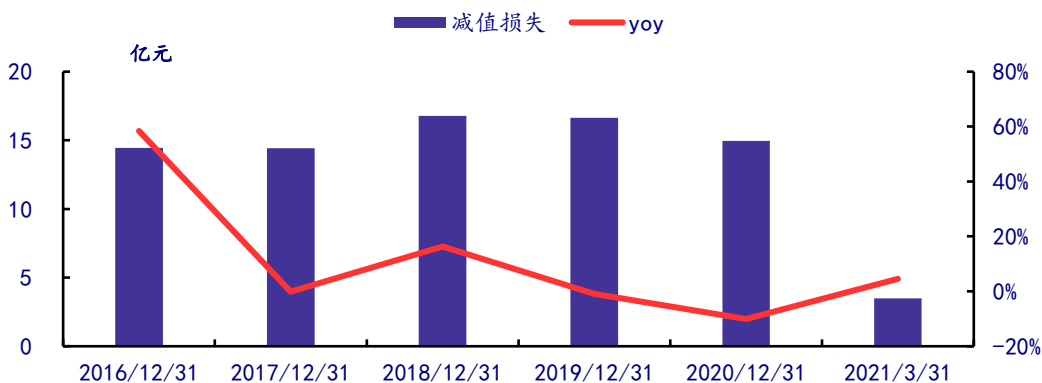
图 11：常熟银行归母净利润及营业收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司一季度业绩修复主要来自非息收入的高速增长，二季度驱动因素逐渐转向价格回升和拨备释放。非息收入层面，2021Q1 手续费收入增量明显，预计来自理财业务收入的增加，同时飞燕码上付补贴对手续费支出的影响减弱，两项因素综合影响带动中收大幅度改善；此外，基金等投资收益增加，公司整体投资收益增长逾9成，亦对非息收入产生较大贡献。资产价格层面，二季度 LPR 重定价影响减弱，贷款利率预计回升，有助利息收入增速企稳，叠加存款利率上限下调的影响，公司的息差水平或实现触底反弹。拨备层面，拨备计提压力缓解、信用成本降低大概率二季度业绩改善、净利两位数增长的核心因素。2021Q1，公司减值损失业绩快报显示减值损失3.48亿元，同比上升4.51%，资产质量进一步夯实，为后期拨备反哺利润打下基础；2021H1，业绩快报显示净利增速远高于营收增速，显示拨备可能已经出现一定程度的释放。

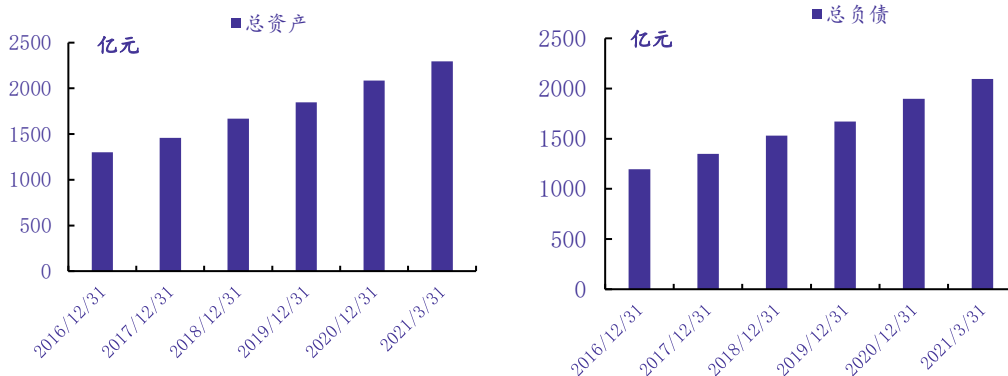
图 12：常熟银行减值损失及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司资产负债表稳步扩张，负债驱动效应增强。截至 2021 年 3 月末，常熟银行总资产 2294.54 亿元，同比增长 18.17%，较 2020 年末增长 9.95%，同比增速为 2017 年以来最高，主要来自负债端增速走阔的影响；常熟银行总负债 2096.67 亿元，同比增长 19.46%，较年初增长 10.60%，实现持续扩张，预计与存款高速增长有关。

图 13：常熟银行总资产及总负债

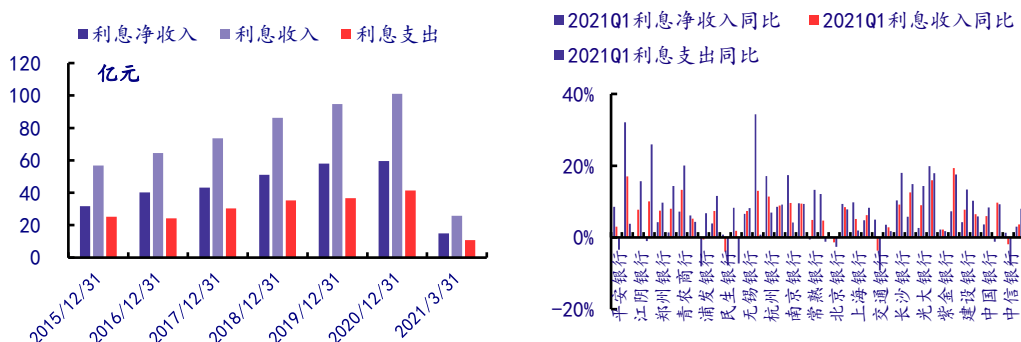


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 小微业务需求空间广阔，贷款定价企稳回升预期增强利好 NIM 走阔

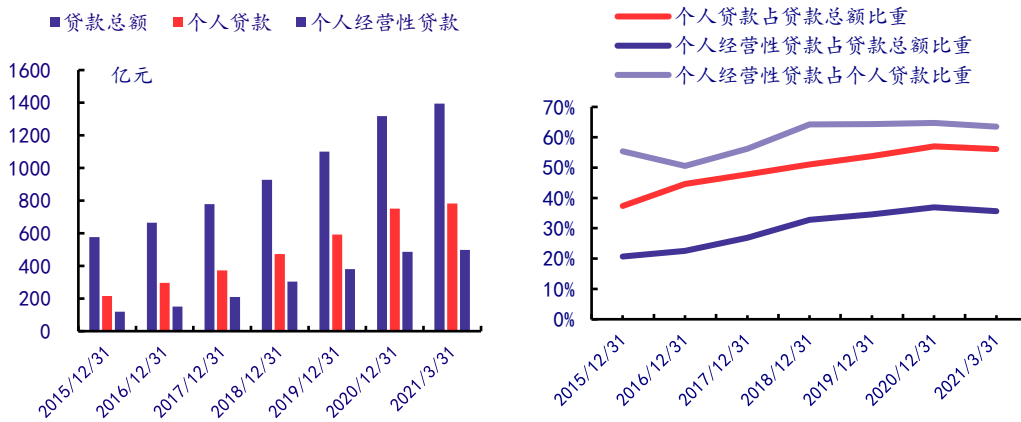
公司以个人经营性贷款业务为核心的小微业务维持较快发展，有望对后期利息净收入增速的修复形成稳定支撑。2021Q1，公司的利息净收入为 14.90 亿元，同比减少 0.55%，主要受到资产端价格下行以及利息支出大幅增加的影响，其中负债端的影响更大；2020Q1，公司的利息收入和利息支出同比分别增长 4.84% 和 13.23%。尽管如此，公司的信贷规模维持较快增长，信贷结构优异，后期有望受益量价增长，尤其是定价层面的改善。截至 2021 年 3 月末，公司的贷款规模 1395.47 亿元，同比增长 17.56%，2015-2020 年 5 年复合增速为 17.99%。公司的贷款以零售贷款为主，而个人经营性贷款作为零售贷款的重要组成部分，是贡献公司整体贷款规模增长的核心力量。截至 2021 年 3 月末，公司的个人经营性贷款规模为 497.36 亿元，同比增长 26.29%，2015-2020 年 5 年复合增速高达 32.47%；当前公司的个人经营性贷款占总贷款和个人贷款比重分别为 35.63% 和 63.53%，位于近五年以来的较高水平。此外，随着 LPR 重定价影响的减弱，叠加信贷需求旺盛和结构改善，公司的资产端价格有望实现企稳回升。

图 14：常熟银行利息净收入表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

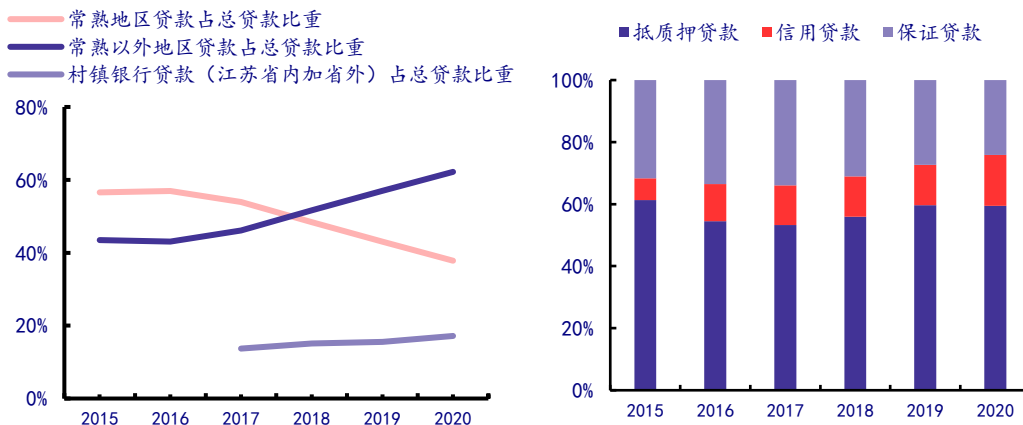
图 15: 常熟银行贷款规模及结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

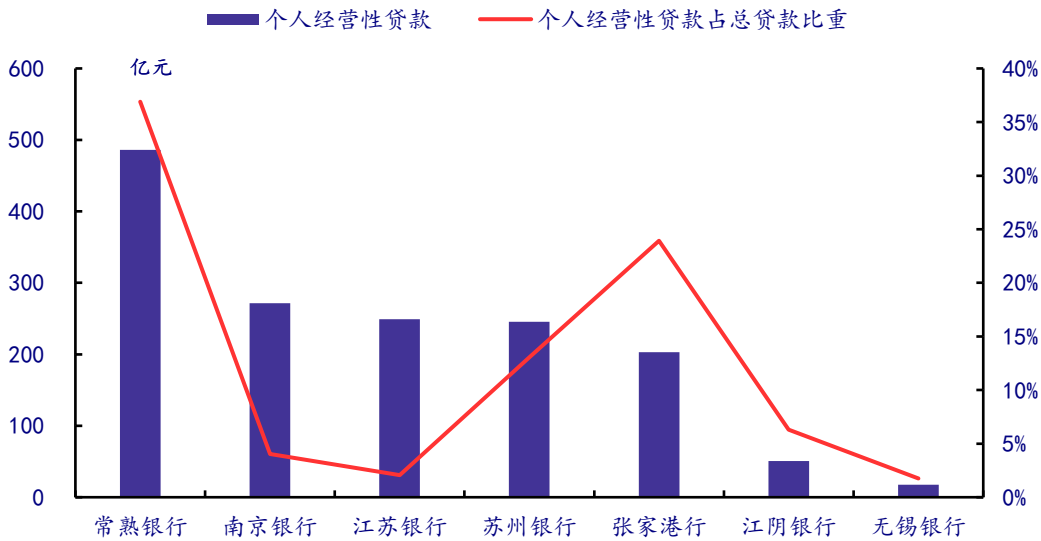
小微业务需求空间广阔, 叠加普惠金融政策导向和公司自身业务布局的推动, 公司的个人经营性贷款投放具备持续扩张的基础。需求层面, 我国小微金融的渗透率仍处于较低水平, 尤其是个体工商户和 100 万元以下的小微贷款项目。依据全国工商联、国家金融发展实验室以及蚂蚁集团联合发布的《2019-2020 年小微企业融资状况报告》, 2019 年我国 71.6% 的微型企业和个体经营者存在融资需求, 但 62.7% 的融资需求在 100 万以下, 疫情期间融资缺口达到 78%。政策层面, 普惠金融政策导向延续, 小微贷款投放有望保持在较高的水平。2021Q1 央行货币政策执行报告显示 3 月末普惠小微贷款余额同比增速达 34.3%, 同时指出要保持对小微企业的金融支持力度不减进一步加大对个体工商户的支持力度。业务布局层面, 公司通过异地分支机构和村镇银行大力拓展常熟以外市场, 目前常熟以外地区贷款占总贷款比重达 62.19% 且占比逐年提升, 个人经营性贷款规模在江苏省内区域性上市银行中排名第一, 而村镇银行逐步成为打开全国小微市场的重要抓手。与此同时, 公司能够通过业务下沉, 加大 100 万以下纯信用类贷款投放力度, 以获取更高的规模增长和利率层面的溢价空间, 并且与大型银行的小微业务实现错位竞争。截至 2020 年末, 常熟银行贷款仍以抵质押贷款为主, 担保类贷款次之, 但信用贷款的比重逐年上升, 占比由 2015 年的 7.01% 上升至 2020 年 16.32%。

图 16: 常熟银行贷款结构-按区域和担保类型划分



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院整理

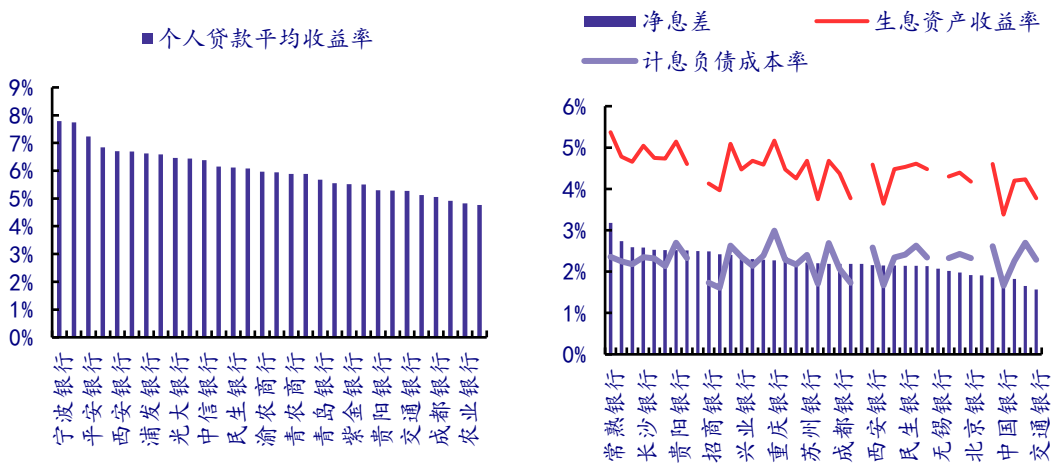
图 17：常熟银行与江苏省内上市区域性银行个人经营性贷款比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相比于对公贷款，常熟银行的个人经营性贷款定价水平较高，能够对 NIM 起到明显的增厚效应。截至 2020 年末，公司的个人贷款平均收益率为 7.74%，在已经披露数据的 30 家上市银行中排名第 2；其中，据调研个人经营性贷款的平均利率大致在 7.5% 左右，远高于央行披露的企业贷款加权平均利率（2021Q1：4.63%）。得益于较高的贷款定价水平，公司的 NIM 领先同业。依据 Wind 数据，2020 年公司的净息差为 3.18%，在 40 家上市银行中排名第 1。

图 18：常熟银行个人贷款平均收益率及净息差情况



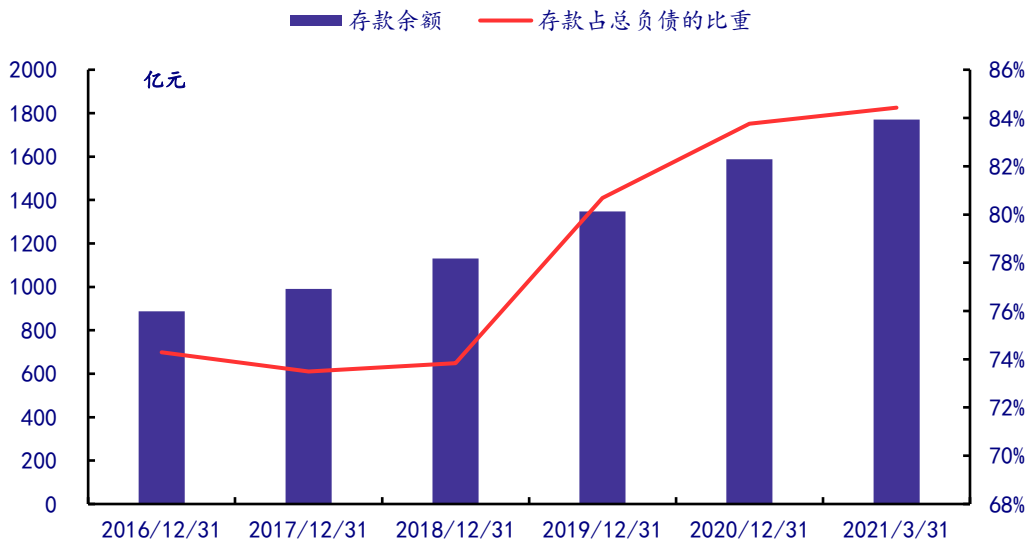
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 存款开门红缓解负债端压力，异地分支机构和村镇银行的存款贡献度提升

常熟银行的存款增速创 5 年新高且优于行业水平，有利于缓解负债端压力，稳定净息差。截至 2021 年 3 月末，公司的客户存款余额为 1770.18 亿元，较年初增长 11.47%，同比增长 21.84%，持续优于行业表现；存款占总负债比重上升至 84.43%，实现逐年提升。低成本存款负

债比重提升有助优化负债端结构，降低资金成本，促进息差增长。

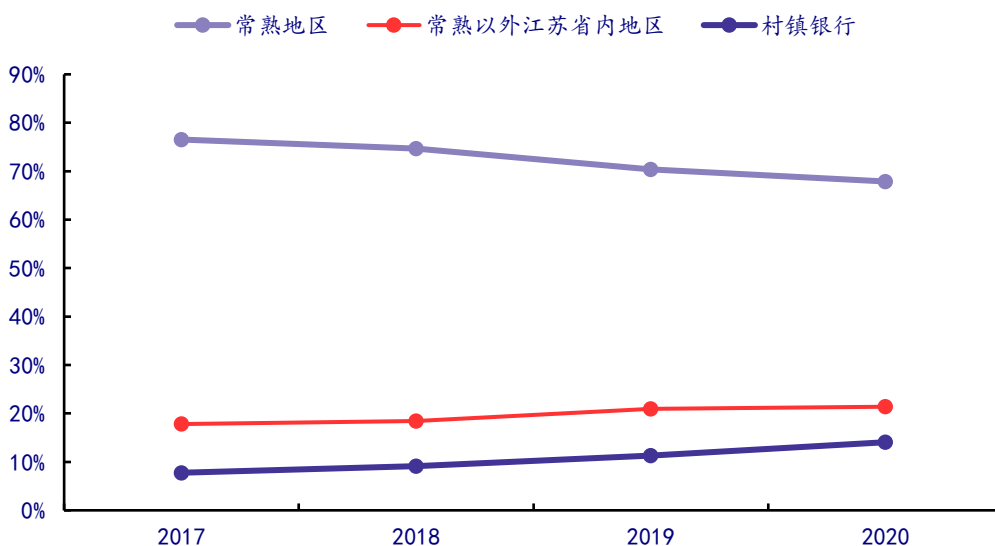
图 19：常熟银行存款规模与占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

常熟地区依旧是存款的主要来源，但异地分支机构和村镇银行的存款贡献度正在提升。截至 2020 年末，常熟银行异地存款占总存款比重达 32.12%，村镇银行存款占总存款比重为 14.06%，自 2017 年以来实现持续增加，年均复合增速分别为 24.40%和 42.67%。

图 20：常熟银行本地与异地存款贡献度

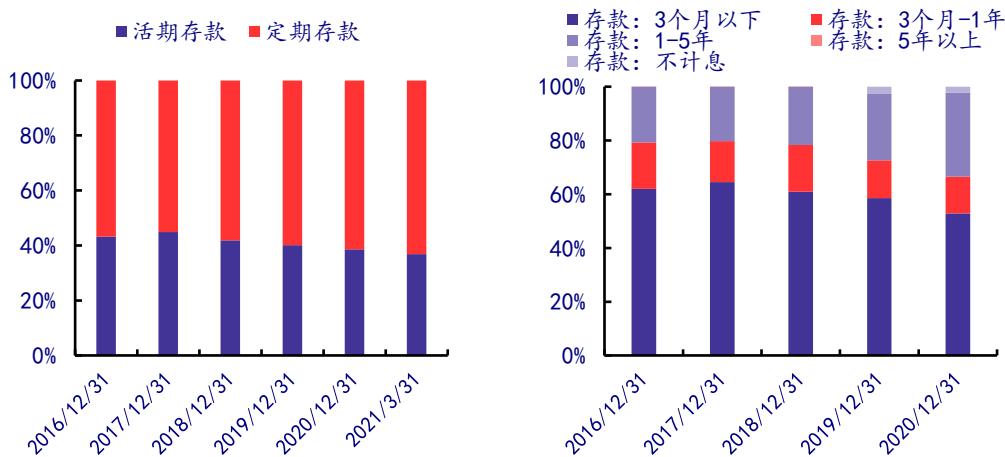


资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

公司的负债端成本中长期有望受益存款利率上浮定价方式转换的影响。依据 Wind 数据，公司的存款结构以定期存款为主，同时 1-5 年期存款比重有所上升，整体存款成本率在上市农商行中维持相对较高水平。2020 年，公司的存款平均成本率为 2.33%，高于其他上市农商行。

依据财新披露的最新存款定价加点要求测算，常熟银行对应的 2 年期和 3 年期存款利率上限分别为 2.85%和 3.50%，较调整前分别下降 30BP 和 63BP，有助存款成本下降（参考报告：《行业点评-银行业（20210623）：存款利率上限调整，缓解银行负债成本压力》）。

图 21：常熟银行存款期限结构

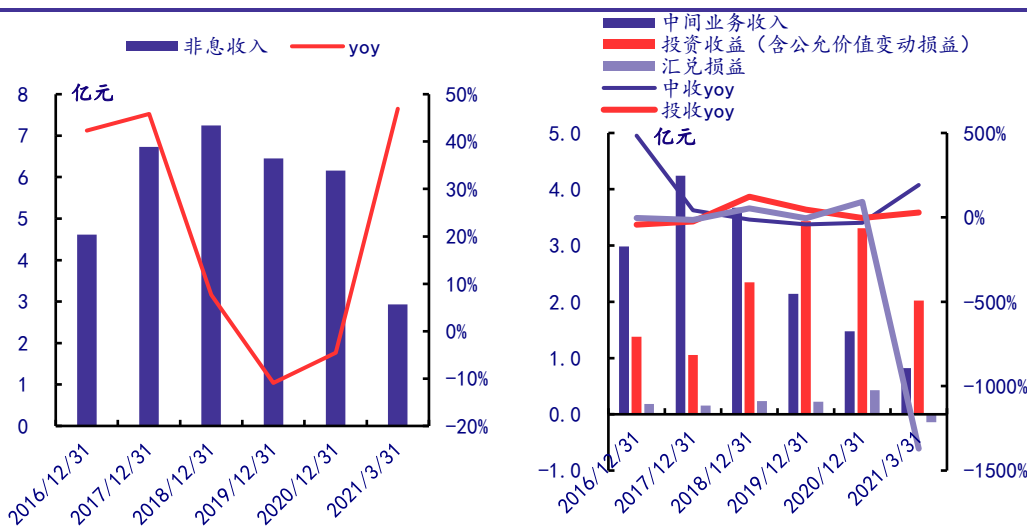


资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 非息业务仍有提升空间，“飞燕码上付”补贴退出促进中收改善

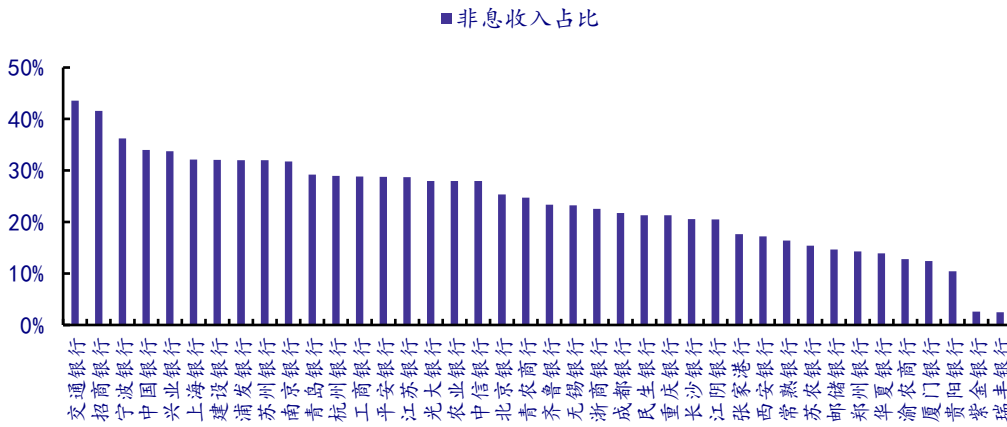
公司的非息业务营收贡献度处于较低水平，有较大的提升空间。2021Q1，公司的非息收入为 2.93 亿元，同比增长 46.93%，对营业收入的贡献度仅为 16.42%。其中，中间业务收入 0.82 亿元，同比增长 191.79%；投资收益（含公允价值变动损益）2.02 亿元，同比增长 28.72%；汇兑亏损 0.14 亿元，同比减少 1369.88%。得益于投资收益的增加和中间业务的修复，公司非息业务收入大幅改善，贡献度有所增加，但仍有较大的提升空间，中间业务或成为重要抓手。

图 22：常熟银行非息收入及细分业务收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

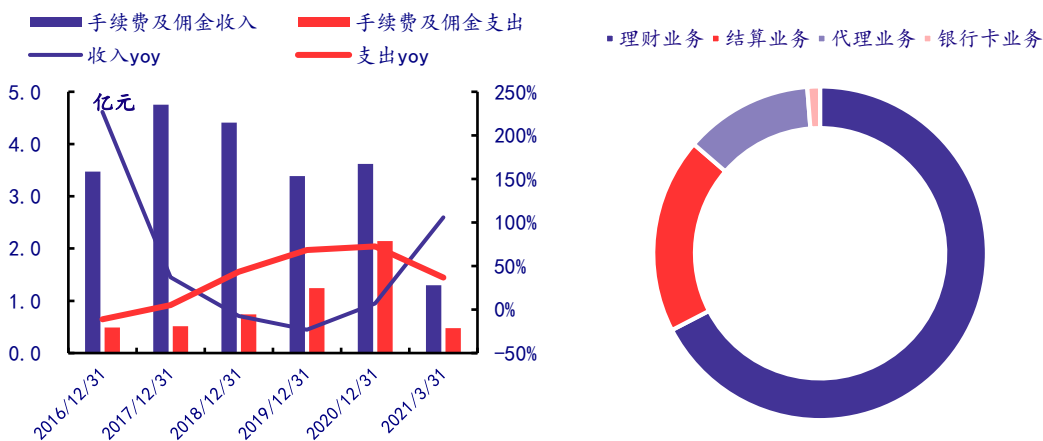
图 23：常熟银行非息收入占比与其他上市银行对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

中间业务修复主要受到“飞燕码上付”支付产品补贴退出的影响，看好财富管理发展前景以及支付结算服务对其他业务的协同支持作用。2021Q1，公司的手续费和佣金收入 1.30 亿元，同比增长 105.84%；手续费及佣金支出 0.48 亿元，同比增长 36.63%，增速高位回落，显示补贴力度正在逐步减弱。江苏地区区位优势明显，居民可支配收入和高净值人群比重均优于全国水平，叠加公司前期大力推广“飞燕码上付”产品，财富管理和支付结算两项业务发展迅速。2020 年，常熟银行的理财与结算业务收入增速分别为 21.68%和 44.04%。其中，理财业务仍为中间业务主要收入来源，占比达 67.39%，其次是支付结算业务，占比为 18.95%，两项业务在中收中占比相比较 2019 年均有提升

图 24：常熟银行手续费及佣金收入与支出以及中间业务结构

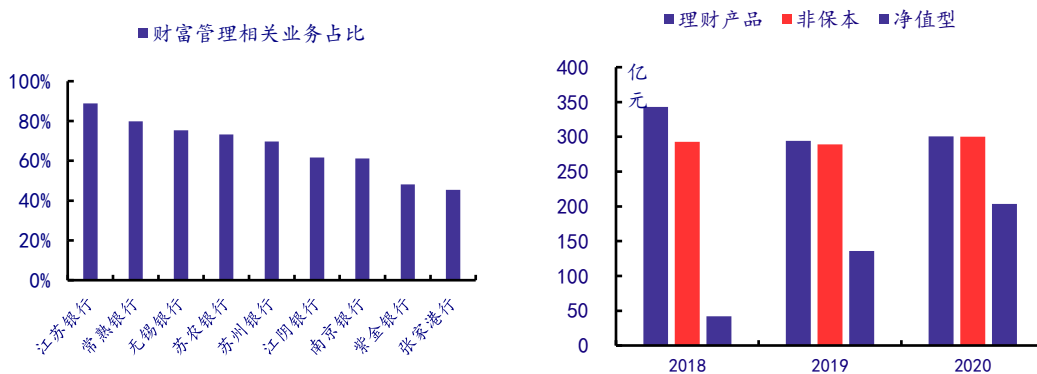


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

财富管理层面，尽管公司的非息和中收贡献度相对较低，但财富管理相关业务收入占比较高，服务能力良好，长期来看具备一定的发展潜力。截至 2020 年末，公司中间业务收入中，财富管理相关理财业务和代理业务收入累计占比达 79.82%，在江苏省内上市银行中排名第 2；理财产品总规模 300.8 亿元，其中非保本理财规模 300.13 亿元，净值型理财规模 203.31 亿元，非保本理财在江苏省内的市场份额为 3.50%。依据普益标准发布的《区域银行理财能力

分省份排名报告（2020年四季度）》，江苏省理财能力百强区域银行达11家，与浙江省并列第1；常熟银行综合评分在省内23家区域性银行中排名第8，百强银行榜上有名，理财能力良好，当前业务体量尚需提升，除了要进一步加速净值化转型外，还需加大人员、培训、产品研发、第三方合作以及客群培养方面的投入。

图 25：常熟银行财富管理相关业务收入占比以及理财业务规模



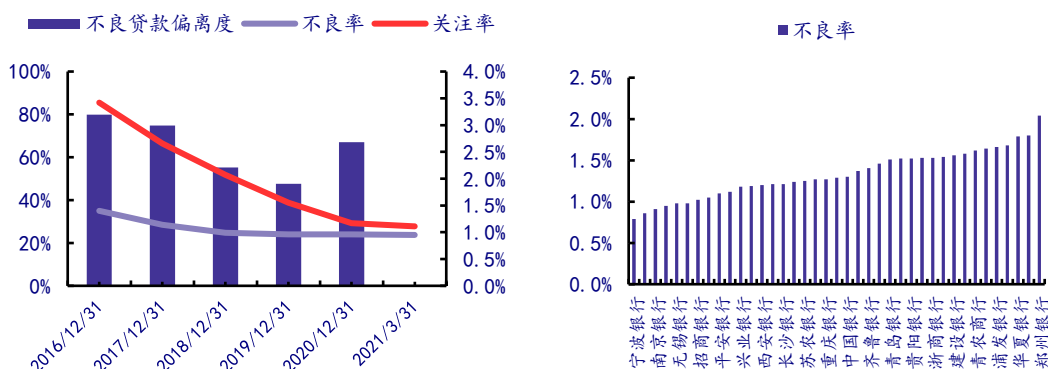
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

支付结算层面，以“飞燕码上付”为代表的聚合支付产品能够与公司其他业务有效协同。“飞燕码上付”具备：（1）微信、支付宝、银联一码多付；（2）快速到账、无需提现；（3）独立商户账户、店铺店员管理等功能，有助公司拓展业务场景，创新获客模式，实现产品交叉销售（如理财），同时积累中小商户业务数据和沉淀存款，有助小微业务把控不良风险并降低负债端成本。

5. 资产质量维持较优水平，拨备计提充分，风险抵抗能力强劲

尽管受 2020 年疫情影响，公司不良率和关注率均实现平稳下降，资产质量整体维持较优水平。截至 2021 年 3 月末，公司不良率和关注率分别为 0.95% 和 1.11%，较 2020 年分别下降 0.01 个百分点和 0.06 个百分点，处于 2016 年以来较低水平；截至 2020 年末，公司不良贷款偏离度 66.97%，不良确认口径较为严格。相比于其他上市银行，公司的不良率处于最低水平，资产质量整体表现优异。

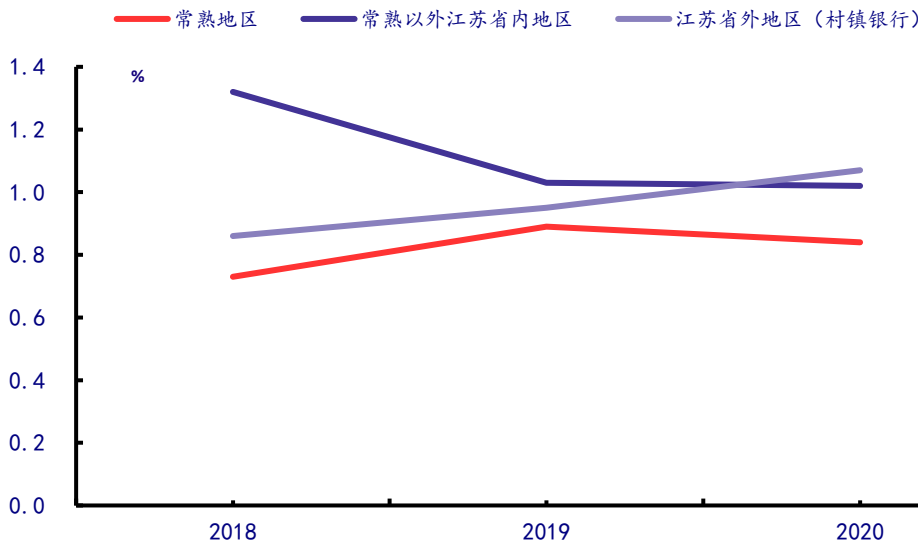
图 26：常熟银行资产质量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司异地业务不良率略高于常熟本地，风险基本可控。截至 2020 年末，公司在常熟地区、常熟以外江苏省内地区以及江苏省外村镇银行的不不良率分别为 0.84%、1.02%和 1.07%，低于多数上市银行不良率，风险基本可控。从江苏省内（含常熟地区）业务来看，2020 年的不良率均有小幅下降，资产质量逐步夯实，为业务拓展和微贷模式复制提供坚实的基础和有效的经验参考。

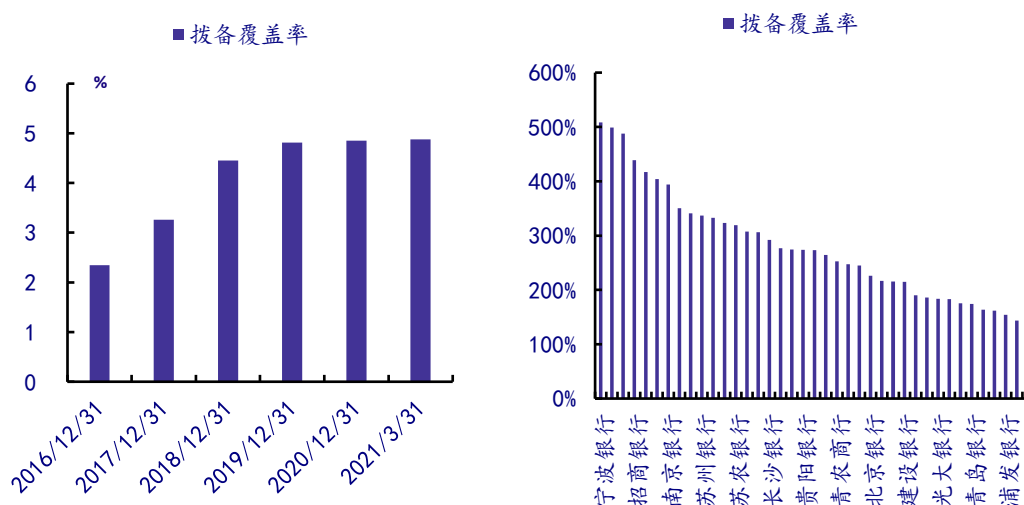
图 27：常熟银行分地区不良率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司的拨备计提充足，风险抵补能力强劲，同时具备较大的利润反哺空间。截至 2021 年 3 月末，公司的拨备覆盖率 487.67%，较 2020 年增加 2.34 个百分点，为 2016 年以来高点，拨备计提充分，风险抵补能力较强。与此同时，公司的拨备覆盖率处于上市银行前列，后续反哺利润的空间较大。

图 28：常熟银行拨贷覆盖率

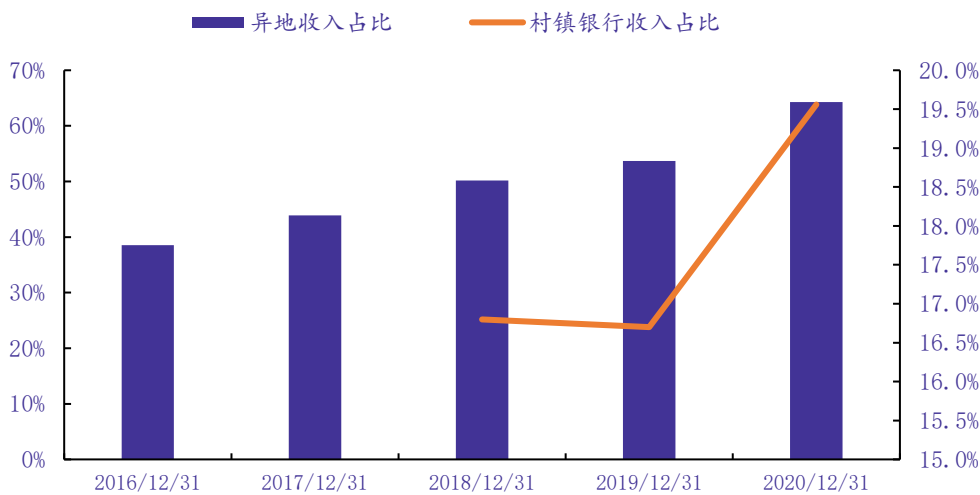


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）“投资管理行+入股”打开业务拓展想象空间

随着跨区经营监管的收紧，通过投资管理行设立或并购村镇银行以及入股异地银行成为中小银行突破地域限制、实现外延式扩张的有效路径。投资管理行是村镇银行的一种，除了开展现有村镇银行业务之外，还可以投资和收购村镇银行，并为村镇银行提供代理支付清算、政策咨询、信息科技、产品研发、运营支持、培训等中后台服务，以及受村镇银行委托申请统一信用卡品牌等业务，实施集约化管理，提升村镇银行盈利能力。入股异地城农商行则能够充分运用当地银行业务网络，减少自建所需的高成本投入。常熟银行主要依托分支机构、村镇银行和入股农商行等形式开展异地业务。截至 2020 年末，公司的异地业务收入占比逾 6 成，村镇银行收入占比近 20%，贡献度持续提升。

图 29：常熟银行异地收入贡献度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司旗下兴福村镇银行是国内第一家投资管理行，主要在全国范围内开展村镇银行兼并收购，拓展公司业务发展空间。截至 2020 年末，兴福村镇银行控股的村镇银行数量达 30 家，业务范围涵盖江苏、湖北、河南和云南等地。公司将微贷模式复制到村镇银行，同时通过集约化、专业化管理支撑村镇银行业务开展，覆盖人才、科技、运营、风控等多个领域，有效降低运营成本和不良风险。截至 2020 年末，兴福村镇银行个人经营性贷款 156.03 亿元，同比增长 33.63%，占总贷款比重 69.03%；不良率为 1%，高于公司自身不良率但优于多数上市银行；净利润 2.54 亿元，同比增长 2.39%。

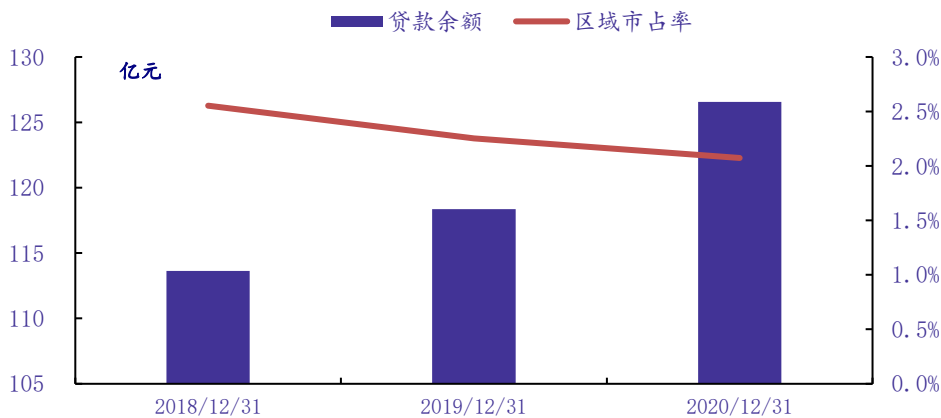
表 5：兴福村镇银行个人经营性贷款、不良率和净利润情况

	2019	2020
个人经营性贷款规模	116.76	156.03
个人经营性贷款占总贷款比重	68.17%	69.03%
兴福村镇银行贷款不良率	0.92%	1.00%
净利润	2.48	2.54

资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

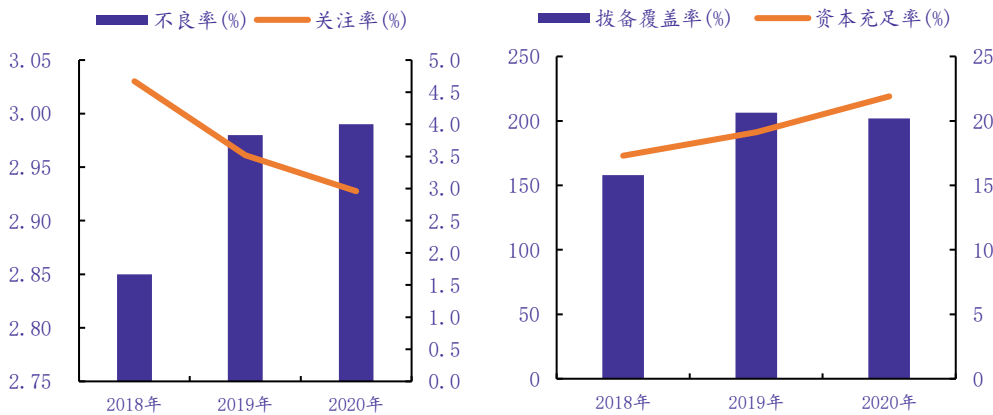
此外，公司还入股 6 家农商行并新近参股镇江农商行，主要布局江苏省内业务，夯实业务基础。截至 2020 年末，镇江农商行贷款余额为 126.56 亿元，本地市占率为 2.07%，与其区域主流银行地位尚不匹配；不良率和关注率分别为 2.99% 和 2.96%；拨备覆盖率和资本充足率分别为 201.97% 和 21.9%。从监管指标的层面来看，成本收入比、资本利润率和资产利润率为 42.69%、2.83% 和 0.35%，未满足监管标准，或为制约镇江农商行业务扩张的重要因素。随着常熟银行参股资金的注入、存量不良资产的化解和协同合作的开展，镇江农商行的业务仍有较大的发展空间。

图 30：镇江农商行贷款余额及区域市占率



资料来源：公司年报，《2020 年镇江市国民经济和社会发展统计公报》，中国银河证券研究院整理

图 31：镇江农商行贷款情况及资本充足率



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

表 6：镇江农商行 2020 年盈利能力相关指标未满足监管标准

	指标值	监管标准
成本收入比	42.69%	≤35%
资产利润率	0.35%	≥0.6%
资本利润率	2.84%	≥11%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

三、盈利预测与估值分析

(一) 业绩预计持续改善，利好估值修复

结合资产端价格修复以及拨备计提压力缓解趋势，我们预计后期公司业绩会持续修复，支撑估值改善，测算 2021-2023 年常熟银行营业收入分别为 73.64 亿元、81.91 亿元和 91.18 亿元，同比分别增长 11.88%、11.23%和 11.32%；归母净利润分别为 21.16 亿元、24.80 亿元和 29.08 亿元，同比分别增长 17.37%、17.19%和 17.25%。

表 7：常熟银行盈利预测

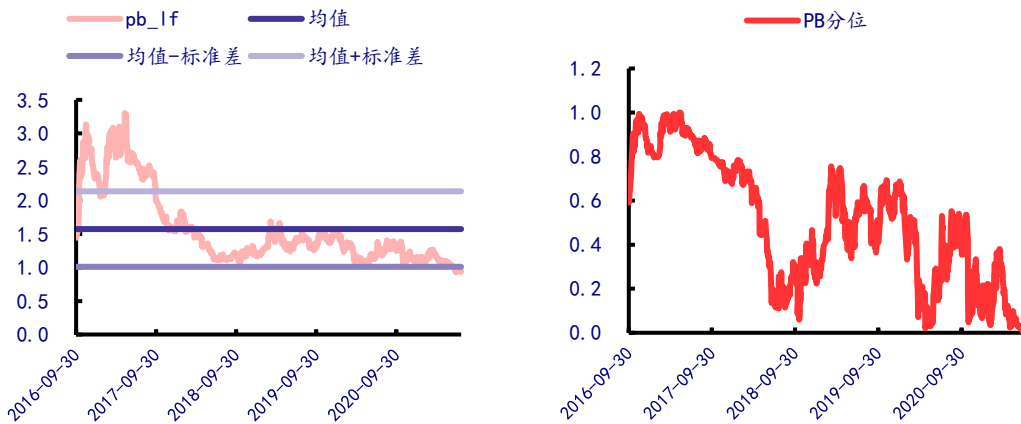
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	64.45	65.82	73.64	81.91	91.18
利息净收入	58.00	59.66	67.00	74.38	82.69
手续费及佣金净收入	2.14	1.48	2.36	2.64	3.04
投资净收益+公允价值变动	3.85	3.31	3.80	4.28	4.75
其他收入	0.46	1.37	0.48	0.60	0.70
营业支出	41.68	43.51	45.79	49.49	53.41
税金及附加	0.40	0.40	0.42	0.45	0.48
管理费用	24.65	28.15	30.05	33.17	36.47
减值损失	16.63	14.95	15.33	15.86	16.46
其他成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	22.77	22.31	27.85	32.42	37.77
归母净利润	17.85	18.03	21.16	24.80	29.08

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 估值处于历史较低水平，差异化经营有望带来中长期估值溢价

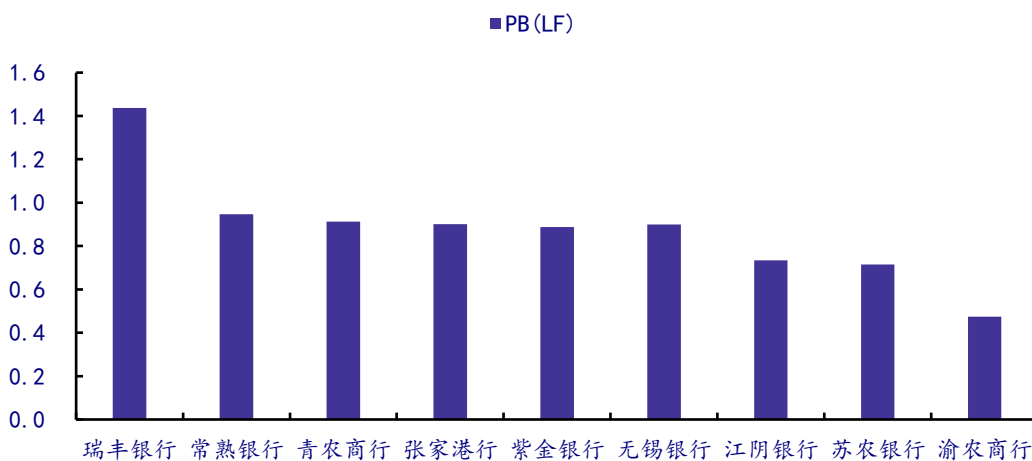
公司上市以来 PB 均值 1.57 倍，公司当前 PB 0.95 倍，处于上市以来 0.40%的分位。此外，在 9 家上市农商行中，公司的 PB 排名第 2，仅次于新上市的瑞丰银行，享有一定的估值溢价。我们综合考虑公司差异化模式、基本面修复趋势、优异的资产质量以及后续成长空间，认为公司估值仍有修复空间且中长期溢价有望延续。

图 32: 常熟银行上市以来的估值表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 33: 同业估值比较 (选取 2021 年 7 月 22 日收盘价测算)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、投资建议

公司坚持支农支小市场定位, 小微金融优势明显。信贷业务下沉需求空间广阔, 个人经营性贷款维持较快增长, NIM 同业领先。资产质量优异, 拨备覆盖率同业领先, 风险抵补能力强。公司通过 IPC+信贷工厂结合的形式开展小微业务, 有效管控不良风险, 助力信贷扩张, 同时借助异地分支机构和村镇银行以及入股镇江农商行等形式拓展业务空间, 常熟以外地区收入贡献逾 6 成, 未来业绩增长空间可期。结合公司基本面和股价弹性, 我们维持“推荐”评级, 2021-2023 年 BVPS 7.16 元/7.86 元/8.66 元, 对应当前股价 2021-2023 年 PB 0.88X/0.80X/0.73X。

五、风险提示

宏观经济修复不及预期导致资产质量恶化的风险。

插图目录

图 1: GDP、PMI 和 PPI 数据	3
图 2: 工业企业利润总额与金融机构新增贷款	3
图 3: 上市银行业绩表现	4
图 4: 不同类型银行结构性存款占比以及上市银行净息差变化	5
图 5: 上市银行营收与净利增速排名	6
图 6: 各省市 GDP 增速与贷款规模	7
图 7: 上市银行中间业务与资产质量	7
图 8: 常熟银行发展历程	8
图 9: IPC 运作模式	8
图 10: 信贷工厂流程	9
图 11: 常熟银行归母净利润及营业收入	12
图 12: 常熟银行减值损失及增速	12
图 13: 常熟银行总资产及总负债	13
图 14: 常熟银行利息净收入表现	13
图 15: 常熟银行贷款规模及结构	14
图 16: 常熟银行贷款结构-按区域和担保类型划分	14
图 17: 常熟银行与江苏省内上市区域性银行个人经营性贷款比较	15
图 18: 常熟银行个人贷款平均收益率及净息差情况	15
图 19: 常熟银行存款规模与占比	16
图 20: 常熟银行本地与异地存款贡献度	16
图 21: 常熟银行存款期限结构	17
图 22: 常熟银行非息收入及细分业务收入	17
图 23: 常熟银行非息收入占比与其他上市银行对比	18
图 24: 常熟银行手续费及佣金收入与支出以及中间业务结构	18
图 25: 常熟银行财富管理相关业务收入占比以及理财业务规模	19
图 26: 常熟银行资产质量	19
图 27: 常熟银行分地区不良率	20
图 28: 常熟银行拨贷覆盖率	20
图 29: 常熟银行异地收入贡献度	21
图 30: 镇江农商行贷款余额及区域市占率	22
图 31: 镇江农商行贷款情况及资本充足率	22
图 32: 常熟银行上市以来的估值表现	24
图 33: 同业估值比较 (选取 2021 年 7 月 22 日收盘价测算)	24

表格目录

表 1: 上市银行各项收入和成本对利润的影响	6
表 2: 常熟银行前十大股东明细	9
表 3: 常熟银行与交通银行合作协议及内容	10
表 4: 常熟银行新任管理层履历	11
表 5: 兴福村镇银行个人经营性贷款、不良率和净利润情况	21
表 6: 镇江农商行 2020 年盈利能力相关指标未满足监管标准	22
表 7: 常熟银行盈利预测	23

分析师简介及承诺

张一纬：银行业分析师，瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业5年。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn