

公司研究

微贷标杆，成长广阔

——常熟银行（601128.SH）投资价值分析报告

要点

常熟银行的经营特色。（1）深耕本地市场，业务辐射全省。网点设立按照本地布局+异地分支机构+跨省村镇银行模式；存款增长依托常熟本地，超过85%的信贷投向江苏省内。（2）管理层长期坚持支农支小战略定位，探寻特色化、差异化发展路线。（3）微贷技术已形成较强的业务壁垒。借鉴了IPC技术+信贷工厂模式，在进行本土化改造后，逐步形成了较为成熟的微贷技术和风控体系，能够实现微贷业务的“高增长与低不良”。（4）全国首家获批投资管理型村镇银行牌照的机构，有利于未来展开对村镇银行的集约化管理和收购。

常熟银行基本面分析。（1）盈利能力：盈利源于高息差驱动，拨备覆盖率领先江苏省其他上市银行，反哺利润能力较强。（2）资产负债结构：信贷增长较快，个人经营性贷款占比领先江苏同业。（3）资产质量：不良率已降至0.81%，不良生成压力较小，资产质量分类审慎，拨备安全垫充足。（4）资本充足率：资本充足率安全边际依然充足，60亿可转债发行将助力核心一级资本补充。

为什么我们看好常熟银行？理由一：江苏地区经济复苏较好，公司信贷投放“供需两旺”。尽管7月下旬江苏地区出现零散性疫情，但由于常熟银行客群散而小，调整相对灵活，信贷投放并未受到波及，依然呈现“供需两旺”态势。理由二：资产质量有望持续优异表现，除了公司独特的IPC微贷技术+信贷工厂模式外，主要包括：较强的区位优势、客户小而散、个人客户征信优于公司以及客户经理本土化。理由三：公司信贷结构能够较好规避政策和市场风险。常熟银行聚焦小微业务，信贷投放主要以个人经营性贷款为主，涉房、政府类信贷占比也较低，在当前形势下，能够较好地规避政策和市场风险。理由四：NIM拐点已形成，且逐季向好。今年央行对MPA贷款利率点差考核有所放松，政策利率和LPR并未出现调整，也降低了明年年初重定价的影响。监管部门对普惠小微贷款的政策导向开始更加注重信贷投放的商业法则，预计常熟银行个人经营性贷款收益率下行态势也基本迎来尾声，有助于NIM的进一步改善。理由五：独树一帜的村镇银行模式，为其异地扩大打开了空间，村镇银行在集团板块中的贡献度也在逐年提升。同时，具有较强可复制性的微贷技术，也确保了村镇银行资产质量压力总体可控。

盈利预测与评级。常熟银行深耕本地市场，专注于零售、小微业务，风控机制良好，信贷投放“供需两旺”，息差逐季改善，资产质量持续优异表现，较高的拨备覆盖率使得公司拥有较强的风险抵补能力。常熟银行独具特色的投管型村镇银行模式，为公司后续异地扩张奠定了较强基础，牌照优势较为明显。为此，我们维持公司2021-2023年EPS预测为0.79元/0.90元/1.01元，对应PB估值为0.97、0.89、0.81倍，维持“买入”评级。

风险提示：经济下行压力加大，普惠小微贷款利率持续下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,445	6,582	7,448	8,588	9,931
营业收入增长率	10.67%	2.12%	13.16%	15.31%	15.63%
净利润（百万元）	1,785	1,803	2,174	2,461	2,780
净利润增长率	20.14%	1.01%	20.58%	13.20%	12.95%
EPS（元）	0.65	0.66	0.79	0.90	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.00%	10.34%	11.55%	11.91%	12.23%
P/E	10.76	10.65	8.84	7.81	6.91
P/B	1.14	1.07	0.97	0.89	0.81

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年11月11日

买入（维持）

当前价/目标价：7.01/8.84元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.41
总市值(亿元)	193.23
一年最低/最高(元)	5.68/8.27
近3月换手率	188.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.94	23.59	3.31
绝对	9.98	21.97	4.45

资料来源：Wind

投资聚焦

本篇报告系统梳理了江苏省县域经济与金融发展情况,以及 9 家上市银行的业务结构。在此基础上,重点对常熟银行投资价值进行了分析。

关键假设

预计 2021-2023 年公司生息资产增速分别为 14%、15.5%和 15.9%,净息差分别为 2.99%、2.98%和 2.97%,非息收入增速分别为 27.6%、20%和 20%,不良率分别为 0.84%、0.81%和 0.80%,信用成本率分别为 1.14%、1.14%、1.15%的水平,拨备覆盖率将分别为 538.78%、560.09%和 569.07%。

我们的创新之处

本报告的创新之处,在于从区域视角看常熟银行投资逻辑,并从宏微观两个层面出发,重点分析了江苏省县域经济与金融的发展情况,并对江苏省 9 家上市银行的业务机构进行了对比。

股价上涨的催化因素

理由一:江苏地区经济复苏较好,公司信贷投放“供需两旺”。尽管 7 月下旬江苏地区出现零散性疫情,但由于常熟银行客群散而小,调整相对灵活,信贷投放并未受到波及,依然呈现“供需两旺”态势。

理由二:资产质量有望持续优异表现,除了公司独特的 IPC 微贷技术+信贷工厂模式外,主要包括:较强的区位因素、客户小而散、个人客户征信优于公司以及客户经理本土化。

理由三:公司信贷结构能够较好规避政策和市场风险。常熟银行聚焦小微业务,信贷投放主要以个人经营性贷款为主,开发贷占比不到 1%,按揭贷款占比 8%,政府类信贷占比也较低,在当前形势下,能够较好地规避政策和市场风险。

理由四: NIM 拐点已形成,且逐季向好。今年 MPA 贷款利率点差考核有所放松,政策利率和 LPR 并未出现调整,也降低了明年年初重定价的影响。监管部门对普惠小微贷款的政策导向开始更加注重信贷投放的商业法则,预计常熟银行个人经营性贷款收益率下行态势也基本迎来尾声,有助于 NIM 的进一步改善。

理由五:独树一帜的村镇银行模式,为其异地扩大打开了空间,村镇银行在集团板块中的贡献度也在逐年提升。同时,具有较强可复制性的微贷技术,也确保了村镇银行资产质量压力总体可控。

估值与目标价

常熟银行深耕本地市场,专注于零售、小微业务,风控机制良好,今年 Q3 信贷投放“供需两旺”,息差逐季改善,资产质量持续优异表现,较高的拨备覆盖率使得公司拥有较强的风险抵补能力。常熟银行独具特色的投管型村镇银行模式,为公司后续异地扩张奠定了较强基础,牌照优势较为明显。

目前,常熟银行 PB (LF) 不到 1.1 倍,与 2021 年至今的均值基本相当,低于 2019 和 2020 年 1.4 和 1.23 倍的 PB (LF) 均值。结合目前的宏观经济环境、政策导向以及公司经营情况综合判断,我们认为,公司较为合理的估值水平应至少比照 2020 年均值,即为 PB (LF) 1.23 倍,对应的目标股价为 8.84 元/股,因此维持“买入”评级。

目 录

1、江苏地区县域经济金融发展情况	4
1.1、江苏地区在疫情之后经济复苏较为强劲	4
1.2、江苏地区已成为全国金融资源布局高地	5
1.3、苏南地区竞争格局较为激烈，近年信贷资源有向苏中、苏北迁徙迹象	6
1.4、常熟的经济金融发展在江苏省县级市中位列前茅	8
2、常熟银行的发展历程及经营特色	11
2.1、改制与发展经历了三个阶段	11
2.2、深耕本地市场，业务辐射全省，异地分支机构贡献度逐年提升	12
2.3、管理层长期坚持支农支小战略定位，探寻特色化、差异化发展路线	14
2.4、微贷技术已形成较强的业务壁垒	15
2.4.1、小微业务在江苏省内的市场份额“独占鳌头”	15
2.4.2、借鉴 IPC 技术+信贷工厂模式，打造了独特的微贷技术	16
2.4.3、“做小做散”的客群结构与高效率的微贷发放	18
2.5、全国首家获批投资管理型村镇银行牌照的机构	19
2.5.1、常熟银行对兴福系村镇银行的布局	19
2.5.2、兴福系村镇银行作为全国首家投资管理型村镇银行的主要特点	20
2.5.3、兴福系村镇银行与集团的主要财务指标对比	22
3、常熟银行基本面分析及与江苏地区其他上市银行对标	23
3.1、盈利能力：高定价带动高息差，拨备反哺利润能力较强	23
3.2、资产负债结构：个人经营性贷款占比领先江苏同业，零售存款占比较高	26
3.3、资产质量：不良生成压力较小，资产质量分类审慎，拨备安全垫充足	28
3.4、资本充足率：内生资本补充与风险资产扩张缺口有所加大，60 亿可转债发行助力核心一级补充	30
4、投资建议	33
4.1、盈利预测	33
4.2、估值分析	34
4.2.1、相对估值	34
4.2.2、绝对估值	37
4.3、投资建议	37
5、风险分析	38

1、江苏地区县域经济金融发展情况

1.1、江苏地区在疫情之后经济复苏较为强劲

近年来，我国东中西部和东北四大区域板块经济增长分化不断加大。其中，东部地区得益于良好的区位优势、资源禀赋以及完整的产业链条，经济增长始终保持相对平稳水平，表现为：

(1) 近 5 年 GDP 复合增速基本维持在 7%-9% 区间，消费、投资增速也位于全国中上游水平。

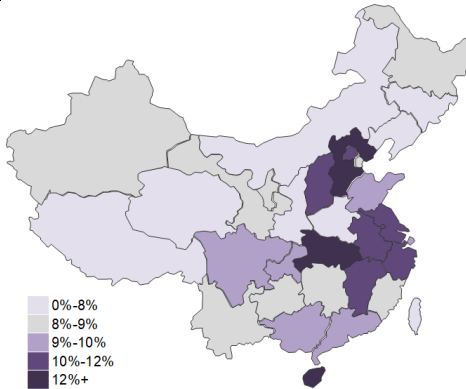
(2) 产业结构较为合理，第二、三产业占比普遍位于 95% 以上。

(3) 财政实力较强，财政自给率（公共财政收入/支出）均在 70% 以上，地方政府债务风险可控。

而东北以及部分环京省份经济景气度相对偏弱，近 5 年 GDP 复合增速接近 0 增长，产业结构以资源型、重工业为主，第三产业占比偏低，在经济新旧动能转换过程中，传统产业加速衰退，新接替产业培育相对滞后，使得区域经济转型尚未形成有效动力支撑。

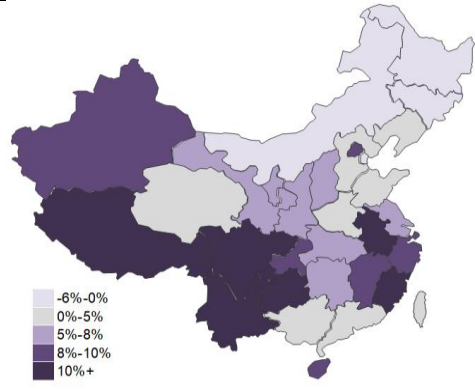
部分中西部省份 GDP 增速尽管维持了相对较高水平，但财政自给率不足 50%，债务负担较重。截至 2020 年 12 月，债务率（（地方债余额+城投债余额）/公共财政收入）较高的地区主要为青海、贵州、吉林、云南，这些地区债务率在 500% 以上，即自身财政实力远不足以覆盖债务缺口。从城投债务情况看，2020 年以来，城投债务率提升较大的地区主要为重庆、江西、云南、陕西等，增幅在 40% 以上。

图 1：2021 年 Q3 全国各省 GDP 增速热力图



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3

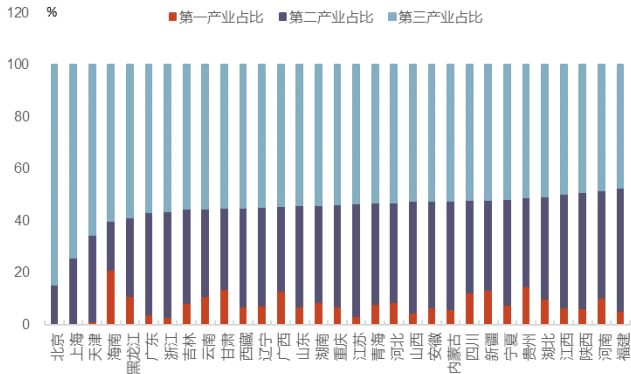
图 2：近 5 年全国各省 GDP 复合增速热力图



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年 GDP 复合增速

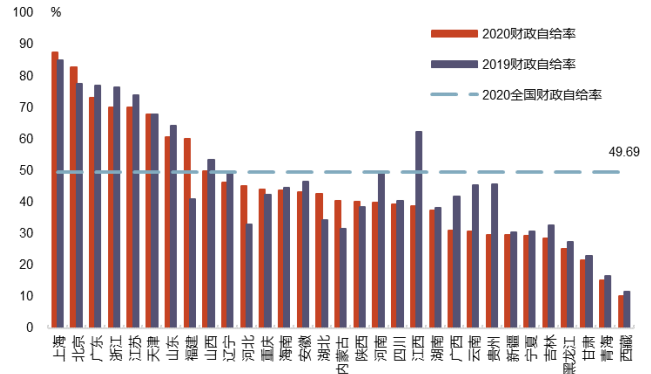
疫情之后，我国区域经济分化有进一步加大之势，江浙一带经济复苏景气度较高。2021 年前三季度，除湖北因去年较低基数而录得 18.69% 的 GDP 增速外，**海南、江苏、浙江、北京四地的 GDP 增速分别为 12.8%、10.2%、10.6% 和 10.7%，在全国处于第一梯队**，而东北、西北以及部分西南地区在疫情之后经济复苏明显不及前者，GDP 在低基数下仅录得 8% 左右的增速，明显低于全国平均水平（2021 年前三季度我国 GDP 增速为 9.8%）。

图 3：全国各省产业结构



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年

图 4：全国各省财政实力



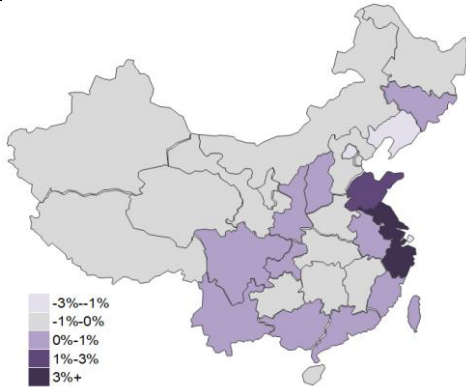
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019-2020 年

1.2、江苏地区已成为全国金融资源布局高地

我国经济增长的区域分化，也带来了金融资源布局的分化，主要表现在信贷投放、资产质量、金融机构网点数等多个方面：

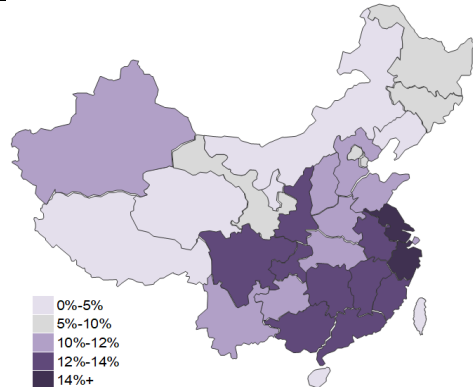
(1) 信贷投放的“南北分化”进一步加大。可以看到，截至 2021 年 Q3，江苏、浙江、广西三省的信贷增速分别为 14.85%、15.55%、13.97%，在全国处于前列，东北三省信贷增速仅为个位数，内蒙、青海信贷增速接近 0。

图 5：全国各省信贷迁徙率热力图



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017-2021 年 Q3

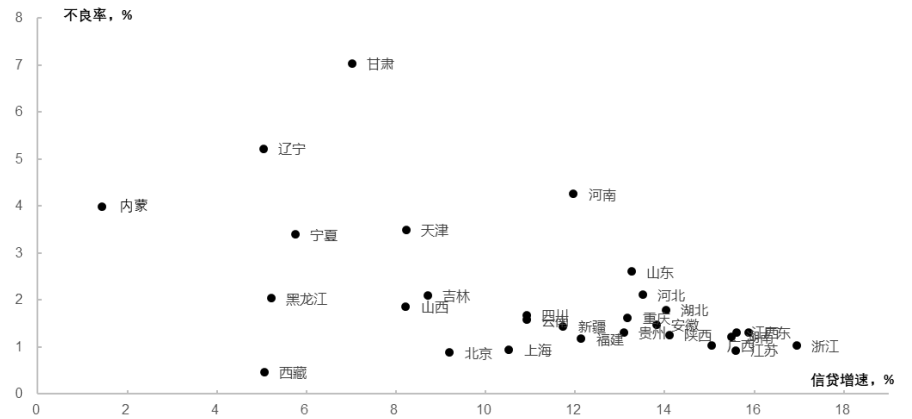
图 6：2021 年 Q3 全国各省信贷增速热力图



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3

(2) 江苏、浙江的信贷资源迁徙率超过 3%，在全国“独树一帜”。我们设置“信贷资源迁徙率”指标，具体通过各省社融口径下的人民币贷款融资/全国总规模，得到信贷资源的增量占比，然后用 2021 年 Q3 与 2017 年年末值作差，来衡量信贷资源迁徙情况。可以看到，江苏、浙江信贷资源迁徙率超过 3%，这表明，长三角地区经济增长景气度较高，特别是在去年疫情之后，以苏浙沪为代表的地区经济恢复较好，并成为信贷资源集中的高地。国内信贷资源分配越来越集中于沿海经济带和沿长江经济带，呈现显著的“一弓一箭”特征。而东北、内蒙、中部以及西部地区信贷迁徙率均落入负区间，即这些地区出现了信贷资源不断流失的情况。

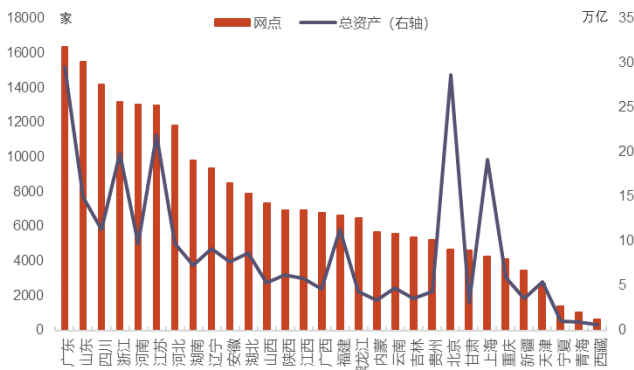
图 7：各地区信贷增速与不良率呈现一定反比例关系



资料来源：Wind，《2021 年区域金融报告》；时间：2020 年

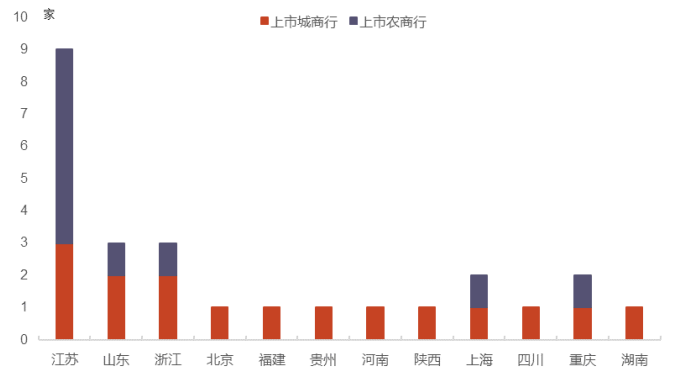
(3) 长三角、珠三角、成渝双经济圈呈现典型的“高信贷增速、低不良”特点。这些地区信贷增速与不良率点位相对集中，信贷增速普遍位于 12-18% 区间，不良率为 1-2%，其中江苏、浙江坐标点位分别为 (16.95%，1.03%)、(15.58%，0.93%)，而东北地区、内蒙、河南等地区贷款增速普遍低、不良率则相对较高。

图 8：各地区金融机构营业网点数与总资产



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年末

图 9：江苏地区上市城农商行数量较多



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2021 年 9 月 30 日

(4) 江苏地区金融机构布局呈现“网点覆盖广、资产规模大、上市机构多”的特点。从金融机构数量看，长三角、珠三角、成渝经济圈的营业网点普遍在 1.3 万家以上，且这些地区金融机构总资产规模较大，平均规模在 20 万亿左右。同时，江苏地区上市城农商行数量为 9 个，远高于其他省份，分别为江阴银行、张家港银行、苏州银行、无锡银行、江苏银行、南京银行、常熟银行、紫金银行以及苏农银行，即江苏地区金融机构布局呈现“网点覆盖广、资产规模大、上市机构多”的特点。

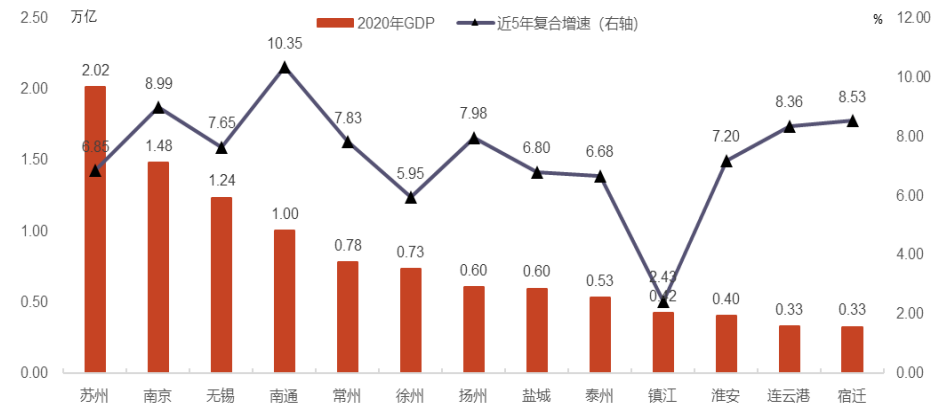
1.3、苏南地区竞争格局较为激烈，近年信贷资源有向苏中、苏北迁徙迹象

众所周知，江苏省内综合经济实力呈现明显的苏南>苏中>苏北格局，尤以“苏锡常”为代表苏南地区，在全国地级市经济体量中均处于领先地位。

截至 2020 年年末，江苏省共有四个城市进入“万亿俱乐部”，分别是苏州、南京、无锡和南通，GDP 规模分别为 2.02、1.48、1.24 和 1 万亿（全国共 22 个 GDP 破万亿城市）。常州、徐州 GDP 在 7000-8000 亿，未来有望突破万亿。

在 2016-2020 年期间，除镇江外，江苏省的地级市 GDP 复合增速基本位于 6-8% 区间，其中作为苏中地区唯一 GDP 破万亿的南通市，复合增速为 10.35%，位列江苏省地级市第一位，而扬州、连云港、宿迁等苏中、苏北地区 GDP 复合增速也在 7.5% 以上，高于江苏省 7.35% 的平均水平。

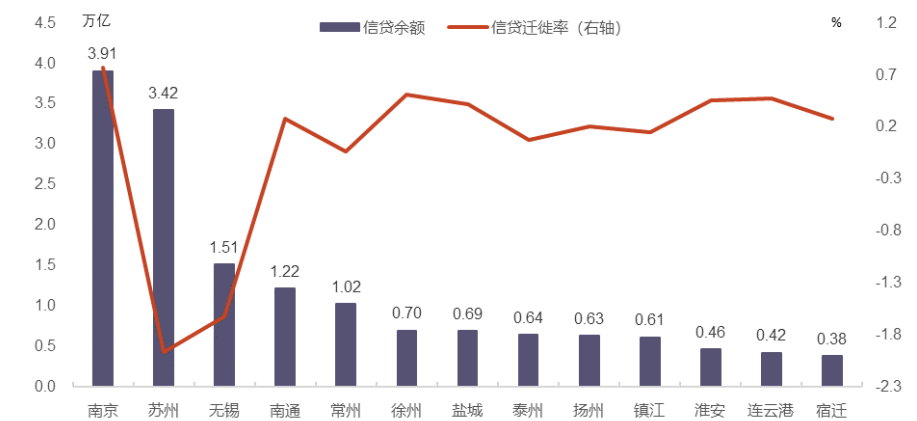
图 10：江苏省各地级市 GDP 及近 5 年复合增速



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年 GDP 复合增速

从信贷投放看，截至 2020 年年末，南京、苏州信贷余额分别为 3.91、3.42 万亿，明显高于其他地级市。但同时可以观察到，近年来，江苏省内信贷资源有向苏中和苏北地区迁徙的迹象，其中苏州、无锡、常州信贷迁徙率为负，分别为 -1.97%、-1.62% 和 -0.04%，其它大部分地级市信贷迁徙率维持在 0.2-0.7%。

图 11：江苏省近年来信贷资源开始向苏中和苏北地区迁徙



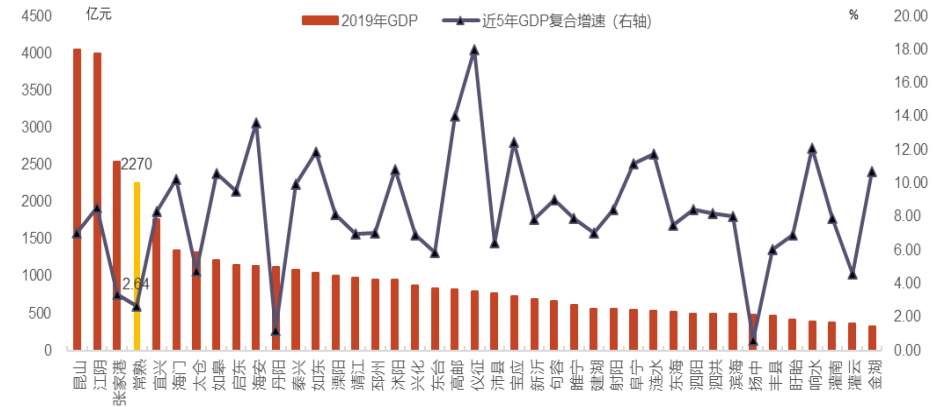
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：信贷余额为 2020 年数据，信贷迁徙率基于 2016-2020 年测算

造成这种现象的原因，可能与苏南地区竞争较为激烈，江苏本地城商行不仅面临可比同业竞争，也面临国股行在当地分支机构的竞争。因此，本地城商行开始增信用下沉，扩大服务差异化客群，信贷资源也开始向苏中与苏北地区倾斜。

1.4、常熟的金融发展在江苏省县级市中位列前茅

常熟市是苏州市下辖的县级市，地处长三角核心腹地，综合实力多年位居全国百强县前列。2019年常熟GDP规模为2270亿，在江苏省县级市中位列第四，在全国百强县中位列第5，仅次于昆山、江阴、张家港和晋江。

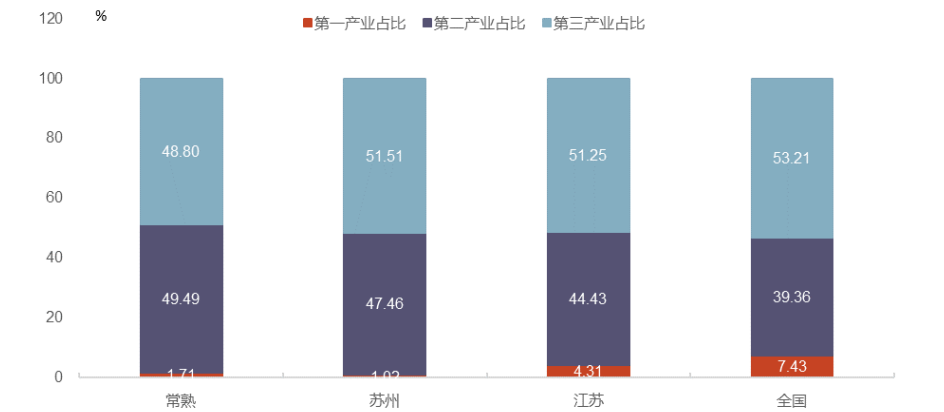
图 12：江苏省县级市 GDP 规模对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：复合增速为2015-2019年

常熟的制造业较为发达，拥有完备的现代产业体系，在区域产业链分工中扮演着重要的角色。从整体产业结构看，2019年常熟第一、二、三产业占比分别为1.71%、49.49%、48.80%。其中，第二产业占比高于苏州、江苏以及全国平均水平，对应的增加值为1123亿。

图 13：常熟市产业结构与苏州、江苏和全国对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年

常熟的工业体系的支柱性产业主要是电气机械装备制造、汽车及零部件，总产值合计近千亿元，占常熟规模以上工业产值比重近30%。其中，装备制造产业正在向海工装备、工程机械、智能电气等领域延伸。汽车产业聚焦新能源、汽车饰件、关键零部件、车联网等优势领域。而常熟的纺织服装产业拥有中国最大的服装交易市场，年交易额超1500亿元。

表 1：常熟规模以上工业前十大行业产值及其占规上工业总产值的比重

指标	产值 (亿元)	占比%
电气机械和器材制造业	527.71	15
汽车制造业	456.55	13
化学原料和化学制品制造业	390.24	11.1
黑色金属冶炼和压延加工业	309.56	8.8
纺织业	292.82	8.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	220.88	6.3
通用设备制造业	199.77	5.7
纺织服装、服饰业	148.59	4.2
金属制品业	123.27	3.5
造纸和纸制品业	115.29	3.3

资料来源：《2019 年常熟市国民经济和社会发展统计公报》，光大证券研究所整理

近年来，常熟大力发展战略性新兴产业，主要集中在信息技术、生物以及高端装备制造制造业等领域。根据《中国工业百强县（市）、百强区发展报告》（2019）披露的数据，截至 2019 年，常熟战略性新兴产业产值占第二产业比重为 50%，在江苏省内的县级市中仅次于扬中和太仓。

表 2：江苏省部分重点县级市主导产业及新兴产业产值占第二产业比重

地级市	县级市	主导产业	战略性新兴产业占比
镇江	扬中	工程电器、新能源、装备制造	70.0%
苏州	太仓	高端装备制造、新材料、生物医药	55.5%
苏州	常熟	汽车及零部件制造、装备制造（工业自动化产业、精密机械产业）、纺织服装	50.0%
苏州	昆山	装备制造，拥有一个千亿级 IT 产业集群	47.5%
苏州	张家港	化合物半导体、绿色能源、智能装备	47.5%
无锡	江阴	冶金、纺织服装、装备制造、新材料、新能源、生物医药、集成电	43.9%
南通	海安	机械、丝绸	41.1%
无锡	宜兴	机械装备、电线电缆、化纤纺织、节能环保	40.7%
镇江	丹阳	仪器仪表（眼镜）、金属制品（五金工具）、汽摩零部件、木业、印刷包装	37.7%
南通	海门	装备制造（海工装备、工业机器人、新型电力装备、节能环保装备、高端专用装备）	36.1%

资料来源：《中国工业百强县（市）、百强区发展报告》（2019），光大证券研究所整理

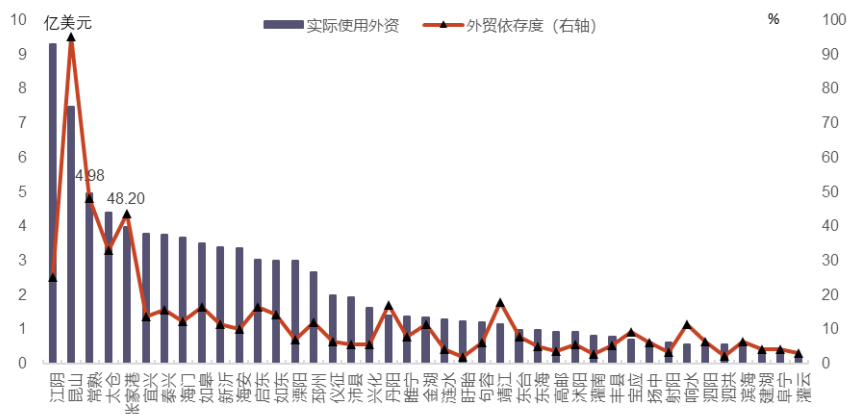
表 3：常熟市新兴产业代表性公司及主营业务

产业	公司名称	主营业务
信息技术产业	立讯智造科技（常熟）有限公司	生产智能移动终端模组，全部项目预计 2025 年达产，达产后年产值超千亿元。
	苏州臻迪智能科技有限公司	研发、生产人工智能机器人，先后推出全球首款蛋形无人机、专业级航拍无人机、全球首款量产水下机器人、全球首款水面机器人等一系列产品。
	江苏联领智能科技股份有限公司	产品包括自动称重充绒系统集成、自动发货包装系统集成、智能物流装备系统集成等
生物产业	瑞博（苏州）制药有限公司	生产创新药物的原料药及中间体，如用于治疗慢性心力衰竭的诺欣妥（Entresto）、用于治疗乳腺癌的 Kisqali
	江苏费森尤斯医药用品有限公司	生产用于血液透析的透析器、血路管、输液套以及腹膜透析液等产品
高端装备制造	中交天和机械设备制造有限公司	从事盾构机和海洋船舶等装备的设计与制造，以及提供交通基础设施建设和管理领域的一体化服务。
	常熟开关制造有限公司	生产高低压电器元件、电子产品及高低压成套开关设备
	达涅利冶金设备(中国)有限公司	从事冶金工业设备和配件的开发、生产、和供应。

资料来源：常熟广播网（<https://www.am1116.com/56993/>），光大证券研究所整理

从外贸情况看，常熟对外贸易较为活跃，外贸依存度较高。早在 2010 年，常熟的出口金额就已突破百亿美元级别，截至 2019 年，出口金额达到 158 亿美元，在江苏省县级市中仅次于昆山（557 亿美元）。从依存度来看，昆山外贸依存度最高，高达 95.29%，常熟为 48.2%，位列第二位，外贸依存度高于 20% 的县级市有 5 个，分别为昆山、常熟、张家港、太仓和江阴。

图 14：江苏省县级市外贸情况对比

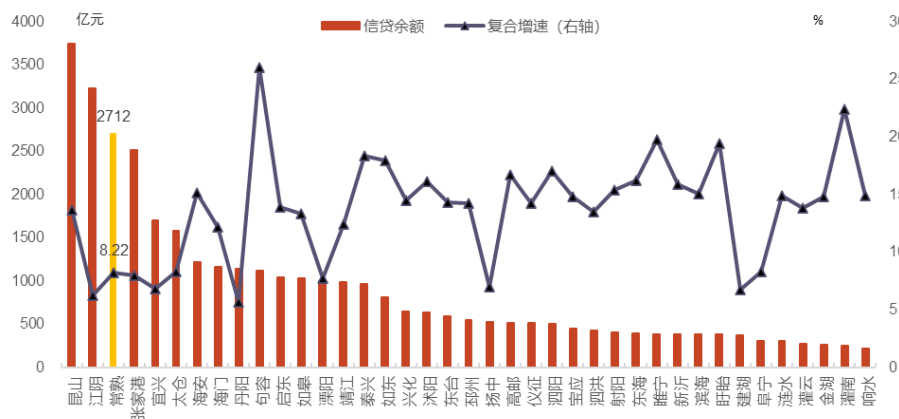


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年

外资方面，常熟的外资利用水平同样较高。2019 年常熟实际使用外资金额约 5 亿美元，在江苏县级市中仅次于江阴和昆山，在江苏省县级市中排名第三位，反映出常熟市在外资利用方面保持了较高水平。

常熟良好的经济发展环境，也带来金融资源的汇聚。截至 2019 年，常熟地区信贷余额为 2712 亿，在江苏省县级市中排名第 3，仅次于昆山（3746 亿）和江阴（3227 亿）。在 2016-2019 年期间，常熟地区信贷投放复合增速超过 3%，高于江阴、张家港、宜兴等信贷投放量较大的县级市。

图 15：江苏省县级市信贷余额及复合增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年，复合增速时间为 2016-2019 年

总而言之，我们观察到三个现象：

(1) 疫情之后，我国经济的区域分化有所加大，以江苏、浙江为代表的地区经济复苏景气度较高。

(2) 区域经济的分化也带来金融资源布局的分化，江苏地区呈现“经济复苏好、信贷增速高、不良率低”的特点，经济与金融进入良性循环，且信贷资源有向苏中、苏北迁徙迹象。

(3) 常熟作为全国百强县市，具有较为完整的产业链结构、工业体系较为发达，外贸景气度较高，也带来的金融资源的汇聚。

2、常熟银行的发展历程及经营特色

2.1、改制与发展经历了三个阶段

常熟银行成立于 2001 年 12 月 3 日，总部位于江南“鱼米之乡”——江苏常熟，前身是在原常熟市农村信用合作社联社基础上，吸收部分社会法人、自然人股东改制设立的股份有限公司，是全国首批改制成立、首批 A 股上市的农商行。

第一阶段：常熟银行前身为常熟市农村信用合作社联社

常熟银行的前身为常熟市农村信用合作社联社（下文简称“联社”），成立于 1996 年。

2000 年 10 月，联社与其下辖的 35 家具有独立法人资格的农信社合并为新的法人主体，并吸收原常熟市琴川、金龙、虞山三家城市信用社。

2000 年 11 月 8 日，人民银行南京分行批准合并后的联社开业。

第二阶段：成立江苏常熟农村商业银行股份有限公司

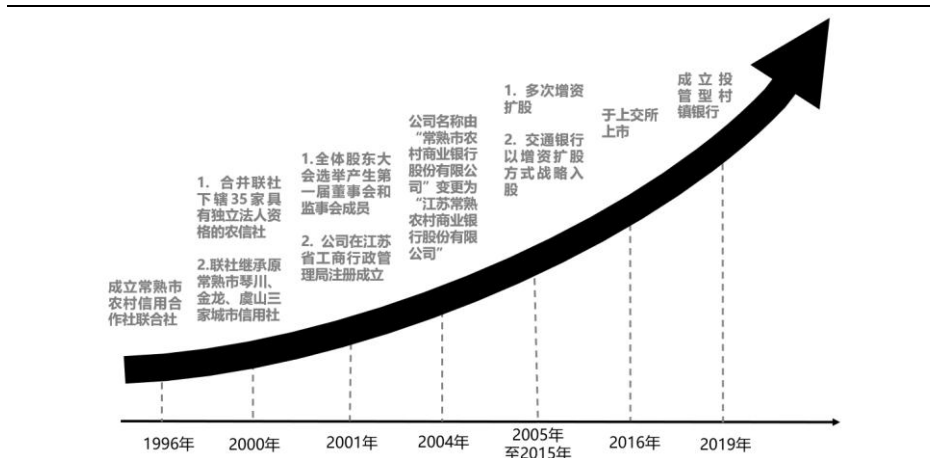
2001 年 5 月，人民银行南京分行选择常熟、江阴、张家港三个县级市先行试点组建农村商业银行。

2001 年 11 月，人民银行同意成立常熟市农村商业银行股份有限公司，并核准其正式开业。

2001 年 12 月 3 日，公司注册成立，注册资本 10017 万元。

2004 年 8 月 18 日，江苏银监局同意公司名称变更为“江苏常熟农村商业银行股份有限公司”，并于 12 月 31 日，完成名称变更登记。

图 16：常熟银行的发展历程



第三阶段：公司成立后的历次增资扩股及引入战略投资者

从 2001 年到 2015 年，公司在成立后一共经历了多轮增资扩股，主要模式包括配股、送红股、引战和转增。

同时，2007 年 12 月 24 日，公司引入了交通银行作为战略投资者，以增资扩股方式向交通银行发行 57560225 股普通股，此部分股份的认购总价款为 3.8 亿元，每股 6.60 元。自此，交通银行成为公司第一大股东，在完成本次增资扩股后在公司的持股比例为 10%，公司也成为全国首家引入境内战略投资者的农商行。

表 4：常熟银行历次增资扩股

时间	方式	具体内容	注册资本 (亿元)
2004 年 1 月 18 日	增资扩股 (配股)	按每 1 股配售 2 股的比例实施增资扩股，仅面向全体老股东，配股价格为每股 1 元。	2.76
2005 年 1 月 18 日	增资扩股 (送红股)	以 2004 年 12 月 31 日股东持有股份数为基准，每 10 股送 1.6 股、派现金 1.4 元。	3.20
2006 年 1 月 21 日	增资扩股 (送红股)	以 2005 年 12 月 31 日股东持有股份数为基准，每 10 股送 0.8 股、派现金 1.2 元。	3.45
2007 年 2 月 10 日	增资扩股 (送红股)	以股东原持有股份数为基准，每 10 股送 5 股。	5.18
2007 年 12 月 24 日	交通银行战略入股	以增资扩股方式向交通银行发行 57560225 股普通股，每股 6.6 元。	5.76
2010 年 11 月 2 日	增资扩股 (转增)	(1) 以 2010 年 6 月 30 日总股本为基础进行资本公积转增股本，转增比例为每 10 股转增 5 股。 (2) 向全体法人股股东增发不超过 1.5 亿股。	8.63
2011 年 11 月 11 日	增资扩股 (转增)	按每 10 股转增 5 股的比例，由资本公积转增股本。	15.20
2015 年 3 月 3 日	增资扩股 (转增和送红股)	(1) 每 10 股转增 3.11 股的比例，由资本公积转增股本。 (2) 每 10 股送股 0.05 股。	20.00

资料来源：《常熟银行招股说明书》，光大证券研究所整理

第四阶段：2016 年于上海证券交易所正式上市，并开启异地扩张之路

2016 年 9 月 30 日，常熟银行于上海证券交易所发行上市。本次发行 2.22 亿股，占发行后总股本的 10%，发行价格为 4.28 元，募集资金全部用于补充核心一级资本。

2019 年 1 月，常熟银行发起设立全国首家投资管理型村镇银行——兴福村镇银行开业，目前，兴福系村镇银行已在全国设立 31 家独立法人机构。

2020 年 6 月 3 日，常熟银行发布公告，拟出资 10.5 亿元认购江苏镇江农村商业银行非公开发行的 5 亿股。交易完成后，常熟银行在镇江农商行持股比例达到 33.33%，成为镇江农商行第一大股东。

2.2、深耕本地市场，业务辐射全省，异地分支机构贡献度逐年提升

常熟银行是一家典型的“小而美”的银行，坚持服务“三农两小”的市场定位，在业务版图上，主要深耕本地市场小微和个人经营贷业务，在当地网点布局广泛，并不断完善省内网点建设。同时，通过设立村镇银行在全国范围内提供三农两小服务，实现异地业务版图扩张。

图 17: 常熟银行在江苏省内的分支机构分布情况



(1) 机构设置按照本地布局+异地分支机构+跨省村镇银行模式。截至 2021 年年 6 月, 公司共有 168 家分支机构, 常熟地区 109 家, 占比 64.88%。常熟以外的江苏省内地区 59 家, 占比 35.12%, 其中苏南地区共 33 家, 包括苏州 (7 家)、无锡 (4 家)、镇江 (2 家), 南通 (14) 家、扬州 (6 家)。苏北地区共 26 家, 包括盐城 (10 家)、泰州 (4 家)、连云港 (6) 家、淮安 (4) 家、宿迁 (2) 家。公司还控股 31 家村镇银行, 覆盖区域除江苏外, 还包括江苏省外地区 (湖北、河南、海南和云南) 共 22 家。

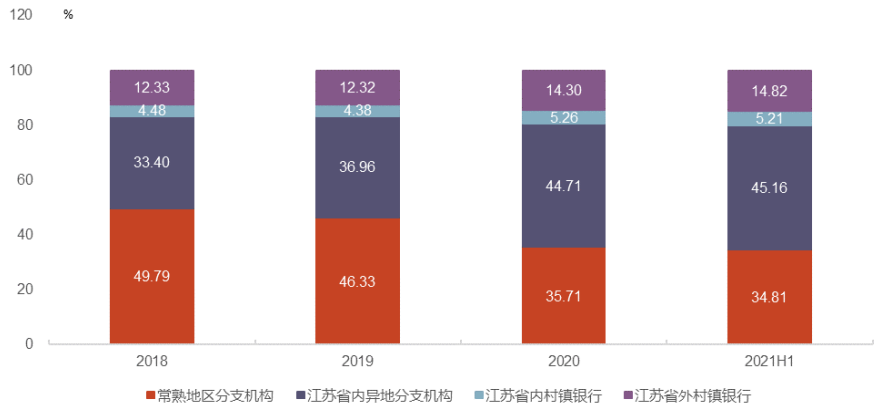
表 5: 常熟银行按地区业务分布情况

	机构		存款		贷款		营业收入	
	数量 (家)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
常熟地区	109	54.77	1148	63.20	525	34.67	13	34.78
常熟以外的江苏省内地区	68	34.17	464	25.55	804	53.14	19	50.27
江苏省外地区	22	11.06	204	11.25	185	12.19	6	14.95
合计	199	100	1816	100	1514	100	37	100

资料来源: 常熟银行 2021 年半年报, 光大证券研究所整理

(2) 存款增长依托常熟本地, 超过 85% 的信贷投向江苏省内。截至 2021 年年 6 月, 公司客户存款规模为 1816 亿, 其中常熟地区 1148 亿, 占比 63.20%, 常熟以外的江苏省内地区 464 亿, 占比 25.55%。贷款规模为 1514 亿, 其中常熟地区 525 亿, 占比 34.67%, 常熟以外的江苏省内地区 804 亿, 占比 53.14%。

图 18：近年来常熟银行异地分支机构营收贡献占比逐年提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

(3) 常熟地区以外的异地分支机构盈利贡献逐年上升。2021 年 H1，公司营业收入为 37 亿，其中常熟地区机构占比 34.81%，常熟以外的江苏省内地区占比约 50%，江苏省外地区占比 14.82%。从 2018-2021 年 H1 情况看，常熟银行集团板块中，常熟地区分支机构的营业收入贡献逐年下降，由 49.79% 降至 34.81%，江苏省内异地分支机构占比由 33.40% 提升至 45.16%。同时，村镇银行（江苏省内+省外）合计占比由 16.81% 提升至 20.03%，反映出常熟银行异地扩张对集团盈利的贡献度不断提升。

2.3、管理层长期坚持支农支小战略定位，探寻特色化、差异化发展路线

与传统的对公、零售业务不同，银行开展小微业务，需要较长时间的深耕细作，且能够承受小微业务数年的盈亏平衡期，最终实现规模效应。这要求银行有适中的体量、强大的客户经理团队、较强的网点布局以及成熟的风控体系。最为重要的是，公司在发展小微业务方面，要有较为明确和坚定的战略目标，不稳定或不可持续的战略往往会造成小微业务的折戟。

常熟银行自 2001 年成立以来，始终坚守服务“三农两小”的市场定位，从 2008 年开始，常熟银行开始探索并创新小微业务模式，借鉴 IPC 技术和信贷工厂模式，并进行本土化改造，市场份额逐步提升，逐步在小微业务领域形成了先发优势。

2014 年，常熟银行制定了《江苏常熟农村商业银行股份有限公司 2014-2016 年战略发展规划》，明确提出：

(1) 企业愿景是“中国农村金融先行者”；企业使命是“普惠金融，责任银行”；核心价值观“诚信立业，共享成长”；企业精神“自省乐观，勇为人先”。

(2) 经营理念“专注小微，灵活高效”；发展理念“敢于探索，稳健行远”；管理理念“合规尽责，精益求精”；人才理念“海纳百川，员工第一”；服务理念“常系民业，贴心首选”。

(3) 战略总体定位是“县域优先、零售为先、同业领先”；发展定位“积极审慎布局分支机构、批量化组建村镇银行、探索开展多元化经营、加强投资管理工作”。

从管理层来看，常熟银行的管理层运行比较稳定。宋建明先生于 2013 年 4 月份任董事长之前，一直在常熟银行工作，历任财务会计科副科长，主任助理、副主任，副行长（主持工作）、行长，见证和推动了常熟银行小微业务从无到有，再到发展壮大过程。在最新一届领导班子中，董事长庄广强、行长薛文均为常熟银行培养的领导干部，管理层的稳定和坚定的战略目标，是常熟银行小微业务能够行稳致远的重要动力源泉。

下一阶段，常熟银行将主要在在融合、科技两方面发力，进一步实现小微业务的提质增效。

一是以综合经营提高产能。过去，常熟银行小微团队主要做资产业务，但客户服务是全面、综合的，单一服务无法满足客户多元的这种要求，也不利于人均产能的提升。因此，常熟银行将着力开展综合经营，在常熟本地把小微业务划归分支机构，实现一体化管理。在常熟以外地区，选定兴化支行先行先试，小微业务人员全部由分支机构管理，和同期开业的其他分支机构相比人均产能更高。

二是用科技手段来提高产能。一方面，业务拓展实现移动化，客户经理可以通过移动设备上门展业，进而在不增加营业网点的前提下，实现扩大业务覆盖的范围和服务半径。另一方面，将业务流程搬到线上，让客户经理有更多时间和客户沟通，开展现场调查。最后，在业务管理智能化上，通过客户画像来辅助精准营销，引进第三方数据反复沟通，优化数据基地，组建统计数据资产部，投产新一代的核心系统。

2.4、微贷技术已形成较强的业务壁垒

常熟银行的小微业务起步于 2008 年，通过引入德国的 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。

2.4.1、小微业务在江苏省内的市场份额“独占鳌头”

由于各家上市银行对小微贷款的定义口径存在较大差异，如部分银行在财务报告中直接披露了授信金额在 1000 万以下的普惠小微贷款余额，而部分银行只披露了小微金融业务规模，使得数据之间缺乏可比性。因此，我们统一使用个人经营性贷款进行替代。

表 6：江苏省内上市银行个人经营性贷款情况（亿元）

	个人经营性贷款	贷款	占比 (%)	上市银行份额	江苏省份额 (%)
常熟银行	486	1317	36.89	30.23	4.75
江苏银行	249	12016	2.07	15.51	2.44
南京银行	272	6746	4.03	16.89	2.66
苏州银行	245	1881	13.04	15.27	2.40
无锡银行	17	997	1.75	1.09	0.17
江阴银行	50	802	6.29	3.14	0.49
张家港银行	203	849	23.94	12.64	1.99
苏农银行	84	735	11.45	5.24	0.82
合计	1607	25343			

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：苏农银行数据为 2020 年 6 月末，其他银行为 2020 年 12 月末，紫金银行并未披露个人经营性贷款数据，故暂未列入。

可以看到，截至 2020 年年末，在江苏省内的上市银行中，常熟银行个人经营性贷款规模为 486 亿，占各项贷款比重为 36.89%，在上市银行中市场份额超过 30%，而在江苏省内的市场份额为 4.75%，这四项指标在江苏省内的上市银行中均排名第一。

在网点布局方面，目前常熟银行控股的村镇银行共 31 家，在江苏省内开设的分支机构（不含常熟地区）共 59 家，明显领先于江苏省内的其他上市银行。同时，常熟银行为全国首家获批筹建投资管理型村镇银行的机构，在当前跨区经营监管趋严情况下，常熟银行的牌照优势能够使其通过村镇银行打开异地扩张空间。

2.4.2、借鉴 IPC 技术+信贷工厂模式，打造了独特的微贷技术

目前，国外具有代表性的小微业务模式包括：孟加拉格莱珉银行的“联合贷款”、淡马锡的“信贷工厂”、德国的“IPC”以及基于大数据的打分卡。常熟银行之所以能够在做大小微业务的同时，还能够有效管控信用风险，一定程度上是**借鉴了 IPC 技术+信贷工厂模式，在进行本土化改造后，逐步形成了较为成熟的微贷技术和风控体系。**其中：

IPC 微贷技术是德国国际项目咨询公司所提供的小微贷款风险管理办法，较为重视客户实地走访以及信息交叉验证，进而明确客户的还款意愿和能力，该技术 2005 年由国开行引入中国，为台州银行、常熟银行、九江银行等提供了咨询服务。

信贷工厂模式源于淡马锡，内核在于仿工厂流水线作业方式将小微企业贷款产品设计、贷款申请、审批、发放、风险控制、内部管理等业务进行标准化和批量化操作，并将客户营销与贷款管理相分离。这样可以起到三方面作用，即降低运营成本实现规模效应、降低道德风险、增强可复制性。

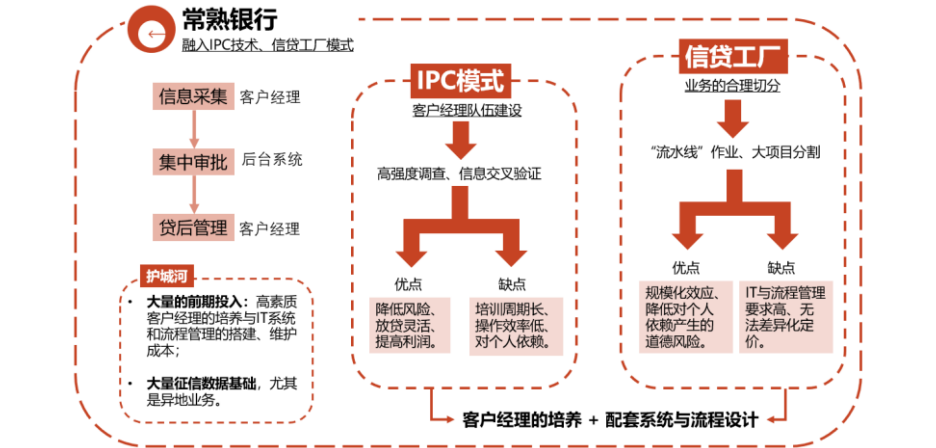
图 19：国外具有代表性的小微业务模式



资料来源：《小微金融业务模式——小微金融专题报告》，银通智略微信公众号，光大证券研究所整理

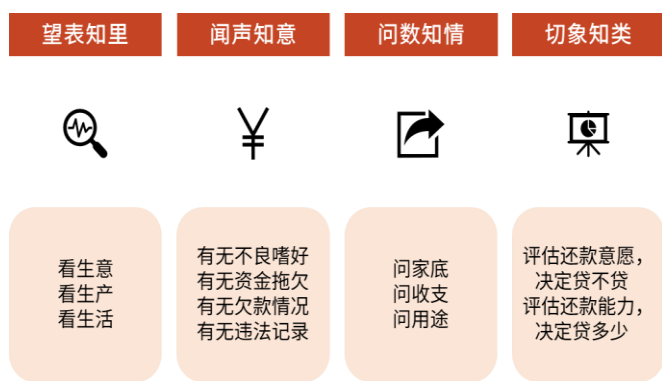
在具体运用中，常熟银行在 IPC 基础上进行了本地化改造，结合信贷工厂共同打造独具特色的微贷业务模式。其微贷技术的内核在于，通过建立一支了解本地市场的专业化客户经理队伍，高强度实地考察授信客户，并基于关联信息进行交叉验证，对于客户进行逐一摸底，提供全程上门服务。在此基础上，将整个信贷审批流程进行标准化的“流水线”作业，既能够实现对客户进行精准的“肖像”刻画，又可以实现微贷技术的快速复制，将其推广至异地分支机构和村镇银行。

图 20：常熟银行微贷技术模式



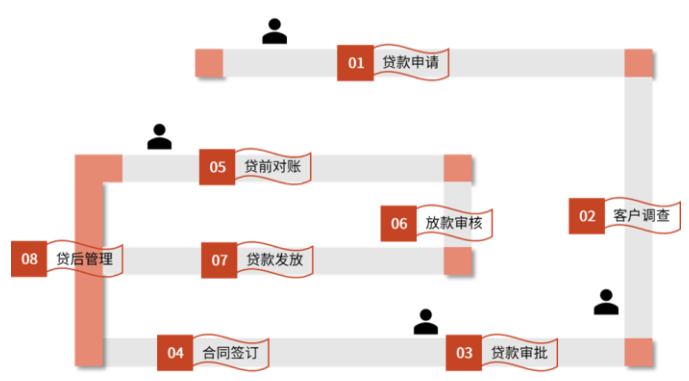
资料来源：光大证券研究所根据公司公告、公司官网整理

图 21：微贷业务标准化



资料来源：常熟银行 2021 年三季度业绩发布会材料，光大证券研究所整理

图 22：微贷业务工厂化



资料来源：常熟银行 2021 年三季度业绩发布会材料，光大证券研究所整理

总体而言，IPC 技术+信贷工厂模式主要有四大优点：

一是建立一支高度本土化、专业化的客户经理队伍。常熟银行非常重视客户经理培养，在队伍建设上一般招聘具备当地户籍的应届大学生任职客户经理，这些员工对当地风土人情较为熟悉，且没有工作经验，可以避免受到固有思维的影响，专注于接受、融入常熟银行的小微业务文化。截至 2020 年年末，常熟银行客户经理人均管户数为 140 多户，较 2019 年升约 10 户，而且随着融合和科技的进一步提升，管户数会有进一步的上升空间。

二是高强度走访和交叉验证。在服务小微客户过程中，客户经理面临的信息不对称问题较为严重，需要客户经理抓好实地调查环节，运用移动贷款平台结合交叉检验技术，真实还原调查现场，这也是 ICP 技术的核心。方式包括：走访客户住宅、单位及亲朋，调查其人际关系，并做到双录（录音录像）及拍照上传。同时，通过 GPS 定位实现风险防控，引入客户手机（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。

图 23：常熟银行微贷业务数字化



资料来源：常熟银行 2021 年三季度业绩发布会材料，光大证券研究所整理

三是标准化业务流程，有效防范道德风险。信贷工厂模式的最大特点就是流水化作业，从贷款申请、审批、发放、贷后全部实现模块化，业务人员各司其职。同时，常熟银行的信贷审批由总行小微金融部集中统一处理，这样可以减少客户经理的道德风险。

四是微贷技术具有较强的可复制性。在 IPC+信贷工厂模式下：一方面，常熟银行建立起一支熟悉本地市场的客户经理团队，另一方面，总行对信贷的审批、决策实行统一管理。这样一来，就决定了常熟银行的微贷技术具有较好的可复制性，可以在异地分支机构业务开展中进行批量的标准化复制。

2.4.3、“做小做散”的客群结构与高效率的微贷发放

常熟银行微贷业务的另一个重要核心竞争力，是差异化的客群结构和高效率的信贷发放。

(1) 常熟银行客户分散、户均贷款规模小。截至 2020 年年末，常熟银行单户金额在 100 万以下的户数为 35.68 万户，占总户数比重为 95%。户均贷款金额为 35.07 万元，单户金额在 100 万以下授信总规模占比基本维持在 38-39% 水平。**截至 2021 年 9 月末，公司单户 100 万（含）以下授信规模占比为 40.24%，较年初提升 0.47pct，而单户 5000 万以上授信规模占比较年初下降 2.12pct 至 9.2%，显示公司信贷投放进一步“做小做散”，有助于信用风险的分散。**2020 年单户金额 100 万以下的不良率为 0.78%，低于整体不良率水平（2020 年为 0.96%），且近三年来呈现逐年下行态势。尽管小微客户自身抵御风险能力弱于优质企业和高净值客户，但由于客户授信金额相对较小、分散度高，一旦出现违约，对常熟银行这类中小银行而言冲击较为有限，这也是常熟银行能够持续保持较低不良率的原因之一。

(2) 高效率的微贷投放。目前，常熟银行对于微贷的投放，基本能够做到申请后 48 小时内快速放款，其中金额较大的新客户平均时间在 1-2 天，小金额客户通过线上化的手段，能够实现新客户一天内取得贷款，老客户几分钟发放贷款。由于小微客户的资金需求具有“短、急、快”特点，尤其是对于以订单为生产导向商户，接到订单后需要立即投入生产，这也是很多商户放弃市场上其他利率更低的产品，选择常熟银行微贷产品的重要原因。

家，形成了覆盖全国 22 个省（市）县域农村的金融服务网络，为全国最大的村镇银行集团。

表 8：投管型村镇银行控股的 30 家兴福系村镇银行

省份	控股村镇银行	成立时间	注册资本（亿元）	持股比例（%）
湖北	恩施	2010 年 12 月	1.74	46.54
	当阳	2013 年 8 月	0.40	52.00
	秭归	2014 年 9 月	0.34	71.93
	长阳	2014 年 8 月	0.32	72.30
	宜昌夷陵	2014 年 12 月	0.31	83.06
江苏	常州金坛	2008 年 12 月	0.93	44.58
	淮安清浦	2013 年 11 月	0.31	63.11
	淮安淮阴	2013 年 12 月	0.31	52.26
	盐城滨海	2014 年 8 月	0.32	61.90
	扬州高邮	2014 年 9 月	0.31	71.66
	宿迁宿城	2015 年 1 月	0.32	67.08
	泰州高港	2015 年 3 月	0.32	69.92
	无锡滨湖	2015 年 4 月	1.00	61.00
	淮安清河	2016 年 1 月	0.30	52.00
河南	汤阴	2013 年 5 月	0.50	54.40
	宜阳	2013 年 5 月	0.40	49.00
	嵩县	2013 年 10 月	0.30	51.00
	洛宁	2014 年 12 月	0.30	69.00
	内黄	2014 年 12 月	0.30	83.00
	汝阳	2015 年 1 月	0.30	74.00
云南	昆明	2016 年 6 月	0.50	48.60
	曲靖	2016 年 6 月	0.30	51.83
	陆良	2016 年 6 月	0.30	51.83
	师宗	2016 年 6 月	0.30	55.27
	罗平	2016 年 6 月	0.30	48.84
	江川	2016 年 5 月	0.30	42.33
	易门	2016 年 5 月	0.30	48.33
	南华	2016 年 6 月	0.30	78.00
	元谋	2016 年 6 月	0.30	38.83
	武定	2016 年 6 月	0.30	66.33

资料来源：常熟银行财务报告，光大证券研究所整理

2.5.2、兴福系村镇银行作为全国首家投资管理型村镇银行的主要特点

作为国内首家获批筹建投资管理型村镇银行牌照的机构，常熟银行在村镇银行管理方面具有较强优势和特色：

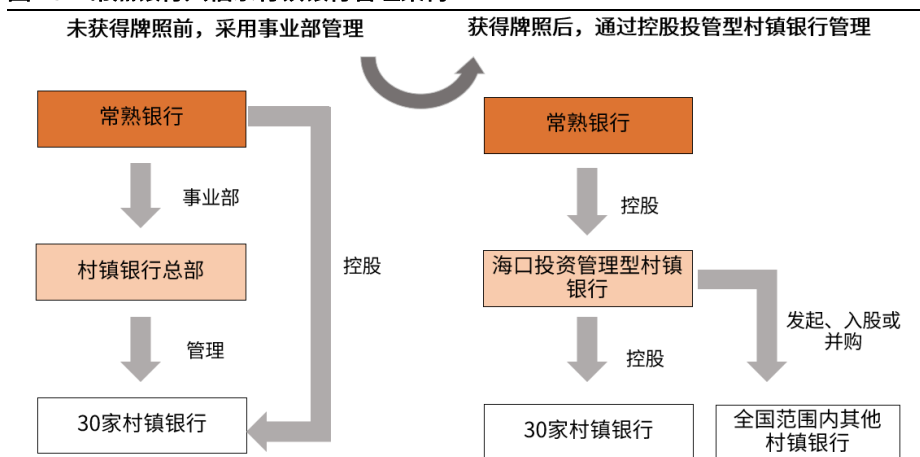
（1）有利于未来展开对村镇银行的集约化管理和收购。在获得投资管理型村镇银行牌照之前，常熟银行成立了村镇银行管理总部，通过事业部、专业化管理模式加强对村镇银行管理与指导。而在获得牌照之后，则通过控股在海口成立投资管理型村镇银行，来集约管理全国范围内的兴福系村镇银行。通过这种集约化管理模式：

一是可以实现在全国范围内村镇银行的并购，异地扩张有望加速。相较于普通的村镇银行管理模式，常熟银行控股的投资管理型村镇银行，既可以从事普通村镇银行业务，还可以投资设立和收购村镇银行，进而在村镇银行设立和并购上占据优势。在监管部门收紧农村金融机构异地经营的约束下，该政策红利将为常熟银行拓宽兴福系村镇银行在全国的布局打开突破口。

二是改善村镇银行高企的成本收入比。投资管理型村镇银行作为独立法人开展经营，其管理服务效率方面，较此前的部门管理模式具有较强优势。由于村镇银行网点下沉力度大，专注“支农支小”业务，导致成本收入比相对偏高。截至 2020 年年末，兴福系村镇银行成本收入比为 54.88%（母行为 42.77%），通过集约化的管理模式，在规模效应下，有助于降低投资运营成本。

三是提高中后台管理服务效率。投资管理型村镇银行可以在流动性支持与风险防控、系统支持与代理清算、产品研发与人才培养等方面，进一步补齐村镇银行中后台短板，目标是构建“小法人、大平台”的专业化中后台服务机制，提升整体风险防范能力。

图 25：常熟银行兴福系村镇银行管理架构



资料来源：常熟银行财务报告，光大证券研究所整理

(2) 坚持“做小做微做散”的市场定位以及运用了母公司小微技术，较好实现风险管控。截至 2020 年年末，兴福系村镇银行不良率为 1%，近年来基本处于 0.9-1%水平，资产质量管控较好。在风控方面：

一是坚持“做小做微做散”的市场定位。

首先是选址。兴福村镇银行扎根乡镇，下沉服务，网点贴近金融供给不充分的地区，下设的 31 家法人机构，分布在湖北、江苏、河南、云南及海南 5 省。其中 22 家设在中西部欠发达县域，覆盖 16 个原国定贫困县，100%设在县域及以下，90%以上集中在镇、村和社区。

其次是贷款分散。兴福村镇银行天生具有草根基因，并持续完善“支农支小”的“敢贷、愿贷、能贷、会贷”机制，八成以上的贷款涉农、八成以上贷款涉农，且八成以上的贷款投向小微实体经济，贷款总客户数超 11.3 万户，户均贷款 21 万元。

最后是资本优化。除投资管理型村镇银行外，70%的兴福系村镇银行注册资本在 3000 万元左右，5 家在 5000 万元左右，同时规定每家村镇银行单户授信额度不超过 100 万，确保资本消耗的可持续性。

二是复制了常熟银行的微贷技术。“兴福微贷”复制了常熟银行微贷技术，通过地图定位、语音录音、实时上传等功能，打造了前台营销调查、中台审批、后台管理操作的流水线“小微信贷工厂”模式。专业队伍方面，兴福村镇银行引入常熟银行的专家型人才，通过“师带徒”模式实现了微贷技术的普及，并建立了一支熟悉当地市场的客户经理。同时，兴福村镇银行结合当地的实际情况，因地制宜对微贷技术不断进行修正调整，比如在农村区域积极探索整村授信模式，使得产品更加契合当地的特点，提供较为个性化的服务。

2.5.3、兴福系村镇银行与集团的主要财务指标对比

从兴福系村镇银行的各项财务指标表现来看，村镇银行在集团板块中的重要性稳步提升，截至 2020 年年末：

(1) 总量方面，兴福系村镇银行总资产、贷款、存款占常熟银行集团口径比重分别为 14.23%、17.16%、14.06%，较 2019 年分别提升 2.74、1.58 和 2.79 个百分点。

(2) 结构方面，对公、个人经营贷、按揭贷款占常熟银行集团口径比重均有所上行，个人消费贷占比略有下滑，其中个人经营贷占比为 32.11%，在所有业务中最高。活期存款占比为 19.27%，较 2019 年提升 3.71 个百分点。零售存款占比为 31.57%，较 2019 年提升 6.23 个百分点。

表 9：兴福村镇银行与常熟银行（合并口径）财务指标对比情况

指标	科目	2019 年			2020 年		
		兴福村镇银行	常熟银行（合并口径）	占比 (%)	兴福村镇银行	常熟银行（合并口径）	占比 (%)
资产负债结构	总资产	212.42	1848.39	11.49	296.97	2086.85	14.23
	贷款	171.28	1099.44	15.58	226.04	1317.22	17.16
	对公贷款	14.83	447.69	3.31	18.07	490.97	3.68
	零售贷款	156.45	591.42	26.45	207.97	750.88	27.70
	个人经营性贷款	116.76	380.58	30.68	156.03	485.96	32.11
	个人消费性贷款	30.07	109.20	27.53	34.25	139.44	24.56
	住房抵押贷款	9.62	82.20	11.71	17.69	102.00	17.34
	总负债	189.27	1669.40	11.34	271.77	1895.78	14.34
	存款	151.85	1347.02	11.27	223.30	1587.98	14.06
	对公活期	23.04	308.23	7.47	29.84	344.94	8.65
	对公定期	6.44	159.52	4.04	8.24	172.01	4.79
	零售活期	16.05	198.38	8.09	24.97	235.07	10.62
零售定期	103.08	597.80	17.24	157.02	749.74	20.94	
盈利能力	营业收入	10.77	64.45	16.70	12.88	65.82	19.56
	净利润	2.48	19.00	13.08	2.54	19.36	13.14
	NIM	6.00	3.41		5.14	3.18	
	ROE	14.06	11.52		9.24	10.34	
资产质量	不良率	0.92	0.96		1.00	0.96	
	拨备覆盖率	293.63	481.28		263.92	485.33	
资本情况	资本充足率	15.18	15.10		13.09	13.53	
	一级资本充足率	12.47	12.49		11.16	11.13	
	核心一级资本充足率	12.05	12.44		10.74	11.08	

资料来源：常熟银行财务报告，光大证券研究所整理；资产负债结构全部指标、营业收入、净利润单位为亿元，占比为%

(3) 盈利能力方面，2020 年兴福系村镇银行营收、净利润同比增速分别为 19.6%、2.39%，均高于常熟银行，占比分别为 19.56%和 13.14%，较 2019 年分别提升 2.86pct 和 0.06pct。NIM 为 5.14%，明显高于常熟银行 3.18%的水平，主要与兴福系村镇银行做客户信用下沉，个人经营性贷款增长较快有关，定价水平相较于其他业务更高。但 2020 年兴福系村镇银行 ROE 仅为 9.24%，较 2019 年大幅下降 4.82 个百分点，降幅高于常熟银行，一定程度上与疫情下资产质量有所恶化，以及对普惠小微企业还本付息延期有关，疫情对村镇银行冲击更大。

(4) 资产质量方面，20 年兴福系村镇银行不良率为 1%，较 2019 年提升 0.08 个百分点，不良率高于常熟银行（2019 和 2020 年不良率均为 0.96%）。拨备覆盖率为 263.92%，较 2019 年下降约 30 个百分点，无论是绝对水平还是降幅，均明显弱于常熟银行，主要与兴福系村镇银行批量化成立时间相对较晚，且受到疫情影响，不良核销压力更大有关。

(5) 资本方面，20 年兴福系村镇银行整体资本充足率、核心一级资本充足率分别为 13.09%、10.74%，略弱于常熟银行，一级资本充足率为 11.16%，略高于常熟银行。

综合来看，投资管理型村镇银行成立以来，兴福系村镇银行呈现“高盈利、低不良”的特点，在常熟银行集团中的业务规模比重稳步提升，整体盈利能力优于常熟银行，而资产质量、风险抵补能力和资本充足率弱于母行，在集团中的贡献度整体处于上升通道。我们认为，作为第一批获批设立投资管理型村镇银行的公司，常熟银行在村镇银行经营方面具有独特优势，未来将通过新设、兼并和收购的方式，进一步拓展所覆盖县域范围，兴福系村镇银行后续增长值得期待。

3、常熟银行基本面分析及与江苏地区其他上市银行对标

3.1、盈利能力：高定价带动高息差，拨备反哺利润能力较强

整体来看，常熟银行盈利能力在江苏省上市银行中处于较高水平。常熟银行营业收入、归母净利润近 5 年以来（2016-2020 年）复合增速分别为 6.54%和 6.44%，ROE 和 ROA 近 5 年均值分别为 11.83%、0.98%。**2021 年前三季度常熟银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 12.96%、12.30%、19.04%，增速较上半年分别提升 5.26、4.44、3.52pct，营收、盈利增速双双提升。**

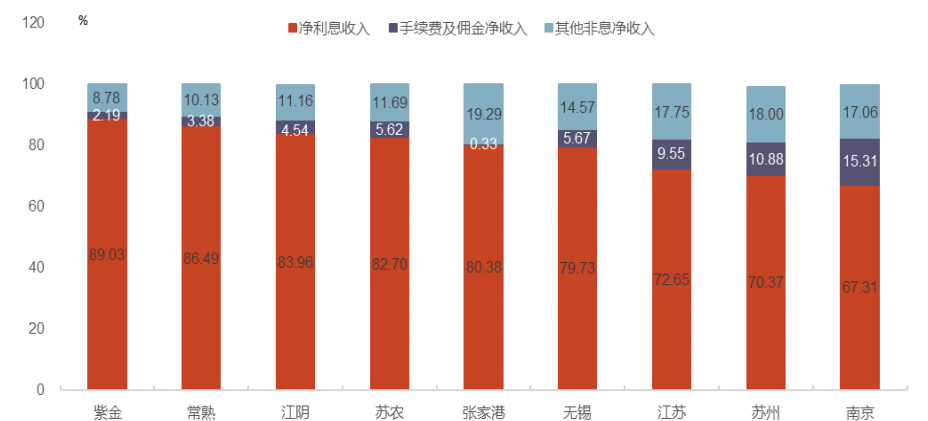
表 10：江苏省 9 家上市银行主要盈利指标对比 (%)

	营业收入	归母净利润	净利息收入	手续费及佣金净收入	其他非息净收入	ROE	ROA
江阴	2.96	2.64	0.77	6.40	24.09	9.08	0.77
张家港	5.72	4.05	6.06	-	6.75	9.40	0.78
苏州	4.12	3.55	2.42	2.49	22.11	9.78	0.78
无锡	4.98	4.64	4.24	0.94	19.77	10.89	0.76
江苏	6.37	4.72	4.43	3.23	49.27	11.79	0.73
南京	4.20	6.47	2.32	4.32	22.74	14.67	0.92
常熟	6.54	6.44	6.54	11.20	5.54	11.83	0.98
紫金	4.29	5.55	3.55	0.70	15.94	11.50	0.74
苏农	4.71	4.64	2.98	9.48	23.02	8.79	0.79

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：营业收入、归母净利润、净利息收入、手续费及佣金净收入及其他非息净收入为 2016-2020 年的复合增速，ROE 和 ROA 为 2016-2020 年均值。

从营收结构来看，江苏省上市城商行收入结构更为均衡，非息收入占比在 30% 左右，而农商行营收来源主要以净利息收入为主。2021 年前三季度，常熟银行净利息收入占比达 86.49%，在江苏省上市银行中仅低于紫金银行，手续费及佣金收入、其他非息净收入占比分别为 3.38% 和 10.13%，弱于其他上市银行。前三季度，常熟银行非息收入同比增长 58.3%，较上半年提升 14.2pct，展现出较高的增速水平，但一定程度上也有去年 Q3 低基数效应的影响。

图 26：江苏省 9 家上市银行营业收入结构对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3

进一步，我们利用经典的银行 ROE 杜邦分解方法，对江苏省 9 家上市银行盈利的驱动因素进行分析：

(1) 常熟银行财务杠杆保持较低水平。2021 年 9 月末，常熟银行权益乘数为 11.35 倍，在江苏省 9 家上市银行中最低，反映出公司财务杠杆保持较低水平，而诸如江苏、南京等城商行权益乘数偏高，反映出高杠杆对其盈利能力的推升效果更大。

表 11：2021 年 Q1-3 江苏省 9 家上市银行 ROE 分解 (%)

占平均总资产	江阴	张家港	苏州	无锡	江苏	南京	常熟	紫金	苏农
ROE	8.08	10.47	10.77	11.07	11.43	14.60	12.05	10.36	11.01
权益乘数 (倍)	11.60	11.98	12.85	12.94	13.09	14.21	11.35	14.22	11.57
净利润 (ROA)	0.70	0.87	0.84	0.86	0.87	1.03	1.06	0.73	0.95
净利息收入 (接近 NIM)	1.89	2.41	1.83	1.80	1.84	1.69	2.89	1.80	2.16
手续费及佣金收入	0.15	0.02	0.42	0.19	0.36	0.57	0.17	0.07	0.22
其他净非息收入	0.21	0.57	0.35	0.27	0.33	0.24	0.28	0.16	0.23
营业收入	2.25	3.00	2.59	2.26	2.54	2.50	3.34	2.03	2.61
营业费用	0.75	0.91	0.79	0.59	0.55	0.67	1.37	0.68	0.88
拨备前利润	1.51	2.09	1.80	1.67	1.99	1.83	1.97	1.35	1.73
资产减值损失	0.89	1.19	0.81	0.72	0.88	0.60	0.72	0.51	0.55
税前利润	0.59	0.90	0.97	0.95	1.11	1.23	1.25	0.84	1.18
所得税	-0.10	0.02	0.13	0.10	0.23	0.20	0.19	0.11	0.23

资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；

(2) 常熟银行较高的盈利能力，主要在于高息差的驱动。2021年9月末常熟银行净利息收入/平均总资产（接近 NIM）为 2.89%，在 9 家上市银行中最高。非息收入/平均总资产为 0.45%，明显弱于其他上市银行。

表 12：江苏省 9 家上市银行定价情况对标（%）

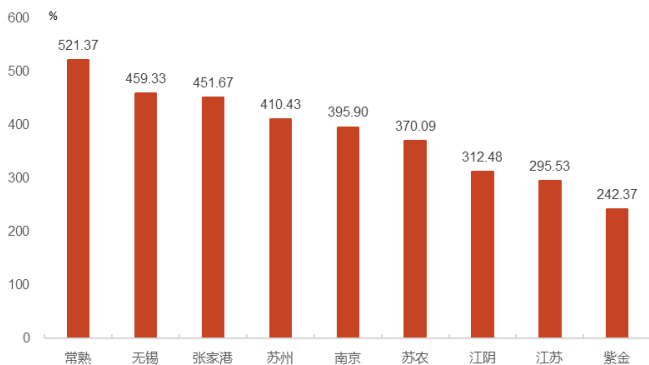
	NIM	生息资产收益率	计息负债成本率	贷款收益率	对公贷款收益率	零售贷款收益率	存款成本率	零售定期成本率	零售活期成本率	对公定期成本率	对公活期成本率
江阴	2.18	4.24	2.30	5.10			2.30				
张家港	2.41	4.60	2.42	5.80			2.19				
苏州	2.00	4.40	2.34	4.93	4.49	5.74	2.21	3.45	0.32	3.23	0.79
无锡	1.96			4.76	4.68	5.14	2.33	3.32	0.34	2.90	0.72
江苏	2.29	4.57	2.52	5.40			2.31				
南京	1.91	4.43	2.42	5.43	4.92	6.65	2.32	3.57	0.30	2.84	0.75
常熟	3.02	5.17	2.27	6.22	4.89	7.38	2.24	3.38	0.22	2.55	0.64
紫金	1.81			4.62	4.58	4.66	1.88	3.10	0.30	1.90	0.66
苏农	2.20			5.15	5.03	5.50	1.92	3.25	0.30	2.82	0.72

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 H1；注：银行三季报未披露定价

进一步，我们对江苏省 9 家上市银行定价情况不难发现，**常熟银行高息差的主要推动力，在于零售贷款收益率较高**，2021 年 H1 为 7.38%，明显高于其他上市银行，贷款和生息资产收益率分别为 6.22%和 5.17%，同样处于较高水平。**这主要与常熟银行个人经营性贷款占比较高有关，通过客户下沉+独特的风控模式，实现了微贷投放的“高收益+低不良”**。从负债成本来看，常熟银行存款成本率为 2.24%，在江苏省上市银行中并不具有绝对优势，主要与其活期存款占比不高等有关。

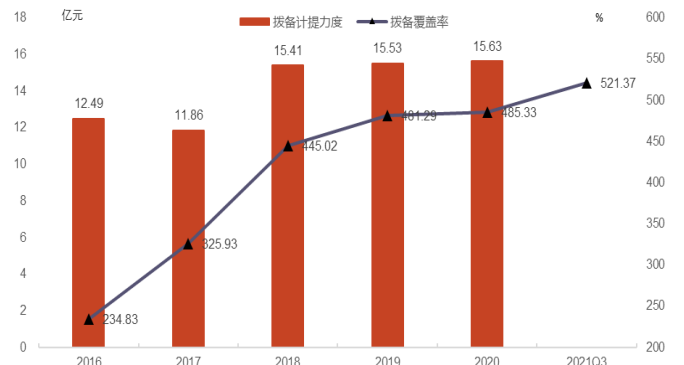
(3) 常熟银行拨备覆盖率先江苏省上市银行，信用风险成本率较低。常熟银行近年来逐步加大拨备计提力度，2018-2020 年期间年均计提规模超过 15 亿，加之不良率持续维持较低水平，使得公司拨备覆盖率随之不断增厚。截至 2021 年 Q3，拨备覆盖率为 521.37%，为 2016 年的 2.22 倍，在江苏省上市银行中排名第一。在较高的拨备覆盖率下，常熟银行信用风险成本率较低，截至 2021 年 Q3 为 0.72%，处于江苏省上市银行中较低水平，一定程度上对净利润增长起到了支撑作用，而且后续通过拨备反哺利润的空间较大。

图 27：江苏省 9 家上市银行拨备覆盖率对标



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3

图 28：常熟银行拨备覆盖率逐年提升

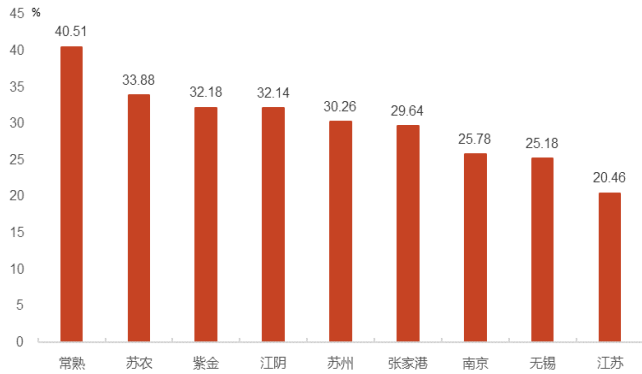


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2021 年 Q3。其中，2021 年 Q3 公司只公布拨备覆盖率，并未公布拨备计提力度

(4) 常熟银行成本较高。从 ROE 分解结果来看，常熟银行营业费用/平均总资产高达 1.37%，在江苏省上市银行中最高，对利润形成了一定拖累。可以看到，2021 年前三季度常熟银行成本收入比高达 40.51%，在全国所有上市银行中仅

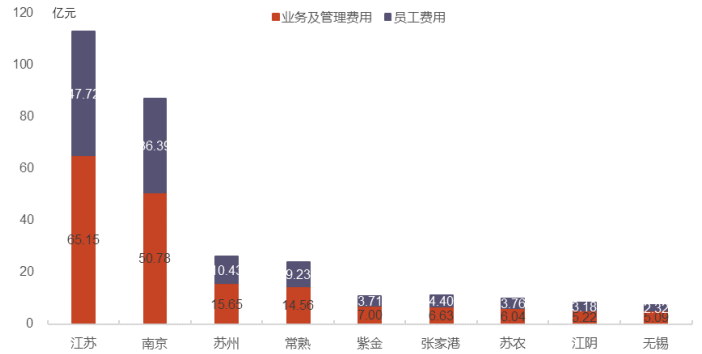
次于邮储银行（邮储银行 2021 年前三季度成本收入比 53.21%，主要由于该行需向控股股东邮政集团支付代理储蓄费，用此方式对客户储蓄进行“引流”）。截至 2021 年上半年，常熟银行业务及管理费用、员工费用分别为 14.56、9.23 亿，在江苏省 9 家上市银行中仅次于江苏、南京以及苏州三家城商行，明显高于其他农商行。总体来看，常熟银行成本收入比相对较高，可能与公司的业务模式有关，即通过做客户下沉和村镇银行的异地扩张，实现差异化发展（2020 年常熟银行在职员工人数为 6864 人，仅次于江苏和南京银行），业务费用支出规模较大。但近年来，公司业务及管理费用增速有所放缓，2020 年为 14.23%，较 2019 年下降 1.73 个百分点。

图 29：江苏省 9 家上市银行成本收入比对标



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3

图 30：江苏省 9 家上市银行管理费用对标

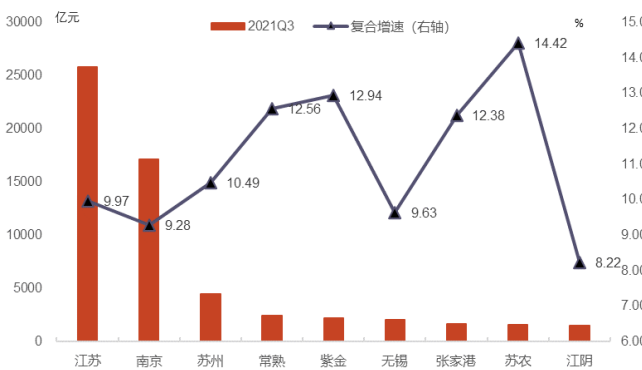


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 H1；注：季报未披露员工费用

3.2、资产负债结构：个人经营性贷款占比领先江苏同业，零售存款占比较高

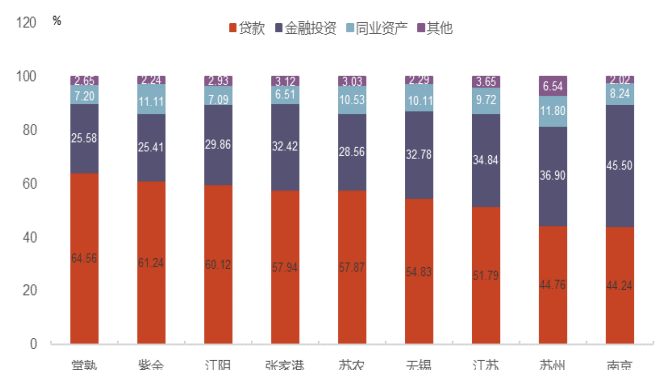
通过对比江苏省 9 家上市银行资产负债结构不难发现，常熟银行业务特点较为鲜明，即依托常熟地区的“小微土壤”，稳步做强做大微贷业务，个人经营性贷款占比处于较高水平。具体而言：

图 31：江苏省 9 家上市银行总资产对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3,复合增速时间范围 2016-2020 年

图 32：江苏省 9 家上市银行资产结构对比



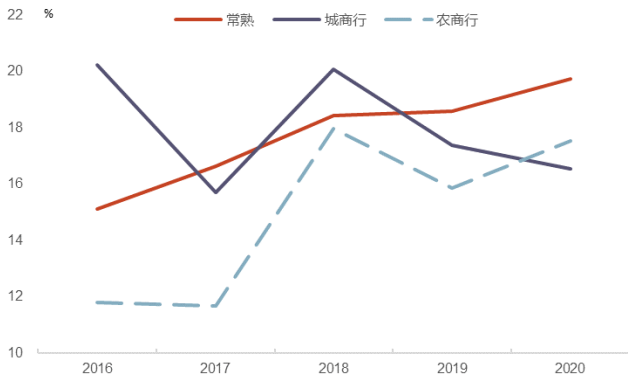
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3

(1) 江苏地区上市银行总资产呈现“两极分化”，常熟银行位列第 4 位。江苏省 9 家上市银行中，江苏、南京、苏州为城商行，常熟、紫金、无锡、张家港、苏农与江阴为农商行。可以看到，江苏、南京两家银行总资产规模均在万亿以上，

明显领先于其他机构（普遍在 1000-4000 亿规模）。截至 2021 年 9 月，常熟银行总资产规模为 2415 亿，位列江苏省上市银行第 4 位。

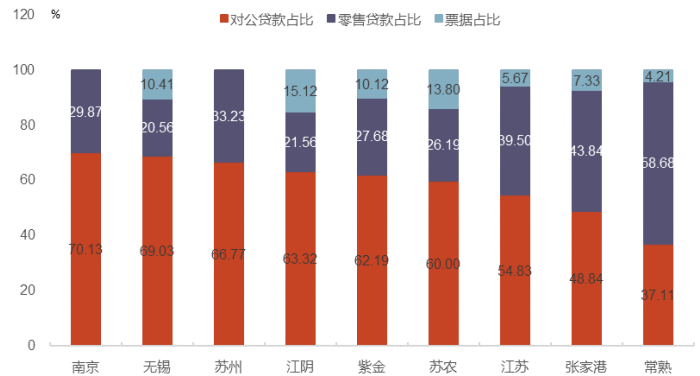
(2) 常熟银行信贷资产占比最高。资产结构方面，截至 2021 年 9 月，常熟银行信贷资产占比为 64.56%，在江苏省 9 家上市银行中处于最高水平。金融投资和同业资产占比分别为 25.58% 和 7.20%，明显低于其他上市银行。**Q3 单季贷款增量为 109.2 亿，同比多增 55.7 亿，贷款余额占生息资产余额比重为 67.2%，较上半年提升 1.2pct，创 2016 年以来新高。**这一方面，与常熟银行体量相对较小有关，信贷资产占比较高的银行均为资产规模在 2000 亿左右的农商行，而江苏、苏州和南京等体量较大的城商行信贷资产占比在 50% 左右，特别是南京银行金融投资占比已超过信贷业务。另一方面，也反映出常熟银行相较于其他农商行而言，更倾向于发展存贷款基础性业务。

图 33：近 5 年来常熟银行与江苏其他上市银行信贷增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年

图 34：江苏省 9 家上市银行信贷结构对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3，注：南京和苏州银行未单独披露票据，票据包含在对公贷款之中

(3) 常熟银行信贷增速逐步上行，近两年位列江苏省上市银行第 1 位。2021 年前三季度总资产、生息资产、贷款同比增速分别为 18.9%、17.9% 和 24%，较上半年末分别提升 4.1、4.5 和 3.4pct。整体来看，江苏省上市银行中，城商行信贷增速要快于农商行，但近年来两者增速差有所收敛，且 2020 年农商行信贷增速已高于城商行。在 2016-2020 年期间，常熟银行信贷增速逐年上行，由 15.1% 上行至 19.74%，整体高于江苏省上市农商行信贷增速，且在 2019-2020 年超越城商行。截至 2020 年年末，常熟银行信贷增速在江苏省 9 家上市银行中位列第 1 位。

表 13：江苏省 9 家上市银行对公、零售贷款结构对比 (%)

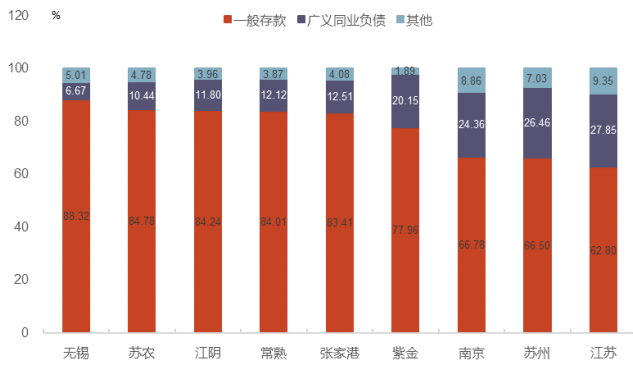
机构	对公贷款						零售贷款			
	制造业	批发零售业	基建	房地产	租赁和商务服务业	其他	按揭	消费贷	信用卡	个人经营贷
江阴	31.40	9.25	10.76	0.18	6.36	21.62	10.97	1.30	1.31	6.86
张家港	19.03	9.25	8.64	0.88	7.94	11.09	10.05	7.10	0.00	26.03
苏州	17.32	6.98	16.93	3.51	10.29	9.86	14.94	6.38	0.00	13.78
无锡	18.44	13.35	8.96	0.82	22.25	17.10	14.33	2.08	0.30	2.37
江苏	11.62	7.23	11.82	7.64	13.72	9.23	17.79	16.30	1.96	2.68
南京	7.51	7.62	4.80	4.26	31.59	14.49	10.49	14.24	0.92	4.08
常熟	20.91	3.33	4.23	0.75	5.05	8.44	8.41	10.66	1.91	36.30
紫金	5.66	12.58	20.85	5.18	8.78	20.15	0.00	0.00	0.00	0.00
苏农	33.64	8.37	9.03	1.86	7.10	15.30	9.62	14.77	0.31	0.00

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 H1，注：三季度未披露信贷结构

(4) **常熟银行重点发力零售端，个人经营性贷款占比最高。**常熟银行战略定位较为明确，零售业务在江苏省上市银行中处于领先地位，截至 2021 年 6 月，常熟银行零售贷款占比为 57.28%，其中个人经营性贷款占比为 36.30%，明显高于其他上市银行。对比来看，江苏省上市银行中的“龙头”江苏和南京两家机构，其按揭+消费贷合计占比约 25-35%，个人经营性贷款占比仅为不足 5%，反映出常熟银行走出了一条特色化的经营路线，通过不断下沉客户向零售端发力，实现差异化竞争。对公贷款方面，常熟银行向制造业领域倾斜，2021 年 H1 制造业贷款占比为 20.91%，仅次于江阴和苏农银行，这也与常熟地区工业结构较为完整，产业转型升级带动信贷需求强劲有关，**而房地产领域贷款投放占比不足 1%。**

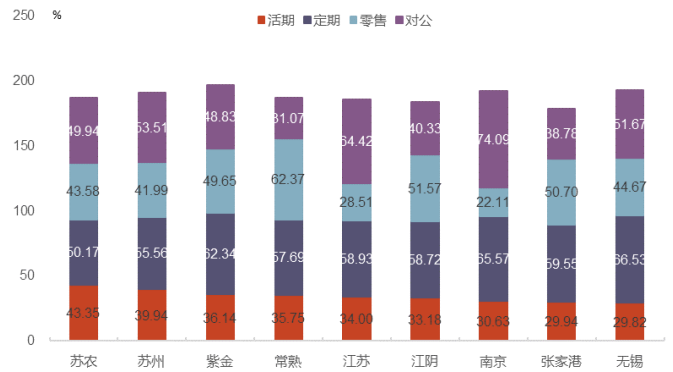
(5) **常熟银行负债结构较为扎实，零售存款占比较高。**2021 年前三季度，常熟银行一般存款占比为 84.01%，位列第四。存款结构方面，截至 2021 年上半年零售存款占比为 62.37%，在江苏省 9 家上市银行中最高，但活期存款占比并不高，2021 年 H1 为 35.75%，位列第 4 位，低于全国 40 家上市银行 47.7% 的平均水平。

图 35：江苏省 9 家上市银行负债结构对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 Q3

图 36：江苏省 9 家上市银行存款结构对比



资料来源：光大证券研究所；时间：2021 年 H1；注：部分银行三季报未披露存款结构

3.3、 资产质量：不良生成压力较小，资产质量分类审慎，拨备安全垫充足

从横向对比来看，常熟银行资产质量指标全面优于江苏省其他上市银行：

(1) **资产质量指标表现优异。**截至 2021 年 H1，常熟银行不良余额为 13.62 亿，不良率、关注率以及不良净生成率分别为 0.90%、0.96%和 0.32%，在江苏省上市银行中均处于较低水平。90 天以上逾期贷款偏离度为 71.45%，与江苏省上市银行平均水平大体相当。**截至 9 月末，常熟银行不良贷款率为 0.81%，较 6 月末下降 9bp，创 2016 年以来新低。关注贷款率较 6 月末下降 8bp 至 0.88%，显示资产质量进一步向好。**

(2) **不良资产处置压力较小。**2021 年上半年，常熟银行核销+净转出不良规模为 1.11 亿，在江苏省上市银行中最低，不良核销转出率为 17.60%，明显低于江苏省其他上市农商行水平，反映出公司不良资产处置压力较小。

(3) **风险防控相对审慎。**2021 年上半年，常熟银行计提的拨备以及前期核销不良的回收金额合计 10.84 亿，整体高于江苏省其他上市银行，（拨备计提+转回）/不良净生成规模为较大，即公司风险防控相对审慎，通过多计提拨备和回收核销资产等方式，夯实风险抵补能力。

表 14: 江苏省 9 家上市银行主要资产质量对标

	江阴	张家港	苏州	无锡	江苏	南京	常熟	紫金	苏农
NPL 期初 (亿元)	14.37	9.95	25.92	10.98	158.29	61.74	12.64	20.31	10.09
本期核销+净转出 (亿元)	1.81	1.79	0.77	0.10	43.92	20.24	1.11	0.47	1.64
NPL 期末 (亿元)	13.45	9.20	25.12	10.50	154.56	69.81	13.62	22.53	9.93
不良净生成规模 (亿元)	0.89	1.05	-0.03	-0.38	40.19	28.30	2.09	2.70	1.47
不良净生成率 (%)	0.22	0.25	0.00	-0.08	0.67	0.84	0.32	0.45	0.38
不良核销转出率 (%)	25.25	36.06	5.94	1.91	55.50	65.55	17.60	4.61	32.42
不良率 (%)	1.48	0.98	1.22	0.93	1.16	0.91	0.90	1.67	1.14
关注率 (%)	0.96	1.62	1.11	0.39	1.25	1.11	0.96	1.14	2.87
问题贷款率 (%)	2.44	2.60	2.33	1.32	2.41	2.02	1.86	2.81	4.01
逾期 90 天偏离度 (%)	87.27	66.43	78.11	88.43	68.03	93.60	71.45	67.59	27.62
拨备计提+转回 (亿元)	7.32	9.51	18.15	7.01	74.27	55.46	10.84	4.93	6.74
(拨备计提+转回)/不良净生成规模 (%)	818.42	904.67	-	-	184.78	195.94	519.47	183.04	457.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理; 时间: 2021 年 H1

从纵向对比来看, **常熟银行资产质量持续改善, 风险抵补能力不断增强**, 在 2016-2020 年期间:

存量指标方面, 常熟银行不良率由 1.4% 降至 0.96%, 关注率由 3.42% 降至 1.17%。其中对公不良率 2020 年受疫情影响上行至 1.41%, 但零售不良率持续下行, 2020 年仅为 0.76%。作为零售业务领域的发力点, 个人经营性贷款不良率由 2018 年的 0.72% 上行至 0.92%, 考虑到微贷业务的特殊性, 能保持这一不良水平也体现出常熟银行在微贷业务的风控机制方面较为优异。

动态指标方面, 常熟银行不良净生成率从 2016 年最高的 1.88%, 降至 2020 年的 0.85%, 不良核销转出率也逐年下行。在不良认定趋严背景下, 90 天以上逾期贷款偏离度由 91.23% 降至 67.41%, 资产质量分类较为审慎。

拨备安全方面, 常熟银行近年来拨备计提+转回规模逐年增加, 由 13.24 亿提升至 17.82 亿。(拨备计提+转回)/不良净生成规模在 2018 年最高, 为 303.86%, 使得公司拨备覆盖率在 2018 年实现较大幅度提升(2018 年为 445.02%, 较 2017 年提升幅度超过 120 个百分点), 实现了拨备安全垫的大幅增厚。2019-2020 年期间, (拨备计提+转回)/不良净生成规模有所下降, 但在江苏省上市银行中依然处于较高水平。

总体而言, 常熟银行不良生成压力较小, 资产质量分类审慎, 拨备安全垫充足。对于未来情况, 我们认为, 常熟银行资产指标有望持续优异的表现:

首先是存量风险基本实现出清。2012-2015 年是我国银行业坏账集中暴露期, 期间我国经济处于“三期叠加”特殊阶段, 企业盈利状况持续下滑, 使得常熟银行信贷资产质量受到较大冲击, 整体不良率由不足 1% 上行至 2015 年的 1.48%。自 2014 年开始, 常熟银行加大了存量问题资产处置力度, 当年不良核销规模达 5.5 亿, 较 2013 年增幅近 8 倍, 不良核销转出率持续位于 90% 以上, 且 2016 年高达 118.81%, 不良率自 2015 年开始出现拐点并不断下行, 上一轮风险暴露期公司的存量问题资产基本实现出清。

表 15: 常熟银行 2016-2020 年主要资产质量指标

	2016	2017	2018	2019	2020
NPL 期初 (亿元)	7.87	9.33	8.87	9.14	10.57
本期核销+净转出 (亿元)	9.35	7.15	5.38	6.58	7.23
NPL 期末 (亿元)	9.33	8.87	9.14	10.57	12.64
不良净生成规模 (亿元)	10.81	6.69	5.65	8.01	9.31
不良净生成率 (%)	1.88	1.01	0.73	0.86	0.85
不良核销转出率 (%)	118.81	76.65	60.63	71.97	68.41
不良率 (%)	1.40	1.14	0.99	0.96	0.96
对公不良率 (%)	-	-	1.35	1.31	1.41
零售不良率 (%)	-	-	0.80	0.80	0.76
个人经营贷不良率 (%)	-	-	0.72	0.95	0.92
关注率 (%)	3.42	2.66	2.07	1.55	1.17
问题贷款率 (%)	4.82	3.80	3.06	2.51	2.13
逾期 90 天偏离度 (%)	91.23	73.82	66.78	61.71	67.41
拨备计提+转回 (亿元)	13.24	14.20	17.17	18.51	17.82
(拨备计提+转回)/不良净生成规模 (%)	122.48	212.16	303.86	231.18	191.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所

其次是新增风险可控。常熟银行近年来不良生成率持续下降, 资产质量分类较为审慎, 经过本土化改造后独特的“IPC 微贷技术+信贷工厂模式”, 确保了微贷业务资产质量压力相对可控, 新增风险较低。

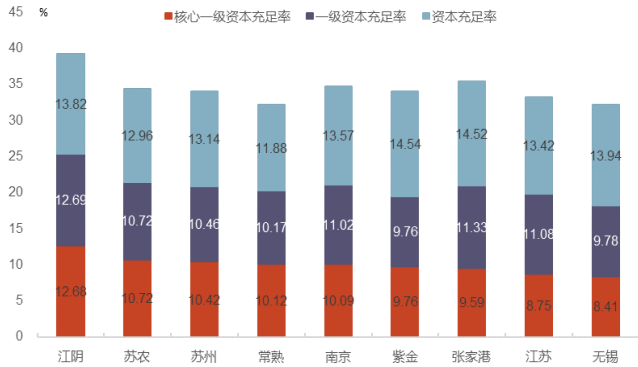
最后是村镇银行资产质量压力相对可控。受疫情影响, 整个银行业资产质量有所承压, 但常熟银行母行依然保持了较低的不良率, 后续有望持续维持在 1% 以下。村镇银行不良率略高于母行, 但考虑到目前村镇银行仍处于快速发展过程中, 总资产规模有望进一步增加, 一定程度上有助于稀释分子端增加形成的压力, 预计村镇银行不良率仍有望维持在 1% 上下。

3.4、 资本充足率: 内生资本补充与风险资产扩张缺口有所加大, 60 亿可转债发行助力核心一级补充

从资本充足率来看, 江苏地区上市银行与全国平均水平大体相当, 但明显高于全国农商行平均水平 (2020 年农商行资本充足率为 12.12%) :

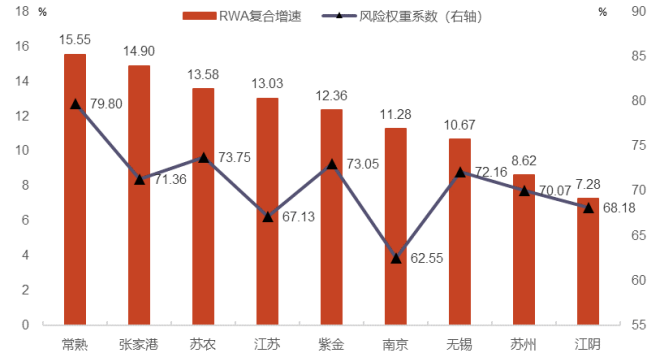
(1) **常熟银行资本充足率在江苏 9 家上市银行中处于中游水平。**2021 年 H1, 常熟银行核心一级、一级以及资本充足率分别为 10.17%、10.22% 以及 11.98%, 在江苏 9 家上市银行中处于中游水平。截至 9 月末, 常熟银行核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 10.12%/10.17%/11.88%, 分别较 6 月末下降 5/5/10bp, 在信贷增长加快情况下, 资本消耗力度较一季度和二季度有所放缓, 可能与信贷投放重向零售领域倾斜有关。

图 37: 江苏省 9 家上市银行资本充足率对标



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 Q3

图 38: 江苏省 9 家上市银行 RWA 和风险加权系数对标



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 风险权重系数为 2021 年 Q3 数据, RWA 复合增速为 2016-2020 年数据

(2) 常熟银行核心一级资本净额占比相对较高。截至 2021 年三季度常熟银行核心一级、一级和二级资本净额占比分别为 88.76%、0.48%和 10.76%，其中核心一级资本净额占比在江苏省 9 家上市银行中仅次于江阴银行。这反映出，常熟银行的资本补充较为依赖利润留存，通过发行资本工具补充资本的能力不足。

表 16: 江苏省 9 家上市银行资本结构对标 (%)

	核心一级资本净额占比				其他一级资本净额占比				二级资本净额占比			
	2018	2019	2020	2021Q3	2018	2019	2020	2021 Q3	2018	2019	2020	2021 Q3
江阴	92.17	92.58	92.17	94.90	0.09	0.09	0.09	0.08	7.74	7.34	7.74	5.02
张家港	76.34	72.99	75.31	67.69	0.00	0.00	0.00	12.26	23.66	27.01	24.69	20.06
苏州	77.70	78.72	79.22	81.03	0.27	0.27	0.30	0.30	22.03	21.01	20.48	18.66
无锡	62.11	64.32	64.47	60.45	0.03	0.03	2.61	9.82	37.86	35.66	32.92	29.73
江苏	68.65	66.60	63.95	66.90	13.31	11.73	18.39	17.78	18.04	21.67	17.66	15.32
南京	65.49	68.06	67.61	76.64	9.54	8.75	6.91	7.03	24.96	23.19	25.48	16.33
常熟	69.38	82.35	81.89	88.76	0.28	0.36	0.42	0.48	30.34	17.30	17.69	10.76
紫金	72.65	74.91	66.52	68.82	0.00	0.00	0.00	0.00	27.35	25.09	33.48	31.18
苏农	73.83	82.99	84.11	83.95	0.01	0.01	0.01	0.01	26.16	17.00	15.88	16.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据显示,近 5 年来,常熟银行发行二级资本债 10 亿,可转债 30 亿,并未发行永续债,整体资本补充工具的发行力度相对偏弱。而江苏、南京等城商行其他一级和二级资本净额占比约 35%左右,在江苏省上市银行中最高,其中江苏银行近 5 年来发行各类资本补充工具合计 600 亿,南京银行 345 亿,也在一定程度上有助于提升资本补充的经济性。

表 17: 近 5 年来江苏省 9 家上市银行资本补充工具发行情况 (亿元)

	江阴	张家港	苏州	无锡	江苏	南京	常熟	紫金	苏农
二级资本债	0	5	45	28	200	145	10	17	5
永续债	0	20	0	20	200	0	0	0	0
可转债	20	25	50	30	200	200	30	45	25

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2016 年 6 月-2021 年 6 月

(3) 常熟银行风险资产扩张速度较快。2016-2020 年期间，常熟银行风险资产 (RWA) 复合增速为 15.55%，截至 2021 年三季度末常熟银行风险权重系数为 79.80%，在江苏省 9 家上市银行中最高，反映出常熟银行业务发展主要以信贷等重资产业务为主，且近年来风险资产扩张速度较快，加剧了资本的消耗。

表 18：江苏省 9 家上市银行净利润增速与 RWA 增速对标

	净利润增速 (%)				RWA 增速 (%)			
	2018	2019	2020	2021Q3	2018	2019	2020	2021Q3
江阴	2.92	29.69	5.77	16.48	5.84	10.24	9.62	7.41
张家港	8.41	14.63	6.21	30.03	18.47	12.00	12.93	16.41
苏州	7.64	12.79	4.40	16.67	15.01	5.17	6.97	18.72
无锡	8.34	16.38	5.59	22.27	11.63	9.85	12.21	17.03
江苏	10.37	12.80	4.41	29.40	11.81	10.81	13.25	19.05
南京	14.62	12.32	5.12	22.20	11.69	8.58	12.10	12.38
常熟	19.89	19.87	1.94	18.94	15.83	10.29	18.14	22.12
紫金	10.20	13.03	1.72	2.62	23.44	-1.99	4.59	23.33
苏农	9.64	12.94	4.79	18.14	23.24	10.51	10.04	17.20

资料来源：Wind，光大证券研究所

(4) 常熟银行内生资本与实际资本消耗之间不匹配程度有所加剧。可以看到，江苏地区上市银行 2018-2019 年整体较好，基本能够匹配 RWA 增速，但 2020 年受疫情、监管引导金融机构减费让利以及加大拨备计提力度等因素影响，银行净利润增速显著放缓，而风险资产扩张速度则进一步提升。常熟银行 2020 年净利润增速为 1.94%，但风险资产增速高达 18.14%，内生资本与实际资本消耗之间不匹配程度有所加剧。同时，我们可以进一步测算各家上市银行的内生资本缺口。根据 2018-2020 年各家银行利润分配方案公告，分红比例普遍为 30% 上下。在 2018-2020 年期间，常熟银行利润留存约为 50.7 亿，风险资产增量约为 553 亿，若按照 10.5% 的资本转换系数测算，内生资本缺口为 23.2 亿，在江苏省 9 家上市银行中缺口规模仅次于江苏银行，明显高于其他上市城农商行。**不过，公司 8 月 16 日公司发布公告，计划发行不超过人民币 60 亿元 A 股可转债，若发行之后按照 10% 的比例计入核心一级资本，静态测算，将改善核心一级资本充足率约 30bp。**

表 19：江苏省 9 家上市银行内生资本缺口对标

	分红比例	归母净利润 (亿)	分红金额 (亿)	利润留存 (亿)	风险资产增量 (亿)	增量资本消耗 (亿)	内生资本缺口 (亿)
江阴	29.8%	29.3	8.7	20.5	198	20.8	-0.3
张家港	30.3%	27.9	8.5	19.4	338	35.5	-16.1
苏州	29.1%	72.9	21.2	51.7	610	64.0	-12.4
无锡	28.4%	36.6	10.4	26.2	349	36.7	-10.5
江苏	27.6%	427.5	118.0	309.5	4348	456.6	-147.1
南京	30.5%	366.3	111.8	254.5	2570	269.8	-15.4
常熟	31.3%	50.7	15.9	34.8	553	58.0	-23.2
紫金	25.6%	41.1	10.5	30.6	271	28.5	2.1
苏农	26.4%	26.7	7.0	19.6	328	34.4	-14.8

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2018-2020 年；注：增量资本消耗按照 10.5% 的资本转换系数测算

4、投资建议

4.1、盈利预测

对于常熟银行的盈利预测，我们主要基于如下前提假设：

(1) 规模增速。从宏观背景看，今年信贷投放的“南北”分化现象较为严重，表现为苏浙沪地区已成为全国信贷资源集中“高地”，信贷增速有望持续维持较高景气度。从公司层面看，常熟银行深耕本地市场，超过 85% 的信贷资源布局在江苏省内，同时独特的投资管理型村镇银行模式，也为其异地扩张打开了空间。公司资本充足率尽管有所下滑，但仍明显高于全国农商行平均水平，在江苏省上市银行中也处于中游，使得资产负债结构调整压力不大，未来几年规模增速仍有支撑。综合考虑上述情况，预计 2021-2023 年生息资产增速分别为 14%、15.5% 和 15.9%。

(2) 净息差。从资产端看，今年贷款重定价安排将对存量贷款收益率造成一定负向影响，对于新发放贷款而言，今年央行放松了 MPA 对一般贷款利率的点差考核容忍度，监管部门对于普惠小微贷款投放更加注重商业可持续性原则，并未强行倒逼银行让利。从负债端看，常熟银行一般存款占比较高，今年以来明显加大了对存款的“量价”管控，适度压降大额长期存款占比，央行近期也改革了存款利率报价方式，1Y 以上定期存款、大额存款等高成本负债产品利率有望趋于下行。综合上述情况，预计 2021-2023 年净息差分别为 2.99%、2.98% 和 2.97%。

(3) 净手续费及佣金收入。在去年低基数效应下，今年公司在理财、结算业务方面将明显回暖。而对于后续情况，常熟银行网点和异地分支机构，在上市农商行中具有较强优势，发展空间和客群基础较广阔。前期受资管新规约束，主打存量业务的转化，而目前增量部分可以进一步做强资产配置，未来的财富管理和中收业务，将主要通过理财推进，特别是在异地展业方面，主要以开放平台来拓展潜在客群。基于此，预计公司净手续费及佣金收入将持续维持较好增势，2021-2023 年分别为 20%、20% 和 20%。

(4) 资产质量。公司上一轮存量问题资产基本实现出清、近年来不良生成率持续下降，资产质量分类较为审慎，经过本土化改造后独特的“IPC 微贷技术+信贷工厂模式”，确保了微贷业务资产质量压力相对可控，新增风险较低。村镇银行资产质量压力略高于母行，但考虑到村镇银行主营普惠小微业务，略高于 1% 的不良率已处于较低水平，且村镇银行仍处于快速发展过程中，总资产规模有望进一步增加，一定程度上有助于稀释分子端增加形成的压力。综合上述情况，预计 2021-2023 年公司不良率分别为 0.84%、0.81% 和 0.80%。与此同时，公司将继续保持审慎经营风格，资产质量持续向好，信用成本率将保持在 1.14%、1.14%、1.15% 的水平，对应拨备覆盖率将达到 538.78%、560.09% 和 569.07%。

根据上述假设，我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 21.74、24.61 和 27.80 亿，增速分别为 20.58%、13.20% 和 12.95%，对应 EPS 分别为 0.79/0.90/1.01 元。

表 20：常熟银行盈利预测部分指标列示

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表摘要 (RMB, 百万元)					
营业收入	6,445	6,582	7,448	8,588	9,931
净利息收入	5,800	5,966	6,662	7,646	8,800
非息收入	645	616	786	943	1,131
营业支出	2,505	2,855	2,979	3,435	3,972
拨备前利润	3,936	3,723	4,465	5,150	5,955
税前利润	2,273	2,228	2,813	3,184	3,597
归母净利润	1,785	1,803	2,174	2,461	2,780
年增长率相关指标					
贷款余额	18.48%	19.81%	19.00%	19.00%	19.00%
存款余额	19.10%	17.89%	18.00%	19.00%	20.00%
净利息收入	13.74%	2.87%	11.67%	14.76%	15.09%
净手续费及佣金收入	-41.63%	-31.11%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入	10.67%	2.12%	13.16%	15.31%	15.63%
拨备前利润	7.67%	-5.41%	19.93%	15.32%	15.64%
归母净利润	20.14%	1.01%	20.58%	13.20%	12.95%
主要驱动因素及结构指标					
净息差 (NIM)	3.30%	3.03%	2.99%	2.98%	2.97%
净利差	3.03%	2.73%	2.76%	2.81%	2.85%
生息资产收益率	5.39%	5.13%	4.96%	4.98%	4.98%
贷款收益率	7.05%	6.63%	6.15%	6.10%	6.05%
付息负债付息率	2.36%	2.39%	2.20%	2.17%	2.13%
存款付息率	2.32%	2.42%	2.20%	2.18%	2.15%
非息收入占比	10.01%	9.35%	10.55%	10.98%	11.39%

数据来源：Wind，光大证券研究所预测

表 21：公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,445	6,582	7,448	8,588	9,931
营业收入增长率	10.67%	2.12%	13.16%	15.31%	15.63%
净利润 (百万元)	1,785	1,803	2,174	2,461	2,780
净利润增长率	20.14%	1.01%	20.58%	13.20%	12.95%
EPS (元)	0.65	0.66	0.79	0.90	1.01
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.00%	10.34%	11.55%	11.91%	12.23%
P/E	10.76	10.65	8.84	7.81	6.91
P/B	1.14	1.07	0.97	0.89	0.81

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 11 月 11 日

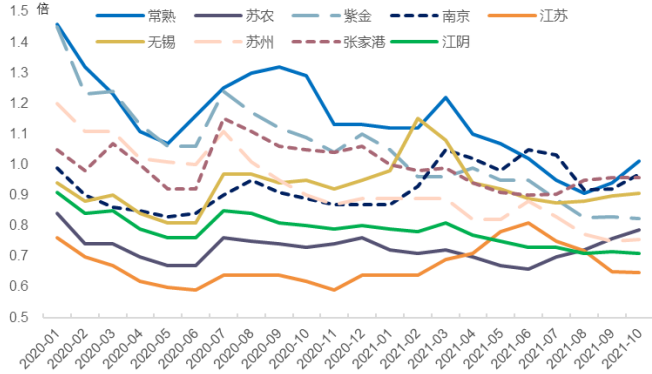
4.2、估值分析

4.2.1、相对估值

横向对比看，常熟银行估值水平在江苏省上市银行中处于较高水平。可以看到，常熟银行 PB (LF) 绝大部分时点维持在 1 倍以上，属于少数尚未破净的银行，且在江苏地区 9 家上市银行中处于较高水平。我们认为，市场之所以会给常熟银行高于江苏地区可比同业的估值，主要与公司独具特色的小微业务有关，基于

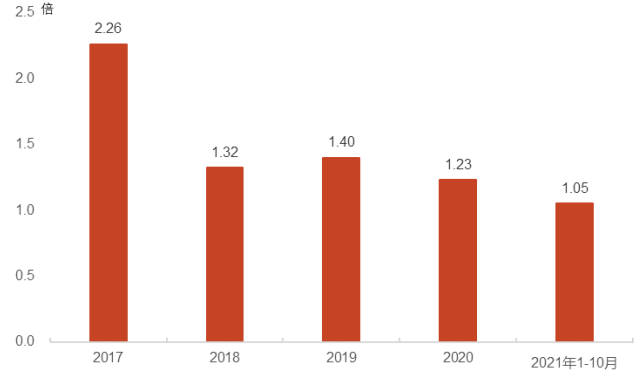
IPC 技术和信贷工厂模式，并结合常熟银行实际情况而改造的微贷风控技术，使得公司在开展小微业务的同时，确保了较为优异的资产质量，不良率常年维持在 1% 以下。同时，投管型村镇银行牌照，不仅能够实现农商行的异地扩张展业，而且能够完全复制母行的风控技术，确保了村镇资产质量同样保持优异。

图 39：江苏省 9 家上市银行 PB (LF) 运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 10 月

图 40：常熟银行近年来 PB (LF) 均值



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017-2021 年 10 月

纵向对比看，常熟银行估值已处于历史较低水平。常熟银行自 2016 年 9 月 30 日上市以来，市场即给予了较高的估值水平。2018-2019 年 PB (LF) 均值基本维持在 1.3-1.4 倍，2020 年受疫情影响，叠加监管机构引导银行让利普惠小微企业等，使得公司估值有所调整，PB (LF) 均值降至 1.23 倍。2021 年以来，常熟银行估值持续调整，特别是受 7 月份央行“意外”降准的影响，市场对未来宏观经济下行担忧加大，公司 PB (LF) 一度破净。但 8 月中旬以来，常熟银行股价开始触底震荡反弹，而公司三季报披露后，股价在 10 月 21 日出现涨停，近两个月的涨幅超过 20%，在 A 股上市银行里排名前列。

总体来看，今年 1-10 月常熟银行 PB (LF) 均值为 1.05 倍，已处于历史较低水平。我们认为，当前常熟银行性价比较为突出，无论是公司所处的区域环境还是基本面，都较为优良，我们较为看好常熟银行的表现，理由如下：

理由一：江苏地区经济复苏较好，公司信贷投放“供需两旺”。今年江苏地区经济复苏情况较好，前三季度 GDP 增速为 10.2%，两年平均增速为 6.3%，其中苏州市 GDP 增速为 10.9%，两年平均增速为 6.6%，在 GDP 规模前十的城市中位列首位。同时，江苏地区对公中长期信贷增速维持在 15% 以上，尽管 7 月下旬江苏地区出现零散性疫情，但由于常熟银行客群散而小，调整相对灵活，信贷投放并未受到波及，依然呈现“供需两旺”态势，截至三季末公司信贷投放已完成全年预算目标，贷款同比增速高达 24%，在 A 股上市银行中排名第四，在江苏地区上市银行中位列首位。

理由二：资产质量有望持续优异表现。常熟银行作为一家专注于小微业务的机构，不良率却能够持续维持在较低水平，不良率维持在 0.8% 左右，个人经营性贷款不良率维持在 1% 以下。除了公司独特的 IPC 微贷技术+信贷工厂模式外，还有以下几个方面的原因：

(1) 较强的区位优势。常熟银行超过 85% 的信贷投放在江苏省内，苏州市是全国经济较为发达的地级市，而常熟市（苏州下辖县级市）则是全国百强县市，得益于江苏地区的区位优势，公司的资产质量拥有较强保障。

(2) **客户小而散。**公司单户授信 100 万以下的信贷规模占比超过 40%，且行业投向较为分散（包括种植、养殖、蟹农、商铺等），较为分散的客户结构和行业结构，使得公司出现大额不良的概率较低，从而能够有效控制不良和资产质量。

(3) **个人客户征信优于公司。**一般而言，公司类客户属于有限责任制，个人客户则是终身责任制，有比较强的家庭观念，会比较珍惜自身的征信记录。特别是对于经济较为发达的江苏地区而言，农户收入有一定保障，不会轻易出现信用违约情况。

(4) **客户经理本土化。**公司长期以来已形成较强的小微风控文化，主抓员工道德风险，严格执行“三不原则”（不喝客户一杯水，不吃客户一顿饭，不占客户一点光）。同时，在分支机构的客户经理，一般会选择招聘本地人，这些客户经理熟悉本地风土人情，对客户的生产经营、生活习惯、是否存在不良嗜好、家庭情况、还款意愿和能力，做到全面评估，并形成了标准化的微贷业务流程，有效解决了小微客户“能不能贷”的问题。

当然，小微业务本身也会面临一些不确定性的风险因素，比如粮食猪肉价格波动、洪涝灾害等。但总体而言，由于常熟银行小微业务重在“小而散”，使其在一定程度上能够平滑掉部分风险。同时，经济下行压力加大情况下，企业经营受到的影响会更大一些，相反小微客户与宏观经济波动之间的相关性会弱一些，且在较长经营周期内，生产资料上涨等突发风险事件对小微贷资产质量影响相对可控。

理由三：公司信贷结构能够较好规避政策和市场风险。今年监管政策调控的重点在于城投平台隐形债务和房地产，城投平台隐性债务监管的 15 号文的推出，可能会使得部分涉足政信业务较多的银行后续面临资产负债结构调整的阵痛期。目前房企违约事件余波尚未结束，尽管房地产融资政策有所“松绑”，但由于违约房企并未受到相应的“惩罚”，不排除会出现房企主动违约恶意逃废债的情况，这会令市场担忧涉房类贷款占比较高的银行可能会受到一定冲击。不同的是，常熟银行聚焦小微业务，信贷投放主要以个人经营性贷款为主，开发贷占比不到 1%，按揭贷款占比 8%，政府类信贷占比也较低，在当前形势下，能够较好地规避政策和市场风险。

理由四：NIM 拐点已形成，且逐季向好。今年以来，常熟银行息差呈现逐季向好态势，上半年和前三季度 NIM 累计值分别为 3.02%、3.03%。后续来看：

首先，今年央行对 MPA 贷款利率点差考核有所放松，政策利率和 LPR 并未出现调整，也降低了明年年初重定价的影响。

其次，公司下半年以来通过调整信贷结构稳定 NIM，Q3 单季个人经营性贷款新增 63.61 亿，略高于上半年个人经营性贷款合计增量，Q3 增量占比为 74.05%，较上半年提升 19.85pct。

最后，**今年以来，监管部门对普惠小微贷款的政策导向开始更加注重信贷投放的商业法则。**一方面，9 月份推出的 3000 亿支小再贷款，要求贷款平均利率在 5.5% 左右，这与 2020 年 1 万亿再贷款额度推出时的利率要求完全一致，表明支小贷款利率具有一定的延续性。截至今年 9 月末，普惠小微贷款余额为 18.6 万亿，同比增长 27.4%，比各项贷款的增速高 15.5 个百分点，新发放的普惠小微企业贷款利率是 4.89%，比年初下降了 19bp，但较 2020 年 9 月份仅小幅下行 2bp。另一方面，监管政策也不再提及普惠利率进一步下降(2021 年只提出了增速和首贷户的要求)。在此情况下，**我们预计常熟银行个人经营性贷款收益率下行态势也基本迎来尾声，有助于 NIM 的进一步改善。**

理由五：独树一帜的村镇银行模式。近年来，监管部门进一步加大了对地方法人银行异地经营的监管力度，而常熟银行独树一帜的投资管理型村镇银行模式，为

其异地扩大打开了空间，村镇银行在集团板块中的贡献度也在逐年提升。同时，具有较强可复制性的微贷技术，也确保了村镇银行资产质量压力总体可控。

综合上述分析，目前，常熟银行 PB (LF) 不到 1.1 倍，与 2021 年至今的均值基本相当，低于 2019 和 2020 年 1.4 和 1.23 倍的 PB (LF) 均值。结合目前的宏观经济环境、政策导向以及公司经营情况综合判断，我们认为，**公司估值水平应至少参考 2020 年均值，即为 PB (LF) 1.23 倍，目标股价为 8.84 元/股。**

4.2.2、绝对估值

采用三阶段 DDM 估值，以 2021-2023 年三年作为第一阶段：贷款余额增速 19%/19%/19%；存款余额增速分别为 18%/19%/20%；净息差受贷款重定价安排影响阶段性收窄后逐步回升；手续费及佣金净收入保持快速增长，不良贷款率维持在 0.8% 左右。2024-2033 年十年作为第二阶段，2034 年往后为第三阶段即永续阶段。采用近期十年期国债收益率衡量市场无风险利率、5 年沪深 300 指数平均收益作为市场收益率；第一阶段分红率依照公司最新披露分红率，第二阶段分红率梯次上升，永续分红率为 50%；利润增速自 2023 年末后逐年递减至 2033 年，长期增长率为 3%（从长期视角来看，银行发展进入成熟期后，净利润增速会与无风险利率较为接近，而我们国家 10Y 国债作为无风险资产的标的，利率大体维持在 3% 左右）。基于上述假设，三阶段 DDM 折现得出常熟银行内含价值为 8.37 元人民币。

表 22：常熟银行绝对估值关键假设与 DDM 模型估值情况

关键性假设	
项目	数值
第二阶段年数	10
长期增长率	3.00%
无风险利率	2.90%
市场收益率	9.70%
β (levered)	1.05
K_e (levered)	10.04%

三阶段 DDM 估值	
项目	数值
第一阶段 (百万元)	2,038
第二阶段 (百万元)	8,885
第三阶段 (百万元)	12,019
股本 (百万股)	2741.00
每股价值 (元/股)	8.37

资料来源：光大证券研究所测算

4.3、投资建议

常熟银行深耕本地市场，专注于零售、小微业务，风控机制良好，今年 Q3 信贷投放“供需两旺”，息差逐季改善，资产质量持续优异表现，较高的拨备覆盖率使得公司拥有较强的风险抵补能力。尽管公司资本充足率有所下滑，但未来 60 亿可转债的发行，将有助于进一步增厚核心一级资本充足率安全垫。特别需要强调的是，在监管部门对于农商行异地展业管控从严情况下，常熟银行独具特色的投管型村镇银行模式，为公司后续异地扩张奠定了较强基础，牌照优势较为明显，理应给予更高估值。综合来看，常熟银行信贷投放依然维持了较高景气度，贷款定价稳中向好，负债成本维持稳定，后续 NIM 仍有上行空间，资产投放有望呈

现“量价”双优格局。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 0.79 元/0.90 元/1.01 元不变，对应 PB 估值为 0.97、0.89、0.81 倍，维持“买入”评级。

5、风险分析

- 1) 公司经营较为依赖江苏地区经济增长，若后续经济下行压力加大，公司资产质量和经营业绩将受到负面影响。
- 2) 监管部门进一步引导银行减费让利，普惠小微贷款利率继续下行，对公司的净利息收入冲击持续发酵。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,445	6,582	7,448	8,588	9,931	总资产	184,839	208,685	241,430	284,005	336,325
净利息收入	5,800	5,966	6,662	7,646	8,800	发放贷款和垫款	109,944	131,722	156,749	186,532	221,973
非息收入	645	616	786	943	1,131	同业资产	20,834	18,013	19,205	23,178	28,198
净手续费及佣金收入	214	148	177	213	255	金融投资	54,679	58,849	61,792	64,881	68,125
净其他非息收入	431	468	608	730	876	生息资产合计	185,458	208,584	237,746	274,591	318,296
营业支出	4,168	4,351	4,631	5,401	6,330	总负债	166,940	189,578	220,415	260,875	310,808
拨备前利润	3,936	3,723	4,465	5,150	5,955	吸收存款	134,702	158,798	187,381	222,984	267,581
信用及其他减值损失	1,663	1,495	1,652	1,965	2,358	市场类负债	27,015	25,051	28,770	32,876	37,287
税前利润	2,273	2,228	2,813	3,184	3,597	付息负债合计	161,717	183,849	216,152	255,860	304,868
所得税	374	292	478	541	611	股东权益	17,899	19,107	21,015	23,130	25,518
净利润	1,900	1,936	2,335	2,643	2,986	股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741
归属母公司净利润	1,785	1,803	2,174	2,461	2,780	归属母公司权益	16,925	17,960	19,707	21,640	23,822

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩规模与增长	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	5.39%	5.13%	4.96%	4.98%	4.98%	总资产	10.88%	12.90%	15.69%	17.63%	18.42%
贷款收益率	7.05%	6.63%	6.15%	6.10%	6.05%	生息资产	11.87%	12.47%	13.98%	15.50%	15.92%
付息负债成本率	2.36%	2.39%	2.20%	2.17%	2.13%	付息负债	8.77%	13.69%	17.57%	18.37%	19.15%
存款成本率	2.32%	2.42%	2.20%	2.18%	2.15%	贷款余额	18.48%	19.81%	19.00%	19.00%	19.00%
净息差	3.30%	3.03%	2.99%	2.98%	2.97%	存款余额	19.10%	17.89%	18.00%	19.00%	20.00%
净利差	3.03%	2.73%	2.76%	2.81%	2.85%	净利息收入	13.74%	2.87%	11.67%	14.76%	15.09%
RORWA	1.44%	1.28%	1.32%	1.28%	1.23%	净手续费及佣金收入	-41.63%	-31.11%	20.00%	20.00%	20.00%
ROAA	1.08%	0.98%	1.04%	1.01%	0.96%	营业收入	10.67%	2.12%	13.16%	15.31%	15.63%
ROAE	12.00%	10.34%	11.55%	11.91%	12.23%	拨备前利润	7.67%	-5.41%	19.93%	15.32%	15.64%
						归母净利润	20.14%	1.01%	20.58%	13.20%	12.95%

资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股盈利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	0.96%	0.96%	0.84%	0.81%	0.80%	EPS (元)	0.65	0.66	0.79	0.90	1.01
拨备覆盖率	478.57%	482.77%	539.78%	560.09%	569.07%	PPOPPS (元)	1.44	1.36	1.63	1.88	2.17
拨贷比	4.60%	4.63%	4.55%	4.55%	4.57%	BVPS (元)	6.18	6.55	7.19	7.90	8.69
						DPS (元)	0.20	0.20	0.24	0.27	0.31
						P/E	10.76	10.65	8.84	7.81	6.91
						P/POP	4.88	5.16	4.30	3.73	3.23
						P/B	1.14	1.07	0.97	0.89	0.81

资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	15.10%	13.53%	12.71%	11.79%	10.90%
一级资本充足率	12.49%	11.13%	10.51%	9.78%	9.07%
核心一级资本充足率	12.44%	11.08%	10.46%	9.74%	9.04%

数据来源: Wind, 光大证券研究所测算; 股价日期为: 2021年11月11日

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE