

银行业专题

大小行小微金融逐步达到新均衡

超配

核心观点

政策引导大行加大普惠小微投放,大行在普惠信贷的市场份额提升至 36.5%,高于农商行份额 29.8%。2019-2021 年政府工作报告对大行普惠小微贷款持续做出量化增速要求,2022 年政策又提出增量要求。同时,发力普惠小微符合大行自身经营转型方向,因此大行执行实际效果远高于政策目标。2022 年末大行普惠小微余额 8.60 万亿元,市场份额较 2019 年一季度末提升了 10.6 个百分点至 36.5%。

由于小微金融空间广阔,大行强势入局对中小行的小微规模扩张冲击较小,但却带来小微利率大幅下调。大行凭借低资金成本,以及大行内部不对小微业务设置利润考核指标,因此大行持续大幅下调小微利率至 4.0%以下,该利率明显低于行业普惠利率平均水平,甚至低于大行一般对公贷款利率。大行一方面凭借低利率优势直接抢占中小行优质小微客群,为了留住和吸引客户,中小行只能采取跟随策略大幅下调利率;另一方面羊群效应下非大行小微客户的利率也有所下调,这给中小行经营带来巨大冲击。

中小行小微策略:错位竞争是核心,专业化差异化服务是致胜砝码。大行小微业务模式核心是数字化经营,客群主要聚焦抵押品充足或者征信数据较为完善的优质客群。因此,中小行可以依托地缘人缘优势,在服务小微客户上走差异化专业化之路。主要包括两种方式,一是依托 IPC 微贷技术服务大行过滤掉的优质客户,实现错位竞争,区域和客户进一步下沉。二是在服务优质客群方面,为客户提供更完善的增值服务,增强客户粘性。虽然该类客户的利率会跟随大行大幅下降,但可以通过提升客户综合价值。

格局展望:有望逐步达到一种新均衡。大行普惠小微基数已很高且宏观环境变化后将逐步回归常态化经营,未来小微利率将有所上调,规模也难以保持目前高增态势。同时,经过几年的激烈竞争,大行和小行客群错位竞争更加明朗,大行主要依托数字化覆盖抵押类和征信数据较为完善的客户,中小行则依托 IPC 微贷底层技术实现客群的进一步下沉。在新的均衡上,小行小微信贷利率将维持稳定,规模稳步扩张。

投资建议:维持行业“超配”评级,推荐专注中小微企业的优质中小行。随着疫情防控政策放开后经济企稳复苏,以及新的小微市场均衡格局逐渐形成,预计中小行估值将迎来一波修复行情,建议重点关注常熟银行、瑞丰银行、张家港行和苏农银行。同时推荐基本面优异,专注实体经济成长性高的宁波银行。

风险提示:1、稳增长政策不及预期等带来经济复苏低于预期;2、金融监管政策出现重大不利调整等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002142	宁波银行	买入	27.80	1,836	3.46	4.20	8.0	6.6
601128	常熟银行	买入	7.47	205	1.00	1.22	7.5	6.1
601528	瑞丰银行	增持	7.40	112	1.02	1.21	7.3	6.1
002839	张家港行	增持	4.64	101	0.78	0.94	6.0	5.0
603323	苏农银行	增持	4.76	86	0.77	0.89	6.2	5.3

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

银行

超配·维持评级

证券分析师:王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师:田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师:陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《硅谷银行大跌事件点评-期限错配引发利率风险》——2023-03-10
- 《银行业 2023 年 3 月投资策略-关注经济复苏中的小微银行》——2023-03-07
- 《银行业点评-以史为鉴,出口下滑对江浙银行影响多大?》——2023-03-03
- 《《商业银行资本管理办法(征求意见稿)》点评-细节调整有紧有松,整体影响不大》——2023-02-19
- 《经济复苏中的优质中小银行》——2023-02-19

内容目录

大行强势入局小微市场，竞争加剧	5
大行普惠小微高增，且大幅下调小微利率.....	5
大行下沉主要冲击利率，中小行小微规模稳步扩张.....	6
小行小微策略：走“错位竞争+专业化”之路	9
策略一：依托小微模式差异，错位竞争是核心战略.....	9
策略二：依赖人缘地缘优势提升增值服务，增强客户黏性.....	12
小微市场新均衡格局已逐步形成	12
小微信贷领域仍有广阔的空间待挖掘.....	12
大行小微业务逐步回归常态化，小行深化错位竞争.....	13
投资建议：中小微“四小虎”	16
常熟银行：小微金融标杆.....	16
瑞丰银行：加快异地布局，高成长小微农商行.....	18
张家港行：“两小”战略持续深化.....	19
苏农银行：专注中小制造业，苏州城区扩张加速.....	20
风险提示	22

图表目录

图 1: 不同类型商业银行普惠小微余额增速.....	6
图 2: 2022 年末大行普惠小微贷款市场份额达 36.5%.....	6
图 3: 六大行 2019-2021 年普惠小微贷款余额增速.....	6
图 4: 六大行 2022 年 6 月末普惠小微贷款余额.....	6
图 5: 城农商行普惠小微贷款余额仍维持了较好增长.....	7
图 6: 大行新发放普惠小微贷款利率降至极低水平.....	8
图 7: 大行新发放普惠小微贷款利率低于对公贷款利率.....	8
图 8: 2019 年以来台州银行和泰隆银行净息差大幅收窄.....	9
图 9: 大行银行普惠小微户均规模.....	10
图 10: 传统 IPC 技术三大要点及灵魂.....	11
图 11: 常熟银行个人经营贷款中 30 万元以下的比例持续提升.....	12
图 12: 普惠小微贷款余额增速持续处在高位.....	13
图 13: 金融机构新增贷款投向普惠小微的比重持续提升.....	13
图 14: 大行普惠小微贷款余额占贷款总额比重.....	14
图 15: 常熟银行信用类客户比重持续提升.....	15
图 16: 台州银行信用类贷款比例持续提升.....	15
图 17: 泰隆银行信用类贷款比例持续提升.....	15
图 18: 中小行 PB 估值受到压制.....	16
图 19: 常熟银行个人经营性贷款占贷款总额比重领先.....	17
图 20: 常熟银行深化做小做散战略后净息差企稳.....	17
图 21: 常熟银行不良率处在低位.....	17
图 22: 常熟异地分支机构贷款比重接近 70%.....	18
图 23: 常熟异地分支机构个人经营性贷款比重接近 90%.....	18
图 24: 瑞丰银行 2021 年末贷款结构.....	18
图 25: 瑞丰银行贷款区域分布.....	18
图 26: 瑞丰银行不良率持续下行至低位.....	19
图 27: 张家港行零售贷款占比持续提升.....	20
图 28: 张家港行业绩持续高增.....	20
图 29: 苏农银行 2022 年 6 月末贷款结构.....	21
图 30: 苏农银行个人贷款占贷款总额比重.....	21
图 31: 苏农银行苏州城区贷款份额提升至 18.2%.....	22
图 32: 苏农银行苏州城区贡献营收提升至 17.5%.....	22

表 1： 建行数字普惠模式下的差异化产品体系.....	10
表 2： 瑞丰银行对公贷款客户分布.....	19

近年来，大行进军小微市场，在大幅改善小微企业融资状况的同时，也对原来的小微市场主力军中小行形成了较大竞争压力，改变了原有的小微市场格局。我们预计，随着经济逐步复苏，部分特定政策也将逐步退出，大行小微业务回归常态化，中小行也基本找到了与大行差异化竞争的小微业务模式，新的小微市场均衡格局逐渐形成，中小微银行的估值也将得到修复。

大行强势入局小微市场，竞争加剧

大行普惠小微高增，且大幅下调小微利率

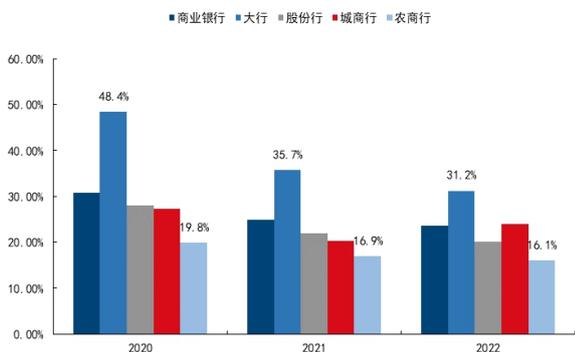
2019-2021 年政府工作报告对大行普惠小微贷款持续做出量化增速要求，2022 年政策又提出增量要求。2019 年政府工作报告提出“国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上”，2020 年提出“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%”，2021 年提出“大型银行普惠小微企业贷款增长 30%以上”，2022 年政府工作报告未继续给大行普惠小微贷款设定具体增速目标，但在国务院促进中小企业发展工作领导小组办公室印发的《加力帮扶中小微企业纾困解难若干措施》指出“2022 年国有大型商业银行力争新增普惠型小微企业贷款 1.6 万亿元”。同时，监管层还出台了多项措施奖励发展普惠金融的商业银行，如与宏观审慎评价体系挂钩、对银行发放的小微贷款免征增值税、定向降准等，政策持续引导银行加大小微领域信贷投放。

另外，大行自身也有主动发展小微业务的内在动力。从大行自身经营角度来说，我国经济结构转型升级进入关键期，城投地产等传统产业信贷需求持续下滑，中小微企业具有较高的成长价值，是银行长期稳定经营重要增长点。同时，近年来随着金融科技快速发展，小微数字化经营模式日渐成熟，为大行小微业务的快速增长提供了有利支撑。

在政策引导和银行自身经营需求两方面的共同推动下，大行近年来成为了小微领域信贷投放的主力军，执行实际效果远高于政策目标。银监会披露 2022 年末商业银行普惠小微企业贷款余额 23.57 万亿元，其中国有大行余额为 8.60 万亿元，市场份额达到 36.5%，较 2019 年一季度末提升了 10.6 个百分点，股份行、城商行和农商行小微市场份额则分别下降了 1.5 个、0.9 和 9.5 个百分点。其中，农商行作为小微业务的主力军，受大行冲击最为明显，小微贷款增速居各类银行最低，市占率下降，“大小行小微之争”也一度引发各界关注。

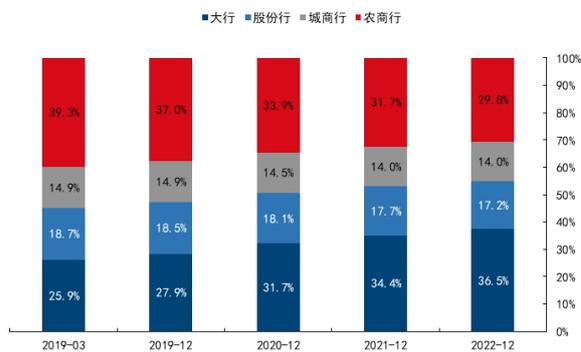
2022 年 6 月末建设银行、农业银行、工商银行、中国银行和交通银行普惠小微贷款余额分别为 2.14 万亿元、1.70 万亿元、1.40 万亿元、1.11 万亿元和 0.40 万亿元，2019 年以来的年均复合增速分别为 43.1%、54.0%、53.8%和 45.7%，执行实际效果远高于政策目标。邮储银行期末普惠小微信贷余额为 1.09 万亿元，增速低于其他五大行，主要是邮储发力普惠小微较早，贷款余额投向普惠小微的比例处在高位，因此小微考核目标与其他五大行不同。

图1: 不同类型商业银行普惠小微余额增速



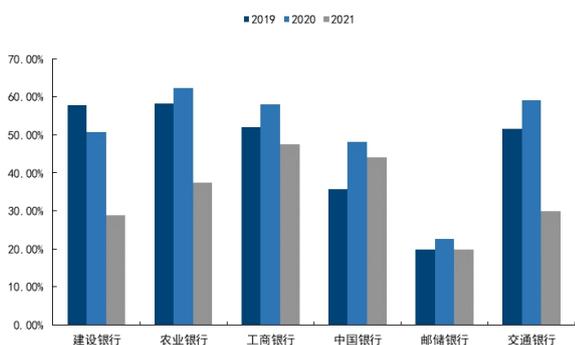
资料来源: 银保监会, 国信证券经济研究所整理

图2: 2022 年末大行普惠小微贷款市场份额达 36.5%



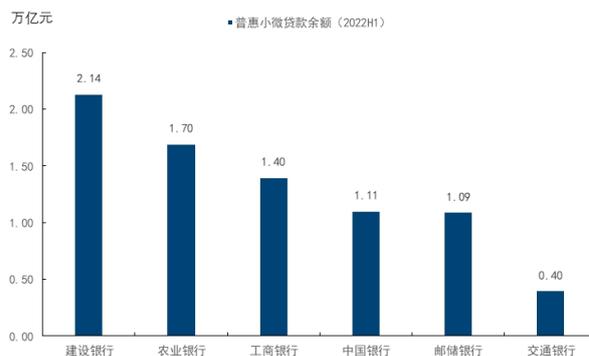
资料来源: 银保监会, 国信证券经济研究所整理

图3: 六大行 2019-2021 年普惠小微贷款余额增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 六大行 2022 年 6 月末普惠小微贷款余额



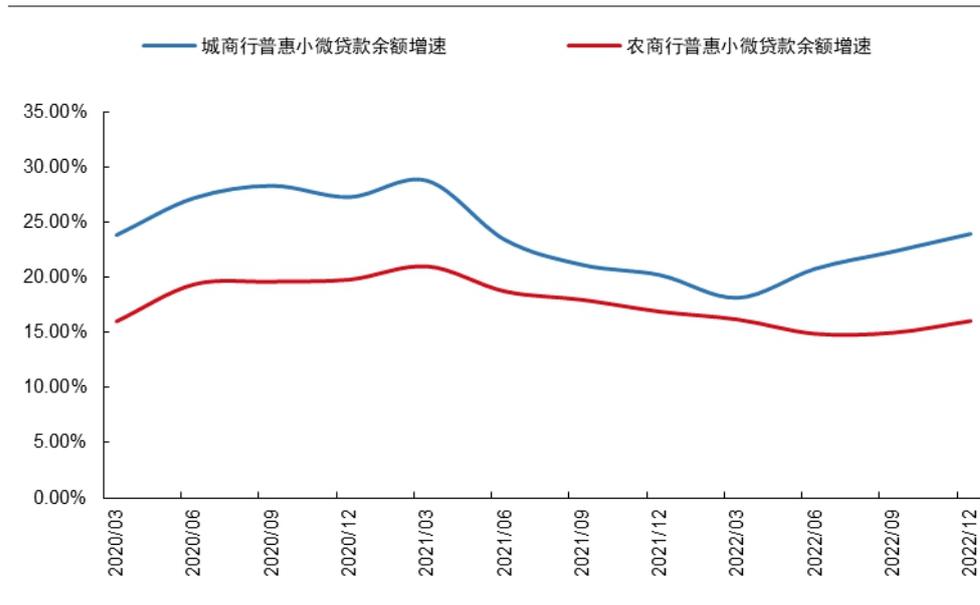
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

大行下沉主要冲击利率, 中小行小微规模稳步扩张

■ 小微领域空间广阔, 大行下沉并没有对中小行规模扩张带来较大冲击

大行强势入局小微市场后, 农商行普惠小微贷款份额虽然下降了 9.5 个百分点, 但农商行普惠小微贷款仍实现了较好增长。我们认为主要是普惠小微领域空间广阔, 目前小微领域仍有足够的增量市场待挖掘, 虽然相互之间争抢客户的现象客观存在, 但仍未完全进入到存量市场的争夺。因此即使大行普惠小微持续高增, 农商行规模仍实现了较好增长。

图5：城农商行普惠小微贷款余额仍维持了较好增长



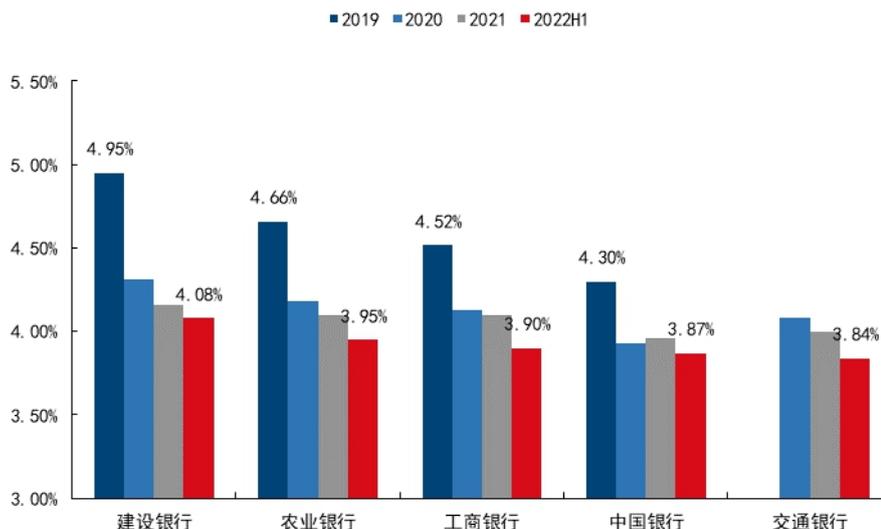
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 大行超低利率给小微市场价格带来巨大冲击

大行内部不对普惠小微业务设置利润考核指标，普惠小微利率持续大幅下调至极低水平。2022年上半年建设银行、农业银行、工商银行和中国银行新发放普惠小微贷款利率分别是4.08%、3.95%、3.90%和3.87%，较2019年分别下降了87bps、71bps、62bps和43bps。交通银行2022年上半年新发放普惠小微贷款利率为3.84%，较2020年下降了24bps。五大行披露的普惠小微贷款利率明显低于全行业普惠小微贷款水平，人行披露的2022年全年普惠小微贷款利率为4.9%。同时，五大行普惠小微贷款利率也已经明显低于自身一般对公贷款利率。按照风险收益定价原则，普惠小微客户信用风险一般高于对公客户，且普惠小微由于单户规模较低且客户需求差异化较大，因此普惠小微业务成本一般也会高于对公客户，那么也意味着普惠小微贷款利率需要高于一般对公客户贷款利率。但是大行出于响应监管等因素，内部不对普惠业务设置利润考核指标，因此将普惠小微贷款下利率调至极低的水平。

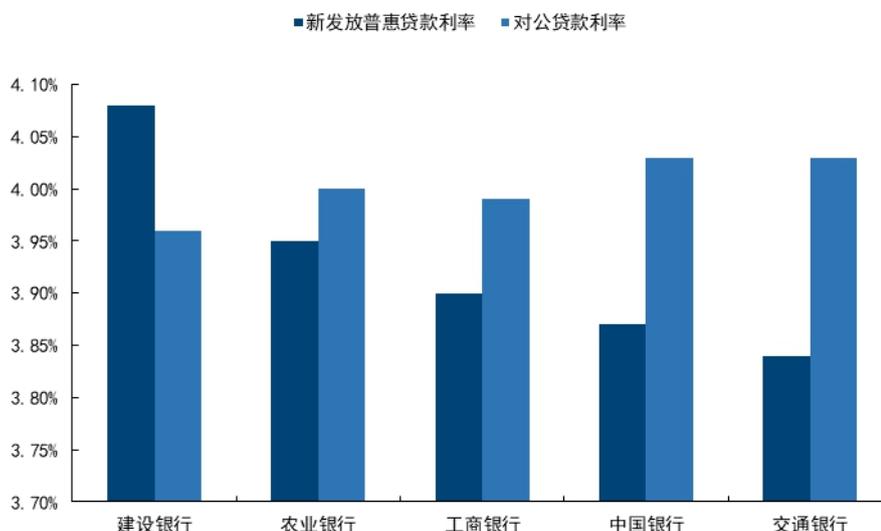
中小行由于资金成本明显高于大行，更重要的是，中小微业务是中小行的主业，因此并不能像大行一样不对普惠小微业务设置利润考核。因此，中小行小微贷款利率仍需要保持在一个较高水平，低利率成为大行在小微领域最大的竞争“利器”。

图6: 大行新发放普惠小微贷款利率降至极低水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 大行新发放普惠小微贷款利率低于对公贷款利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

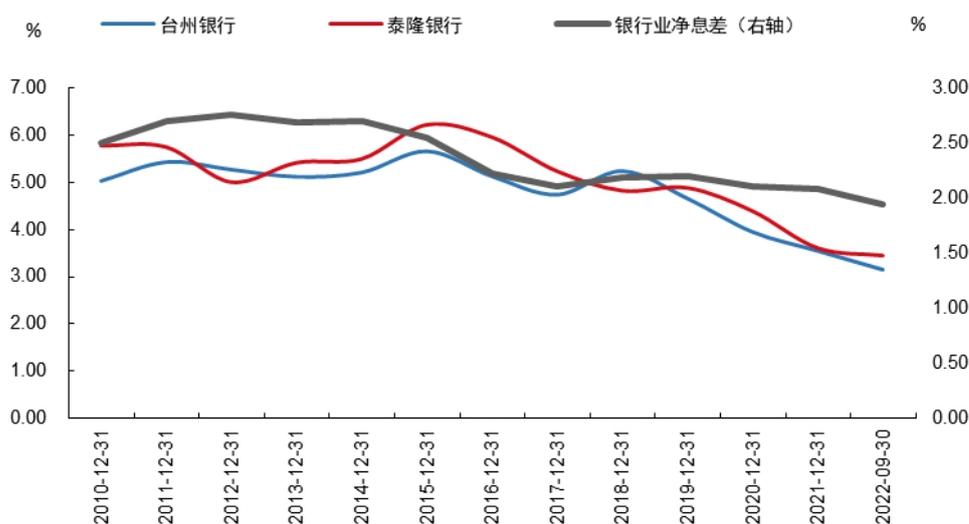
早期中小微市场是一个相对独立的信贷市场, 小微利率与行业利率关联度较低。小微领域由于信息不对称问题突出, 且我国经济处于高速发展阶段, 大行、股份行以及众多城商行都很少做小微业务, 农商行和少数城商行是主要参与者。因此, 小微领域信贷渗透率处在极低水平, “融资难”问题比“融资贵”问题更突出。2019年3月末农商行普惠小微余额 3.92 万亿元, 高于同期大行、股份行和城商行普惠小微余额, 分别为 2.58 万亿元、1.86 万亿元和 1.48 万亿元。这样的环境下, 中小微市场成为一个独立的信贷市场, 且农商行在这个市场中占据绝对主导地位, 因此农商行开展小微信贷业务时拥有绝对优势的议价权, 可以收取一个非常稳定

的高利率。可以看到台州银行和泰隆银行早期净息差持续稳定在 5%-6% 的高水平，与商业银行净息差走势并没有明显的相关性。

但此轮大行掀起价格战后，农商行不得不跟随下调小微贷款利率。2019 年以来台州银行和泰隆银行净息差大幅下降，且降幅明显高于行业净息差降幅。我们认为大行对小微领域利率的冲击主要体现在两方面：

- 大行以低利率直接抢占农商行优质小微客户，为了留住和吸引客户，中小行只能采取跟随策略下调利率。不过农商行在服务小微客户上仍具备地缘人缘优势，能更快速更准确的响应客户的需求，因此农商行在服务此类客户时较大行仍能享受一定的溢价。
- 羊群效应。虽然很大一部分小微客户并不符合大行小微客户筛选标准，但大行的低利率政策使得这部分客户不再愿意接受此前的高利率，开始“讨价还价”。近年来由于大行强势入局，农商行之间的竞争犹如囚徒困境，最终结果是非大行客户的利率也进行了一定的下调，虽然下调的幅度远低于第一类客户。

图8：2019 年以来台州银行和泰隆银行净息差大幅收窄



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

小行小微策略：走“错位竞争+专业化”之路

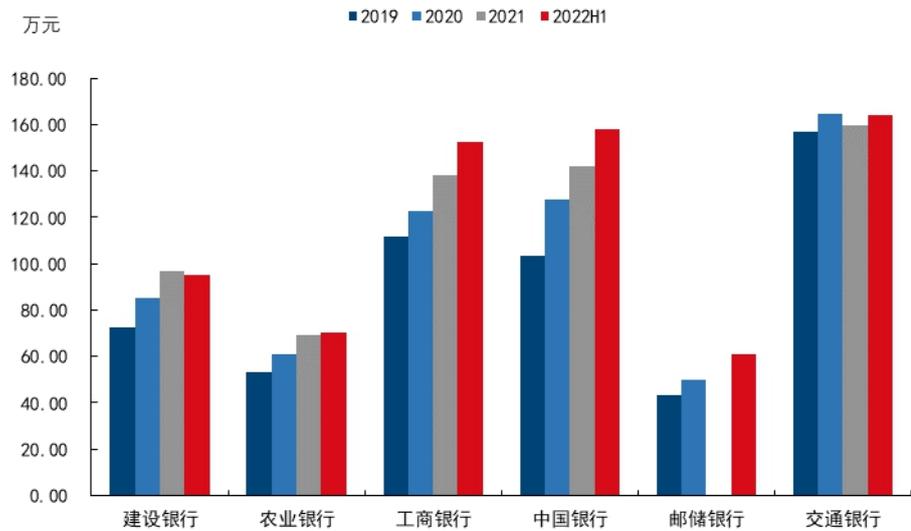
经过几年激烈竞争，中小行越来越清晰的认知到不能和大行打价格战。需要依托地缘人缘优势，在未来服务小微客户上走差异化专业化之路。主要包括两种方式，一是依托 IPC 微贷等传统线下技术服务大行过滤掉的优质客户，实现错位竞争，区域和客户进一步下沉。二是不能完全放弃优质客群，在服务优质客群方面，需要依托自身地缘人缘优势，为客户提供更优质的增值服务，增强客户粘性。虽然该类客户的利率会跟随大行大幅下降，但留住客户可以提升客户综合价值。

策略一：依托小微模式差异，错位竞争是核心战略

- 大行小微模式：数字化经营，聚焦抵质押和征信数据较为完善的客群

大行小微业务主要采用数字化经营模式，通过线上场景布局实现批量海量获客，并通过大数据分析建模对客户精准画像，结合数字化手段实现自动审批和自动风控，这在一定程度上解决了获客成本高和小微企业风控难的问题。但该模式也决定了大行服务的小微客群基本上聚焦在两类，第一类是抵质押物充足的优质客户，第二类是征信数据相对完善的优质客户。因此，大行普惠小微户均规模一般较高，工商银行、中国银行和交通银行户均规模均在 150 万元以上，建设银行户均规模接近 100 万元，深耕县域农村的农业银行和邮储银行户均规模也在 60-70 万元。随着大数据运用的持续深化，六大行普惠小微户均规模也小幅提升。

图9：大行银行普惠小微户均规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们以普惠小微规模领跑的建设银行为例，2016 年建设银行率先推出了全流程线上化的小微信贷产品“小微快贷”。2018 年在同业中率先推出面向小微企业的一站式融资服务平台“惠懂你”APP，集成在线精准测额、预约开户、贷款办理、增值服务、融智赋能等多项功能于一体，为客户提供一站式、多触点、零距离的综合性服务，大大提高了建设银行普惠金融服务覆盖面。建行将小微企业的实际经营状况转变为量化数据，从“以财务指标为核心”的信用评级，转向“以交易记录等大数据分析为核心”的履约能力判断，对内打通丰富的对公、对私用户数据，对外连通征信、工商、司法、社保、海关等外部数据，在统计学上产生相关性并用于构建征信模型。同时，建行借助自身打造的风险预警系统(RAD)、风险排查系统(RSD)等智能模型，对风险进行精准管控，降低风险成本。

表1：建行数字普惠模式下的差异化产品体系

普惠用户分类	主打产品	贷款额度
小微企业	信用快贷、抵押快贷、质押快贷、平台快贷	最高 200-1000 万元
个人经营者	个体工商户经营快贷、个人经营抵押快贷	最高 300-1000 万元
农户	农信云贷、地押云贷、农户快贷	最高 30-300 万元
科创企业	善新贷、科技云贷、云知贷	最高 200-1000 万元
进出口企业	退税贷	最高 30 万元

资料来源：建行惠懂你 APP，建设银行官网，国信证券经济研究所整理

■ 中小行小微模式：依托 IPC 微贷底层技术，与大行错位竞争

IPC 技术是中小行开展小微业务的底层技术，IPC 技术的灵魂在于以交叉验证为判断方法，将客户经理一线调研信息以及其他渠道获得的同一变量进行一致性对比，验证客户软、硬信息的真实性，通过多角度、全方位地验证的才能成为有效信息，以此保证对还款意愿及还款能力的准确考察。IPC 技术 2005 年由国开行牵头从德国引进而来，技术要点主要有以下三点：（1）考察借款人还款意愿：业务员实地走访靠调查打听等收集，包括基本信息（如年龄、家庭状况、有无不良嗜好等）和经营信息（包括经营年限、经营业务等），IPC 技术再将有效的软信息进行书面化和数量化。（2）考察借款人还款能力：小微企业不具备规范的财务报表，业务员实地尽调充分了解其资产和负债等真实数据，并编制简易的财务报表，将软信息“硬化”。（3）保证银行自身可持续经营能力：因放款决策和定价对业务员依赖较强，故而内控关键在于控制业务员的道德风险和操作风险，这对内部制度建设和业务团队管理提出了较高要求。

图10: 传统 IPC 技术三大要点及灵魂

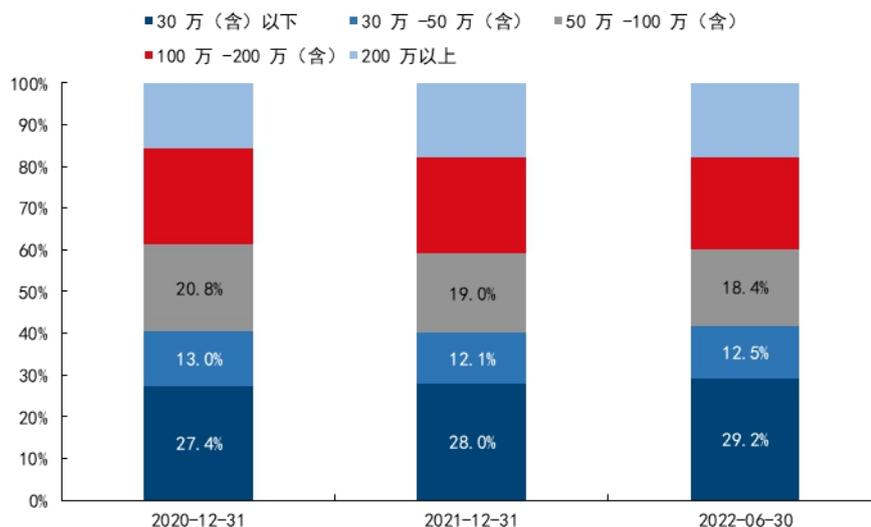


资料来源：FAL 金科应用研究院，国信证券经济研究所整理

经过多年的探索，中小行小微模式逐步融合了信贷工厂模式和大数据风控模式，经营效率和风控水平都得到了极大的提升。但 IPC 微贷技术一直是中小行小微模式的基石，该模式对客户经理一线调研信息真实性依赖度较高，因此本质上是传统人海战术的升级，实现了人海战术的系统化、流程化及标准化，形成了规范化的业务处理和人才培养模式。区域性中小行未来的核心策略是，利用地缘人缘优势，基于 IPC 微贷技术下沉深耕筛选出被大行过滤掉的优质客户，与大行形成错位竞争，围绕大银行暂时没有深耕的领域继续抢占先机。

该模式小微贷款户均规模较低，日常一般称作“微贷”。常熟银行个人经营贷款户均规模约 30 万元，30 万以下的贷款户数占比为 75.4%，金额占比为 29.2%；2021 年 6 月台州银行官方网站所发布的《台州银行：扎根小微，专注普惠金融》显示，户均贷款额度 46.18 万元，100 万元以下的贷款户数占比 92.16%，金额占比 47.36%。

图11: 常熟银行个人经营贷款钟 30 万元以下的比例持续提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

策略二: 依赖人缘地缘优势提升增值服务, 增强客户黏性

面对大行下沉, 错位竞争是中小行未来小微业务发展核心战略, 但这也不意味着中小行要完全放弃大行服务的优质客群。相较于大行, 地缘人缘优势仍是中小行的核心砝码, 对本地中小微企业客户信息和需求都更为了解。因此, 中小行可以充分利用该地缘人缘优势, 为中小微企业及时有效提供差异化增值服务, 如企业财务管理、代理支付和资金管理等, 甚至包括一些为客户带去便利的非金融服务。此类增值服务千人千面, 差异化程度高, 目前大行虽然也在通过数字化方式加强增值服务, 但中小微业务毕竟不是其主业, 因此提供的产品相对标准化, 不能有效满足中小微企业的客户需求。该类优质客户贷款利率中枢主导权未来虽然会一直掌握在大行手里, 但中小行可以通过提升增值服务来提高客户的综合价值。

小微市场新均衡格局已逐步形成

小微信贷领域仍有广阔的空间待挖掘

由于大行强势入局小微市场, 近年来普惠小微贷款持续高增, 2022 年末余额达到 23.8 万亿元, 过去四年年均复合增速达 31.3%, 明显高于金融机构贷款余额增速。期末普惠小微授信户数为 5652 万户, 同比增长 26.8%。

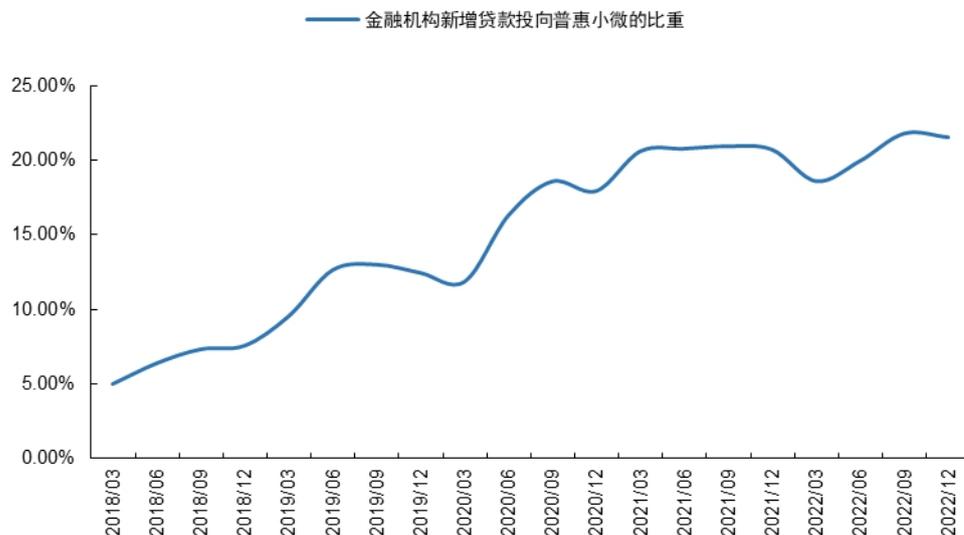
但我国中小微客群达 1.5 亿户, 贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新、80% 以上的就业以及 90% 以上的市场主体。因此从贷款客户数覆盖率以及小微贷款余额占贷款总额比重等来看, 我国小微信贷市场仍有广阔的空间。

图12: 普惠小微贷款余额增速持续处在高位



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 金融机构新增贷款投向普惠小微的比重持续提升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

大行小微业务逐步回归常态化, 小行深化错位竞争

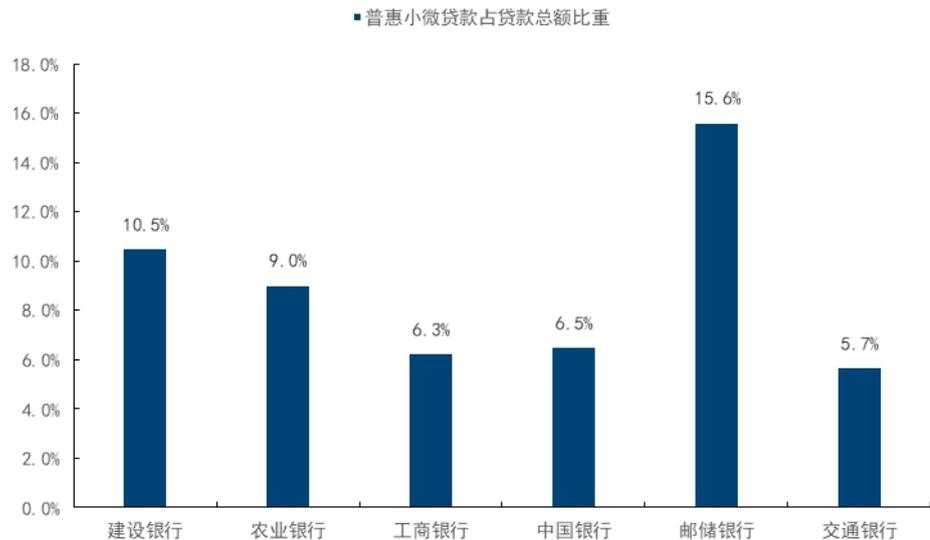
■ 预计大行小微增速放缓, 利率上调

2019年以来政策对大行小微信贷高增提出了明确的高增长目标, 大行超额完成了任务。截止到2022年末, 大行在小微信贷市场的份额已经达到36.5%, 高于农商行29.8%的份额。同时, 六家大行普惠小微贷款余额占贷款总额比重也有了明显

的提升，建设银行比重已经达到 10.5%。邮储银行因为发力较早，普惠小微比重已经达到了 15.6%。

我们认为过去四年连续的高增长目标一方面在经济结构转型大环境下，政策需要持续引导金融机构加大对普惠小微的信贷支持，另一方面是因为疫情对小微企业带来了巨大冲击，需要有效的金融资源来支持。考虑到我国已进入疫情后时代，且大行普惠小微市场份额提升到高位，我们认为未来政策虽然会持续引导大行加大对小微的信贷支持，但预计增长目标较过去几年会有所放缓。

图14: 大行普惠小微贷款余额占贷款总额比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

另外，过去几年大行为了响应政策号召，内部不对普惠小微业务设置利润考核指标，因此大行持续大幅下调小微贷款利率，凭借极低利率实现小微业务的高速扩张，这并非可持续的常态。但随着政策压力的逐步缓解，尤其是普惠小微业务比重的大幅提升，我们认为大行小微业务也将逐步回归常态化经营，需要满足小微业务经营的核心原理：

$$\text{合理利润} = \text{信贷利率} - \text{资金成本} - \text{业务成本} - \text{风险成本}$$

目前大行普惠小微利率已经低于其对公贷款利率，考虑普惠小微业务成本和风险成本基本上高于中大型企业，且对公贷款客户综合价值明显高于小微客户。因此，我们认为回归常态化运营后的大行普惠小微贷款利率将明显提升。

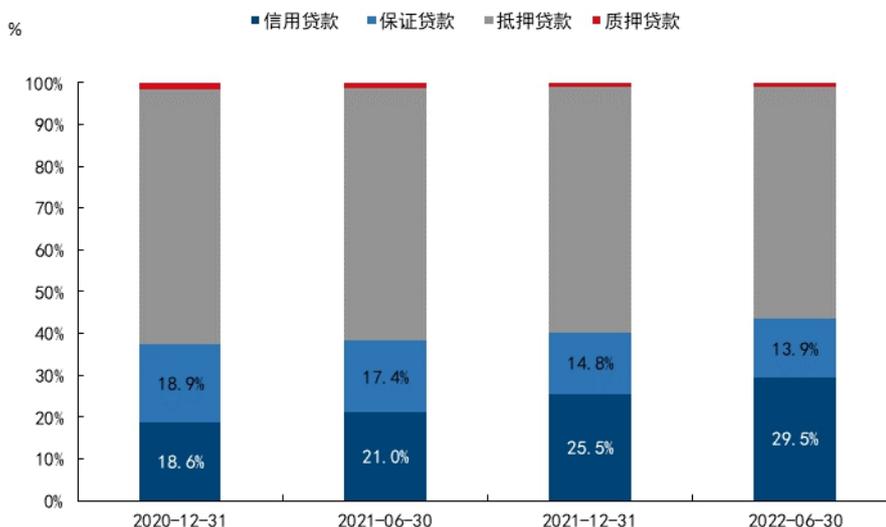
但大行由于资金成本较低，数字化经营模式有效降低了运营成本和风控成本，且大行小微客群资质更优，相对应的风险成本也会较低，因此最终大行普惠小微的利率仍会明显低于中小行。不过随着大行普惠小微利率的提升，对中小行普惠小微的冲击最坏时刻已经过去。

■ 中小行错位竞争格局已逐步形成

在政策引导下，过去几年大行小微信贷增长迅猛。同时，大行凭借资金成本低且内部不对小微业务设置利润考核，小微信贷利率降至极低水平，中小行小微业务受到明显挤压。但在过去几年激烈的竞争中，中小行逐步意识到不能和大行打价

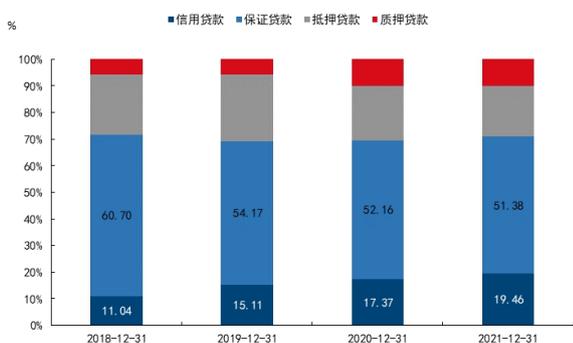
格战。而应该坚持差异化市场定位，围绕大行覆盖不到的领域着力，服务大行过滤掉的优质小微企业和城乡居民，填补金融服务空白。常熟银行、台州银行和泰隆银行纯信用类贷款比重持续提升，常熟银行30万以下贷款客户数和贷款余额比重持续提升。

图15: 常熟银行信用类客户比重持续提升



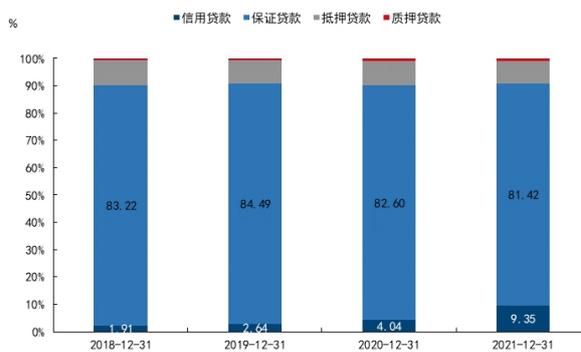
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 台州银行信用类贷款比例持续提升



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图17: 泰隆银行信用类贷款比例持续提升



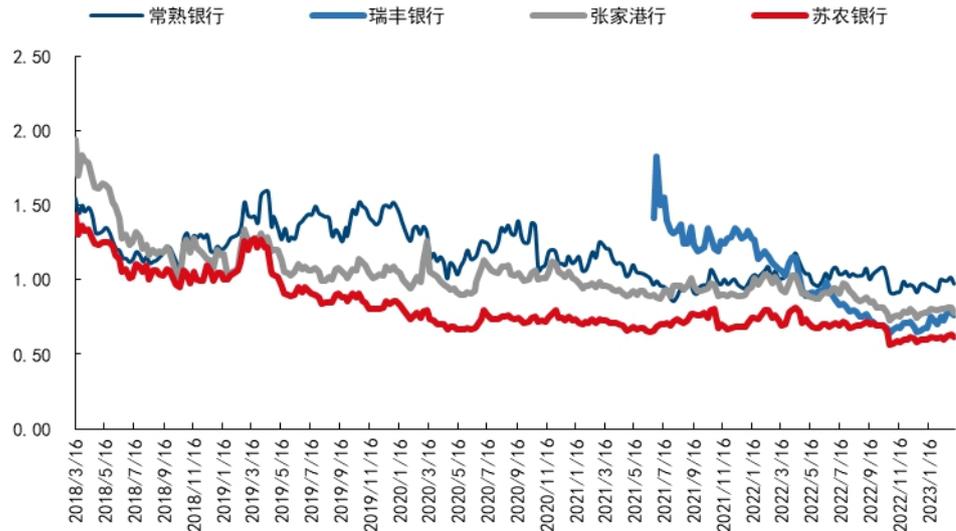
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

因此，往后展望，伴随大行小微基数已经很高且将回归常态化经营模式，我们认为大行和中小行有望逐步达到一种新的均衡。大行主要依托数字化经营模式覆盖抵押类和征信数据较为完善的客户，中小行则依托IPC微贷底层技术实现区域和客群的进一步下沉，服务大行过滤掉的优质客群。在新的均衡上，我们认为小微信贷利率将保持稳定，规模维持较高扩张。

投资建议：中小微“四小虎”

受疫情以及大行强势入局小微市场冲击，近几年专注中小微的银行估值受到明显压制，估值降至历史地位。随着疫情防控政策放开后经济将逐步企稳复苏，以及大行和中小行有望在小微领域达到一种新的均衡，预计中小行估值将迎来一波修复行情。我们建议重点关注常熟银行、瑞丰银行、张家港行和苏农银行。

图18: 中小行 PB 估值受到压制

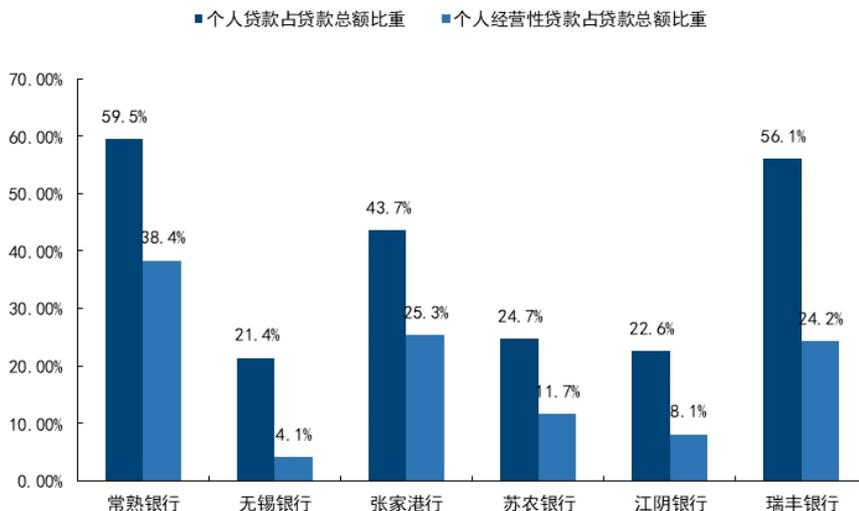


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

常熟银行：小微金融标杆

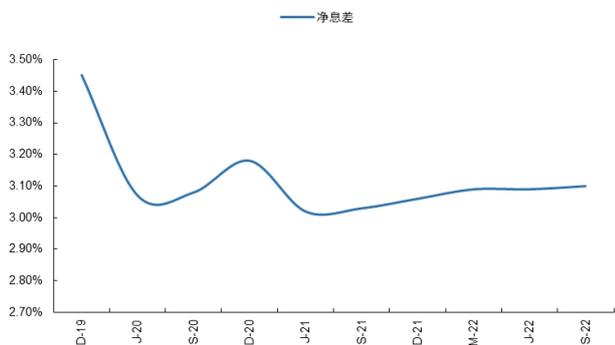
常熟银行自 2009 年成立微贷事业部，专注小微业务的战略定位始终不动摇，并逐步形成了“IPC 技术+信贷工厂+科技赋能”相结合的小微信贷模式，该模式不仅给常熟银行带来了高收益低不良的优质基本面，同时该模式的高复制性也为公司拓展异地业务打下基础。面对 2020 年疫情以来竞争加剧的冲击，公司积极应对做出重大战略调整，做小做散战略进一步深化，其成效明显，净息差企稳回升。2022 年 6 月末，常熟银行个人经营贷款余额占贷款总额的比重为 38.4%，其中个人经营贷款中信保类贷款比重提升到 43.4%。

图19: 常熟银行个人经营性贷款占贷款总额比重领先



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 常熟银行深化做小做散战略后净息差企稳



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

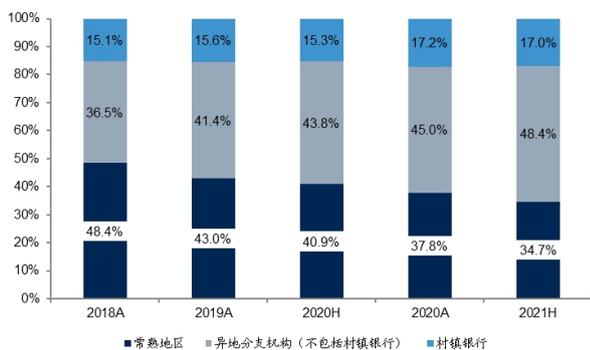
图21: 常熟银行不良率处在低位



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

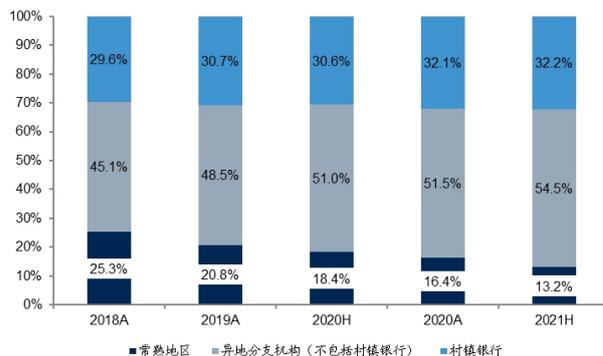
公司异地布局较早, 分支机构在江苏区域布局已经相对比较完善, 13 个地级市里常熟银行在 10 个地级市里有分支机构, 其中 7 个地级市设有分行。截止 2022 年 6 月末, 常熟银行共有分支机构 168 家, 其中常熟 109 家。另外, 常熟的村镇银布局可使其业务空间扩张至全国, 常熟银行设立的投资管理型村镇银行, 可通过自设和并购方式加速全国村镇银行布局。公司已完成珠海南屏村镇银行 30% 股权的收购, 村行发展空间进一步打开。2022 年末常熟区域以外区域贷款余额比重为 68.2%, 其中个人经营性贷款余额比重为 86.8%。

图22: 常熟异地分支机构贷款比重接近 70%



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图23: 常熟异地分支机构个人经营性贷款比重接近 90%



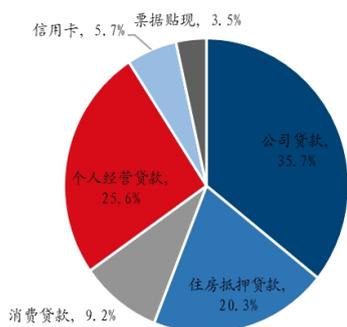
资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

瑞丰银行: 加快异地布局, 高成长小微农商行

瑞丰银行因地制宜, 聚焦小微企业贷款和农村金融服务, 始终坚持大零售大普惠战略。2021 年末零售贷款比重 60.8%, 对公贷款客户中有 99%以上是中小微企业。

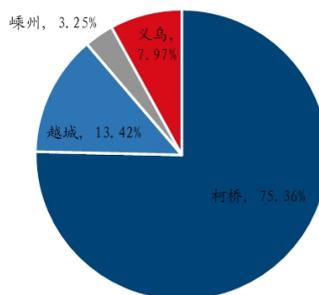
公司深耕绍兴市柯桥区, 同时在越城区和义乌市设有分支机构, 2021 年末柯桥、越城、义乌贷款占比分别为 75.4%、13.4%和 8.0%。瑞丰银行在柯桥区的存贷款市场份额处在高位, 柯桥区经济发达, 金融服务需求仍保持较快增长。公司未来在柯桥区力争保持高份额, 同时通过数字化综合化经营提高人均产能和客户综合价值。近年来公司持续加大义乌区域布局, 义乌市小商品贸易发达信贷需求旺盛, 金融机构存贷款余额远高于柯桥区, 未来有望逐步成为瑞丰银行未来主要增量市场。另外, 越城区是绍兴市主城区, 瑞丰银行目前市场份额仅小个位数, 将重点发力越城区的镇区, 未来成长空间较大。

图24: 瑞丰银行 2021 年末贷款结构



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图25: 瑞丰银行贷款区域分布



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

表2: 瑞丰银行对公贷款客户分布

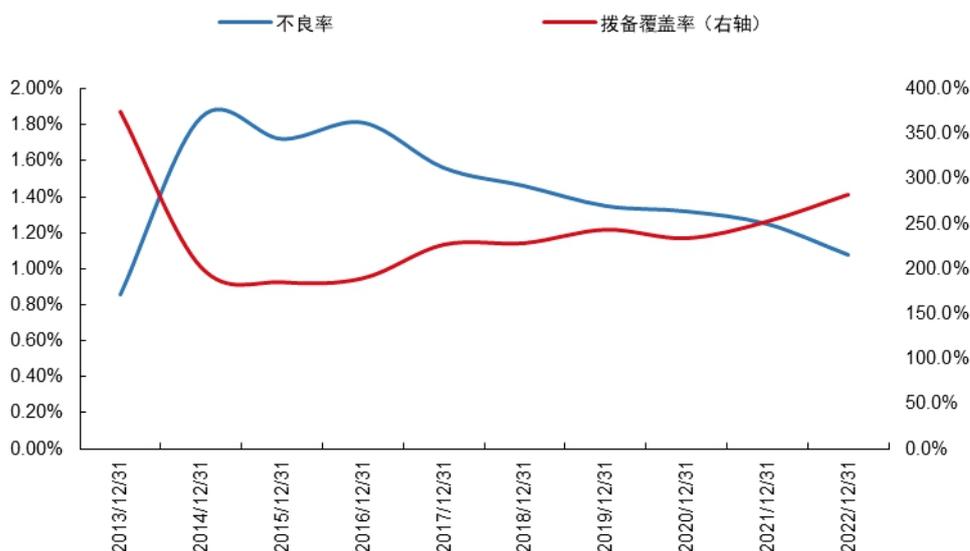
	2018年	2019年	2020年
大型企业	3.51%	1.69%	1.38%
中型企业	22.44%	20.77%	17.10%
小型企业	55.71%	55.55%	56.36%
微型企业及其他	18.34%	21.99%	25.17%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

近年来公司持续加大不良确认和处置, 不良率持续下行, 存量包袱基本出清。截止 2022 年末, 公司不良率 1.08%, 较 2016 年末下降了 73bps; 期末拨备覆盖率 282.7%, 较 2016 年末提升了 92.6 个百分点。

公司目前资本充足率处在高位, 公司持续发力柯桥本土区域, 同时加大义乌和越城区业务布局, 伴随经济的企稳复苏, 预计公司规模将实现快速扩张。因此, 我们预计存量不良包袱基本出清后的瑞丰银行业绩将维持高增。

图26: 瑞丰银行不良率持续下行至低位



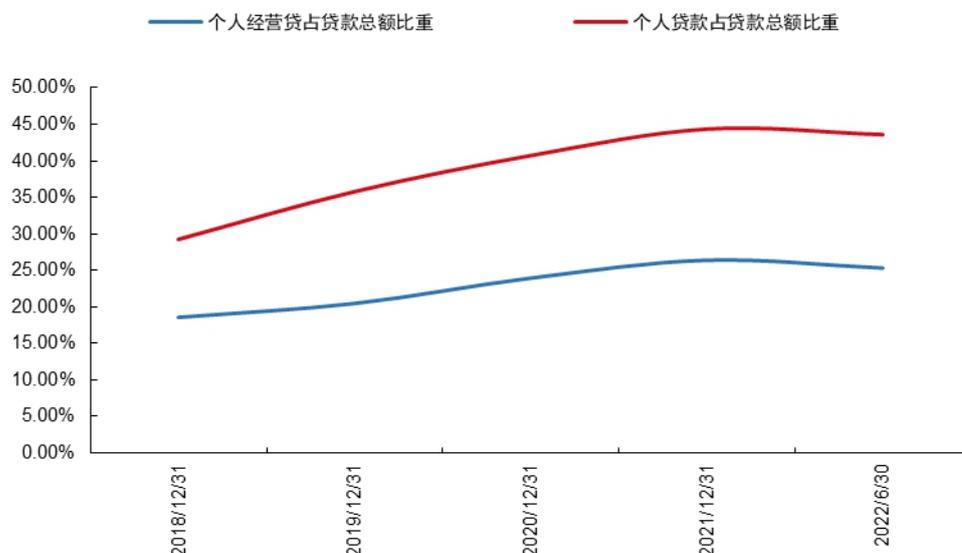
资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

张家港行：“两小”战略持续深化

张家港行区域优势明显, 张家港市位列全国百强县第三名, 同时与苏州、无锡、江阴和常熟等经济发达区域接壤。公司始终坚守“做小做散”战略, 在 2018-2020 年战略规划中首次提出实施“两小”战略, 在内部形成了“两小双轮”的竞速机制。在 2021-2023 新三年战略规划中又提出“11245”战略, 强调以“两小+驱动、四大促协同”的发展模式, “两小”战略成效明显。2021 年末“两小”贷款余额 399 亿元, 增额占总新增的 63.0%, 贷款余额占到 41.2%。

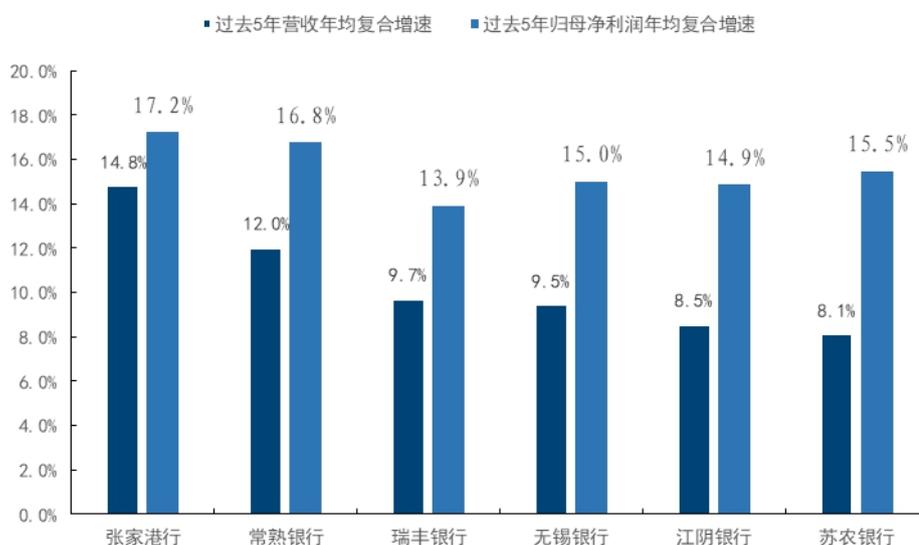
张家港行凭借其优越的地理环境, 以及专注于“两小”战略和不断加强风控管理能力, 公司近年来规模实现较快增长, 且净息差水平较高同时拥有优秀的资产质量。公司过去 5 年营收和归母净利润年均复合增速分别为 14.8%和 17.2%, 高于可对比行。

图27: 张家港行零售贷款占比持续提升



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图28: 张家港行业绩持续高增



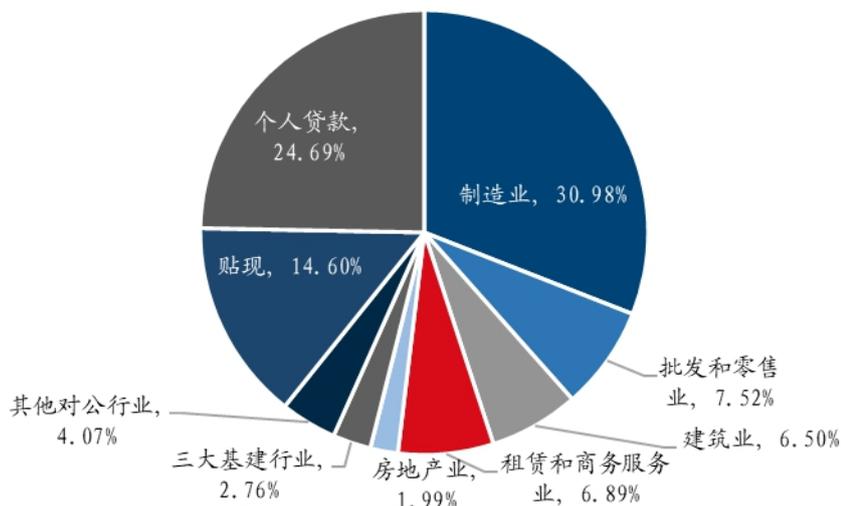
资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

苏农银行: 专注中小制造业, 苏州城区扩张加速

苏农银行立足实体经济, 长期坚持服务制造业与民企, 持续加快零售转型, 与地方经济紧密相连。截止 2021 年末, 公司个人贷款占贷款总额的比重达到 25.6%, 较 2018 年末提升了 7.5 个百分点。2022 年上半年受疫情冲击, 个人贷款占贷款总额比重小幅下行至 24.7%。对公贷款以制造业为主, 涉房涉政业务比例低, 2022 年 6 月末, 制造业贷款占贷款总额的 31.0%, 批发零售业比重 7.5%, 房地产和三

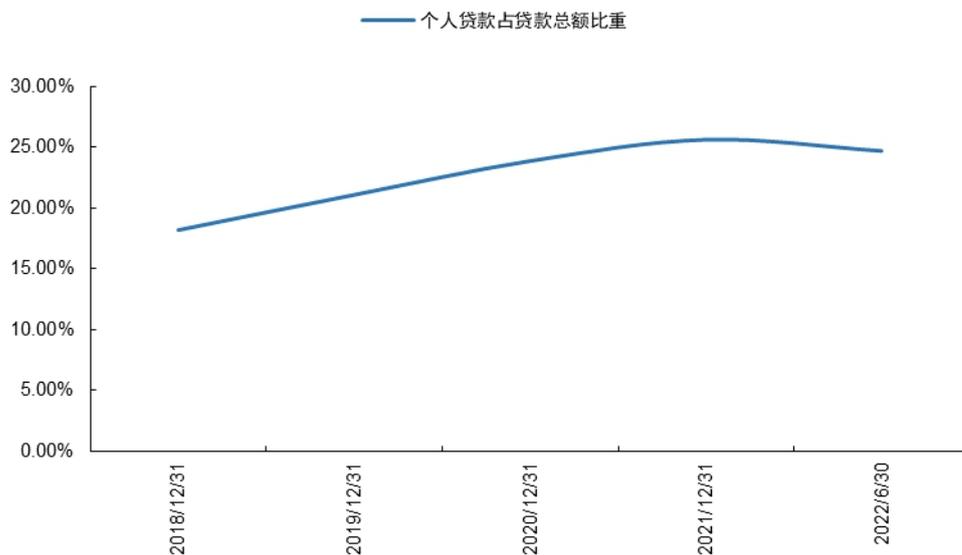
大基建行业合计为 4.7%。公司的主要客群中，小微占比不算很高，主要客户属于中小企业，户均贷款 1000 万元左右，与大行口径的普惠小微仍有较大重叠，因此也受到大行竞争。

图29: 苏农银行 2022 年 6 月末贷款结构



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

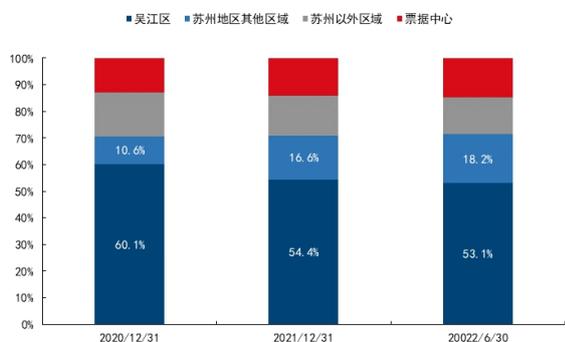
图30: 苏农银行个人贷款占贷款总额比重



资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

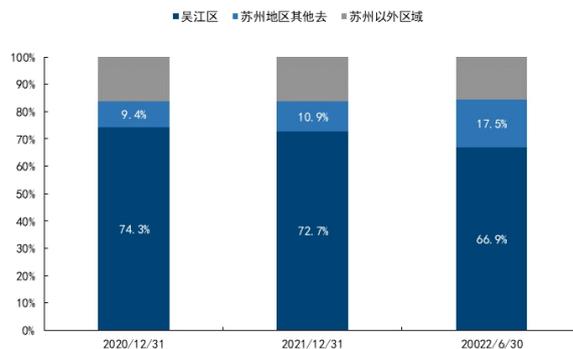
进军苏州城区，增量空间广阔。公司立足吴江大本营，随着吴江撤市设区，进军苏州城区谋求更广阔的发展空间。2022 年 6 月末苏州城区贷款余额比重提升至 18.2%，上半年贡献营收的 17.5%。

图31: 苏农银行苏州城区贷款份额提升至 18.2%



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

图32: 苏农银行苏州城区贡献营收提升至 17.5%



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

风险提示

稳增长政策不及预期等带来经济复苏低于预期, 会对银行业资产质量带来冲击; 政策利率超预期下调导致行业息差收窄超预期; 金融监管政策出现重大变化等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032