

ROE 向上前景可期

2024年06月21日

➤ **相较同业，ROE 或更具韧性。**常熟银行 23 年 ROE 13.7%，位居上市银行第六名，相较排名前五的银行，我们认为其 ROE 或更能延续优异表现。

营收端：代销费率走低，中收延续承压，其他非息收入增长持续性有待观察，ROE 坚挺的重点或在于净利息收入。六家银行中，常熟银行净利息收入对 ROE 贡献相对最高。**支出端：**六家银行中常熟银行成本收入比改善空间较大，且公司 24Q1 末拨备覆盖率达 539%，大幅计提拨备的必要性或不高。

➤ **哪些因素支撑 ROE 再向上？**公司 ROE 已连续三年上升，其在 24 年经营计划中提出了 14% 的 ROE 目标，基于以下原因，我们认为该目标有望实现：

1) 异地空间广阔，支撑信贷扩张。19 年底分支机构就已覆盖江苏省内 10 个地级市，布局相对同业更充分。旗下投管型村镇银行（兴福村行）仍在稳步扩张，且 24 年新并表村行的规模扩张速度与全行仍有一定差距。

2) 净息差有望企稳。坚持做小做散，23 年贷款收益率居上市行首位，并在优异风控下持续加大信用贷款投放力度，从结构上延缓资产端收益率下行。经营策略决定客群主要为小微企业主和个体户，存款来源稳定、23 年定存占比高达 71%，更受益于存款利率调降，测算 24Q1 计息负债成本率较 23 年-3BP。

3) 成本收入比或稳步向下。新并表村行 23 年末成本收入比超 55%，相比同期全行 37% 的成本收入比，仍有较大改善空间。并且，村镇银行单体规模较小，后续若持续进行村行并购，对全行成本收入比的影响可能也较为有限。

4) 信用成本有望保持较低水平。23 年不良净生成率虽有所上升，但高拨贷比可支撑较大的核销力度，使得资产质量延续优异表现。资产质量稳定、减值计提充分下，大幅计提拨备的必要性或不高，信用成本或有望保持在 1% 以下。

➤ **测算 24 年 ROE 或至 14.3%。**基于以上对量、价、质、费的走势判断，测算得常熟银行 24-26 年 ROE 分别有望达 14.3%、14.6%、14.8%，此外，即便剩余可转债全部转股，对 ROE 的摊薄仍有限（约-1.4pct）。现阶段公司 PB(LF) 位居上市行前列，但仍处于历史低位，我们认为盈利持续优异的预期有望持续支撑其估值向上。

➤ **投资建议：业绩增长韧性佳，估值提升有空间**

量、价、质、费的优秀表现下，常熟银行 ROE 有望延续向上趋势，支撑公司估值继续领先同业。当前 PB 估值提升空间仍较充足，优秀的盈利表现将继续支持公司估值向上。预计 24-26 年 EPS 分别为 1.41、1.65 和 1.91 元，2024 年 6 月 21 日收盘价对应 0.7 倍 24 年 PB，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**区域信用风险暴露；宏观经济波动超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9,870	11,045	12,348	13,847
增长率 (%)	12.1	11.9	11.8	12.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,282	3,871	4,520	5,246
增长率 (%)	19.6	18.0	16.8	16.1
每股收益 (元)	1.20	1.41	1.65	1.91
PE	6	5	4	4
PB	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 6 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.33 元



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 王琮雯

执业证书：S0100123120017

邮箱：wangcongwen@mszq.com

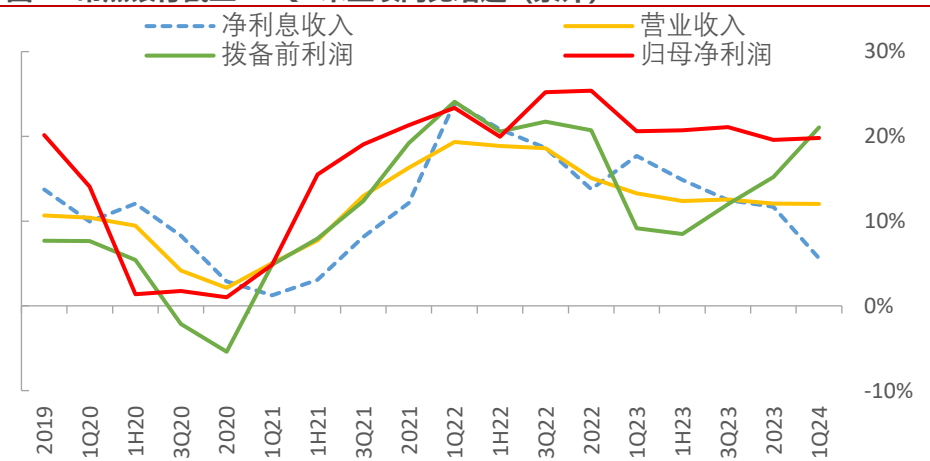
目录

1 为何常熟银行 ROE 更具韧性	3
2 后续 ROE 支撑因素有哪些	7
2.1 量：异地业务成为信贷扩张新动能	7
2.2 价：做小做散做信用，净息差韧性有保障	8
2.3 费：成本收入比仍有较大向下空间	10
2.4 质：异地业务、信用贷款资产质量稳定	12
3 24 年 ROE 或至 14.3%，支撑估值长期领先	15
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测假设与业务拆分	18
4.2 估值分析	18
4.3 投资建议	19
5 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 为何常熟银行 ROE 更具韧性

利润保持高增速，ROE 持续向上。常熟银行 23 年归母净利润同比增长 19.6%，维持 22 年以来的较高水平，ROE 为 13.7%，已连续三年上升。与银行业整体趋势有所不同的是，常熟银行 23 年的盈利并非主要靠拨备反哺，当年资产减值损失甚至同比增长 6.3%，较为坚挺的营收增速和下降的成本收入比也为其 ROE 做出一定贡献。

图1：常熟银行截至 24Q1 末业绩同比增速（累计）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：常熟银行 ROE 杜邦分解

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	3.7%	3.7%	3.3%	3.4%	3.3%	3.2%
利息净收入	3.3%	3.2%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%
利息收入	5.5%	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%	4.8%
利息支出	-2.3%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.1%
手续费及佣金净收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
净其他非息收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
税金及附加	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.3%	-1.2%
PPOP (拨备前利润)	2.3%	2.2%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
减值损失	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.7%
税前利润	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%
所得税	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
ROAA	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
权益乘数	12	11	11	11	12	12
ROAE	12.6%	11.5%	10.3%	11.6%	13.1%	13.7%

资料来源：公司公告，民生证券研究院；注：图中黑色横线以上百分比为年末利润表各项目/年初年末总资产均值

23 年上市银行中有五家银行 ROE 高于常熟银行，分别为成都银行、招商银行、宁波银行、杭州银行和江苏银行。并且，五家银行和常熟银行的 ROE 在近三年均保持在较优水平（10%之上），**这六家高 ROE 银行各具优势，我们对此进行简要复盘：**

图3：六家高 ROE 银行 2023 年 ROE 杜邦分解

	成都	招商	宁波	杭州	江苏	常熟
营业收入	2.2%	3.2%	2.4%	2.0%	2.3%	3.2%
利息净收入	1.8%	2.0%	1.6%	1.4%	1.6%	2.7%
利息收入	3.9%	3.5%	3.6%	3.5%	3.9%	4.8%
利息支出	-2.2%	-1.5%	-2.0%	-2.1%	-2.3%	-2.1%
手续费及佣金净收入	0.1%	0.8%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
净其他非息收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%
税金及附加	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-0.5%	-1.1%	-0.9%	-0.6%	-0.6%	-1.2%
PPOP（拨备前利润）	1.6%	2.1%	1.5%	1.4%	1.7%	2.0%
减值损失	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.7%
税前利润	1.4%	1.7%	1.1%	0.9%	1.2%	1.3%
所得税	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.2%
ROAA	1.2%	1.4%	1.0%	0.8%	0.9%	1.1%
权益乘数	16	12	15	19	16	13
ROAE	18.8%	16.2%	15.1%	15.6%	14.5%	13.7%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；注：图中黑色横线以上百分比为年末利润表各项目/年初年末总资产均值，红色底纹为收入项，蓝色底纹为支出项

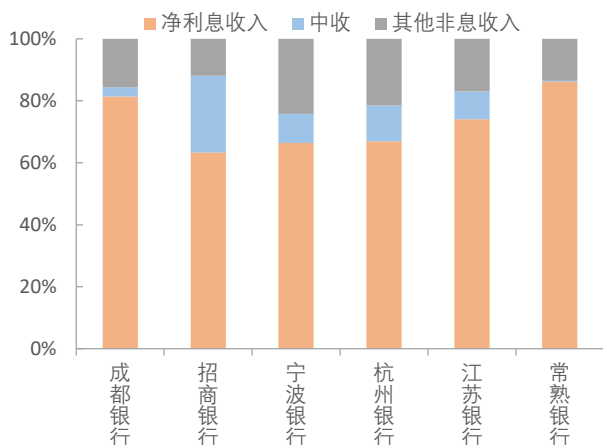
成都银行的高 ROE 主要来自高利息收入、低管理费、低减值损失。利息收入增长主要由规模拉动，背后是成渝区域战略升级带来的本地发展提速；管理费用低或主要源于对公业务占比较高，单笔业务涉及贷款金额较大，客户关系管理成本相对较低；减值准备计提压力小，背后是优异的资产质量作为支撑，23 年末成都银行不良率 0.68%，为上市行最低。

招商银行的优势在于资金成本低、中间业务贡献大，主要源于其较早切入零售业务，积攒下优质客户资源和品牌优势，一方面，利于活期存款沉淀，节约利息支出，23 年计息负债成本率 1.73%，为上市行第二低。另一方面，财富管理布局领先，也使得其中间业务收入贡献突出。

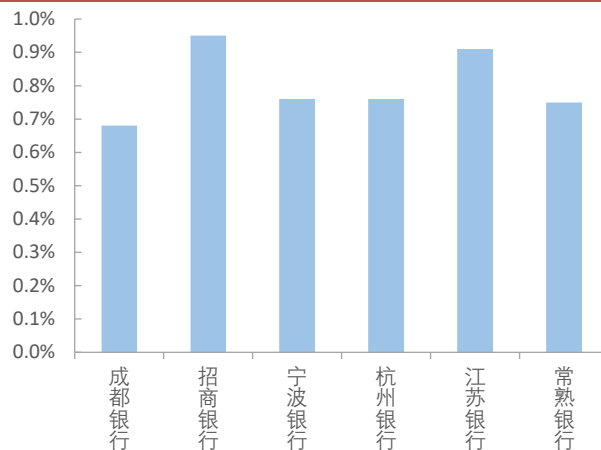
宁波银行的高 ROE 主因其他非息发力，23 年其他非息收入占营收比重为 24.2%，在六家银行中最高，宁波银行的其他非息收入主要来自投资收益。

杭州银行、江苏银行的净利息收入、非息收入对营收的贡献度在六家银行中并不突出，其 ROE 主要支撑因素为低管理费，而管理费较低的原因与成都银行相似，两家银行当地国资背景深厚，对公业务占比较高。

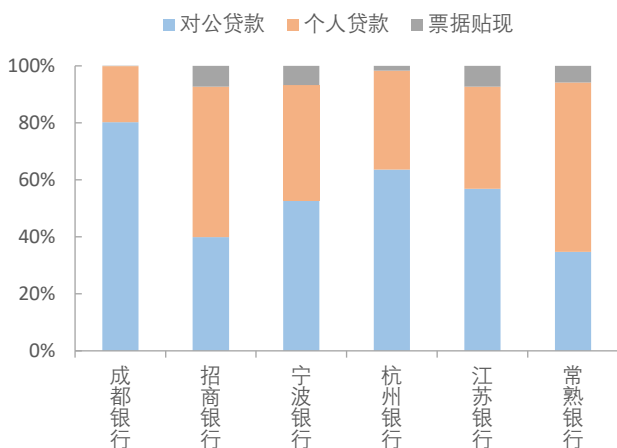
常熟银行的优势主要在于高利息收入。定价上，公司常年深耕小微市场，微贷高收益的特征使其生息资产收益率在上市行中保持领先地位，23 年常熟银行生息资产收益率 5%位居上市行首位；规模上，主要展业的江苏省民营经济发达，也为公司业务开展奠定良好基础，近年贷款增速不低于 15%。

图4：六家高 ROE 银行 2023 年营收结构


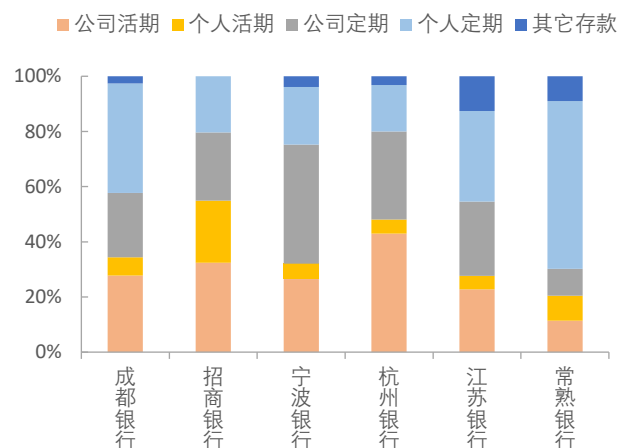
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图5：六家高 ROE 银行 2023 年不良率


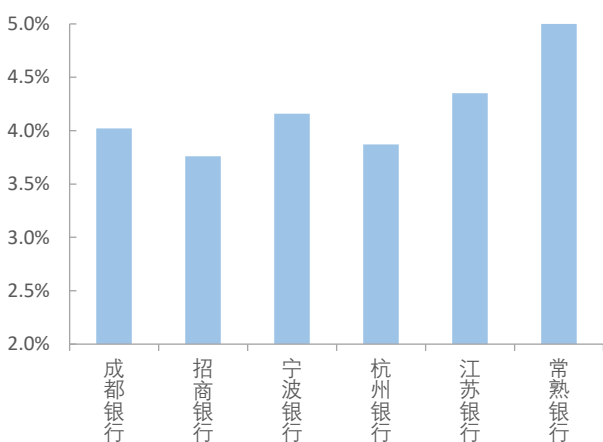
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图6：六家高 ROE 银行 2023 年贷款结构


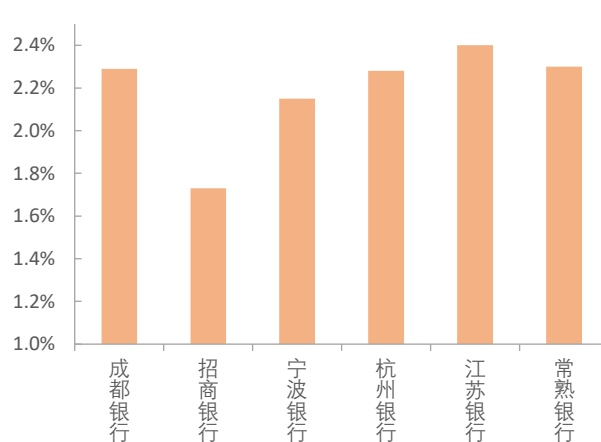
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图7：六家高 ROE 银行 2023 年存款结构


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图8：六家高 ROE 银行 2023 年生息资产收益率


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

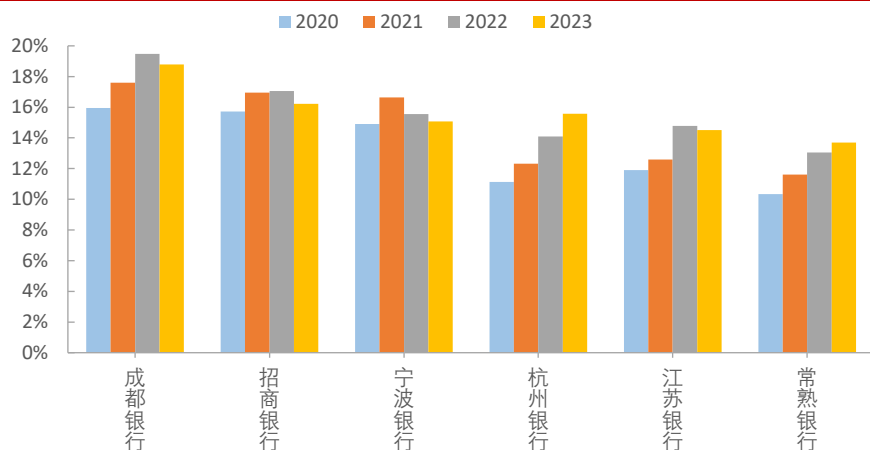
图9：六家高 ROE 银行 2023 年计息负债成本率


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

对比来看，我们判断常熟银行后续 ROE 或更具韧性，主要有两方面支撑：1)

营收端：理财、代销费率持续向下，中收预计仍处于承压状态，其他非息收入受资本市场影响，持续性有待观察，营收增速坚挺的重点或在于净利息收入。六家银行中，常熟银行和招商银行的净利息收入对 ROE 贡献较高，但招行优势在于活期存款带来的低利息支出，后续存款挂牌价调降的成本利好效果将弱于常熟银行。**2) 支出端：**管理费方面，常熟银行在六家银行中改善空间较大，减值方面，六家银行不良率均低位运行，常熟银行拨备较为充裕，计提压力不大。

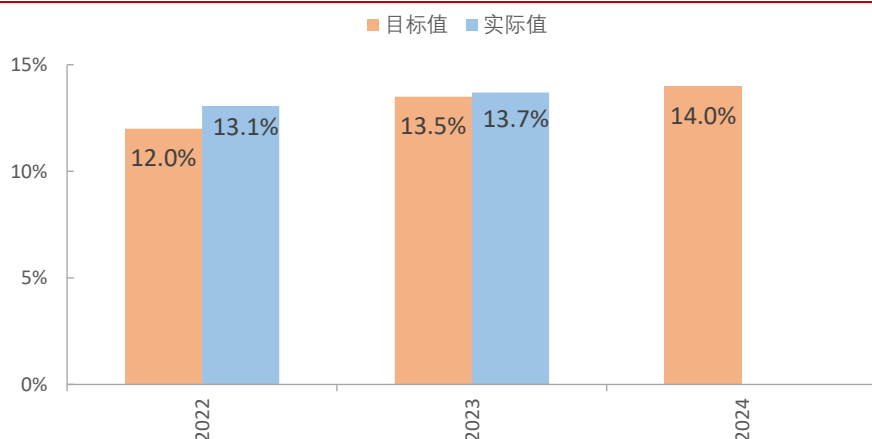
图10：六家高 ROE 银行 2020-2023 年 ROE 走势



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

公司计划层面也提出了进取的 ROE 目标。管理层在 23 年年报的经营目标中提出——24 年 ROE 计划至 14%，而过去三年经营目标中提出的 ROE 计划均成功实现。

图11：2022-2024 常熟银行 ROE 目标与实际值



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 后续 ROE 支撑因素有哪些

2.1 量：异地业务成为信贷扩张新动能

省内异地机构布局较成熟。2020 年，监管明确规定区域银行“未经批准，不得跨区域展业”，而在 2019 年底，常熟银行就已实现在江苏省内 13 个地级市中的 10 市设立了分行或支行。公司在江苏省内的充分布局使其在跨区经营限制下仍能持续受益于江苏省本地旺盛的信贷需求。

表1：2023 年江苏地区上市农商行省内网点覆盖情况

银行	覆盖江苏省地级市范围	省内机构数量
常熟银行	苏州、无锡、镇江、南通、泰州、扬州、盐城、淮安、宿迁、连云港	168
紫金银行	南京、扬州、镇江	135
无锡银行	无锡、淮安、泰州、徐州、扬州、苏州、常州、南通	115
张家港行	苏州、无锡、南通、徐州、宿迁、连云港、镇江	95
苏农银行	苏州、泰州、徐州、连云港、镇江、宿迁	90
江阴银行	常州、无锡、苏州、淮安、泰州、徐州	84

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

具备“投管行”牌照，可持续异地并购村镇银行。2019 年，常熟银行获批筹建投资管理型村镇银行，这使得其能够在全国范围内并购村镇银行，进一步拓展业务空间。目前，对于异地村镇银行的并购仍在稳步进行。

表2：截至 2024 年 5 月末常熟银行投资管理行并购、增持情况

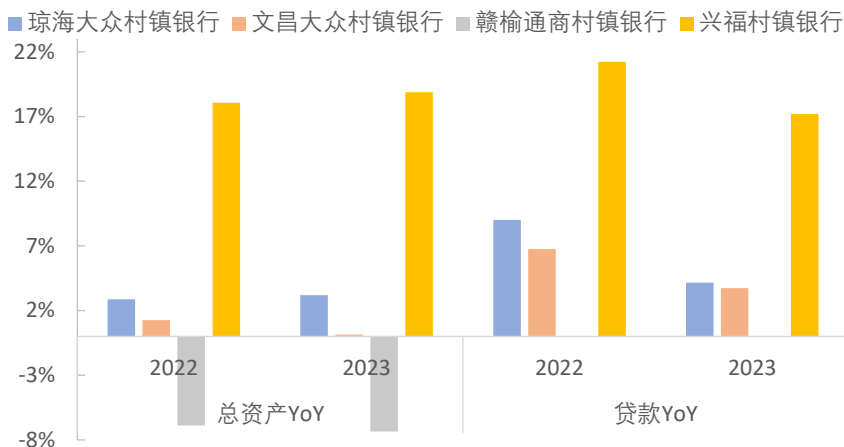
日期	旗下村行数量	并购、增持事件
2020	30	定向增资 江苏清河村行、江苏金坛村行、江苏清浦村行、江苏淮阴村行、江苏滨海村行、云南盘龙村行、云南沾益村行、云南罗平村行、云南江川村行、湖北秭归村行、湖北长阳村行、湖北夷陵村行。
2021	30	增持 河南宜阳村行， 定向增资 湖北恩施村行、湖北长阳村行、湖北夷陵村行、江苏清浦村行、云南师宗村行、云南江川村行、云南易门村行。
2022	31	新并购 的广东香洲村行并表； 增持 江苏高邮村行， 定向增资 江苏高邮村行、河南宜阳村行。
2023	31	增持 河南汝阳村行， 定向增资 湖北秭归村行。
截至 2024.6	34	新并购 的江苏赣榆村行、海南文昌大众村行、海南琼海大众村行于 24Q1 并表； 增持 广东香洲村行。

资料来源：国家金融监督管理总局，公司公告，民生证券研究院

现阶段公司在常熟本地的贷款增速略有放缓，但省内异地支行和村镇银行已成为信贷增长的新引擎。24Q1 江苏省社会融资规模增量为国内各省首位，为常熟银行省内异地机构贷款扩张提供扎实基础。同时，公司也在积极稳妥推进省外

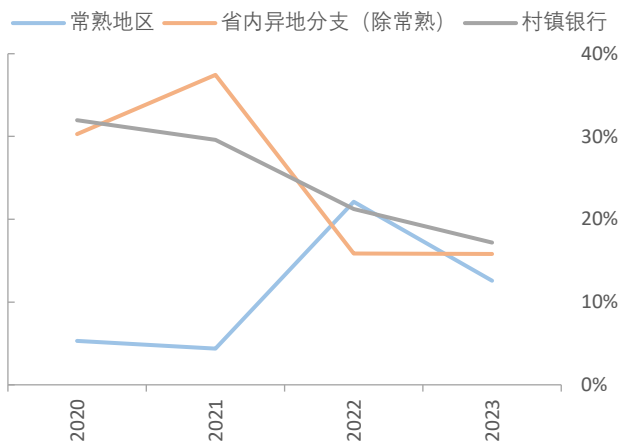
异地村镇银行并购工作，24年新并表村行规模扩张速度均较兴福系村行整体有一定差距，后续有望随着微贷模式的成熟应用而提升，支撑常熟银行信贷增速继续保持同业前列。

图12：新并购村镇银行和兴福村镇银行总资产、贷款增速



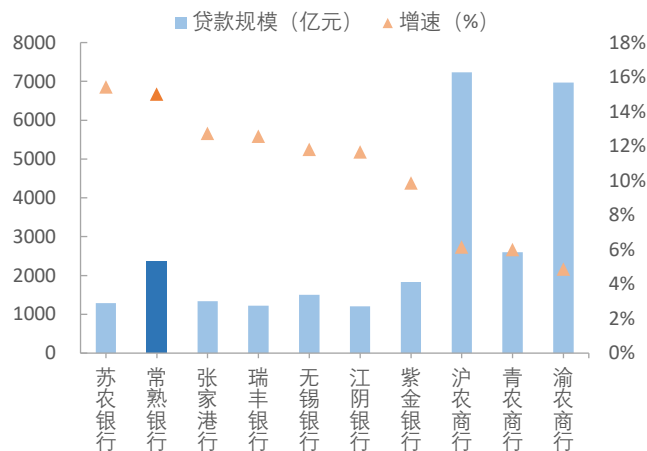
资料来源：各公司公告，民生证券研究院；注：赣榆通商村镇银行未披露贷款规模相关数据

图13：截至2023年末常熟银行贷款分部同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：24Q1末上市农商行贷款规模（亿元）及增速

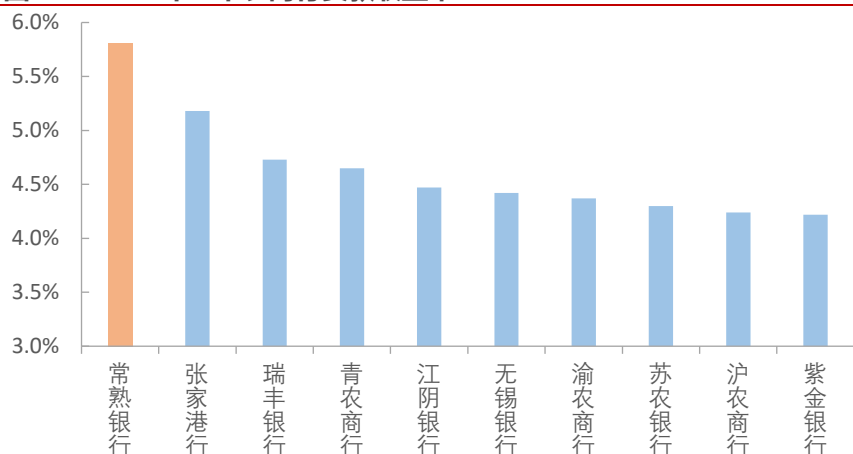


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2.2 价：做小做散做信用，净息差韧性有保障

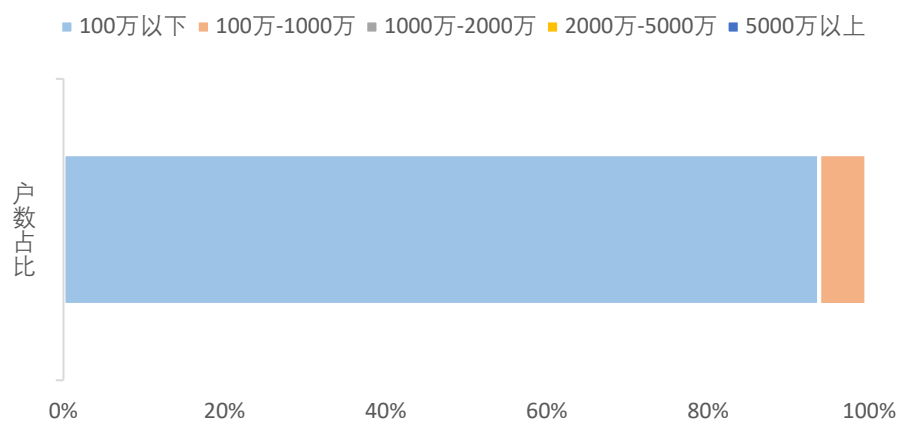
常熟银行的净息差优势在于资产端定价较高，主要由贷款收益率支撑。一方面，公司坚持做小做散，贷款收益率绝对水平处于同业前列，另一方面，其近年加大了对信用类贷款的投放力度，也能在结构上支撑贷款收益率表现。

做小做散带来可观贷款收益率。常熟银行贷款收益率领先同业，主要源于其深耕下沉市场，单笔贷款金额小，通常对应较高的定价。22年末全行个人经营贷款户均规模为31.5万元，低于同期江苏省个体工商户贷款户均规模51.5万元，同时考虑到个人经营贷客群还包括小微企业主，常熟银行实际的个体工商户贷款户均规模或更低，可见公司下沉力度之大。

图15: 2023 年上市农商行贷款收益率


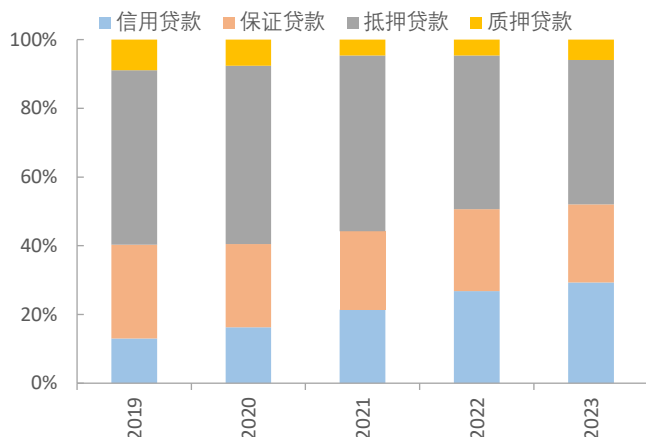
资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

来自大行的下沉冲击有望缓解。 客户结构也反映出公司做小做散的经营思路, 23 年全行贷款额低于 1000 万元的客户数占据了全行客户的 99.7%。24 年, 普惠小微贷款认定标准从 1000 万元上调至 2000 万元, 口径上调后大行出于成本考虑或倾向于竞争大额普惠小微贷款市场, 这将有助于缓解常熟银行在贷款收益率方面的压力。

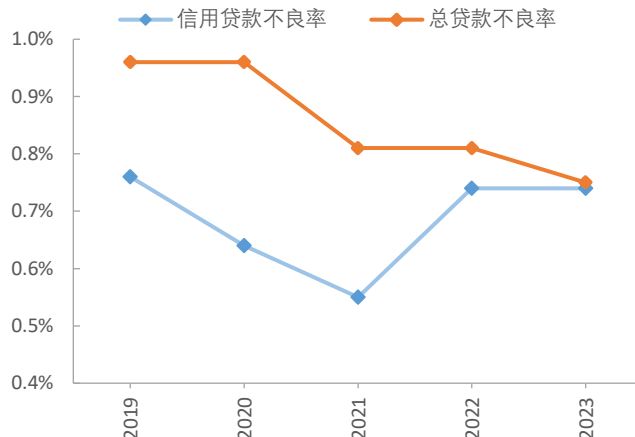
图16: 2023 年末常熟银行贷款客户结构图


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

风控能力优异, 信用贷款的投放力度逐年上升。 信用贷款定价相对较高, 但由于缺少抵押物作为风险缓释手段, 对风控能力要求也更高。常熟银行在 2021 年就已搭建好行内统一风控中台, 为小微、零售、村镇等各大业务部门提供授信审批、风险决策、风险画像等各类风险服务, 并对内部模型持续更新迭代。坚实风控能力下, 信用贷款占比不断提升, 同时也守住了资产质量。

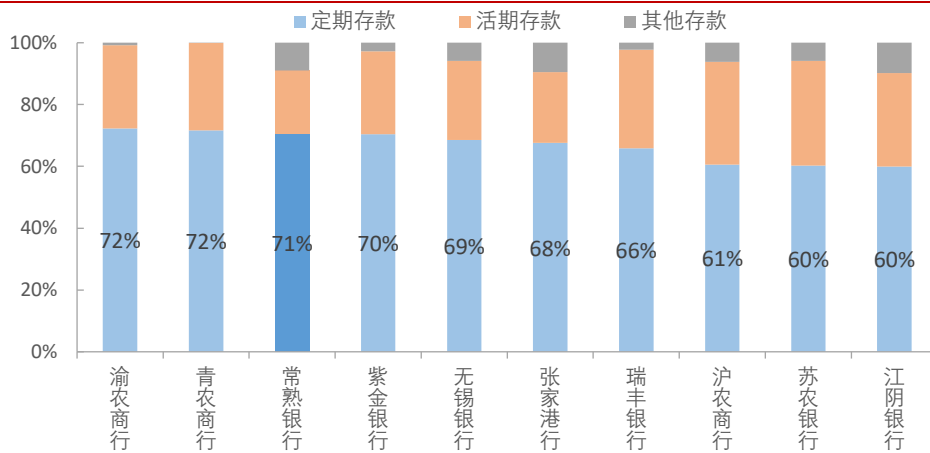
图17：2019-2023 常熟银行信用贷款占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：2019-2023 常熟银行信用贷款、总贷款不良率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

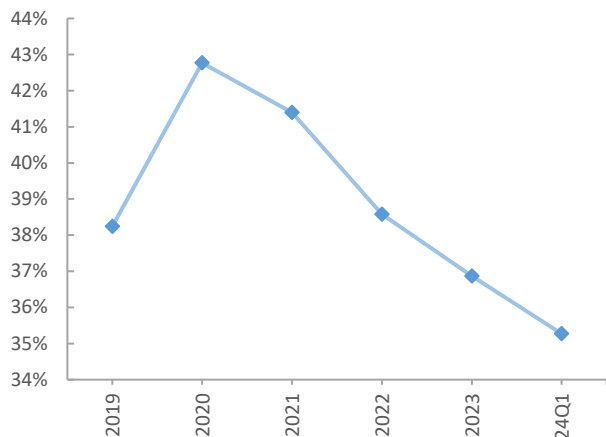
同时，负债端定期存款占比高，存款挂牌价下调的成本节约作用已开始显现。专注微贷的经营策略使常熟银行的客群主要为小微企业主和个体户，存款来源稳定且定期存款占比较高，更能受益于存款挂牌价调降。测算 24Q1 计息负债成本率已较 23 年下降 3BP。

图19：截至 2023 末上市农商行存款期限结构


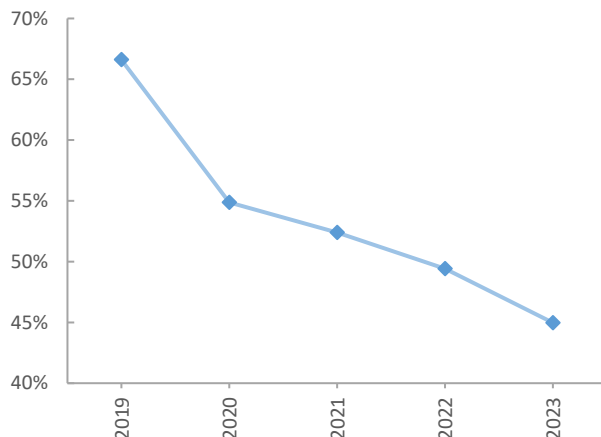
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2.3 费：成本收入比仍有较大向下空间

成本收入比再上升的可能性或较有限。1) 2020-2021 期间成本收入比较高，或源于普惠金融试验区筹备推升员工费用，因为试验区对金融服务下沉要求较高。目前，已规划的 6 家普惠金融试验区均已建设完毕，且并未有最新铺设计划。2) 村镇银行单体规模较小，将其并购或并不会带来较大的成本收入比波动，22 年常熟银行并购珠海南屏村行，当年兴福村行、全行整体的成本收入比并未上升。

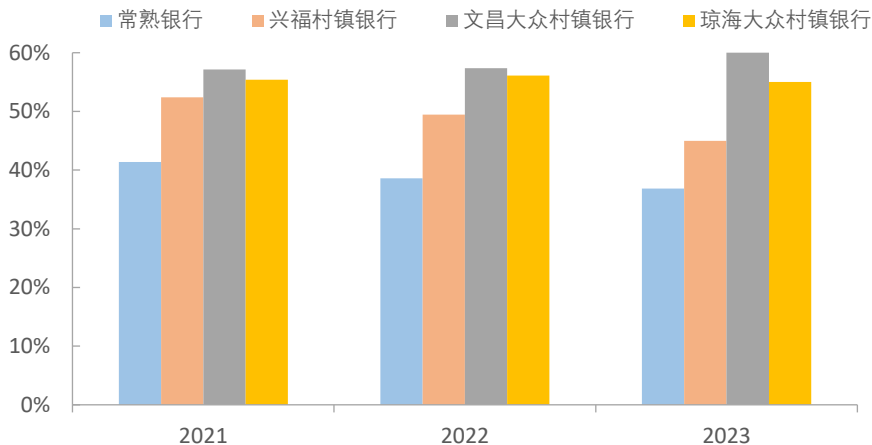
图20: 截至 24Q1 末常熟银行成本收入比


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 截至 2023 末兴福村镇银行成本收入比


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

村镇银行成本收入比优化空间较大。新并购村行 23 年末成本收入比超 50%，而同期兴福村行成本收入比 45%，全行平均水平为 37%。公司近年坚持“科技强行”战略，多个业务流程已成功转至线上，随着村行人员队伍搭建成熟、科技持续优化业务流程，员工投入产出水平有望提高，从而推动成本收入比向下。

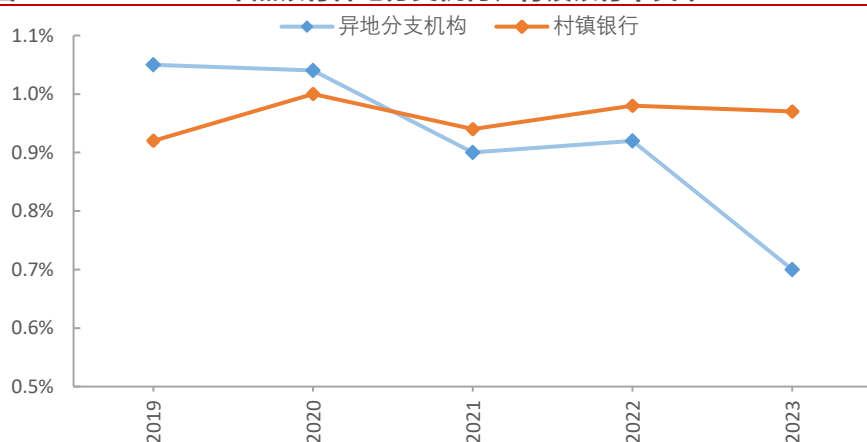
图22: 新并购村镇银行、兴福村镇银行、常熟银行成本收入比情况


资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院; 注: 另一家新并购的赣榆通商村镇银行未披露成本收入比

2.4 质：异地业务、信用贷款资产质量稳定

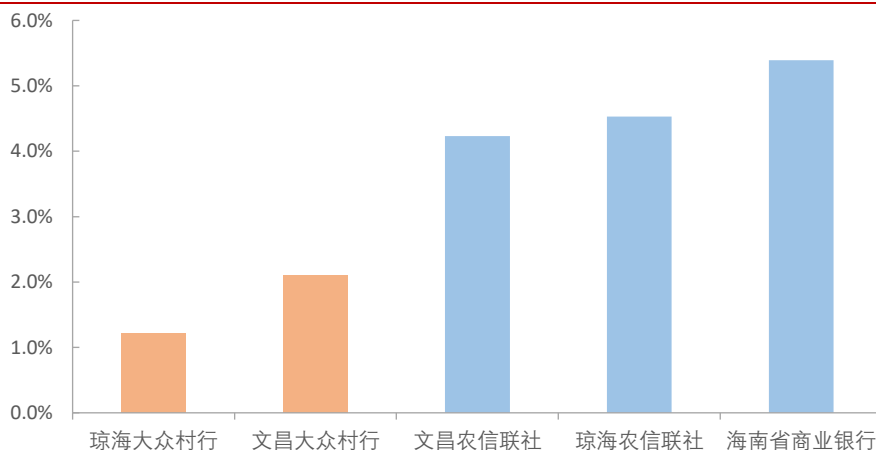
常熟地区内资产质量近年始终平稳，我们更加关注近年扩张较快的异地业务资产质量以及信用贷款资产质量：**1) 异地分支机构**：江苏省为民营经济强省，各市经济基础均较优，类似的区域环境中业务模式复制更为容易，信贷规模快速扩张的同时也守住了资产质量。**2) 异地村镇银行**：近三年兴福村行不良率基本稳定在 1%以下，且公司在并购时也优选不良包袱相对较轻的村镇银行，24 年新并购的两家海南省村行，其资产质量均优于当地农信机构与海南省银行整体水平。**3) 信用贷款**：得益于强大风控体系，信用贷款不良率控制在 0.8%以下。

图23：2019-2023 常熟银行异地分支机构、村镇银行不良率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：22 年末琼海大众、文昌大众村镇银行不良率 vs 当地银行整体水平

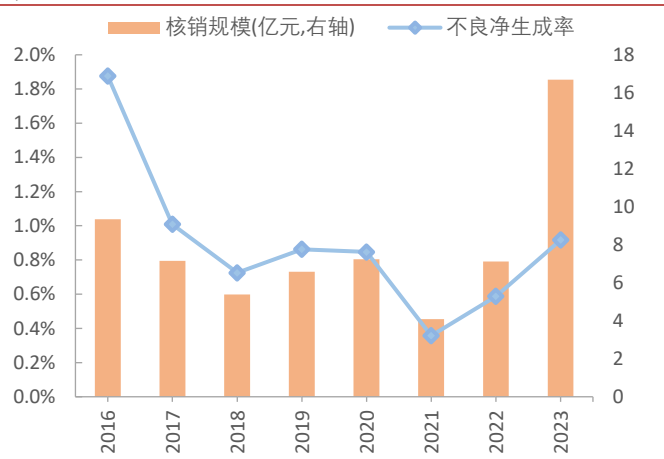


资料来源：公司公告，民生证券研究院；

注 1：江苏赣榆通商村镇银行未披露不良率；注 2：琼海市、文昌市均只有一家村镇银行，故选择当地农信联社作为可比对象，农信联社不良率最新数据截至 22 年末

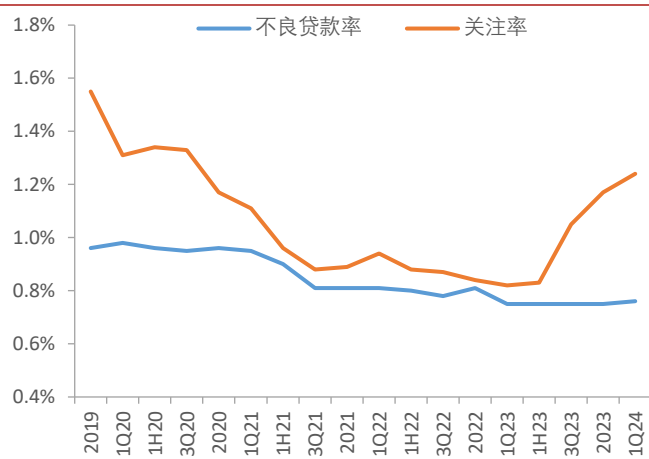
不良率有望延续优异表现。23年常熟银行不良生成率有所上升，但公司拨贷比较高，使其有能力进行较大力度的核销，不良率得以延续优异表现。同时，服务客群的下沉也有利于风险分散，或也对其核心微贷业务的资产质量提供一定支撑，23年末个人经营性贷款不良率较23H1末下降21BP至0.78%。

图25：截至2023年常熟银行不良净生成率及核销情况



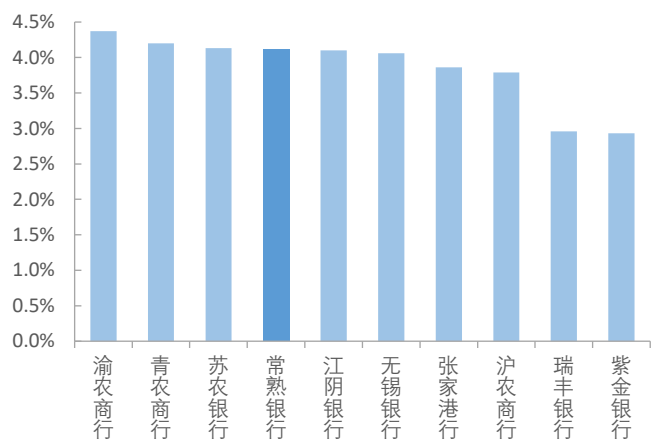
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：截至24Q1末常熟银行不良率、关注率



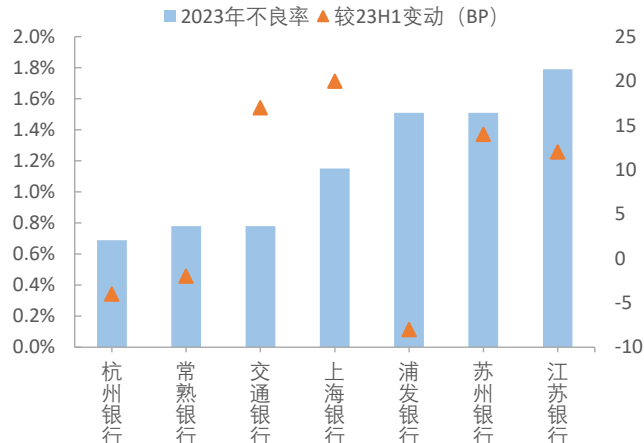
资料来源：公司公告，民生证券研究院；

图27：24Q1末上市农商行拨贷比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图28：常熟银行个人经营贷资产质量 vs 可比银行

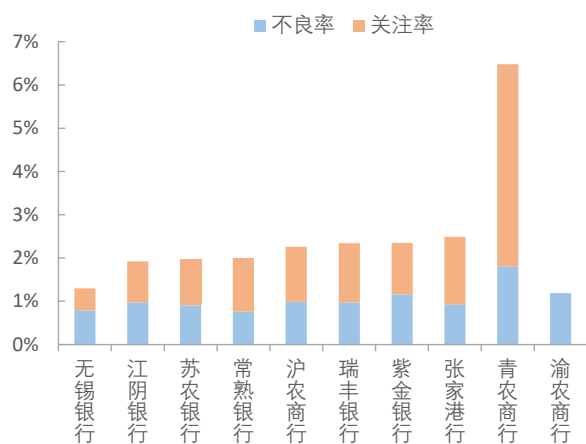


资料来源：各公司公告，民生证券研究院；

注：可比银行选择注册地位于江浙沪地区的上市银行

信用成本有望保持在较低水平。24Q1 末常熟银行不良+关注类贷款占比仍处于同业较低水平，拨备覆盖率 539%位居上市农商行首位，稳定的资产质量和充分的减值计提下，大幅计提拨备的必要性或不高，公司信用成本或有望保持在1%以下。

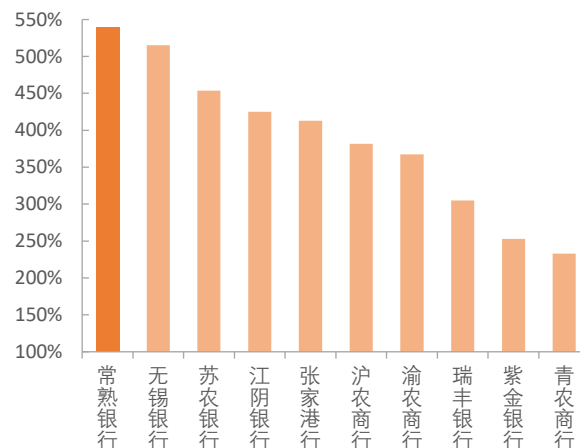
图29：24Q1 末上市农商行不良率、关注率



资料来源：各公司公告，民生证券研究院；

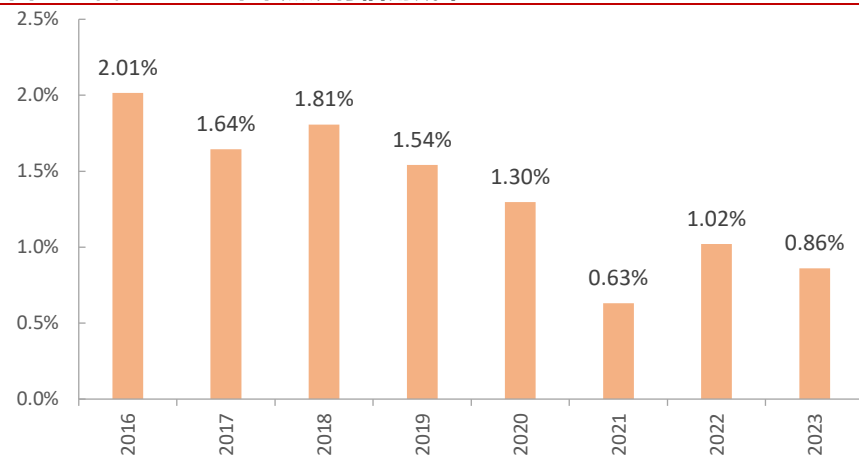
注：渝农商行 24Q1 未披露关注率

图30：24Q1 末上市农商行拨备覆盖率



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图31：截至 2023 年常熟银行信用成本



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 24 年 ROE 或至 14.3%，支撑估值长期领先

基于以上对于常熟银行量、价、质、费的分析，我们对相关重点指标做出假设，并依此测算得常熟银行 24-26ROE 水平有望达 14.3%、14.6%、14.8%。

具体假设如下：

- 常熟银行 23 年、24Q1 贷款同比分别增长 15%，考虑到江苏省信贷需求旺盛，且公司仍在持续拓展省外村镇银行版图，我们判断贷款规模仍能保持稳健增长，近两年自营投资规模较快扩张，后续增速或趋于平稳，综合下来假定 24-26 年生息资产平均增速为 15.2%、14.6%、14.0%。
- 以 23 年末作为观察时点，常熟银行 39%的存款将在 24 年内完成重定价、39%的存款在将 24 年之后的四年内完成重定价，存款重定价对净息差的支撑作用理应边际递减。但同时考虑，LPR 调降致使的存量贷款重定价也基本在 24 年完成，之后资产端收益率的影响因素主要为新发贷款利率，而常熟银行专注小微客户的特点使其新发贷款定价较具韧性。综合下来假定 24-26 年净息差分别较 23 年变动-7BP、-5BP、-3BP。
- 常熟银行中收体量小，在央行多次提示长端持债利率风险的背景下，投资端投入力度或趋于平稳，故预计营收仍主要由净利息收入贡献，假定 24-26 年净利息收入占营业收入的比重分别为 86.4%、86.9%、87.4%。
- 常熟银行最新成本收入比（24Q1 末数据）在六家高 ROE 银行中最高，主要受到旗下村镇银行拖累，而随着微贷技术在村镇银行中成熟应用，公司成本收入比向下确定性较强，假定 24-26 年成本收入比分别为 34.5%、32.5%、30.5%。
- 经济复苏进程中，零售、小微长尾客群风险上行，2023 年常熟银行不良净生成率上升至 0.9%，结合贷款期限，假定 24-26 年不良净生成率分别为 1.2%、1.0%、0.8%，伴随新生不良边际回落，公司可能适当加大拨备计提力度，假定 24-26 年信用成本分别为 0.89%、0.91%、0.94%。

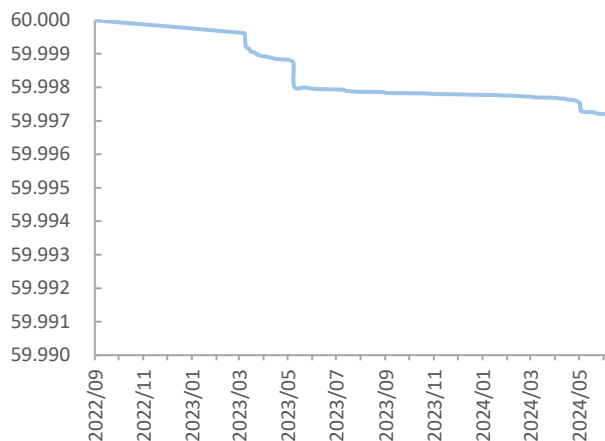
表3：常熟银行 ROE 测算结果

指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	99	110	123	138
营收 YoY	12.1%	11.9%	11.8%	12.1%
归母净利润 (亿元)	33	39	45	52
归母净利润 YoY	19.6%	18.0%	16.8%	16.1%
归属于母公司普通股 净资产 (亿元)	254	289	330	379
加权 ROE	13.7%	14.3%	14.6%	14.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

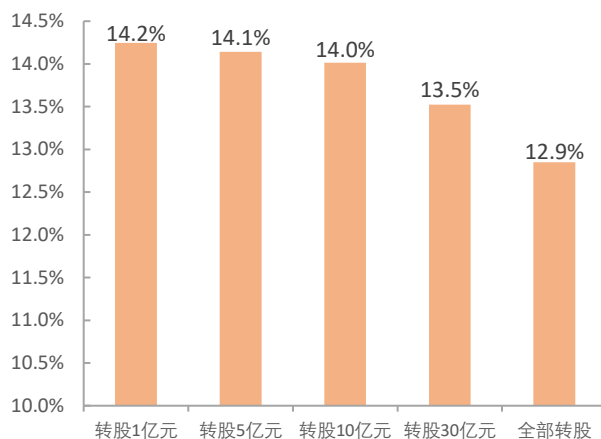
可转债转股对 ROE 摊薄效果有限。常银转债实际转股进度偏慢，我们预计剩余可转债在 24 年全部完成转股的可能性或较为有限。而即便常银转债 24 年内全部完成转股，对 24 年 ROE 的影响约为-1.4pct，摊薄后 12.9%的 ROE 仍不算低，且还未考虑可转债转股补充资本后资产投放或更为积极。

图32：常银转债未转股余额（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院；
注：最新数据披露截至 2024 年 6 月 18 日

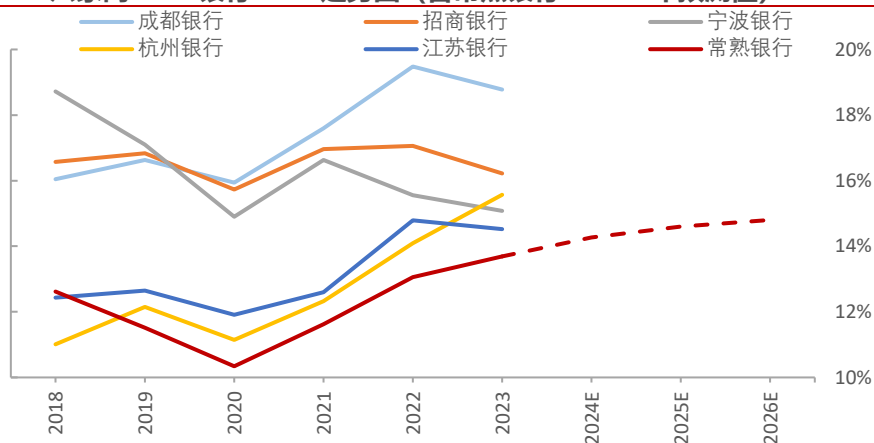
图33：剩余可转债在 24 年不同转股情况下 ROE 测算



资料来源：公司公告，民生证券研究院

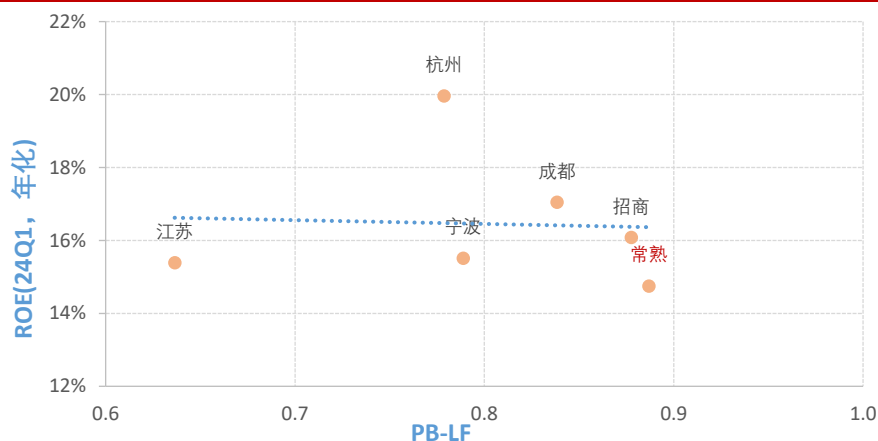
常熟银行 PB 估值有望长期领先。现阶段，六家高 ROE 银行中，常熟银行 PB 估值已经位居首位，放宽范围到 A 股上市银行，公司 PB 也位居前列。我们判断后续这一情况或将延续，原因在于，公司的 ROE 仍将保持向上趋势，这是公司维持高 PB 估值的重要支撑因素。

图34：六家高 ROE 银行 ROE 走势图（含常熟银行 24-26 年预测值）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

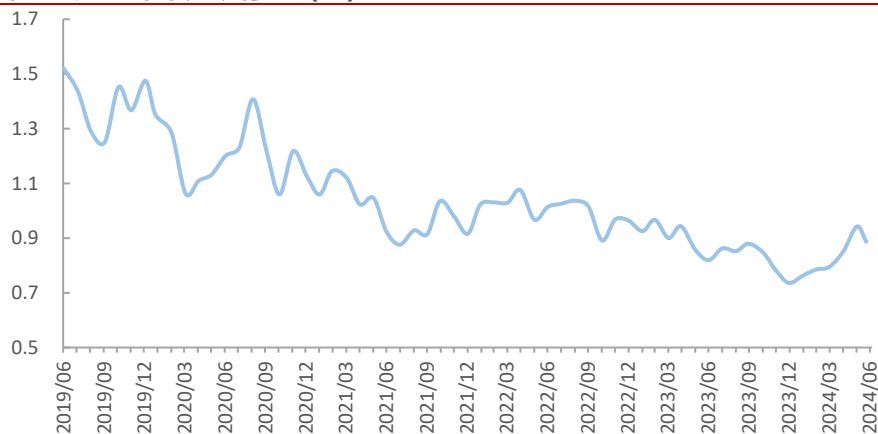
图35: 6家高ROE银行PB-ROE图



资料来源: iFinD, 民生证券研究院; 注: 数据取自 2024 年 6 月 21 日收盘价

高 PB 也并非意味着没有估值修复空间。从常熟银行历史估值来看, 当前公司估值虽在银行同业中处于领先位置, 但仍处于历史低位, 优异的 ROE 表现或能逐步消化当前的高 PB, 支持公司估值再向上。

图36: 近 5 年常熟银行 PB(LF)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院; 注: 数据截至 2024 年 6 月 21 日

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1、规模增速：常熟银行深耕民营经济发达的江苏地区，在江苏省内分支机构布局较为广泛，充分受益于区域旺盛信贷需求的同时，稳步并购异地村镇银行，信贷及资产扩张能力较为强劲。我们预测 24-26 年贷款同比增速为 14.5%、14.3%、14.0%，总资产同比增速为 15.3%、15.2%、13.9%。

2、净息差：常熟银行微贷技术成熟，客户集中于小微客群，贷款收益率较高。做小做散做信用战略下，资产端收益率下行趋势有望缓解，同时负债端定期存款占比高，较受益于存款挂牌利率调降。我们预测 24-26 年净息差为 2.66%、2.61%、2.58%。

3、非息收入：经济复苏进程中，中收增长或延续承压，债市行情演绎具有不确定性，其他非息收入增速可能波动。我们预测 24-26 年非息收入同比增速为 9.7%、7.7%、7.9%，净手续费收入同比增速为 5%、4%、3%。

4、资产质量：常熟银行不良率和拨备覆盖率处于同业较优水平，异地扩张的同时守住了资产质量，后续公司资产质量指标有望持续优秀。我们预测 24-26 年不良贷款率为 0.67%、0.60%、0.60%，拨备覆盖率 499%、484%、469%。

根据以上假设，我们预计 24-26 年公司营收为 110.4、123.5、138.5 亿元，增速分别为 11.9%、11.8%、12.1%；24-26 年公司归母净利润为 38.7、45.2、52.5 亿元，增速分别为 18.0%、16.8%、16.1%。

4.2 估值分析

上市银行中，选择江苏地区盈利能力相对较优的农商行作为可比公司，常熟银行 2024 年 6 月 21 日收盘价对应 0.7 倍 24 年 PB，高于可比同业均值，但基于以下原因，我们认为其估值溢价具备合理性：1) 常熟银行近三年 ROE 在上市银行中处于领先地位，而基于前文对于其量、价、质、费的分析，公司有望继续保持较优的盈利能力，ROE 水平或能在上市行中继续保持领先地位；2) 可比公司 2024-2026 年 EPS 预测值复合增速均值为 8.4%，常熟银行该数值为 16.4%，高于可比公司均值。

表4: 可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB (倍)			2024E-2026E EPS 复合增速
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
603323.SH	苏农银行	4.7	1.07	1.17	1.29	0.6	0.5	0.5	9.8%
600908.SH	无锡银行	5.26	1.10	1.19	1.29	0.6	0.5	0.5	8.1%
002839.SZ	张家港行	3.93	0.87	0.93	1.00	0.5	0.5	0.4	7.2%
	均值		1.01	1.10	1.19	0.6	0.5	0.5	8.4%
	中位数		1.07	1.17	1.29	0.6	0.5	0.5	8.1%
601128.SH	常熟银行	7.33	1.41	1.65	1.91	0.7	0.6	0.6	16.4%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; 注: 股价为 2024 年 6 月 21 日收盘价, 张家港行数据采用 wind 一致预期

4.3 投资建议

量、价、质、费的优秀表现下, 常熟银行 ROE 有望延续向上趋势, 支撑公司估值继续领先同业。当前 PB 估值提升空间仍较充足, 优秀的盈利表现有望继续支持公司估值向上。预计 24-26 年 EPS 分别为 1.41、1.65 和 1.91 元, 2024 年 6 月 21 日收盘价对应 0.7 倍 24 年 PB, 维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 区域信用风险暴露：若特定行业或领域信用风险加速暴露，可能对银行资产质量产生冲击，进而影响利润增速。

2) 宏观经济波动超预期：受外部环境及内需影响，如果经济增速面临一定下行压力，居民、企业信贷需求走弱，行业扩张放缓。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	85	95	107	121
手续费及佣金	0	0	0	0
其他收入	4	3	3	3
营业收入	99	110	123	138
营业税及附加	-1	-1	-1	-1
业务管理费	-36	-38	-40	-42
拨备前利润	62	72	83	96
计提拨备	-21	-25	-29	-33
税前利润	40	47	54	62
所得税	-5	-6	-7	-8
归母净利润	33	39	45	52

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	2,224	2,547	2,910	3,317
同业资产	59	54	52	49
证券投资	874	1,025	1,205	1,376
生息资产	3,342	3,829	4,389	4,988
非生息资产	93	111	135	161
总资产	3,345	3,855	4,439	5,056
客户存款	2,545	2,997	3,507	4,044
其他计息负债	1	1	1	1
非计息负债	177	181	190	193
总负债	3,073	3,545	4,085	4,651
股东权益	271	309	354	406

每股指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股净利润(元)	1.20	1.41	1.65	1.91
每股拨备前利润(元)	2.25	2.62	3.02	3.48
每股净资产(元)	8.99	10.54	12.05	13.81
每股总资产(元)	122.03	140.64	161.95	184.48
P/E	6	5	4	4
P/PPOP	3	3	2	2
P/B	0.8	0.7	0.6	0.5
P/A	0.06	0.05	0.05	0.04

利率指标	2023A	2024E	2025E	2026E
净息差(NIM)	2.73%	2.66%	2.61%	2.58%
净利差(Spread)	2.70%	2.67%	2.64%	2.62%
贷款利率	5.81%	5.74%	5.70%	5.68%
存款利率	2.28%	2.23%	2.20%	2.19%
生息资产收益率	5.00%	4.93%	4.88%	4.85%
计息负债成本率	2.30%	2.26%	2.24%	2.23%

盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
ROAA	1.13%	1.13%	1.13%	1.14%
ROAE	13.7%	14.3%	14.6%	14.8%

收入增长	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润增速	19.6%	18.0%	16.8%	16.1%
拨备前利润增速	15.2%	16.1%	15.2%	15.5%
税前利润增速	18.8%	15.7%	15.4%	15.1%
营业收入增速	12.1%	11.9%	11.8%	12.1%
净利息收入增速	11.7%	12.2%	12.4%	12.8%
手续费及佣金增速	-82.8%	5.0%	4.0%	3.0%
营业费用增速	7.1%	4.7%	5.3%	5.2%

规模增长	2023A	2024E	2025E	2026E
生息资产增速	15.9%	14.6%	14.6%	13.6%
贷款增速	15.0%	14.5%	14.3%	14.0%
同业资产增速	-6.5%	-8.0%	-5.0%	-5.0%
证券投资增速	20.6%	17.3%	17.5%	14.3%
其他资产增速	15.5%	19.4%	21.7%	20.0%
计息负债增速	18.2%	16.2%	15.8%	14.4%
存款增速	19.2%	17.8%	17.0%	15.3%
同业负债增速	35.8%	15.0%	14.0%	13.0%
股东权益增速	12.5%	14.0%	14.4%	14.6%

存款结构	2023A	2024E	2025E	2026E
活期	20.5%	21.0%	21.5%	22.0%
定期	70.5%	70.0%	69.5%	69.0%
其他	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

贷款结构	2023A	2024E	2025E	2026E
企业贷款(不含贴现)	34.8%	34.8%	34.8%	34.8%
个人贷款	59.4%	59.4%	59.4%	59.4%
票据贴现	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%

资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E
不良贷款率	0.75%	0.67%	0.60%	0.60%
正常	98.08%	98.18%	98.27%	98.28%
关注	1.17%	1.15%	1.13%	1.12%
次级	0.63%	0.62%	0.61%	0.60%
可疑	0.07%	0.06%	0.05%	0.04%
损失	0.05%	-0.01%	-0.06%	-0.04%
拨备覆盖率	537.9%	499.4%	484.2%	469.2%

资本状况	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	13.86%	13.34%	12.91%	12.56%
核心资本充足率	10.42%	10.29%	10.21%	10.17%
资产负债率	91.89%	91.98%	92.03%	91.98%

其他数据	2023A	2024E	2025E	2026E
总股本(亿元)	27.4	27.4	27.4	27.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；注：利润表负值表示对营收、利润负向影响

插图目录

图 1: 常熟银行截至 24Q1 末业绩同比增速 (累计)	3
图 2: 常熟银行 ROE 杜邦分解	3
图 3: 六家高 ROE 银行 2023 年 ROE 杜邦分解	4
图 4: 六家高 ROE 银行 2023 年营收结构	5
图 5: 六家高 ROE 银行 2023 年不良率	5
图 6: 六家高 ROE 银行 2023 年贷款结构	5
图 7: 六家高 ROE 银行 2023 年存款结构	5
图 8: 六家高 ROE 银行 2023 年生息资产收益率	5
图 9: 六家高 ROE 银行 2023 年计息负债成本率	5
图 10: 六家高 ROE 银行 2020-2023 年 ROE 走势	6
图 11: 2022-2024 常熟银行 ROE 目标与实际值	6
图 12: 新并购村镇银行和兴福村镇银行总资产、贷款增速	8
图 13: 截至 2023 末常熟银行贷款分部同比增速	8
图 14: 24Q1 末上市农商行贷款规模 (亿元) 及增速	8
图 15: 2023 年上市农商行贷款收益率	9
图 16: 2023 年末常熟银行贷款客户结构图	9
图 17: 2019-2023 常熟银行信用卡占比	10
图 18: 2019-2023 常熟银行信用卡、总贷款不良率	10
图 19: 截至 2023 末上市农商行存款期限结构	10
图 20: 截至 24Q1 末常熟银行成本收入比	11
图 21: 截至 2023 末兴福村镇银行成本收入比	11
图 22: 新并购村镇银行、兴福村镇银行、常熟银行成本收入比情况	11
图 23: 2019-2023 常熟银行异地分支机构、村镇银行不良率	12
图 24: 22 年末琼海大众、文昌大众村镇银行不良率 vs 当地银行整体水平	12
图 25: 截至 2023 年常熟银行不良净生成率及核销情况	13
图 26: 截至 24Q1 末常熟银行不良率、关注率	13
图 27: 24Q1 末上市农商行拨贷比	13
图 28: 常熟银行个人经营贷资产质量 vs 可比银行	13
图 29: 24Q1 末上市农商行不良率、关注率	14
图 30: 24Q1 末上市农商行拨备覆盖率	14
图 31: 截至 2023 年常熟银行信用卡成本	14
图 32: 常银转债未转股余额 (亿元)	16
图 33: 剩余可转债在 24 年不同转股情况下 ROE 测算	16
图 34: 六家高 ROE 银行 ROE 走势图 (含常熟银行 24-26 年预测值)	16
图 35: 6 家高 ROE 银行 PB-ROE 图	17
图 36: 近 5 年常熟银行 PB(LF)	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2023 年江苏地区上市农商行省内网点覆盖情况	7
表 2: 截至 2024 年 5 月末常熟银行投资管理行并购、增持情况	7
表 3: 常熟银行 ROE 测算结果	15
表 4: 可比公司 PB 数据对比	19
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026