

银行

2018年11月19日

常熟银行 (601128)

——十年磨一剑，服务小微的标杆性银行

报告原因：调整投资评级

买入 (上调)

市场数据：2018年11月16日

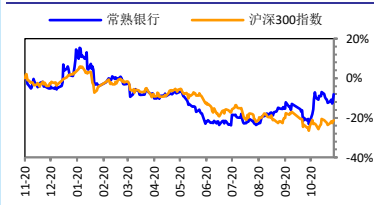
收盘价(元)	6.69
一年内最高/最低(元)	8.94/5.42
市净率	1.2
息率(分红/股价)	2.69
流通A股市值(百万元)	6672
上证指数/深证成指	2679.11/8062.29

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018年09月30日

每股净资产(元)	5.46
资产负债率%	92.21
总股本/流通A股(百万)	2223/997
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《常熟银行(601128)点评：业绩高增超预期，不良再降强拨备》2018/10/23
 《常熟银行(601128)点评：高息差低不良，走出特色新农商》2018/08/24

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com

研究支持

李晨 A0230118010010
lichen2@swsresearch.com
郑庆明 A0230117080003
zhengqm@swsresearch.com

联系人

郑庆明
(8621)23297818×7597
zhengqm@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

本篇报告从小微业务的持续性和资产质量两大预期差角度诠释常熟银行基本面。在当前政策扶持民企的大环境下，常熟银行以过去长达十年小微业务发展模式成功证明了自己，同时我们估算常熟银行在“一二五”目标下民企贷款占比已经达标，未来必将是政策红利的显著受益者。从长期来看，常熟银行业绩持续高增长、处于上升通道的ROE将助力估值水平再上台阶。

- **业绩高增长主要受益于差异化个贷摆布带来的量价齐升。**18年以来常熟银行营收、PPOP、业绩增速全面回升，其主要归功于以经营性贷款为主的差异化信贷结构。具体而言，零售贷款28.3%的增速驱动贷款同比增长22.7%，和大行、发力消费贷的银行都不同，常熟银行以个人经营性贷款为主，占零售贷款比重高达63.4%。这种差异化的发展战略使得贷款收益率远远高于可比同业，1H18零售贷款、总贷款收益率分别高达8.0%、6.8%，位居上市银行之首。
- **更强的贷款定价能力源自成功的小微业务发展模式。**十年磨一剑，常熟银行成熟的小微发展模式“来者未必可追”。具体来看，(1)队伍强大：早期“人海战术”和后期“信贷工厂”双剑合璧，为常熟银行发展小微业务打造队伍壁垒；(2)分支机构：常熟银行省内异地分行数量最多，卡位优势体现得淋漓尽致。异地营业利润占比已经过半，充分验证异地业务经营成效。同时作为省内唯一一家具有村镇银行批量化组建资格的农商行，常熟银行以实际行动证明小微业务的成功可以复制；(3)战略高度：稳定的管理层是长期发展小微业务的坚实后盾。展望未来，我们认为人均产能提升和“黑马”村镇银行的发展潜力将成为未来业绩增长的有效着力点。
- **优秀的贷款定价能力成就高盈利，而更下沉的网点布局和异地贡献也将进一步夯实存款基础，为业绩持续增长增厚财务余量。**(1)3Q18存款同比增长15.8%，大幅高于上市银行平均水平8%，而存款占比17年末亦提升2个百分点至75.4%。伴随存款基础逐步夯实，常熟银行存款成本在15年攀顶后显著回落至1H18的2%。(2)我们预计异地分支机构对存款增长的贡献将持续提升。当前常熟银行异地分行、村镇银行数量最多，这是区别于其他农商行的巨大优势。17年末常熟银行异地存款占比为17%，而截至18年9月末，异地存款占比提升至27.2%，我们初步估算异地存款环比年初大幅增长85%。当前机构下沉工作仍处于初期阶段，伴随分行下属支行的逐步扩张和村镇银行的持续发力，异地存款必然为存款业务创造新的增长空间。
- **资产质量显著优于同业，小微信贷风险好于市场预期。**常熟银行在2016年更早出现不良拐点，3Q18不良率已经降低至1.00%，同时“逾期90天以上贷款/不良贷款”已经低至62.2%。对于投资者普遍担忧的小微信贷风险，我们认为：一方面，前端小微客户经理与客户深度绑定，在草根调研、采集信息及贷后管理等方面均保持紧密联系；另一方面，“半自动化”信贷工厂前后分割，客观授信，小微客户经理并未涉及其中；再者，小企业违约成本相对较高，个人违约或将面临终身追责，同时灵活的经营体制可以让小企业将其他营运成本降至最低。根据我们调研，常熟银行小微贷款不良率不及1%，低于总贷款不良率。
- **估值溢价并不充分，给予19年1.4倍PB，纳入A股银行首推组合。**从基本面的角度出发，选取核心盈利能力强、ROE提升、资产质量优异的招商银行、南京银行、宁波银行作为可比公司，3家银行2018-2020年平均PB为1.28X/1.15X/1.01X，常熟银行2018年PB较之折价4%。考虑到独特的小微发展战略、优异的资产质量、充足的拨备余量叠加持续回升的ROE，预计2018-2019年归母净利润同比增长25.8%、26.3%、27.2%（维持原预测），给予19年目标估值1.4X PB，当前股价对应19年1.07X PB，对应30.8%的上行空间，投资评级由“增持”上调至“买入”，纳入A股银行首推组合。
- **风险提示：**经济大幅下行引发行业不良风险；宽货币环境持续息差或将承压。

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,997	4,280	5,817	6,750	7,747
同比增长率(%)	11.66	18.27	16.41	16.05	14.77
净利润(百万元)	1,264	1,120	1,590	2,008	2,554
同比增长率(%)	21.51	25.32	25.78	26.30	27.17
每股收益(元/股)	0.57	0.50	0.70	0.88	1.13
ROE(%)	12.1	9.2	13.7	14.7	16.2
市盈率	11.8		9.6	7.6	5.9
市净率	1.4		1.2	1.1	0.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE，与附表1略有差异。每股收益基于普通股股东净利润(2018-2020年分别为1548/1966/2512百万元)计算得到。

投资案件

投资评级与估值

给予 19 年 1.4 倍 PB，投资评级由“增持”上调至“买入”，纳入 A 股银行首推组合。从基本面的角度出发，选取核心盈利能力强、ROE 提升、资产质量优异的招商银行、南京银行、宁波银行作为可比公司，3 家银行 2018-2020 年平均 PB 为 1.28X/1.15X/1.01X，常熟银行 2018 年 PB 较之折价 4%。考虑到独特的小微发展战略、优异的资产质量、充足的拨备余量叠加持续回升的 ROE，预计 2018-2019 年归母净利润同比增长 25.8%、26.3%、27.2%，给予 19 年目标估值 1.4X PB，当前股价对应 19 年 1.07XPB，对应 30.8%的上行空间，投资评级由“增持”上调至“买入”。

关键假设点

差异化的信贷结构赋予较强的贷款定价能力从而支撑息差企稳回升，叠加当前息差处于上市银行高位，预计 2018-2020 年息差分别同比提升 2bps/1bp/1bp。

考虑到常熟银行是异地分支机构、村镇银行为省内数量最多的农商行，伴随小微业务的成功复制，预计 2018-2020 年贷款增速中枢保持在 16%左右。

由于个人经营性贷款具备弱周期特征，叠加当前常熟银行小微贷款不良率更低于总贷款不良率，预计 2018-2020 年不良率分别为 0.98%、0.95%、0.91%。同时判断信贷成本逐步下行，预计 2018-2020 年信贷成本分别为 1.4%，1.1%，0.8%。

有别于大众的认识

市场或认为小微企业模式已然普遍，但我们认为常熟银行的小微业务模式仍然具备较高壁垒，具体体现在：**(1) 队伍强大**：早期“人海战术”和后期“信贷工厂”双剑合璧，为常熟银行发展小微业务打造队伍壁垒；**(2) 分支机构**：常熟银行省内异地分行数量最多，卡位优势体现得淋漓尽致。同时作为省内唯一一家具有村镇银行批量化组建资格的农商行，目前 30 家村镇银行基本实现盈利，常熟银行以实际行动证明“小微业务的成功可以复制”；**(3) 战略高度**：稳定的管理层是长期发展小微业务的坚实后盾。

市场担忧在经济下行周期中小微企业抗风险能力相对较弱或积累不良风险。但我们认为，常熟银行小微业务是定位个人经营性贷款客户，这类小微客户发生道德风险的概率远低于大企业。一方面，前端小微客户经理与客户深度绑定，在草根调研、采集信息及贷后管理等方面均保持紧密联系；另一方面，“半自动化”信贷工厂前后分割，客观授信，小微客户经理并未涉及其中；再者，对于小企业而言，个人违约或将面临终身追责，同时灵活的经营体制可以让小企业将其他营运成本降至最低。

股价表现的催化剂

小微业务人均产能显著提升；村镇银行实现持续盈利。

核心假设风险

经济大幅下行引发行业不良风险；宽货币环境持续息差或将承压。

目录

1. 高盈利源自更强的资产端议价能力.....	6
1.1 业绩增速创新高，高息差确立绝对优势.....	6
1.2 以经营性贷款为主的小微模式赋予更强的贷款定价能力	7
2. 深耕小微业务，成为业绩持续高增的核心基石	9
2.1 强大的小微团队规模构建队伍壁垒.....	9
2.2 异地分支行诠释“卡位优势”，村镇银行验证小微业务的成功复制	11
2.3 稳定的管理层是长期发展小微业务的坚实后盾	13
2.4 未来展望：提升人均产能和“黑马”村镇银行将成为业绩增长的有效着力点	14
3. 网点下沉叠加异地潜力，存款基础进一步夯实	14
4. 资产质量显著好于同业，小微贷款不良率并不高	16
5. 给予 19 年 1.4 倍 PB，上调至买入评级	19
5.1 相对估值法下常熟银行估值溢价并不充分	19
5.2 持续提升的 ROE 有望驱动价值重估.....	19

图表目录

图 1: 常熟银行盈利指标全线回升	6
图 2: 常熟银行归母净利润增速位居 25 家银行之首	6
图 3: 17 年以来常熟银行 ROE 持续回升	7
图 4: 常熟银行净利息收入增长驱动营收端改善	7
图 5: 常熟银行净息差企稳回升	7
图 6: 常熟银行息差大幅领先于其他上市银行.....	7
图 7: 常熟银行零售贷款保持近 30%增长	8
图 8: 常熟银行零售贷款占比已经趋近 50%.....	8
图 9: 常熟银行零售贷款以经营性贷款为主(1H18)	8
图 10: 常熟银行经营性贷款占比为城农商行最高	8
图 11: 16 年后常熟银行小微团队规模保持稳定.....	10
图 12: 16 年后常熟银行小微贷款规模仍保持较快增长	10
图 13: 图解常熟银行信贷工厂审批流程.....	11
图 14: 常熟银行异地分行数量大幅领先同业.....	12
图 15: 1H18 常熟银行异地利润贡献超 50%.....	12
图 16: 常熟银行异地贷款占比稳步提升.....	12
图 17: 异地区域贷款占比在上市农商行中为最高水平	12
图 18: 截至 9 月末, 常熟银行已在江苏、河南、湖北、云南设立村镇银行	13
图 19: 常熟银行员工数量大幅高于同业 (单位: 人)	14
图 20: 常熟银行员工薪酬支出显著与同业拉开差距	14
图 21: 常熟银行存款增速显著高于上市银行平均水平	15
图 22: 常熟银行存款成本处于历史低位.....	15
图 23: 常熟银行存款占比保持较高水平.....	15
图 24: 常熟银行个人存款占比最高.....	15
图 25: 江苏省不良率远远低于全国平均水平.....	16
图 26: 90%的贷款均分布在江苏省内 (1H18)	16
图 27: 常熟银行压降对公, 向零售贷款倾斜.....	16
图 28: 常熟银行 2016 年出现不良拐点	16

图 29: 常熟银行零售贷款占比高于同业平均	17
图 30: 不良率远远低于其他银行, 且持续改善	17
图 31: 常熟银行关注率、逾期率持续降低.....	17
图 32: 常熟银行逾期贷款占比为农商行最低水平	17
图 33: 常熟银行不良认定保持严格.....	18
图 34: 常熟银行 90 天以上逾期/不良处于行业低位.....	18
图 35: 3Q18 拨备覆盖率季度环比提升 20.4 个百分点	18
图 36: 常熟银行拨备覆盖率先同业	18
表 1: 上市银行贷款定价水平一览表 (18 年中报数据)	8
表 2: 可比银行估值表 (2018 年 11 月 16 日)	19
表 3: 常熟银行 ROE 持续回升, ROA 明显高于同业.....	20

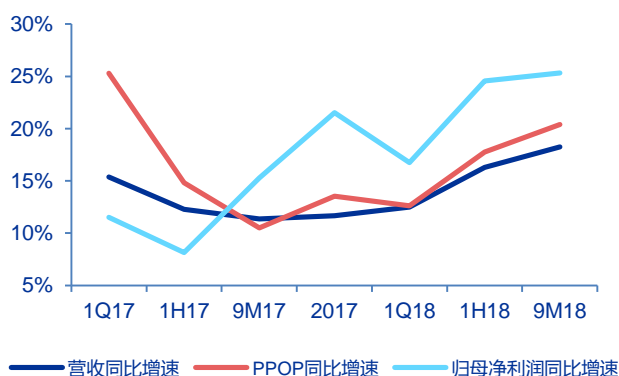
17年以来严监管环境、18年经济增长初显乏力、近期对小微企业显著的政策倾斜尤其是11月8日郭树清主席针对民营企业贷款提出的“一二五”目标，都让投资者对城农商行的关注度持续升温。不可否认，中小企业信贷风险高于大型企业，在市场形成经济下行的一致预期下，以中小企业为主要客群的城农商行难免会受到投资者对资产质量的质疑。但正因如此，预期差往往更容易被忽略，对于外在恰逢政策东风、内在经营独具特色无历史不良包袱的“金子”银行，我们不能一概而论，而常熟银行便是如此。（1）一方面，对于“一二五”目标事实上常熟银行已经达标，更早深耕小微的发展战略让常熟银行成为当前监管环境下的最大受益者。（2）另一方面，与其他地方性银行不同，常熟银行走出以经营性贷款为重心的差异化道路，独特的小微业务模式使其兼具“高收益+低风险”特征。本篇报告以常熟银行高盈利入手，挖掘业绩持续高增长的核心因素，并修正投资者对常熟银行小微模式持续性和资产质量存在的预期差。我们认为，常熟银行差异化的小微经营模式、非常优秀的资产质量恰恰能够在当前宏观经济不确定因素加大的环境中更加脱颖而出。

1. 高盈利源自更强的资产端议价能力

1.1 业绩增速创新高，高息差确立绝对优势

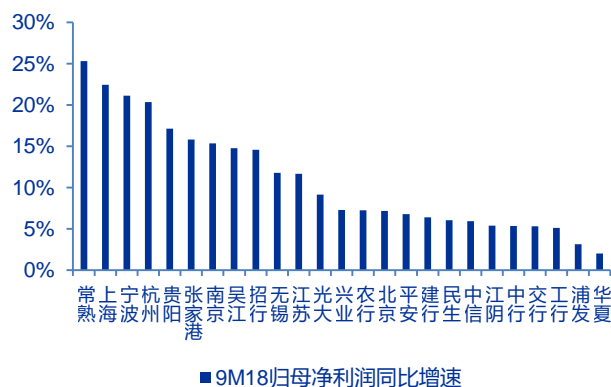
18年以来常熟银行营收、PPOP、业绩增速全面回升，稳定、持续增长的核心趋势基本确立。常熟银行于16年9月30日上市，相对于老16家上市银行而言，此前投资者对常熟银行的关注、认识或并未充分。从业绩表现来看，17年三季报开始常熟银行归母净利润重回两位数增长，且营收增速逐步回升。而进入18年以来，常熟银行业绩增长两次超出市场预期，9M18归母净利润同比增长超25%，达到25家上市银行的最高水平，营收端亦加速修复，营收、PPOP分别同比增长18.3%、20.4%，远高于上市银行平均水平7.9%、9.4%。我们认为，过去一年中常熟银行持续、显著的利润表修复有力证明其核心盈利能力的确定性提升，驱动ROE回归上升通道。

图 1：常熟银行盈利指标全线回升

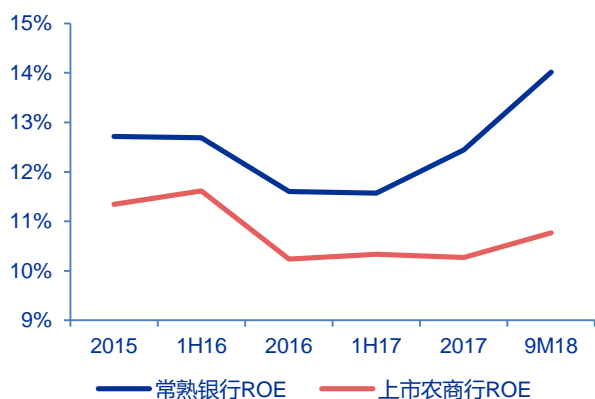


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 2：常熟银行归母净利润增速位居 25 家银行之首



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 3：17 年以来常熟银行 ROE 持续回升


资料来源：公司财报，申万宏源研究

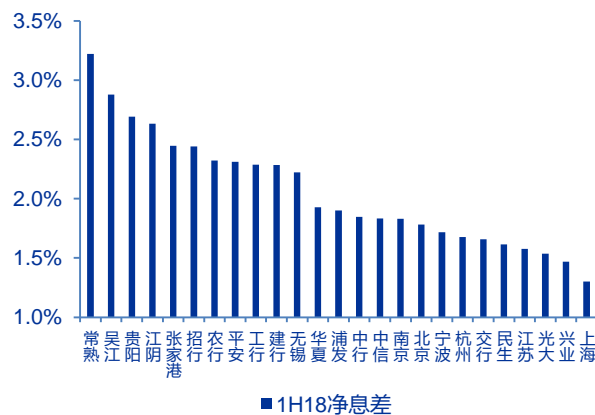
图 4：常熟银行净利息收入增长驱动营收端改善


资料来源：公司财报，申万宏源研究

净利息收入增长展现“微笑曲线”推动营收发力，息差表现大幅优于同业。不难发现，常熟银行净利息收入同比增速自 17 年末触底后持续提升，9M18 同比增长 17.2%，与营收同比增速剪刀差持续收窄。与此同时，常熟银行净息差开始企稳回升，1H18 息差位居上市银行之首，同时我们测算 3Q18 单季度年化净息差环比回升 4bps 至 3.03%，确立息差的绝对优势。

图 5：常熟银行净息差企稳回升


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 6：常熟银行息差大幅领先于其他上市银行


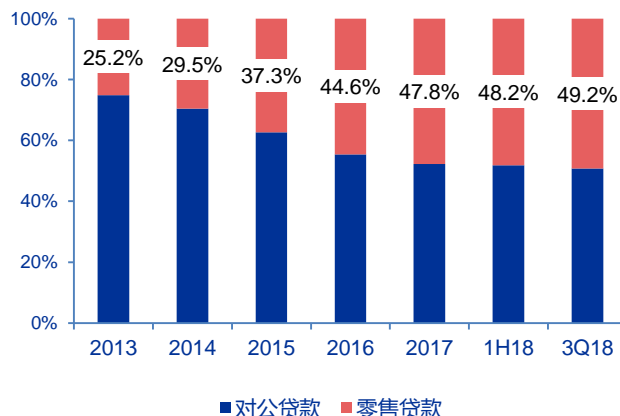
资料来源：公司财报，申万宏源研究

1.2 以经营性贷款为主的小微模式赋予更强的贷款定价能力

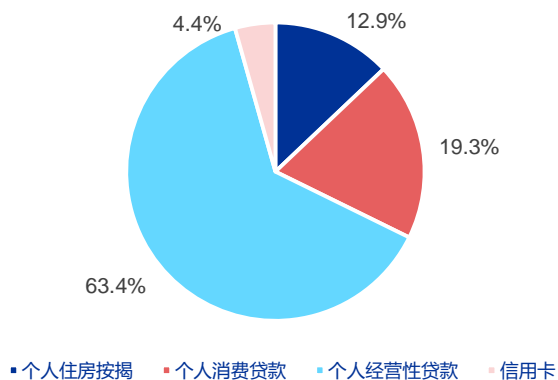
信贷高增贡献业绩增长，差异化信贷结构成就高息差。从业绩驱动因子来看，规模扩张是业绩高增长的核心驱动因素，其中零售贷款 28.3% 的增速驱动贷款同比增长 22.7%。当前零售贷款基本上与对公贷款平分秋色，零售贷款占比已经高达 49.2%，稳居上市银行前列。和大行、发力消费贷的银行都不同，常熟银行以个人经营性贷款为主，占零售贷款比重高达 63.4%。这种差异化的发展战略使得贷款收益率远远高于可比同业，1H18 零售贷款、总贷款收益率分别高达 8.0%、6.8%，位居上市银行之首。更强的贷款议价能力是常熟银行息差持续领先于同业的主要原因。

图 7：常熟银行零售贷款保持近 30% 增长

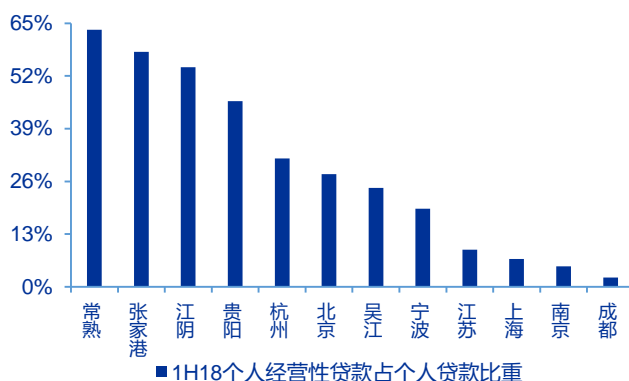

资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 8：常熟银行零售贷款占比已经趋近 50%


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 9：常熟银行零售贷款以经营性贷款为主(1H18)


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 10：常熟银行经营性贷款占比为城农商行最高


资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 1：上市银行贷款定价水平一览表 (18 年中报数据)

上市银行	对公贷款收益率	零售贷款收益率	总贷款收益率
常熟银行	5.96%	8.00%	6.77%
平安银行	4.75%	7.41%	6.16%
宁波银行	5.08%	6.83%	5.60%
浦发银行	4.57%	6.45%	5.31%
上海银行	4.67%	6.28%	5.10%
贵阳银行	5.75%	6.10%	5.82%
南京银行	5.28%	5.99%	5.46%
招商银行	4.21%	5.93%	5.08%
吴江银行	5.81%	5.55%	5.77%
交通银行	4.50%	5.43%	4.81%
民生银行	4.89%	5.41%	5.07%
建设银行	4.31%	4.57%	4.31%
成都银行	5.07%	4.55%	4.93%

中信银行	4.99%	4.48%	4.80%
兴业银行	4.82%	4.43%	4.68%
农业银行	4.44%	4.41%	4.39%
光大银行	4.72%	4.40%	4.60%
工商银行	4.40%	4.39%	4.33%
中国银行	4.44%	4.34%	4.40%
无锡银行	5.22%	4.23%	5.09%
华夏银行	5.31%	4.14%	5.03%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

显然，以经营性贷款为重心的小微发展模式恰恰能够让常熟银行在这一轮监管环境中成为最大受益者。11月7日，郭树清主席针对民营企业贷款提出“一二五”目标，即在新增的对公贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增对公贷款的比例不低于50%。当前银行对“民营企业贷款”的统计口径尚待监管进一步明确，我们初步按照“小型企业以民企居多”粗略估算目前常熟银行已经达标。截至三季度末，常熟银行贷款总额达918.6亿元，其中对公贷款为414.8亿元，根据我们调研，当前以工信部口径核算常熟银行大中型企业贷款不及对公贷款的1/4，显然小企业贷款占比已经达标，我们判断增量占比或将更高。因此，乘政策东风，在扶持民营企业经营发展的监管环境下，预计未来常熟银行将享有更多政策红利。

2. 深耕小微业务，成为业绩持续高增的核心基石

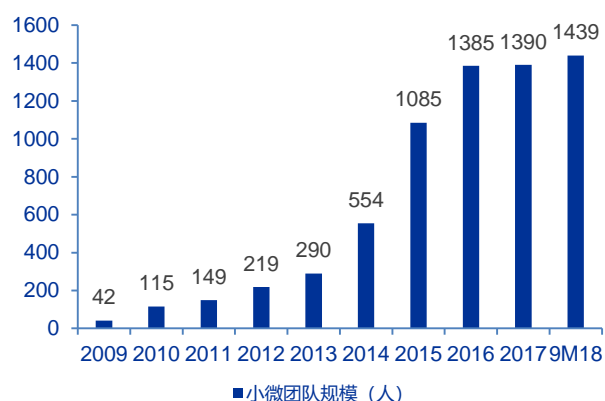
十年磨一剑，来者未必可追。地方性银行以满足当地居民、中小企业金融需求为发展导向，跨区域扩张受限使得地方性银行在深耕本地市场的同时也面临着较大的竞争压力。常熟银行自2009年开始布局零售小微业务，区域化、草根化、精细化地服务个人经营性贷款客户，这既是“细活累活”，前期需要投入大量人力资源作为支撑，后期更加注重客户黏性的培养；同时也是公司战略层面长期坚定的发展信念，并非一蹴而就。本节将详细分析常熟银行服务中小企业尤其是小微企业的五大亮点：**强大的队伍建设、“半自动化”信贷工厂、分支异构的卡位优势、特有的村镇银行布局、稳定的管理层**。正因如此，常熟银行方可确立高息差、高盈利的基本面优势。

2.1 强大的小微团队规模构建队伍壁垒

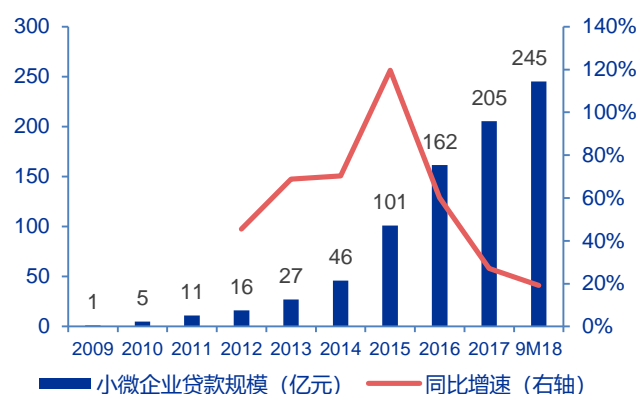
早期“人海战术”和后期“信贷工厂”双剑合璧，为常熟银行发展小微业务打造队伍壁垒：

常熟银行零售业务的目标客群定位小微企业和个体工商户，和大中型银行不同，常熟银行小微贷款户均规模仅为20万左右，在小微信贷方面更有自己独特的营销策略：自2003年起推行客户经理制，主动上门收集、分析客户信息，通过线上、线下渠道加强与客户的

业务联系。值得注意的是：（1）2015 年以前常熟银行小微团队规模迅速扩张，由 2009 年不到 50 人的团队快速发展成 2015 年千人团队。**我们认为大量、及时、有效的人员投入在发展小微业务的初期阶段是非常有必要的，也是“后发者”受制于高昂人力成本而难以超越的主要原因**；（2）近两年来常熟银行小微团队规模仍然持续壮大但增速有所放缓，16 年至今团队规模稳定在 1400 人左右。由于常熟银行小微客户经理均为当地人，在逐步迈入小微业务发展的成熟期，过去的人海战术开始优化，更多依靠“人带人”的链条关系挖掘客户，扩大服务半径。不难发现，尽管小微团队规模扩张速度放缓，但其贷款仍能维持 20% 以上较快增长。

图 11：16 年后常熟银行小微团队规模保持稳定

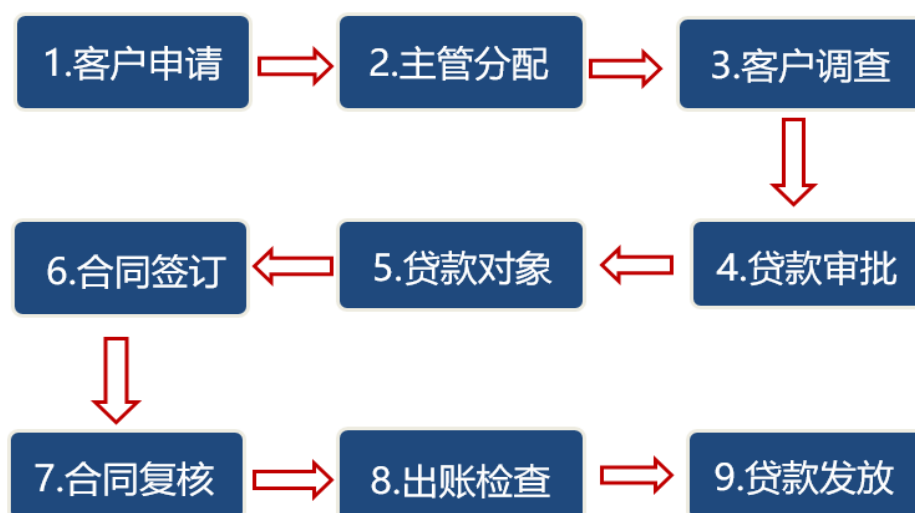
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 12：16 年后常熟银行小微贷款规模仍保持较快增长

资料来源：公司财报，申万宏源研究

如果说“人海战术”是发展小微业务前端“深入挖掘、紧密跟踪客户”的 1.0 版本，那么“信贷工厂”则是后端“双重风险防控”的高阶版本。顾名思义，信贷工厂则是对贷款的流程化操作，常熟银行于 2014 年成立信贷工厂，通常情况下，先由客户经理搜集客户信息形成统一标准化模板，进而交付后台进行贷款集中审批，而贷后追踪仍由客户经理负责。这种“半自动化”的信贷工厂模式一方面提高了业务操作的可复制性，另一方面，前后分割、切片化管理进一步保障了小微信贷的安全性。客户经理前端采集客户信息、贷后与客户保持紧密联系，与贷款审批完全隔离，从而极大降低发生道德风险的概率，进一步保障小微信贷的安全性。

图 13：图解常熟银行信贷工厂审批流程

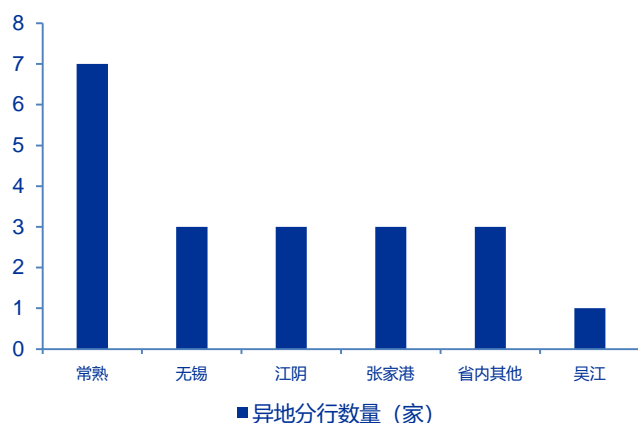


资料来源：申万宏源研究

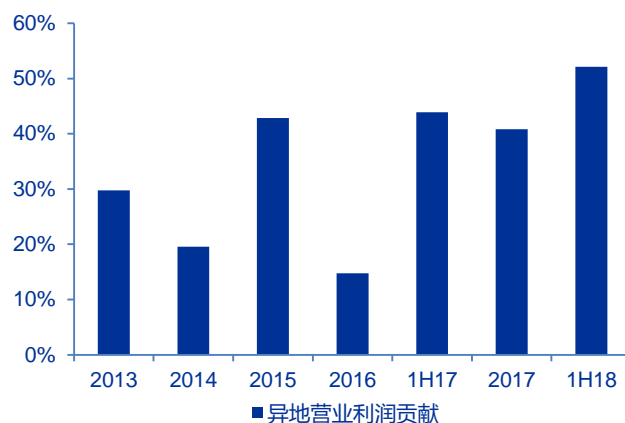
2.2 异地分支行诠释“卡位优势”，村镇银行验证小微业务的成功复制

常熟银行不仅深耕本地，而且将小微业务模式输出至异地分支机构和村镇银行，在当前近 250 亿的小微贷款中仅有 20% 由常熟本地贡献，充分彰显深耕小户经营性贷款的小微模式已经成功复制到异地发展。

异地机构拓展业务空间，经营成效已然显现。截至 18 年 9 月末，常熟银行先后在南通、盐城、无锡、扬州、泰州、苏州和镇江设立 7 家省内异地分行。目前江苏省内农商行开设异地分行共 20 家，常熟银行异地分行占比高达 35%，大幅领先同业。**在当前监管没有放开农商行跨区域设立分支机构的情况下，常熟银行异地分行数量稳居第一的扩张版图充分体现了卡位优势，占据其他农商行难以超越的先机，更为未来业绩增长的提供有效保障。**与此同时，常熟银行已开设 15 家异地支行，尽管如此，目前 7 家异地分行尚未完全布局下属支行，未来依然存在巨大的下沉空间。从经营情况来看，1H18 常熟异地贷款占总贷款比重进一步提升 3.6 个百分点至 49.7%，领先排名第二的张家港行 10 个百分点以上；而异地营业利润占比已经过半，较 17 年大幅提升 11.3 个百分点，充分验证异地业务经营成效。

图 14: 常熟银行异地分行数量大幅领先同业


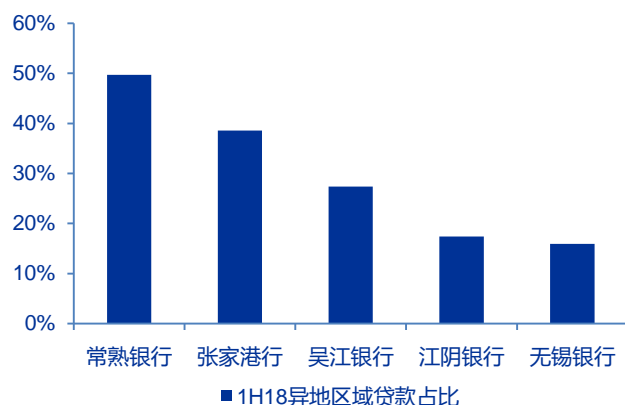
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 15: 1H18 常熟银行异地利润贡献超 50%


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 16: 常熟银行异地贷款占比稳步提升


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 17: 异地区域贷款占比在上市农商行中为最高水平


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

作为省内唯一一家具有村镇银行批量化组建资格的农商行, 常熟银行正以实际行动证明“小微业务的成功可以复制”。常熟银行是全国首家设立村镇银行的县级农商行, 同时具备批量化组建村镇银行资格, 相继在江苏(9 家)、河南(6 家)、湖北(5 家)、云南(10 家)等省份开设 30 家村镇银行。相比之下, 其他四家上市农商行合计开设村镇银行数量并不及常熟银行的一半。从我们调研情况来看, 村镇银行仍以小微业务为主, 目前 30 家村镇银行基本实现盈利, 足以说明已成功复制母行发展小微业务的核心技术。一直以来, 公司金融、零售业务和金融市场业务三驾马车并驾齐驱带动常熟银行业绩增长, 我们判断村镇银行将成为贡献业绩持续增长的新源泉。同时考虑到当前云南地区村镇银行设立时间并不长, 我们预计未来对利润的贡献度也将进一步提升。

图 18: 截至 9 月末, 常熟银行已在江苏、河南、湖北、云南设立村镇银行



资料来源: 申万宏源研究

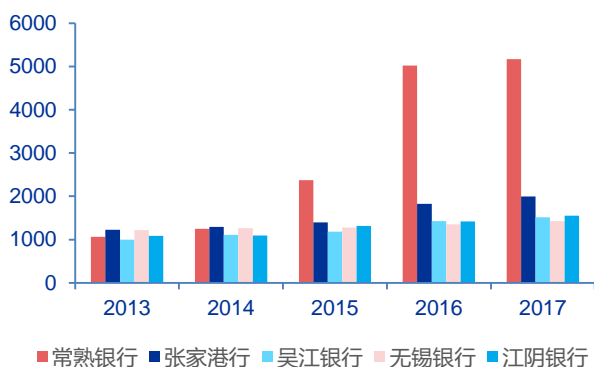
2.3 稳定的管理层是长期发展小微业务的坚实后盾

站在更高层面来看, 常熟银行深耕小微的风雨十年离不开稳定的管理层和长期的坚定信念。董事长宋建明最早在常熟市农信社任职, 2009 年常熟银行正式成立微贷事业部, 而现任董事长宋建明彼时刚好担任行长, 13 年以来就任董事长并任职至今。宋建明董事长不仅长期任职于常熟银行, 更是零售小微转型的坚定支持者和践行者。在今年 1 月 17 日接受证券时报记者采访时曾明确表态: 坚定深化小微战略, 时间将证明这是正确的选择。此外, 庄广强行长于 2016 年任职至今, 但早期就曾是常熟银行副行长, 实际在行任职时间更长。总体来看, 常熟银行管理层均完整见证了小微业务发展的风雨历程, **我们认为, 这种管理层的稳定性、任职的长期性以及自上而下的坚定信念为小微业务长期发展奠定良好基础。**

2.4 未来展望：提升人均产能和“黑马”村镇银行将成为业绩增长的有效着力点

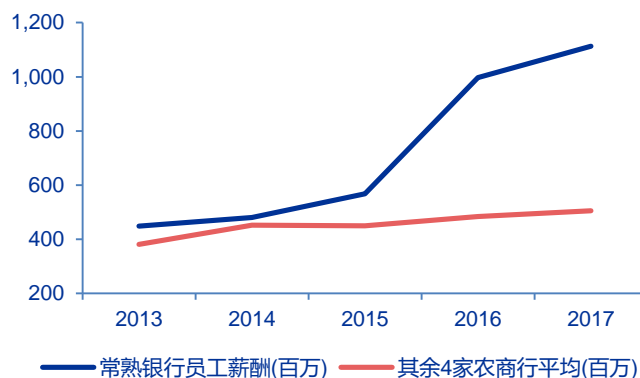
我们认为未来常熟银行小微业务的再发力将不再是依赖过去人海战术，更多是注重人均产能的提升。事实上从前文分析中可以看到当前小微团队扩张步伐已经趋缓，而小微贷款规模仍能保持较快增长，这便是对人均产能提升的有力验证。我们认为，未来常熟银行小微团队大幅扩编的可能性并不大，其主要原因在于：（1）常熟银行员工数量是其他上市农商行的数倍，17年员工数增长开始趋缓，相应地员工薪酬支出同样大幅高于其他农商行。（2）小微发展的初期阶段已经过去，大力前端人力资源投入的高支出时代也将告一段落，从而更多依赖科技创新向“线下+线上”发展模式转变，促使人均产能再上台阶。

图 19：常熟银行员工数量大幅高于同业（单位：人）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 20：常熟银行员工薪酬支出显著与同业拉开差距



资料来源：公司财报，申万宏源研究

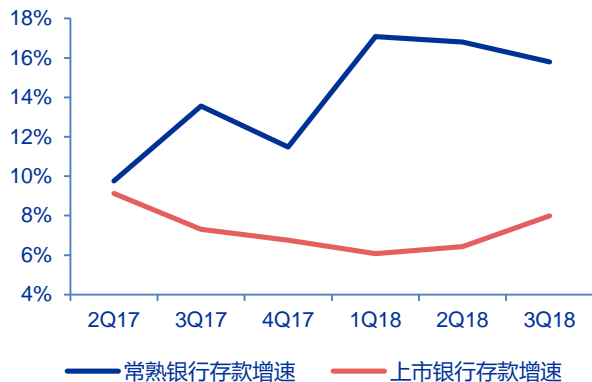
同时，村镇银行的“黑马”潜力亦不可忽视。常熟银行于10月30日公告拟在海南海口设立投资管理型村镇银行，赋予其大股东地位统筹管理分布全国各地的村镇银行，系上市银行首家，预计未来村镇银行的辐射半径有望再度扩大。我们认为，目前中西部金融服务仍然不足，仅仅依靠当地农商行、农信社远不能满足居民企业的金融需求。叠加常熟银行更是深入基层定位小微中的“小微”，区域金融服务的匮乏和常熟银行错位竞争使得村镇银行的“黑马”潜力更加可期。

3. 网点下沉叠加异地潜力，存款基础进一步夯实

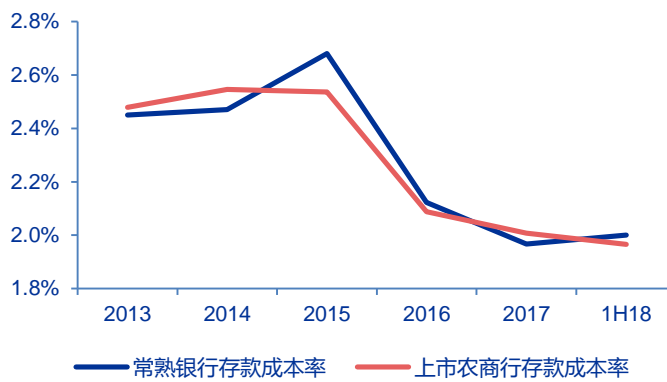
常熟银行优秀的贷款议价能力成就高盈利，而更下沉的网点布局和异地贡献也将进一步夯实存款基础，为业绩持续高增长增厚财务余量。

（1）自3Q17以来，常熟银行存款一直保持两位数增长，3Q18同比增长15.8%，大幅高于上市银行平均水平8%，而存款占比较17年末亦提升2个百分点至75.4%。受益于持续下沉的网点布局和长期零售转型战略，个人存款相对占优，3Q18个人存款占比达53%，

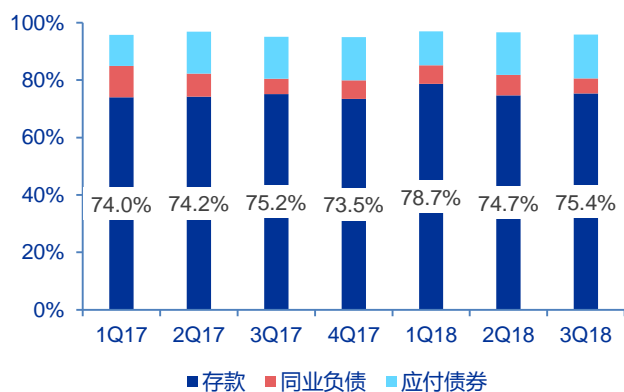
位居农商行第一。伴随存款基础逐步夯实，常熟银行存款成本在 15 年攀顶后显著回落至 1H18 的 2%。

图 21: 常熟银行存款增速显著高于上市银行平均水平


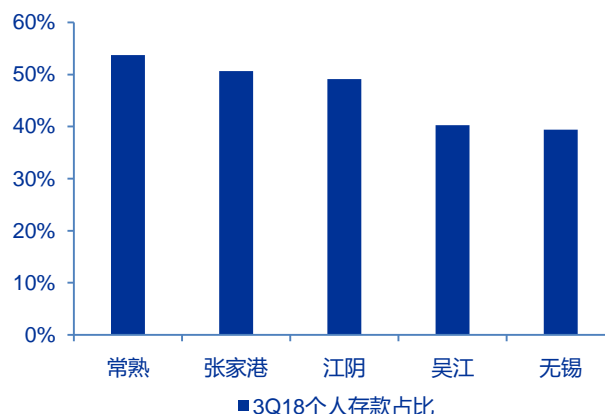
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 22: 常熟银行存款成本处于历史低位


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 23: 常熟银行存款占比保持较高水平


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 24: 常熟银行个人存款占比最高


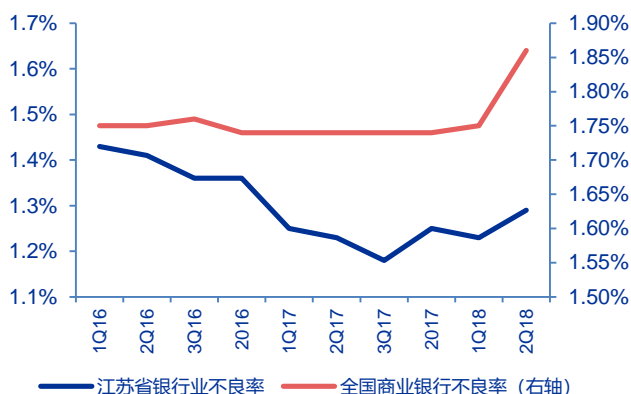
资料来源：公司财报，申万宏源研究

(2) 另一方面，我们预计异地分支机构对存款增长的贡献也将持续提升。如前文提及，当前常熟银行拥有 7 家异地分行、15 家异地支行和 21 家异地村镇银行，这是区别于其他农商行的巨大优势。当地存款竞争难免激烈，而深入异地基层区域布局更能为存款增长带来额外贡献。17 年末常熟银行异地存款占比为 17%，而截至 18 年 9 月末，异地存款占比较 17 年末提升 10 个百分点至 27.2%，我们初步估算异地存款环比年初大幅增长 85%。我们认为，当前常熟银行机构下沉工作仍处在初期阶段，伴随分行下属支行的逐步扩张和村镇银行的持续发力，异地存款也将为存款业务创造新的增长空间。

4. 资产质量显著好于同业，小微贷款不良率并不高

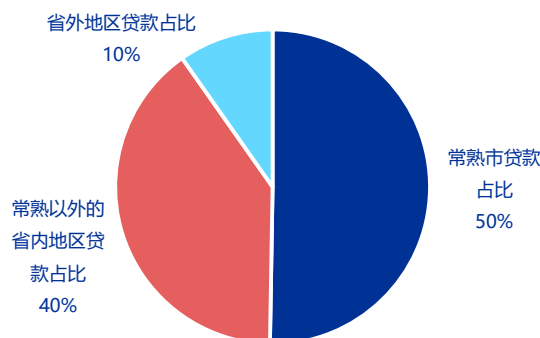
与区域同改善，与信贷同优化，不良拐点更早显现。常熟银行不良率自 2016 年以来高点回落，3Q18 不良率已经降低至 1.00%。(1) 从外因来看，常熟银行成为区域资产质量率先改善之下的受益者。2012 年我国银行业进入新一轮不良周期，不良率由低于 1% 直线攀升至 2015 年末的 1.67%。相较于过剩产能集中的地区而言，经济较为发达的长三角地区在 2015 年率先暴露不良，其中江苏省不良率在 2016 年触顶后掉头回落，截至 18 年 3 月末，江苏省银行业不良率下降至 1.23%，远低于全国平均水平 1.75%。常熟银行 90% 的贷款均分布在江苏省内，必然受益于区域资产质量的改善。(2) 从内因来看，过去 5 年常熟银行持续压降对公贷款，提升具备弱周期性的零售贷款占比。1H18 常熟银行零售贷款占比由 13 年的 25% 大幅提升至 48%，远高于上市城农商行的平均水平 25.9%。综合来看，常熟银行在 2016 年更早出现不良拐点，这与全国农商行持续攀升的不良率相比足以突出其优异的资产质量。

图 25：江苏省不良率远远低于全国平均水平



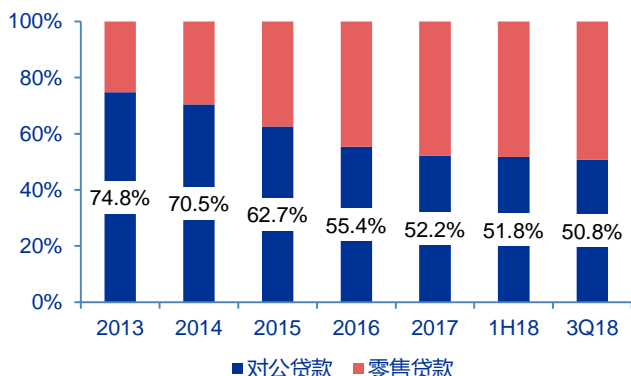
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：90%的贷款均分布在江苏省内 (1H18)



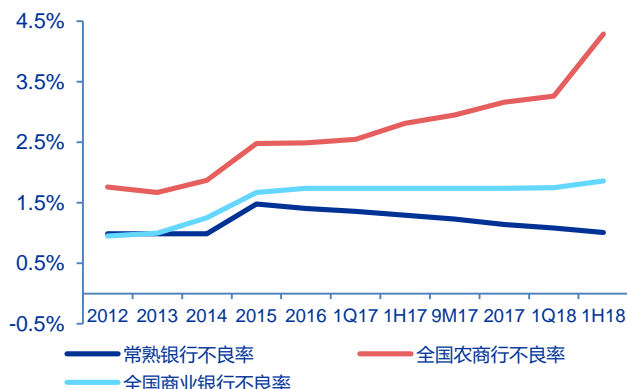
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 27：常熟银行压降对公，向零售贷款倾斜

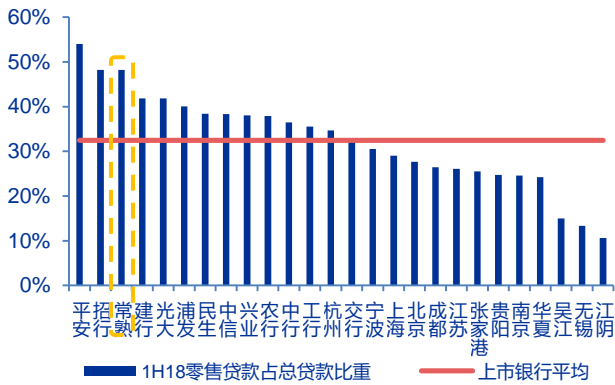


资料来源：公司财报，申万宏源研究

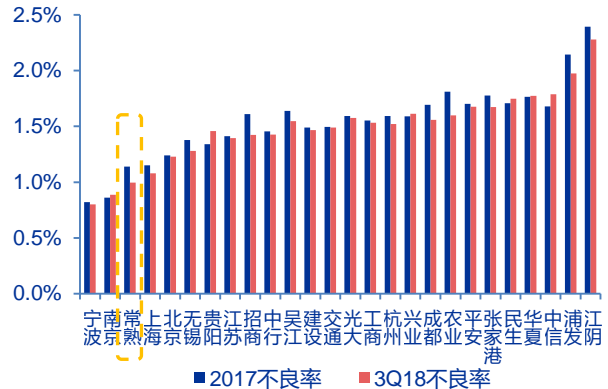
图 28：常熟银行 2016 年出现不良拐点



资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

图 29：常熟银行零售贷款占比高于同业平均


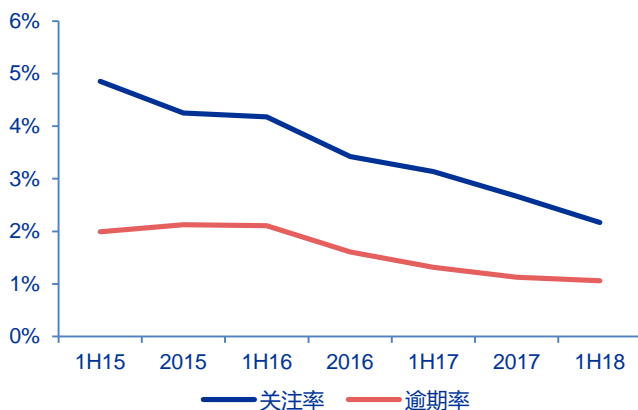
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 30：不良率远远低于其他银行，且持续改善


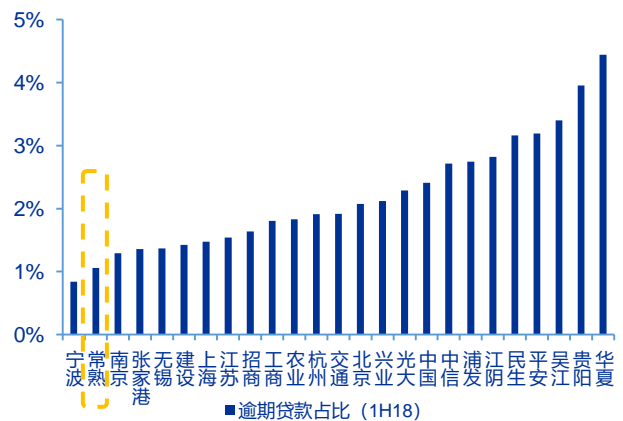
资料来源：公司财报，申万宏源研究

当前市场担忧的是，在经济下行周期中小微企业抗风险能力相对较弱或积累不良风险。**我们认为，常熟银行小微业务是定位个人经营性贷款客户，事实上这类小微客户发生道德风险的概率远低于大企业。**一方面，前端小微客户经理与客户深度绑定，在草根调研、采集信息及贷后管理等方面均保持紧密联系；另一方面，“半自动化”信贷工厂前后分割，客观授信，小微客户经理并未涉及其中；再者，当陷入经营困境时，大企业除了背负偿还银行贷款压力外，更需要考虑高昂的员工薪酬等额外成本，银行债务或不是优先偿还次序。而对于小企业而言，违约成本相对较高，个人违约或将面临终身追责，同时灵活的经营体制可以让小企业将其他营运成本降至最低。根据我们近期调研，事实上常熟银行小微贷款不良率不及 1%，低于总贷款不良率。

除此之外，不良先行指标以及不良认定都显著好于同业，逾期贷款率为农商行最低水平。无论从静态绝对值来看还是从边际变化趋势来看，常熟银行关注类贷款和逾期贷款两大先行指标都显著优于同业，自 17 年开始实现规模和比例双降，其中逾期贷款占比更是低至 1.12%，为农商行最低水平。同时，在 18 年监管层要求各银行主动暴露、严格确认不良的环境下，常熟银行不存在消化历史不良包袱压力，其“逾期 90 天以上贷款/不良贷款”已经低至 62.2%。

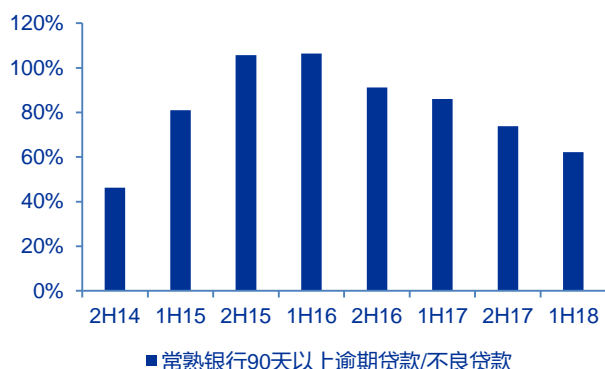
图 31：常熟银行关注率、逾期率持续降低


资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 32：常熟银行逾期贷款占比为农商行最低水平


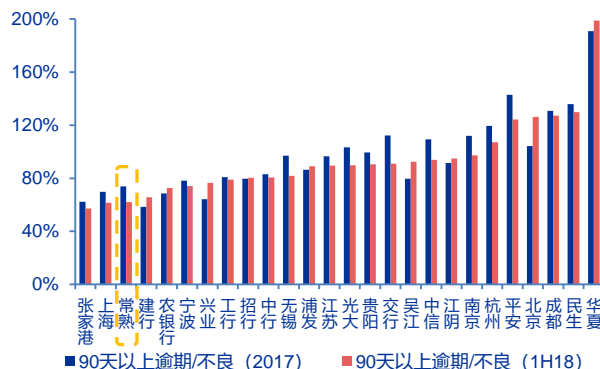
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 33: 常熟银行不良认定保持严格



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 34: 常熟银行 90 天以上逾期/不良处于行业低位



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

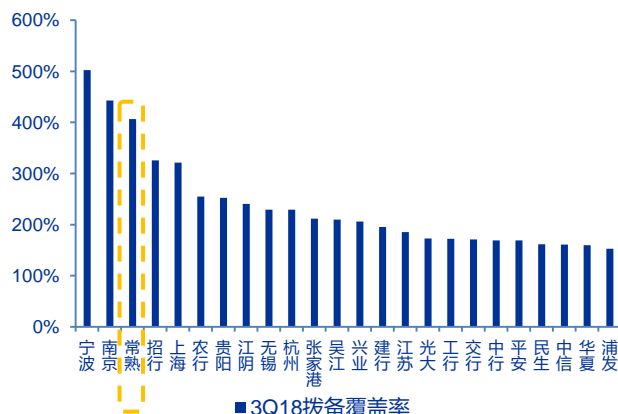
展望未来, 在外部经济不确定性加大的环境下, 投资者对银行的关注点必然落脚到资产质量层面, 对常熟银行而言恰能体现其优势所在。从静态来看, 常熟银行不良率、不良先行指标、不良认定都大幅优于同业; 从动态来看, (1) 基于常熟银行弱周期的信贷结构, 个人经营性贷款的风险更低, 即使经济下行, 其受到的影响也较为有限。(2) 同时我们也看到 9M18 常熟银行拨备覆盖率由 17 年末的 325.93% 大幅提升至 406.74%, 在增提拨备的情况下业绩仍能实现超 20% 增长, 更能说明未来拨备反哺利润的空间非常充足。

图 35: 3Q18 拨备覆盖率季度环比提升 20.4 个百分点



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 36: 常熟银行拨备覆盖率领先同业



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

5. 给予 19 年 1.4 倍 PB，上调至买入评级

5.1 相对估值法下常熟银行估值溢价并不充分

我们基于两个维度选取可比公司对常熟银行进行合理估值，当前常熟银行的估值水平并不足以反映其优秀的基本面：

(1) 考虑同处于长三角地区的 9 家城、农商行，根据 11 月 16 日收盘价，目前 9 家可比公司 2018-2020 年平均 PB 分别为 1.03X/0.94X/0.85X，常熟银行最新股价对应 18 年 1.23X PB；(2) 从基本面的角度出发，选取核心盈利能力强、ROE 提升、资产质量优异的招商银行、南京银行、宁波银行作为可比公司，3 家银行 2018-2020 年平均 PB 为 1.28X/1.15X/1.01X，常熟银行 2018 年 PB 较之折价 4%。无论是哪个可比维度，常熟银行估值都没有充分体现业绩改善超预期、高息差低不良的优异基本面。

表 2：可比银行估值表（2018 年 11 月 16 日）

代码	可比银行	最新收盘价 (元)	EPS(元)			BPS(元)			P/E(倍)			P/B(倍)		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603323.SH	吴江银行	6.72	0.57	0.65	0.77	6.24	6.87	7.81	11.87	10.37	8.73	1.08	0.98	0.86
002839.SZ	张家港行	6.32	0.47	0.53	0.60	5.03	5.33	5.70	13.44	11.97	10.45	1.26	1.19	1.11
002807.SZ	江阴银行	5.75	0.48	0.51	0.54	5.54	5.94	6.52	12.01	11.29	10.65	1.04	0.97	0.88
600908.SH	无锡银行	5.94	0.60	0.67	0.79	5.49	6.00	6.55	9.89	8.86	7.55	1.08	0.99	0.91
600926.SH	杭州银行	7.96	1.02	1.19	1.37	9.46	10.37	11.40	7.80	6.70	5.83	0.84	0.77	0.70
600919.SH	江苏银行	6.59	1.14	1.28	1.45	9.52	10.57	11.64	5.77	5.16	4.56	0.69	0.62	0.57
601229.SH	上海银行	11.72	1.58	1.94	2.40	12.91	14.53	16.57	7.44	6.05	4.89	0.91	0.81	0.71
601009.SH	南京银行	7.15	1.30	1.55	1.85	7.50	8.51	9.71	5.52	4.63	3.87	0.95	0.84	0.74
002142.SZ	宁波银行	17.10	2.07	2.56	3.15	11.89	12.81	14.36	8.24	6.68	5.42	1.44	1.34	1.19
四家农商行平均									11.80	10.62	9.34	1.11	1.03	0.94
长三角城农商行平均									9.11	7.97	6.88	1.03	0.94	0.85
601128.SH	常熟银行	6.69	0.70	0.89	1.13	5.44	6.28	7.30	9.61	7.54	5.93	1.23	1.07	0.92

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：上表中吴江银行、张家港行、江阴银行、无锡银行、杭州银行、江苏银行 EPS 和 BPS 均采用万得一致预期。

5.2 持续提升的 ROE 有望驱动价值重估

落实到 ROE 层面，尽管当前常熟银行 ROE 低于招商银行、南京银行和宁波银行，但从边际变化来看，**ROE 持续提升的核心趋势更能做实未来享有估值溢价的确定性**。相较于过去依靠同业扩张的城商行而言，常熟银行杠杆水平并不高；相反，常熟银行 ROA 高达 1.04%，在 12 家城农商行中仅次于宁波银行和贵阳银行。我们认为，独特的小微发展战略和审慎的风控体系使得常熟银行业绩增长的持续性尤为可期，未来三年持续保持业绩高速增长则是大概率事件，而充足的拨备余量也为应对经济波动而增厚安全边际，持续提升的 ROE 有望驱动价值重估。预计 2018-2019 年归母净利润同比增长 25.8%、26.3%、27.2%，给

予 19 年目标估值 1.4X PB，当前股价对应 19 年 1.07XPB，对应 30.8% 的上行空间，上调评级至“买入”，纳入 A 股银行首推组合。

表 3：常熟银行 ROE 持续回升，ROA 明显高于同业

ROE	2015	1H16	2016	1H17	2017	9M18
北京银行	15.85%	18.43%	15.80%	16.67%	12.86%	13.10%
南京银行	18.74%	18.04%	17.62%	19.19%	17.78%	18.33%
宁波银行	18.85%	19.61%	17.81%	20.30%	18.73%	20.69%
江苏银行	15.69%	16.47%	14.36%	14.67%	15.44%	14.33%
上海银行	15.63%	15.27%	13.75%	13.18%	13.76%	14.37%
杭州银行	12.79%	14.28%	11.42%	12.86%	12.92%	13.41%
贵阳银行	26.30%	21.06%	20.83%	17.53%	19.76%	18.86%
无锡银行	12.24%	12.71%	11.17%	11.82%	11.04%	11.61%
常熟银行	12.71%	12.69%	11.60%	11.57%	12.44%	14.01%
江阴银行	12.07%	na	9.73%	8.09%	9.03%	7.53%
吴江银行	9.62%	11.68%	9.07%	11.01%	9.06%	10.77%
张家港行	10.07%	9.37%	9.61%	9.20%	9.77%	9.93%
ROA	2015	1H16	2016	1H17	2017	9M18
北京银行	1.00%	1.12%	0.90%	1.02%	0.85%	0.92%
南京银行	1.03%	0.97%	0.89%	0.94%	0.89%	0.98%
宁波银行	1.03%	1.07%	0.98%	1.05%	0.98%	1.13%
江苏银行	0.82%	0.83%	0.74%	0.75%	0.71%	0.75%
上海银行	0.99%	0.96%	0.89%	0.90%	0.86%	1.01%
杭州银行	0.77%	0.83%	0.63%	0.69%	0.59%	0.69%
贵阳银行	1.64%	1.19%	1.21%	0.97%	1.10%	1.06%
无锡银行	0.74%	0.80%	0.74%	0.83%	0.76%	0.81%
常熟银行	0.94%	0.96%	0.88%	0.89%	0.96%	1.04%
江阴银行	0.94%	0.78%	0.79%	0.65%	0.71%	0.56%
吴江银行	0.92%	1.06%	0.86%	1.06%	0.84%	0.94%
张家港行	0.88%	0.80%	0.81%	0.75%	0.78%	0.81%
杠杆率(倍)	2015	1H16	2016	1H17	2017	9M18
北京银行	15.82	16.47	17.46	16.27	15.14	14.32
南京银行	18.27	18.61	19.72	20.43	20.09	18.71
宁波银行	18.23	18.33	18.24	19.38	19.19	18.35
江苏银行	19.22	19.95	19.49	19.60	21.64	19.20
上海银行	15.80	15.96	15.38	14.64	15.98	14.18
杭州银行	16.64	17.17	18.13	18.73	22.06	19.42
贵阳银行	16.00	17.72	17.23	18.07	18.02	17.81
无锡银行	16.43	15.83	15.18	14.21	14.55	14.30
常熟银行	13.60	13.28	13.12	12.94	12.98	13.53
江阴银行	12.89	na	12.34	12.40	12.72	13.48
吴江银行	10.49	11.00	10.52	10.37	10.82	11.46
张家港行	11.41	11.72	11.91	12.28	12.53	12.19

资料来源：公司财报，申万宏源研究

附表 1: 常熟银行盈利预测

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	同比增速 (%)				
						2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利息收入	4,014	4,324	4,976	5,699	6,433	26.7%	7.7%	15.1%	14.5%	12.9%
非利息收入	461	673	841	1,051	1,314	42.3%	45.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净手续费收入	298	424	500	590	697	484.2%	42.2%	18.0%	18.0%	18.0%
营业收入	4,475	4,997	5,817	6,750	7,747	28.2%	11.7%	16.4%	16.1%	14.8%
营业支出	(1,744)	(1,896)	(2,370)	(2,915)	(3,382)	26.9%	8.7%	25.0%	23.0%	16.0%
营业税	(71)	(40)	(32)	(26)	(21)	-145.9%	-43.2%	-20.0%	na	na
拨备前营业利润 (PPOP)	2,731	3,101	3,446	3,835	4,366	29.0%	13.5%	11.2%	11.3%	13.8%
资产减值损失	(1,444)	(1,443)	(1,450)	(1,312)	(1,234)	58.4%	-0.1%	0.5%	-9.5%	-5.9%
贷款减值损失	(1,249)	(1,186)	(1,167)	(1,001)	(892)	44.2%	-5.1%	-1.6%	-14.3%	-10.8%
营业利润	1,287	1,658	1,996	2,523	3,131	6.7%	28.8%	20.4%	26.4%	24.1%
营业外收支净额	24	10	11	13	14	86.7%	-57.2%	10.0%	10.0%	10.0%
利润总额	1,311	1,668	2,008	2,536	3,145	7.6%	27.2%	20.4%	26.3%	24.0%
所得税	(257)	(346)	(351)	(451)	(503)	8.8%	34.8%	1.5%	28.5%	11.5%
净利润	1,054	1,322	1,656	2,085	2,642	7.3%	25.4%	25.3%	25.8%	26.7%
少数股东权益	(14)	(58)	(66)	(76)	(88)	-14.5%	307.2%	15.0%	15.0%	15.0%
归属股东净利润	1,040	1,264	1,590	2,008	2,554	7.7%	21.5%	25.8%	26.3%	27.2%
优先股股息	0	0	42	42	42	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	1,040	1,264	1,548	1,966	2,512	7.7%	21.5%	22.4%	27.0%	27.8%
资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
贷款总额	66,419	77,811	92,595	105,559	120,337	15.3%	17.2%	19.0%	14.0%	14.0%
存款总额	88,810	99,005	113,856	127,518	142,821	7.9%	11.5%	15.0%	12.0%	12.0%
不良贷款余额	933	887	904	1,004	1,094	13.2%	-4.9%	1.9%	11.0%	9.0%
贷款损失准备	2,191	2,892	3,702	4,385	4,882	21.2%	32.0%	28.0%	18.5%	11.3%
资产总额	129,982	145,825	168,403	190,158	213,672	19.8%	12.2%	15.5%	12.9%	12.4%
负债总额	119,551	134,716	154,991	174,848	196,043	19.5%	12.7%	15.0%	12.8%	12.1%
母公司所有者权益	9,854	10,468	12,740	14,604	16,880	22.0%	6.2%	21.7%	14.6%	15.6%
优先股	0	0	651	651	651	na	na	na	na	na
平均生息资产	117,385	136,184	155,726	177,817	200,094	24.0%	16.0%	14.4%	14.2%	12.5%
每股数据 (元)										
普通股股本 (百万股)	2,223	2,223	2,223	2,223	2,223	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	0.47	0.57	0.70	0.88	1.13	-3.1%	21.5%	22.4%	27.0%	27.8%
BVPS	4.43	4.71	5.44	6.28	7.30	9.8%	6.2%	15.5%	15.4%	16.3%
DPS	0.18	0.18	0.23	0.29	0.37	na	0.0%	27.2%	26.3%	27.2%
PPOP/sh	1.23	1.39	1.55	1.73	1.96	16.1%	13.5%	11.1%	11.3%	13.8%
主要指标 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROA	0.88%	0.96%	1.05%	1.16%	1.31%	-0.05%	0.07%	0.10%	0.11%	0.15%
ROE	11.60%	12.44%	14.19%	15.15%	16.69%	-1.11%	0.84%	1.74%	0.96%	1.54%
净息差	3.42%	3.18%	3.20%	3.21%	3.22%	0.07%	-0.24%	0.02%	0.01%	0.01%
成本收入比	37.40%	37.14%	40.20%	42.81%	43.39%	-6.37%	-0.26%	3.05%	2.61%	0.58%
有效税率	19.59%	20.75%	17.50%	17.80%	16.00%	0.21%	1.17%	-3.25%	0.30%	-1.80%
贷存比	74.79%	78.59%	81.33%	82.78%	84.26%	4.78%	3.81%	2.73%	1.45%	1.48%
不良贷款率	1.40%	1.14%	0.98%	0.95%	0.91%	-0.03%	-0.26%	-0.16%	-0.03%	-0.04%
拨备覆盖率	234.83%	325.93%	409.28%	437.00%	446.33%	15.35%	91.10%	83.36%	27.72%	9.33%
拨贷比	3.30%	3.72%	4.00%	4.15%	4.06%	0.16%	0.42%	0.28%	0.16%	-0.10%
信用成本	2.01%	1.64%	1.37%	1.01%	0.79%	0.38%	-0.37%	-0.27%	-0.36%	-0.22%
非利息收入/营业收入	10.31%	13.46%	14.46%	15.57%	16.96%	1.03%	3.16%	0.99%	1.11%	1.39%
净手续费收入/营业收入	6.66%	8.48%	8.60%	8.74%	8.99%	5.20%	1.82%	0.12%	0.14%	0.25%
核心一级资本充足率	10.90%	9.88%	9.82%	9.38%	9.06%	-0.41%	-1.02%	-0.06%	-0.44%	-0.32%
一级资本充足率	10.93%	9.92%	10.42%	9.89%	9.50%	-0.40%	-1.01%	0.51%	-0.53%	-0.39%
资本充足率	13.22%	12.97%	13.14%	12.36%	11.75%	0.71%	-0.24%	0.17%	-0.79%	-0.60%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

注: ROE 基于扣除优先股股息后得到的普通股股东净利润测算, 分母扣除优先股, 故与首页财务数据有所差异。

附表 2: 上市银行估值比较表 (收盘价日期: 2018 年 11 月 16 日)

上市银行	代码	收盘价	流通市值(亿元)	P/E (X)		P/B (X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
工商银行	601398.SH	5.34	14,397	6.27	5.68	0.87	0.78	14.4%	14.5%	1.14%	1.17%	4.78%	5.28%
建设银行	601939.SH	6.66	639	6.39	5.86	0.89	0.79	14.6%	14.3%	1.15%	1.18%	4.69%	5.12%
农业银行	601288.SH	3.60	11,493	6.22	5.61	0.79	0.70	13.8%	13.3%	0.95%	0.97%	4.99%	5.53%
中国银行	601988.SH	3.60	7,588	6.04	5.56	0.71	0.67	12.2%	12.4%	0.97%	0.98%	4.97%	5.40%
招商银行	600036.SH	28.48	5,875	9.02	7.70	1.44	1.27	16.9%	17.6%	1.25%	1.34%	3.33%	3.89%
中信银行	601998.SH	5.76	1,961	6.16	5.39	0.73	0.65	12.2%	12.8%	0.80%	0.84%	4.87%	5.57%
民生银行	600016.SH	6.16	2,184	5.09	4.71	0.66	0.56	13.6%	12.9%	0.88%	0.86%	3.93%	4.25%
浦发银行	600000.SH	10.76	3,158	5.82	5.50	0.74	0.64	13.3%	12.6%	0.89%	0.87%	3.44%	3.64%
兴业银行	601166.SH	15.82	3,286	5.46	5.13	0.75	0.72	14.6%	14.9%	0.96%	1.00%	4.58%	4.87%
光大银行	601818.SH	3.86	1,537	6.48	5.79	0.73	0.64	12.7%	11.9%	0.81%	0.82%	4.63%	5.18%
华夏银行	600015.SH	7.92	1,016	5.19	5.98	0.63	0.59	12.7%	11.1%	0.79%	0.76%	1.89%	1.64%
平安银行	000001.SZ	10.57	1,815	7.56	6.54	0.86	0.75	11.6%	12.2%	0.73%	0.76%	1.47%	1.70%
南京银行	601009.SH	7.15	606	5.52	4.63	0.95	0.84	19.0%	20.0%	0.97%	1.05%	5.43%	6.48%
宁波银行	002142.SZ	17.10	891	8.09	6.52	1.43	1.33	21.1%	21.4%	1.04%	1.13%	2.59%	3.22%
上海银行	601229.SH	11.72	1,281	6.73	5.72	0.86	0.73	13.8%	13.9%	1.00%	1.14%	3.79%	4.71%
贵阳银行	601997.SH	11.89	273	5.00	4.25	0.93	0.78	22.3%	20.1%	1.09%	1.13%	3.28%	3.98%
常熟银行	601128.SH	6.69	149	9.61	7.56	1.23	1.07	14.2%	15.1%	1.05%	1.16%	3.42%	4.32%
张家港行	002839.SZ	6.32	114	13.43	11.72	1.28	1.20	9.9%	10.6%	0.77%	0.79%	1.95%	2.24%
A 股板块平均				6.48	5.84	0.86	0.77	13.9%	13.9%	0.99%	1.02%	4.36%	4.82%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。