

## 立于东海之滨，探索普惠之巔

审慎增持 (维持)

2019年12月18日

### 市场数据

市场数据日期 2019-12-17

收盘价(元)	9.04
总股本(百万股)	2,741
流通股本(百万股)	2,575
总市值(百万元)	24,778
流通市值(百万元)	23,279
净资产(百万元)	17,114
总资产(百万元)	178,464
每股净资产(元)	5.91

### 相关报告

分析师:

傅慧芳

SAC: S0190513080006

陈绍兴

SAC: S0190517070003

研究助理

李英

团队成员:

傅慧芳、陈绍兴、王尘、

许盈盈、李英

### 投资要点

- **客群定位上，常熟银行的小微高度下沉：**公司1000万以下小微企业贷款（户均约25万）比行业（户均约55万）、大行（邮储户均约40万）下沉更深。个人经营性贷款客户平均年龄37岁，约70%来自农村，约78%为首贷户，溢价较高、风险分散，这也是公司定价居上市银行前列原因。
- **常熟银行实现相对高息差+低/稳定不良，除了客群定位外，还依赖于产品设计、服务方式、风险控制等精准切入小微金融服务的痛点。**1) 抓住小微融资“短频快”的特点，针对性设计灵活性产品并提供社区化服务提高粘性；2) 将德国IPC技术本土化，通过“人海战术”来降低信息不对称程度。此外将其与半自动化的信贷工厂相结合，打造出批量化、流程化、可复制的风控模式，兼顾资产质量与处理效率；3) 针对IPC技术高度劳动密集型特征，打造标准化的员工培训体系，解决小微风险识别上对客户经理数量、专业性要求较高的问题。
- **长期竞争优势能否维持？**1) 下沉更深，与大行竞争有明显错位性。大行小微业务扩张主要依赖数字化信息完善，而常熟等区域性银行主要依靠线下密集的人员网点挖掘社会化信息。同时常熟目标客群短频快的融资需求难以由目前的大中型银行满足。2019H1常熟面对竞争应对不足有其特殊背景，三季度以来的调整已充分体现其灵活性。2) **规模经济壁垒+异地扩张成长性，铸就本土化竞争中的双重护城河。**与江苏地区其它农商行相比，常熟小微业务壁垒在于存量规模与异地牌照：存量规模保证效率、异地牌照打开成长空间，能盈利、可持续。3) **资产质量稳定可期。**公司客群已充分下沉，风险分散+贷款结构中受区域经济影响更小的零售已占主导地位，微贷业务风控体系较为成熟。低不良、高拨备可持续，安全垫较厚。
- **常熟银行未来成长空间在哪？**1) **异地分支行保持高成长性。**近4年常熟异地分支行规模复合增速超过30%，预计现有的异地分支行未来4年（18-22年）贷款复合增速22%，至21年贷款占比将提升至42%左右。2) **村镇银行高盈利性+外延式扩张。**常熟村行13-16年密集开业期后，ROE逐步提升至17.3%，高于母行的10.8%；目前兴福系村行股权全部划转整合完成，2020年开始有望推进新一轮村行增资、设立、并购等。3) **结构调整、规模效应与减值节约正向贡献 ROE：**对标台州银行当前结构，常熟银行贷款占总资产比重、个人经营性贷款占总贷款比重分别有10pct、15pct左右的提升空间；管理费用上村行经营步入正轨后，非人工成本的规模效应会逐步显现；受益于较低的不良净生成，信用成本会有所节约。
- **公司作为江苏地区微贷领域龙头，关键指标均显著优于同行，看好其异地分支机构、村镇银行的成长性与ROE的提升空间。**我们预计公司19-21年营业收入分别为64.7亿、74.3亿、84.5亿，归母净利润分别为18.3亿、22.2亿、26.6亿。预计19-21年EPS分别为0.67元、0.81元、0.97元，预计2019年底每股净资产为6.09元。以2019-12-17收盘价计算，对应19-21年PE分别为13.5、11.2和9.3倍，对应2019年底的PB为1.48倍，维持对公司的审慎增持评级。

**风险提示：不良超预期暴露，监管政策超预期变化，经济超预期下行**



## 目录

1、发展历程：“敢闯、敢试、敢为”，敏锐抓住发展机遇	- 4 -
2、小微客群高度下沉，差异化定位带来高溢价	- 6 -
2.1 客群定位：更小更微更接地气	- 6 -
2.2 客户画像：目标明确，定位清晰	- 9 -
3、常熟银行小微标杆之路径	- 12 -
3.1 产品服务灵活：抓住小微融资“点多面广”和“短频快”痛点	- 12 -
3.2 风控体系到位：风控技术+风控文化+风控机制=资产质量	- 16 -
3.3 人员管理体系化：本土化招聘+标准化培训与激励问责自成一体	- 23 -
4、常熟银行小微标杆的保卫战	- 24 -
4.1 大行竞争能否应对？	- 24 -
4.2 是否具备护城河？	- 25 -
4.3 资产质量能否保持稳健？	- 27 -
5、常熟银行未来成长空间有多大？	- 29 -
5.1 异地经营现状：业绩贡献已达半壁江山	- 29 -
5.2 省内分支机构：中坚力量，蓬勃发展	- 30 -
5.3 省外村镇银行：孕育希望，承载期盼	- 31 -
5.4 常熟 ROE 提升路径测算	- 37 -
6、盈利预测与投资建议	- 43 -
6.1 盈利预测	- 43 -
6.2 投资建议	- 43 -
数据列表	- 45 -

## 图表目录

图表 1、常熟银行发展机遇与公司行动	- 4 -
图表 2、常熟银行股权结构（截至 2019 年 9 月 30 日）	- 5 -
图表 3、小微企业贷款、涉农贷款与普惠型小微企业贷款口径	- 6 -
图表 4、常熟银行 vs. 全行业及主要银行普惠型小微企业贷款情况	- 7 -
图表 5、上市银行贷款定价、净息差与净利差情况（财报披露口径）	- 7 -
图表 6、常熟银行与台州银行贷款客群定位情况	- 8 -
图表 7、常熟银行与台州银行贷款定价情况（%）	- 9 -
图表 8、常熟银行与台州银行抵质押贷款占比情况	- 9 -
图表 9、常熟银行对公客户分布结构	- 10 -
图表 10、常熟银行个人经营性贷款行业结构	- 11 -
图表 11、常熟银行小微金融产品情况	- 13 -
图表 12、台州银行主打信贷产品情况	- 13 -
图表 13、上市银行 2018 年贷款结构情况	- 15 -
图表 14、常熟银行贷款结构情况（合并报表口径）	- 15 -
图表 15、台州银行贷款结构情况（母行口径）	- 16 -
图表 16、IPC 信贷技术、信贷工厂与大数据风控模式对比	- 16 -
图表 17、台州银行风控技术与风险识别技术	- 17 -
图表 18、常熟银行对 IPC 进行的本土化改造举措	- 19 -

图表 19、常熟银行个人经营性贷款风控体系.....	- 19 -
图表 20、台州银行历史不良率变化情况 .....	- 21 -
图表 21、台州银行不良净生成与拨备情况 .....	- 21 -
图表 22、常熟银行资产质量情况 .....	- 22 -
图表 23、上市银行 9M19 不良与拨备情况.....	- 22 -
图表 24、台州银行信贷人员培养路径 .....	- 23 -
图表 25、常熟银行贷款结构分布 .....	- 25 -
图表 26、常熟银行与可比农商行异地分支机构情况（截至 19 年 6 月数据） .....	- 25 -
图表 27、常熟村镇银行净利润情况 .....	- 26 -
图表 28、常熟银行不良率与常熟地区 GDP 增速情况.....	- 27 -
图表 29、常熟银行贷款结构变化情况 .....	- 27 -
图表 30、常熟银行对公贷款与个人经营性贷款金额分布与户均贷款.....	- 28 -
图表 31、常熟银行贷款的客户与金额结构 .....	- 28 -
图表 32、常熟银行异地扩张经营模式（截至 1H19 数据） .....	- 29 -
图表 33、常熟银行存贷款区域分布情况 .....	- 29 -
图表 34、常熟银行营业收入、营业利润区域分布情况.....	- 30 -
图表 35、常熟银行异地分支行设立/获批时间表 .....	- 30 -
图表 36、常熟银行异地分支机构资产与贷款规模情况.....	- 31 -
图表 37、常熟银行兴福村镇银行情况（员工数据截至 18 年） .....	- 31 -
图表 38、台州银行银座村镇银行基本情况（员工数据截至 18 年） .....	- 32 -
图表 39、常熟村镇银行贷款、存款规模与占总贷款、总存款比重情况.....	- 33 -
图表 40、台州村镇银行贷款、存款规模与占总贷款、总存款比重情况.....	- 33 -
图表 41、常熟村镇银行净利润与占合并净利润比重情况.....	- 34 -
图表 42、台州村镇银行净利润与占合并净利润比重情况.....	- 35 -
图表 43、常熟银行合并 ROE、母公司 ROE 与村镇银行 ROE 情况.....	- 36 -
图表 44、台州银行合并 ROE、母公司 ROE 与村镇银行 ROE 情况.....	- 36 -
图表 45、常熟银行母行与村行个人经营性贷款占其自身总贷款比重情况.....	- 37 -
图表 46、常熟银行与台州银行利润杠杆情况.....	- 37 -
图表 47、常熟银行与台州银行 ROA 拆分情况 .....	- 38 -
图表 48、常熟银行与台州银行资产负债结构与定价情况.....	- 39 -
图表 49、常熟银行结构调整对 ROE 影响测算（标红数值为核心假设） .....	- 39 -
图表 50、常熟银行与台州银行业务管理费用情况.....	- 40 -
图表 51、台州银行管理费用拆分情况 .....	- 41 -
图表 52、常熟银行管理费用拆分情况 .....	- 41 -
图表 53、常熟银行减值成本节约对利润影响测算(单位：百万元/%).....	- 42 -
图表 54、资产负债表概述（单位：百万元） .....	- 45 -
图表 55、利润表概述（单位：百万元） .....	- 45 -
图表 56、资产质量与拨备水平 .....	- 46 -
图表 57、资产负债表预测 .....	- 46 -
图表 58、利润表预测 .....	- 47 -

## 报告正文

## 1、发展历程：“敢闯、敢试、敢为”，敏锐抓住发展机遇

从历史沿革来看，常熟银行前身是地方农村信用合作社，这点与其他农商行并没有太大差异，但常熟银行的发展历程有其独特的地方，这种独特性表现在每当面临政策红利时，公司“敢闯、敢试、敢为”，敏锐抓住发展机遇，走上服务实体经济、民营小微企业和乡村振兴领域的差异化与特色化发展道路。

回顾十八年发展历程，常熟银行经营发展的转折点在于：1) 2001 年率先完成改制，成为全国首批改制试点农信社之一。2) 2006 年在银监会放开农商行异地经营限制时，果断在江苏其余地区布局设立分支机构。3) 2006 年银监会出台政策试点设立农村金融机构，率先发起设立村镇银行。4) 2009 年以银监会小企业金融服务“六项机制”为指引，将德国微贷技术本土化，建成线上线下相结合的零售“信贷工厂”。5) 2016 年成为全国首批上市的农商行之一，2018 年又成为全国首家发行可转债的上市农商行，并顺利完成转股补充资本。6) 2019 年设立全国首家投资管理型村镇银行——兴福村镇银行，将业务版图的边界进一步延展。

图表 1、常熟银行发展机遇与公司行动

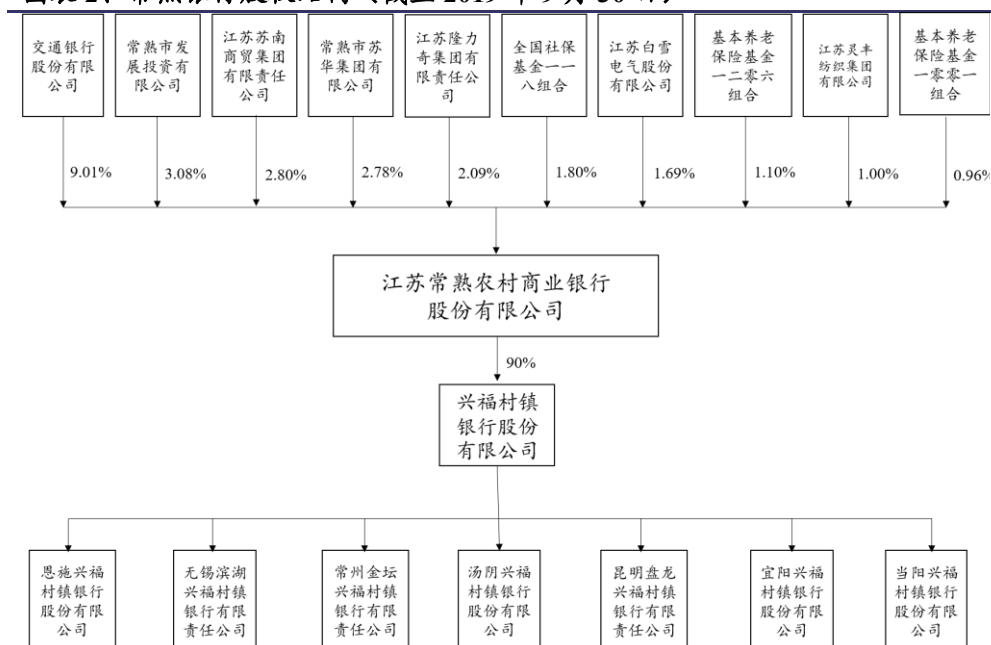
发展机遇	公司行动
2001 年被国务院、人民银行总行确定为全国首批改制试点农信社之一。	<b>率先完成改制</b> ：公司充分发挥小法人机构体制机制灵活的优势，独立经营、艰苦创业，站稳脚跟，被老百姓称为“常熟人自己的银行”。
2006 年，银监会出台政策，允许符合条件的农商行走出注册地开设异地分支机构。与此同时，江苏省委、省政府鼓励苏南农商行开展金融南北对接。	<b>开展跨区经营</b> ：公司放眼江苏积极稳妥布设分支机构，初步确立“江苏百姓银行”的市场形象。
2006 年银监会出台政策，试点设立三类新型农村金融机构。	<b>布局村镇银行</b> ：敏锐捕捉机遇，勇于第一个“吃螃蟹”，以“省内主推分支机构、省外主推村镇银行”为策略导向，率先发起设立村镇银行，形成业务发展新的“增长极”。
银监会提出小企业金融服务“六项机制”。	<b>打造小微模式</b> ：2009 年公司以“六项机制”为指引成立小微专营事业部，引进德国微贷技术，结合实际建成线上线下相结合的零售“信贷工厂”，形成可移植、可复制的“常农商微贷模式”。这不仅为公司赢得了监管红利，更为公司构筑起宽阔的“护城河”。
/	<b>登陆资本市场</b> ：2016 年成功登陆上海证券交易所，成为全国首批上市的农商行之一。2018 年 1 月成功发行 30 亿元可转债，成为全国首家发行可转债的上市农商行，并顺利完成转股补充资本。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年 7 月 5 日，由常熟银行发起的、在海南海口设立的兴福村镇银行股份有限公司（投资管理行）获批开业，投资管理行由公司原持有的 30 家村镇银行的股权与货币出资相结合的方式设立。股权出资完成后，常熟银行不再直接持有相关村镇银行的股权，而是通过投资管理行间接持有相关村镇银行的股权。

股东方面，常熟银行股权结构分散，没有控股股东或实际控制人。截至 2019 年 9 月 30 日，公司总股本为 27.4 亿，持股比例 5% 以上的股东仅有交通银行一家，前 10 大股东持股比例合计为 26.31%。

图表 2、常熟银行股权结构（截至 2019 年 9 月 30 日）



注：兴福村镇银行股份有限公司旗下共有 30 家地方性村镇银行，由于数量太多，此处仅显示注册资本超过 4000 万的 7 家村镇银行。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、小微客群高度下沉，差异化定位带来高溢价

### 2.1 客群定位：更小更微更接地气

#### ● 小微口径的演变

小微企业贷款统计标准体系的建设经历了不断修订与完善的过程。1) 2011 年四部委联合印发的 300 号文首次由营收、从业人员、资产等指标明确了微型企业的划分标准。2) 2017 年为引导金融企业进一步下沉服务重心，央行规定普惠金融领域贷款余额或增量达到一定比例可享受定向降准正常，其中普惠金融领域贷款包括单户授信小于 500 万元的小型微型企业贷款、个体工商户经营性贷款、小微企业主经营性贷款。2019 年央行又将定向降准考核口径由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。3) 银保监会于 2017 年末在非现场监管业务制度中新增《S71 银行业普惠金融重点领域贷款情况表》，为研究制定“两增两控”考核目标、小微企业贷款利息收入免征增值税等政策提供了数据核查、监测评估等支持。

目前我们所说的小微贷款一般指单户授信总额 1000 万元以下的小型微型企业贷款、个体工商户贷款与小微企业主经营性贷款（企业规模根据 11 年工信部出台的划型标准确定）。

图表 3、小微企业贷款、涉农贷款与普惠型小微企业贷款口径

类型	涉及部门	相关文件	具体内涵
涉农贷款	中国人民 银行	《涉农贷款专项统计制度》（银发[2007]246号）	包括农户贷款、农村企业及各类组织贷款、城市企业及各类组织涉农贷款。
小微企业贷款 (国标)	工信部、统 计局、发改 委、财政部	《中小企业划型标准规定》（工信部联企业[2011]300号）	依据营业收入、从业人员、资产总额等指标划分各行业内的小、中、微和微型企业。例如对于工业企业，将从业人员在 20 人以上，营业收入在 300 万元以上但未达到中型企业标准的划分为小型企业；对从业人员 20 人以下或营业收入 300 万元以下的划分为微型企业。
普惠金融 领域贷款	中国人民 银行	《关于对普惠金融实施定向降准的通知》（银发[2017]222号）	1) 单户授信小于 500 万元的小型微型企业贷款、单户授信小于 500 万元的微型企业贷款、个体工商户经营性贷款、小微企业主经营性贷款、农户生产经营贷款、创业担保（下岗失业人员）贷款、建档立卡贫困人口消费贷款和助学贷款。 2) 2019 年 1 月央行将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。
小额贷款（免征 增值税小微贷款 口径）	财政部、 税务总局	《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》（财税[2018]91号）	单户授信小于 1000 万元（含本数）的小型微型企业或个体工商户贷款；没有授信额度的，是指单户贷款合同金额且贷款余额在 1000 万元（含本数）以下的贷款。
普惠型小微 企业贷款（两增 两控口径）	银保监 会	《中国银保监会办公厅关于 2018 年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》（银监办发[2018]29号）	单户授信总额 1000 万元及以下小微企业贷款，包括小型微型企业贷款、个体工商户贷款和小微企业主经营性贷款。

数据来源：工信部、国税总局、银保监会、中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 常熟的小微 VS 大行的小微：下沉更深、定价更高

近年来在监管引导下大行也纷纷成立普惠金融事业部，下沉服务重心，尝试布局普惠小微贷款业务。市场担心大行的入局会对常熟的小微业务形成冲击，那么常熟的小微与大行的小微是否存在区别？我们从户均贷款规模的角度来进行分析。为了横向可比的需要，我们选取常熟银行所有 1000 万以下贷款为样本，计算常熟银行小微的户均规模约为 25 万（常熟银行实际的小微户均规模要小于此）。

从行业普惠型小微企业贷款数据来看，2018 年与 1H19 常熟银行 1000 万以下户均贷款在 25 万左右，而央行发布的普惠金融服务报告中披露的行业户均贷款规模在 55 万左右，可以看到常熟的客群定位较全行业是明显更低的。从披露普惠型小微企业贷款数据的大行来看，常熟户均 25 万的规模更是远低于工行、中行、中信、兴业等 100 万以上的户均规模，也明显低于农行 55 万左右的户均规模，同时比深耕县域三农业务的邮储还要低 15 万左右。由此可见，无论是和行业还是大行对比，常熟银行的小微客群都是高度下沉的。

图表 4、常熟银行 vs. 全行业及主要银行普惠型小微企业贷款情况

普惠型小微企业贷款	常熟		工行		建行		中行		农行	
	2018A	1H19	2018A	1H19	2018A	1H19	2018A	1H19	2018A	1H19
单笔贷款金额（万元）	24	26	104	110	60	68	80	95	52	54
平均利率（%）	-	-	4.95%	4.53%	5.29%*	-	5.27%	4.59%	-	4.68%
普惠型小微企业贷款	全行业		邮储		中信		兴业		光大	
	2018A	1H19	2018A	1H19	2018A	1H19	2018A	1H19	2018A	1H19
单笔贷款金额（万元）	54.3	53.8	37	41	166	175	256	226	41	42
平均利率（%）	7.40%	6.82%	-	6.25%	6.10%	-	-	-	-	-

注：1. 常熟银行单笔贷款金额为 1000 万以下贷款的口径；2. 建行 2018 年平均利率为 4Q18 新发放口径。

数据来源：公司公告，中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

常熟银行高度下沉的客群定位为其贷款带来了溢价空间，贷款平均定价位居上市银行前列。1H19 常熟银行贷款平均利率、净息差分别为 6.67%、3.03%（母行口径，合并口径预计更高）。

图表 5、上市银行贷款定价、净息差与净利差情况（财报披露口径）

单位：%	2018A			2019H1		
	贷款平均利率	净息差	净利差	贷款平均利率	净息差	净利差
工商银行	4.38%	2.30%	2.16%	4.50%	2.29%	2.13%
建设银行	4.34%	2.31%	2.18%	4.49%	2.27%	2.12%
中国银行	4.22%	1.90%	2.25%	4.31%	1.83%	1.71%
农业银行	4.40%	2.33%	2.20%	4.42%	2.16%	2.02%
交通银行	4.87%	1.51%	1.39%	4.96%	1.58%	1.48%
招商银行	5.10%	2.57%	2.44%	5.31%	2.70%	2.58%
浦发银行	5.34%	1.94%	1.87%	5.42%	2.12%	2.07%
兴业银行	4.69%	1.83%	1.54%	4.74%	2.00%	1.71%
民生银行	5.18%	1.73%	1.64%	5.31%	2.00%	1.74%
中信银行	4.86%	1.94%	1.85%	4.86%	1.96%	1.87%

光大银行	4.69%	1.74%	1.50%	5.68%	2.28%	2.15%
平安银行	6.45%	2.35%	2.26%	6.67%	2.62%	2.54%
华夏银行	5.04%	1.95%	1.80%	4.74%	2.09%	1.96%
北京银行	4.66%	1.88%	1.70%	4.81%	1.93%	1.85%
上海银行	5.28%	1.76%	1.81%	5.40%	1.69%	1.93%
江苏银行	5.08%	1.59%	1.37%	5.32%	1.83%	1.62%
宁波银行	5.78%	1.97%	2.20%	5.96%	1.81%	2.36%
南京银行	5.55%	1.89%	1.85%	5.81%	1.94%	2.07%
杭州银行	5.13%	1.71%	1.66%	5.48%	1.77%	1.90%
郑州银行	5.78%	1.70%	1.77%	5.70%	1.86%	1.88%
贵阳银行	6.09%	2.33%	2.25%	5.80%	2.27%	2.23%
长沙银行	5.74%	2.45%	2.34%	5.98%	2.38%	2.50%
成都银行	4.99%	2.21%	2.21%	5.06%	2.15%	2.25%
青岛银行	4.88%	1.63%	1.67%	5.04%	2.03%	2.06%
苏州银行	5.46%	2.11%	1.86%	5.75%	2.21%	1.98%
西安银行	5.15%	2.23%	2.00%	5.54%	2.30%	2.13%
青农商行	5.78%	2.49%	2.29%	5.87%	2.59%	2.74%
常熟银行	6.76%	3.00%	2.89%	6.67%	3.03%	2.88%
紫金银行	5.32%	-	-	5.51%	2.18%	2.10%
苏农银行	5.63%	-	-	5.60%	-	-
江阴银行	5.66%	2.67%	2.42%	5.50%	2.36%	2.10%
无锡银行	5.12%	2.16%	1.93%	5.12%	2.01%	1.78%
张家港行	5.93%	2.56%	2.37%	6.18%	2.85%	2.62%

注：常熟银行定价数据为母行口径。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 常熟的小微 VS 台州的小微：定位相近、定价略低

**常熟的小微客群与台州相近，定价略低。**将常熟银行与同样为小微标杆的台州银行进行对比：常熟与台州户均贷款都在 35 万左右（全部贷款口径），贷款额度 100 万元以下户数占比都在 95% 左右，客群定位相近。但从定价来看，台州银行平均贷款利率 9% 以上，基本高出常熟 2pct，零售贷款利率大多在 12% 以上，高出常熟 4pct。

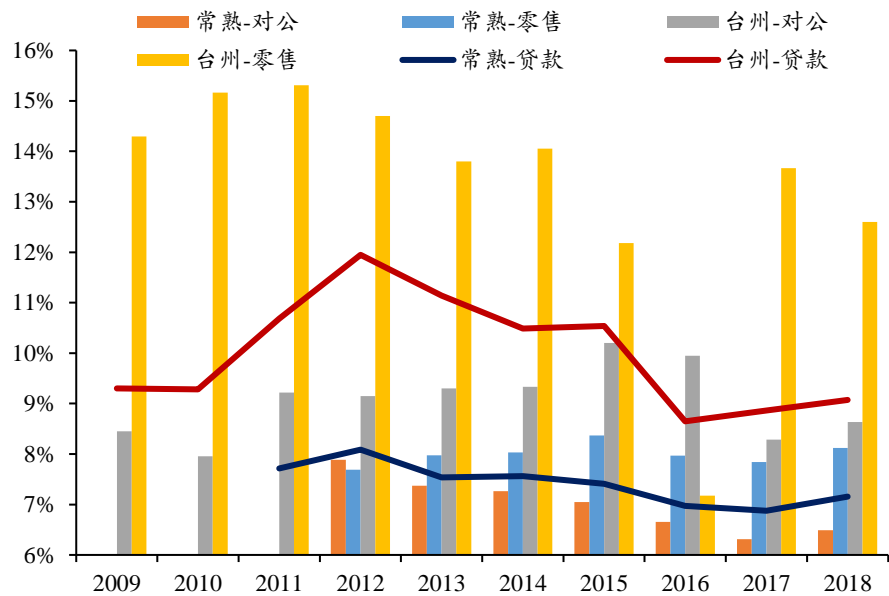
图表 6、常熟银行与台州银行贷款客群定位情况

项目	常熟银行		台州银行	
	2017A	2018A	2017A	2018A
有贷款余额客户数（万户）	22.9	25.3	28.3	32.5
贷款额度 500 万元以下户数占比（%）	-	-	99.65%	99.59%
贷款额度 100 万元以下户数占比（%）	96.42%	95.91%	94.09%	93.77%
单笔贷款金额（全部贷款口径，万元）	34	37	35	37

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理



图表 7、常熟银行与台州银行贷款定价情况 (%)

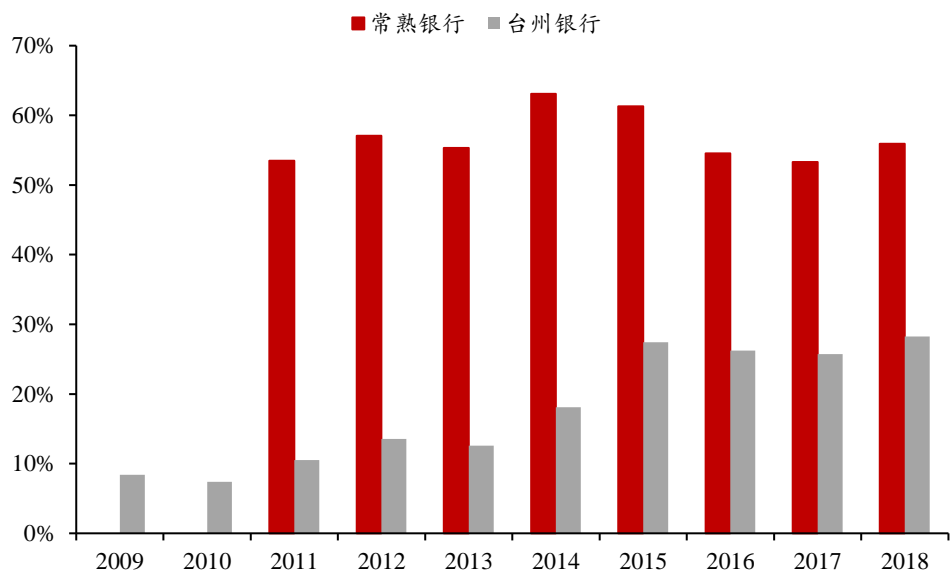


注：由于台州银行未披露日均余额数据，为便于可比，贷款定价口径为利息收入/贷款期初期末余额均值。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

抵质押比例不同或是常熟与台州的定价差异的主要原因。台州银行最早在 2010、2011 年信用、保证贷款比例可以达到 90%以上，近年来抵质押比例提升至 25%左右，但还是远低于常熟平均 55%左右的水平，预计这是常熟定价稍低的主要因素。

图表 8、常熟银行与台州银行抵质押贷款占比情况



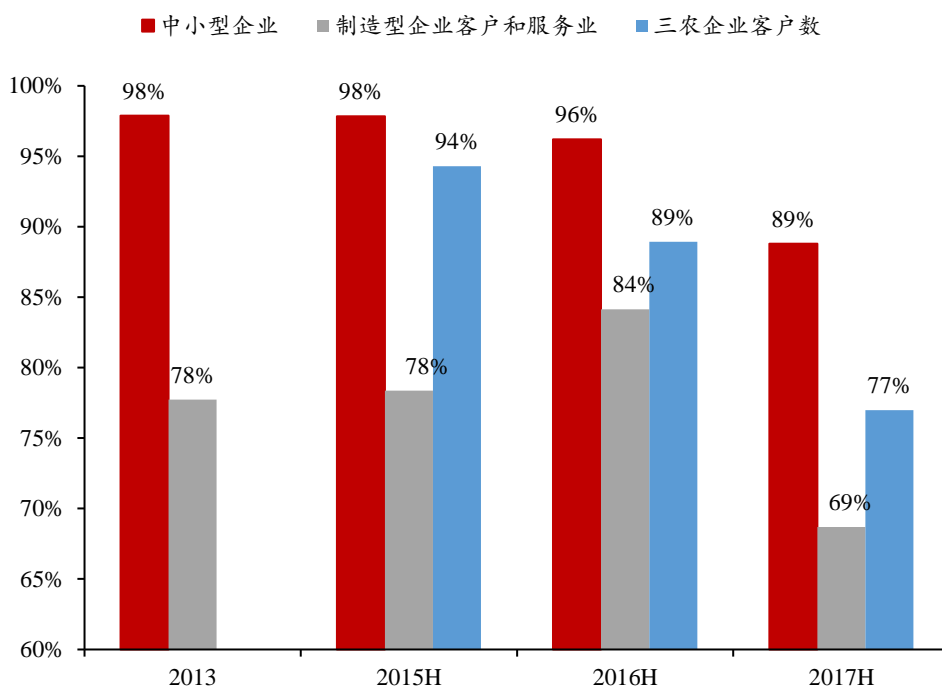
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2 客户画像：目标明确，定位清晰

常熟银行贷款客户集中于三农、小企业、小微企业、个体工商户等，主营业务一

一般为农林牧渔业、批发零售业、制造业、手工业等，规模小而散，一般以家庭为单位经营，资金需求呈现阶段性、周期性特点。具体来看，常熟银行对公业务客户集中于中小型企业、制造型企业客户和服务业、三农企业；随着公司零售转型战略持续推进，零售业务尤其是个人经营性贷款逐渐成为公司小微业务的一张亮眼名片。

图表 9、常熟银行对公客户分布结构



注：制造型企业客户和服务业包括居民服务业、住宿餐饮业、租赁和商务服务业。  
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2009年3月，常熟银行在全国农村中小金融机构中率先成立服务小微企业、私营业主、个体工商户等小微客户的专营部门——小微金融总部。小微金融总部按准事业部制设立“四线三级”管理架构，在业务考核、经营资源调配等方面实行统一调度、内部独立核算、垂直管理，类似于“行中行”。历经十余年发展，小微金融总部从7人队伍发展成为1500多人的专业队伍，成员平均年龄25周岁，客户经理人均管控160-170户，户均13万左右，真正做到了贯彻落实“蕴育中国中产阶级”的使命要求。

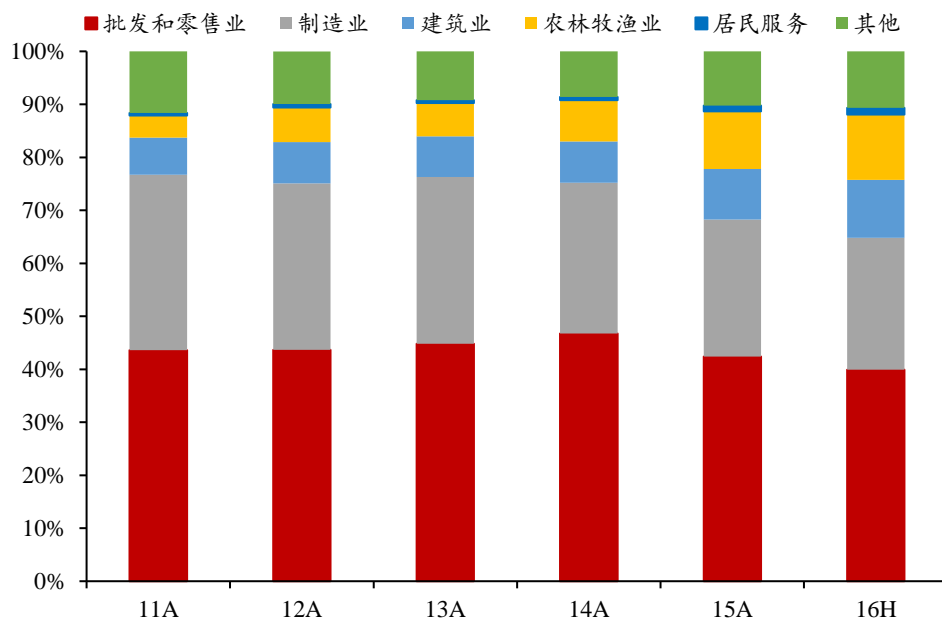
从客户画像来看，母行小微金融总部的个人经营性贷款客户平均年龄37周岁，约70%来自于农村，约78%为首贷户，主要从事于批发零售业（开小店、做小买卖）、制造业（家庭纺织、家庭制造等）、建筑业（门窗装潢等）、农林牧渔业（养殖、种植、大棚）、居民服务（餐饮、住宿、农家乐）等行业。

主要客户为农村地区首贷客户，对于公司来说溢价较高、风险分散：1) 在金融供给不充分的农村区域，相对民间借贷市场公司定价占优，可按照单个客户进行差异化定价；2) 这类客户一般比较重视信用，为了十几万、二十万贷款而影响信用

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

的违约成本较高；3) 这类客户共债风险较小，即使经营失败尚且年轻可以依靠劳动力来还款。

**图表 10、常熟银行个人经营性贷款行业结构**



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、常熟银行小微标杆之路径

小微企业融资难、融资贵是一项世界性难题，而对小微企业开展金融服务的痛点主要集中于：1) 小微企业融资具有“点多面广”和“短频快”特点，金融供给与小微融资需求之间有一定差距；2) 相比大中型企业，小微企业信息获取更难，生产经营及财务状况难以识别，信息获取成本较高；3) 小微企业规模小、竞争力不强，容易受到宏观经济和行业周期影响，抗风险能力弱。

常熟银行在小微市场逐步成长为标杆，在获取较高定价的同时，资产质量也保持稳健，进而获得市场的认同。结合其他未上市的区域性小微领跑者（例如台州银行等）的发展历程，我们认为根源在于其产品设计、服务方式、风险控制等方面精准切入小微金融服务的痛点：1) 抓住小微融资“短频快”的特点，针对性的进行产品设计并提供社区化服务；2) 将德国 IPC 技术本土化，通过“人海战术”来减少信息不对称程度。此外常熟还将其与信贷工厂相结合，打造出批量化、可复制的风控模式，保证资产质量与放款效率；3) 针对 IPC 风控技术高度劳动密集型特征，打造标准化的员工培训体系，解决小微风险识别上对客户经理数量、专业性要求高的问题。

这一章节我们以常熟及台州银行为例，分别从产品、风控和人员管理角度阐述小微标杆银行的独到之处。

#### 3.1 产品服务灵活：抓住小微融资“点多面广”和“短频快”痛点

区域性中小银行赖以生存和经营的资源禀赋与大行不可同日而语，其经营最大优势之一在于足够“灵活”，这种灵活性精准切入了小微、三农等群体碎片化、个性化、短频快的融资需求。我们认为这是小微业务客群、贷款规模得以扩大的基础。

**产品设计上，常熟银行与台州银行都非常注重客户从获取贷款到还款的简单、方便、快捷的体验。**1) **还款方式灵活：**常熟与台州银行大多信贷产品还款可根据客户生产经营周期量身定制、随用随还。2) **申请手续简便、放款期限较短：**常熟银行最快 2 小时就可以批复，台州银行对于前台常规业务，以秒为单位规定了操作时限，并且限时服务承诺使客户在提交贷款申请时就能知道到账时间。3) **部分产品是纯信用贷款，对抵押质押品没有要求：**例如常熟银行的圆梦贷，无需担保、纯信用贷款，台州银行抵质押比例更低。

**服务方式上，常熟银行与台州银行主打贴近社区、与客户做朋友的社区银行服务理念，鼓励客户经理与客户建立超越纯业务关系的、富有人情味的、具有粘性的伙伴关系。**这种超越纯业务关系的建立一方面在于公司深耕基层，贴近小微和三农客户开网点、建队伍，尽量缩小由于网点和客户的物理距离而存在的隔阂；另一方面在于公司强调主动服务、变坐商为行商，客户经理与客户和潜在目标客户保持高频度接触，随时了解各方信息，寻找服务的最佳切入点，像组织存款一样

营销贷款，增加了双方的信任感，也有利于增强客户经理对借款人信用、经营、资金使用情况的了解。

图表 11、常熟银行小微金融产品情况

产品类型	产品介绍	产品特色
心愿计划	<b>生意贷</b> 向私营企业主、个体工商户、个体经营者、种养殖户和家庭作坊户等发放的贷款。	<b>简</b> : 申请门槛低, 手续简便, 担保方式多样; <b>快</b> : 最快 <b>1 个工作日</b> 办理; <b>多</b> : 贷款额度最高可达 <b>500 万</b> ; <b>好</b> : 一对一上门服务, 贷款期限最长可达 <b>10 年</b> ; <b>省</b> : 按需使用, 自主还款更灵活。
	<b>极速贷</b> 向私营企业主、个体工商户、个体经营者、种养殖户和家庭作坊户等发放的房屋抵押贷款。	<b>流程极简</b> : 无需上门调查, 只需提供房产证/不动产登记证; <b>快速审批</b> : <b>2 小时</b> 快速批复; <b>灵活还款</b> : 随用随还更贴心;
	<b>圆梦贷</b> 向贷款所在地的居民提供用于满足其在家庭消费或生产经营过程中所需资金的贷款。	<b>0 负担</b> ——不使用不产生任何费用; <b>纯信用</b> ——无需担保; <b>超便捷</b> ——手续简便, 最快 1 个工作日放款; <b>巨灵活</b> ——随用随还, 按日计息。
	<b>流水贷</b> 主要面向公司卡通宝签约商户、乐收付签约商户和其他结算量较大、现金流充裕目标小微客户。	<b>申请门槛低</b> , 经营期限 12 个月(含)以上, 有银行流水即可申请; <b>信用担保</b> , 贷款额度最高可达 <b>50 万</b> ; <b>手续简便</b> , 最快 <b>1 个工作日</b> 放款; <b>还款灵活</b> , 可按需量身定制还款计划。
	<b>有田贷</b> 向农村种植户提供用于满足其在农事生产经营过程中所需资金的贷款。	<b>信用担保</b> , 贷款额度最高可达 <b>30 万</b> ; <b>手续简便</b> , 最快 <b>1 个工作日</b> 放款, 贷款期限最长可达 <b>24 个月</b> ; <b>还款灵活</b> , 可按需量身定制还款计划。
快乐计划	<b>快乐消费</b> 向自然人发放的, 用于翻建房屋、装修购物、购车旅游、结婚生育等用途的小额贷款。	<b>申请门槛低</b> , 担保方式多样; <b>手续简便</b> , 最快 <b>1 个工作日</b> 放款; <b>一对一上门服务</b> , 贷款期限最长可达 <b>5 年</b> ; <b>还款灵活</b> , 可按需量身定制还款计划。
	<b>快乐家装</b> 向自然人发放的, 用于满足其房屋装修、家具购买、农村宅基地翻建、拆迁安置房屋置换等过程中出现的资金需求的小额消费贷款业务。	<b>申请门槛低</b> , 担保方式多样; <b>手续简便</b> , 最快 <b>1 个工作日</b> 放款; <b>一对一上门服务</b> , 贷款期限最长可达 <b>5 年</b> ; <b>还款灵活</b> , 可按需量身定制还款计划。
	<b>快乐购车</b> 向自然人发放的, 用于满足其购买汽车方面的资金需求的小额消费贷款。	<b>贷款额度高</b> : 最高可贷上路价的 100%; <b>手续简便</b> : 提供必备的身份证、户口本即可; <b>放款快速</b> : 最快 <b>2 小时</b> 放款; <b>还款灵活</b> : 可提前还款, 不收取违约金; 也可按月等额, 或按客户的收入特点定制还款计划; <b>上牌方式灵活</b> : 个人牌照及公司牌照均可;
优创计划	<b>创业贷</b> 向 18-60 周岁公民发放的用于满足有自主创业需求的个人小额贷款。	<b>担保方式多样</b> , 保证、抵质押均可; <b>贷款期限</b> 最长可达 <b>5 年</b> , 额度最高可达 <b>500 万</b> ; <b>量身定制</b> 灵活还款方式, 可每月分期还款。

数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、台州银行主打信贷产品情况

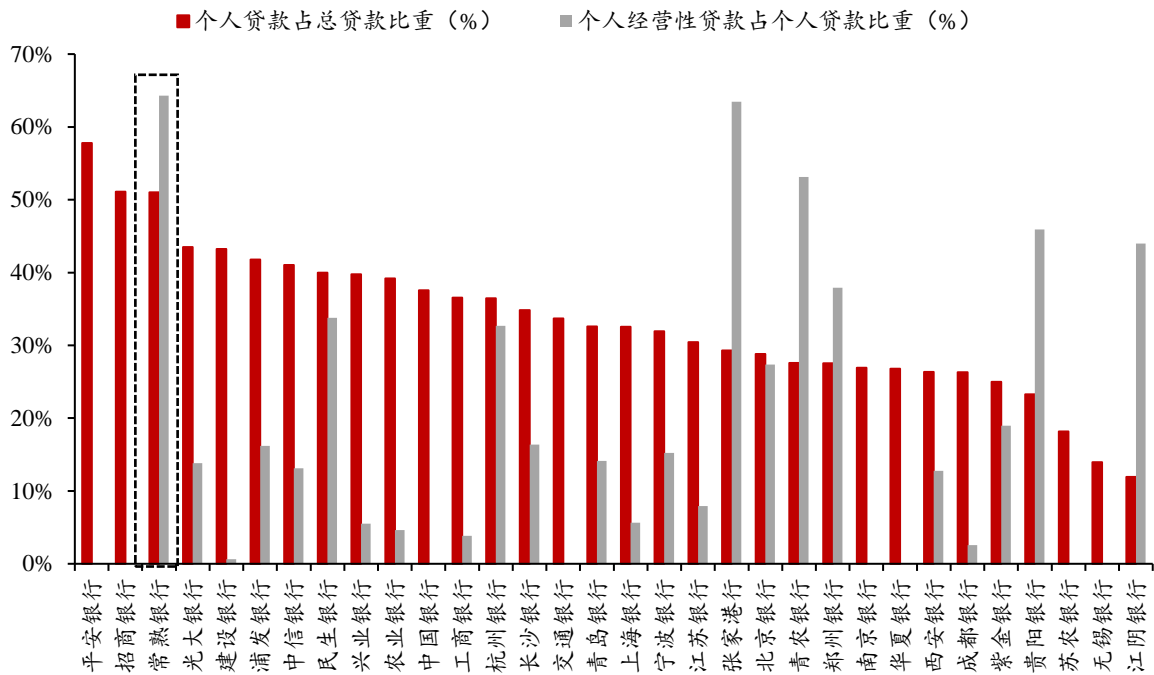
产品类型	目标客户	产品特征
小本小贷款	中小企业及业主、个体户、家庭作坊和自然人	<b>贷款金额</b> : <b>10-100 万</b> 以内; <b>贷款利率</b> : 根据贷款次数、资信状况来确定; <b>还款方式</b> : <b>每月分期</b> 付款为主, 也可量身定做; <b>期限</b> : 最长可达 <b>三年</b> ;

<b>小本微贷款</b>	小企业、微企业及其业主、个体工商户、家庭作坊和自然人，从业期满三个月	<b>贷款金额</b> ：10万以内； <b>贷款利率</b> ：根据贷款次数、资信状况确定； <b>还款方式</b> ：每月分期付款为主，也可量身定做； <b>期限</b> ：最长可达三年；
<b>小本信用贷款</b>	诚实守信经营 资信状况良好 自有资金及经营运作良好 负债较低 经营年限至少在一年以上	<b>贷款金额</b> ：100万以内（含100万）； <b>贷款利率</b> ：根据贷款次数、资信状况来确定； <b>还款方式</b> ：每月分期付款为主，也可量身定做； <b>期限</b> ：最长可达三年； <b>担保方式</b> ：无需任何担保，信誉贷款
<b>小本兴农贷</b>	从事种植、养殖、畜牧、捕捞等客户	<b>贷款金额</b> ：10万以内（含10万）； <b>贷款利率</b> ：实行优惠利率； <b>还款方式</b> ：根据自身实际生产经营周期及资金需求选择还款方式，包括按季还本付息、每月等额分期或灵活还款；
<b>小本联合保证贷款</b>	联保团队成员共同为其中成员小本贷款提供担保，并承担连带责任的小本担保贷款。	联保团队成员仅需在我行签订一次联保协议，在有效期内可以循环使用联保额度。 小本联保协议期限：3个月至1年（含）。
<b>兴农卡</b>	村居、农业合作社中的农户。	<b>贷款金额</b> ：贷款金额为30万元以下（含），其中15万元（含）以内可申请信用免担保贷款。 <b>贷款期限</b> ：合约有效期6年。 <b>使用方式</b> ：循环使用、随用随贷、通借通还；结息方式为按月。
<b>绿色节能贷款</b>	总资产规模2000万以内，尤其是资产规模500万以内的企业法人、其他经济组织、个体工商户；	<b>贷款金额</b> ：5万（含）至500万（含） <b>贷款期限</b> ：贷款期限为3个月至3年 <b>贷款用途</b> ：作为降低企业生产过程中能源消耗方面的专项投资 <b>还款方式</b> ：根据自身生产经营周期及资金需求选择还款方式，包括等额分期、一次性还款或灵活还款。
<b>自助贷款</b>	符合公司信贷条件，资信状况良好，且具有“短、小、频、急”融资需求的小企业主、个体经营者及农户。	一次核定、循环使用、随借随还、自助办理。 享受24小时全天候服务，贷款像存款一样方便。
<b>安居贷</b>	面向农村有建房或拆迁安置融资需求的农村客户。	<b>贷款金额高</b> ：单户总授信金额最高可达建房总成本或安置房总房价的70%，且个人建房用途最高金额30万元（含），购买拆迁安置房最高金额50万元（含）。 <b>授信期限长</b> ：最长5年，且授信到期时借款人未到法定退休年龄。 <b>贷款利率低</b> ：普通贷款利率基础上平均下浮5档，支农惠农，利率优惠。 <b>还款方式活</b> ：根据客户实际收入情况和还款能力，量身定制还款方案，每月付息，合理安排分期或一次归还本金。
<b>薪易贷</b>	公务员、医生、教师等公益型及社会公用事业单位正式编制人员等。	一次核定、循环使用； <b>贷款期限长</b> ，最长期限达三年； <b>授信额度大</b> ，最高为借款人年平均月工资收入的30倍，最大授信金额100万；

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

常熟与台州坚持普惠金融的发展理念，为客户提供灵活接地气的产品服务，让原本被银行拒之门外的客户能够便捷地享受到无需抵押、上门服务、灵活还款的正规金融服务，支持了一大批小微客户的成长与发展，也为其赢得了广泛的客户基础。受益于此，常熟银行的零售贷款占比、个人经营性贷款占比与定价水平在上市银行中位居前列。

图表 13、上市银行 2018 年贷款结构情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

虽然常熟银行零售贷款尤其是个人经营性贷款在上市银行中已有绝对优势，但仍较大成长空间（预计 15%-20%左右占比的提升）。从台州母行口径数据对比来看，台州银行原本将个人经营性贷款（包含个体工商户和小微企业主贷款）放入对公贷款中，我们将其调整至零售贷款以统一口径方便比较。近 5 年来台州母行贷款结构中对公、零售基本呈现 3、7 开，而个人经营性贷款复合增速 13%、占总贷款比重稳定在 50%左右，考虑到旗下村镇银行下沉较母行更深，合并口径个人经营性贷款占比预计更高。而常熟合并口径个人经营性贷款复合增速 43%、占总贷款比重不到 35%，对标台州银行的情况来看，预计常熟个人经营性贷款占总贷款比重还有 15%-20%的提升空间。

图表 14、常熟银行贷款结构情况（合并报表口径）

单位：亿元/%	13A	14A	15A	16A	17A	18A	5 年 Cagr
贷款规模	422	487	576	664	778	928	17%
对公占比	70%	62%	54%	47%	46%	43%	6%
票贴占比	5%	8%	9%	8%	6%	6%	21%
零售占比	25%	30%	37%	45%	48%	51%	35%
住房	11%	9%	8%	7%	6%	6%	4%
消费	2%	3%	8%	14%	12%	10%	63%
信用卡	0%	1%	1%	2%	2%	2%	70%
个人经营性贷款	12%	18%	21%	23%	27%	33%	43%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、台州银行贷款结构情况（母行口径）

单位：亿元/%	13A	14A	15A	16A	17A	18A	5年 Cagr
贷款总额	420	507	599	670	741	906	17%
其中：对公+票据	29%	31%	37%	33%	27%	35%	21%
中型企业	5%	4%	4%	3%	2%	3%	5%
小型企业	11%	15%	23%	21%	10%	15%	25%
微型企业	2%	2%	2%	2%	2%	3%	30%
大型企业	-	-	-	-	-	-	-
其它(票据等)	12%	10%	8%	7%	13%	14%	21%
零售贷款	71%	69%	63%	67%	73%	65%	15%
信用卡贷款	13%	12%	10%	8%	7%	5%	-6%
<b>个人经营性贷款</b>	<b>58%</b>	<b>54%</b>	<b>46%</b>	<b>48%</b>	<b>55%</b>	<b>50%</b>	<b>13%</b>
个体工商户	31%	31%	28%	28%	32%	29%	15%
小微企业主	26%	22%	19%	21%	23%	21%	11%
个人非经营性贷款	0%	4%	7%	10%	12%	11%	47%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2 风控体系到位：风控技术+风控文化+风控机制=资产质量

#### ● 小微金融典型风控技术

目前银行应用在小微信贷上典型的风控技术主要有 3 种：IPC 信贷技术、信贷工厂模式、大数据风控。简单来说，按照对人工依赖程度，这三种技术可划分为纯手动、半自动、全自动，伴随着自动化程度的增加，审批效率逐渐提升但风险识别能力和灵敏度可能有所损失。

图表 16、IPC 信贷技术、信贷工厂与大数据风控模式对比

	IPC 信贷技术	信贷工厂	大数据
起源	<ul style="list-style-type: none"> <li>德国国际项目咨询公司 (IPC) 是一家专门为小微企业贷款业务为主的银行提供一体化咨询服务的公司。</li> <li>2005 年国开行牵头国内部分银行引进这一信贷技术。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新加坡淡马锡控股公司为解决小微企业信贷流程的弊端，推出的一种改善小微企业信贷流程的信贷工厂模式。</li> <li>2008 年以来建设银行、中国银行等开始引进。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大数据应用于网络小额贷款，可以凭借电商平台和互联网支付平台积累的交易和现金流数据，对借款人的资信状况进行在线审核以及合理的评估，在此基础上提供相应的贷款。</li> </ul>
特点	<ul style="list-style-type: none"> <li>评估客户偿还贷款的能力；</li> <li>评估客户偿还贷款的意愿；</li> <li>银行内部操作风险的控制；</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品标准化、作业流程化</li> <li>生产批量化、队伍专业化</li> <li>管理集约化、风险分散化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过大量使用 IT 技术代替传统的人工核实方式，建立技术模型、数据模型，在云计算平台上对收集的大数据进行深入分析。</li> </ul>
优点	<ul style="list-style-type: none"> <li>实地调查，还原度高。</li> <li>充分传递小微企业信息，风别识别能力好。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>将非标准的信息标准化，提高效率、扩大规模、降低成本。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>极大地节约成本和时间，提高了效率和准确性。</li> </ul>
缺点	<ul style="list-style-type: none"> <li>以信贷员的主管判断为导向，容易产生道德风险问题。</li> <li>信息交叉验证的非标准化流程，很难适应快速扩张的需求。</li> <li>对信贷员素质要求较高且培训周期较长。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>信贷数量快速增长增加了风险监控难度，可能会增大不良率。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>社会征信系统不完善，可供处理的数据较少。</li> </ul>

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

小微风控的核心难点就在于信息不对称，而 IPC 技术本质就是对小微企业的信息

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



进行有效收集与充分传递,以评估小微企业的风险状况,但这种纯手动模式下,获取对称信息的成本较高,同时也可能存在客户经理的道德风险问题。**常熟银行与台州银行能够将小微信贷的不良率保持在较低的水平,就在于很好的解决了信息不对称下的逆向选择与道德风险问题。**1)对IPC技术进行本土化来提高信息获取能力、减少逆向选择;2)打造阳光信贷文化+完善激励问责机制来降低客户经理的道德风险;

相比台州银行,常熟银行的风控体系也有自身独特之处:结合多年小微金融摸索经验,将非标准化的流程标准化,打造出区别于传统信贷模式的批量化、可移植、能复制的“小微信贷工厂模式”,实现了在既定的风险容忍水平内,效率提高、规模扩大、成本节约。

### ● 逆向选择:不断完善风控技术以提升信息获取的能力和效率

常熟银行最开始学习的就是台州地区银行IPC信贷技术的经验,下文首先介绍台州银行对IPC这一技术的应用,再重点介绍常熟银行的风控模式。

#### 台州银行:从IPC-信贷工厂-大数据,不断改造升级

台州银行的小微金融风控技术不是一成不变的,它经历了一个不断变革、升级的过程。从建行以来,台州银行风控技术大致经历了三个阶段:

(1) 1988-2005年间,公司风控主要依托客户经理与客户之间良好的人脉和资源关系,依托于基础财务报表,形成客户信息反馈机制对风险进行管控。简而言之,通过客户经理的“脚勤”去与客户接触进而破解信息“不对称”。

(2) 2005年台州银行与世界银行、国家开发银行合作,经由德国IPC公司引入了欧洲小额信贷技术,并进行了本土化改造,总结提炼出“下户调查、眼见为实、自编报表、交叉检验”的“十六字”风控技术和“三看三不看”的风险识别技术。在摸清经营情况的基础上,只要在测算还款能力之内,企业无需提供任何抵押物,银行就可直接发放信用贷款或以防范道德风险为目的的担保贷款,多年来台州银行信用贷款与保证贷款合计占比超过了80%。

图表 17、台州银行风控技术与风险识别技术

十六字风控技术	下户调查	客户经理必须亲自走访到户、实地征信
	眼见为实	小微企业的生产状况、库存情况和销售情况必须一一亲眼验过
	自编报表	针对许多小微企业没有规范报表的情况,信贷人员根据亲眼看到的各种情况“自编报表”一资产负债表和损益表,并通过这两张自制报表决定贷款与否与贷款额度大小。
	交叉检验	通过借款人各类信息之间的勾稽关系验证信息真实性、准确性、完整性的方法,当所有验证方法取得一致结果时,准确性就高;不一致时,就说明调查有待深入。
“三看三不看” 风险识别技术	不看报表 看原始信息	通过查看小微企业散落的流水账、发票、进货单等最原始、最真实的经营信息,来解决小微企业财务报表不规范或者没有财务报表的问题。

	不看抵押 看技能	以小微企业主的还款能力和还款意愿作为贷款发放依据，其中还款能力不以抵押担保为依据，而是主要观察小微企业主的经营能力、劳动技能等人力资本
	不看公司治理 看家庭治理	对还款意愿的考察主要是根据小微企业家族式经营特点，着重调查小微企业主家庭是否和睦、有无不良嗜好等，这些都折射出企业主管理能力和品德等“软信息”。

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

(3)在 IPC 风控模式下，客户经理必须频繁接触已有客户，与他们保持长期联系，进而了解客户资金使用情况、还款能力以及是否存在潜在风险。但微贷业务实际上是高度“劳动密集型”的业务，一名客户经理维护客户的数量是有上限的，所以随着客户和贷款规模的增长，对人的需求也会越来越多。原有服务体系效率、道德风险防控及对一线员工能力的高度依赖逐渐限制了台州银行小微金融服务能力的提升，于是台州银行对信贷风控技术进行了改造升级。

台州银行风控技术的升级主要从两方面着手：1) 拥抱大数据。2014 年台州银行开始引进和应用大数据技术，开发了针对小微贷、信用卡、消费贷等不同细分客群的风险评级体系，通过大数据模型的 600 多个规则来辅助信贷决策——“可不可以贷、贷多少、什么价格贷”，实现了数据跑协助人工跑，更有效地解决了小微企业贷款信息不对称难题。2) 试点信贷工厂。2016 年初开始台州银行以兴农卡业务为切入点，启动半信贷工厂试点，建立了前端批量获客、中台集中作业的“半信贷工厂”模式，针对一定额度以内的贷款，采用后台集中作业审批方式，审批准确度及审批速度得到有效提升。

通过新的金融科技技术应用，台州银行逐渐搭建了集“社区银行+数据辅助+远程协同”于一体的小微金融信用风险识别体系框架。具体来说就是以社区银行模式的信贷技术为基础，融合了信贷工厂和线上大数据模式，形成了“半信贷工厂”的特色模式，将“耗时的”、“低风险识别技能要求的”、“可标准化的”工作转移至后台中心，在保持风险要求的前提下，不断降低成本，提升效率。传统的“下户调查、眼见为实、自编报表、交叉检验”十六字技术方针也升级为“数据驱动、线上流程、行业专家、现场交叉”新的十六字模式。

#### 常熟银行：本土化、流程化、科技化，保证资产质量与处理效率

常熟银行在学习已有经验基础上，结合实践摸索，打造了属于自身的风控技术。具体而言，可总结为“本土化、流程化、科技化”：

1) 对 IPC 技术进行本土化灵活适应不同区域市场需求：公司在信息获取上还是遵循 IPC 核心要求，客户画像和贷款用途并重，软信息和硬信息并抓，确保业务真实性。但常熟也在 IPC 基础上也做了一些本土化改造：例如 IPC 侧重实地调查，公司在此基础上加入侧面打听；IPC 只做贸易类贷款，公司针对本地市场创新了适合个体工商户、小作坊、农户等多种贷款产品等等。

**图表 18、常熟银行对 IPC 进行的本土化改造举措**

IPC	常熟银行
侧重实地调查	在实地调查基础上加入侧面打听
提倡发放担保贷款	采取抵押、质押、担保、信用等多样化的贷款方式
只做贸易类贷款产品	针对本地市场创新力适合个体工商户、小作坊、农户等多种贷款产品，并形成了自己的产品体系
强调按月等额还款	创新还款方式，既可按月等额，同时也充分考虑借款人现金流特点和资金回笼周期，量身定制还款计划

数据来源:公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**2) 将非标准化流程标准化，解决异地扩张问题：**针对 IPC 规模难以做大、效率较低等问题，对传统信贷流程进行功能性切割，形成前台营销调查、中台审批、后台管理分离式操作的流水线。这样实现了三重好处—降低了客户经理工作量、较好的防范了客户经理道德风险、流程标准化后可移植复制进而能够实现异地快速扩张。

**3) 线上线下双重风控，保证资产质量与处理效率：**在线下建立业务闭环风控管理体系，配套设置总部-分部-片区三级风控岗位，加强现场管理，并在前端调查阶段通过客观数据比对客户主观表达，进行逻辑检验科学判定风险。**线上**则是在信贷工厂全流程中融入 MCP 移动贷款平台技术，一方面通过移动贷款平台实地调查 GPS 定位、风险预警系统可实时监控客户涉案涉诉、账户变动等风险信息，快速响应。另一方面部分业务流程转移至线上，可以实现客户信息实时采集应用、高效在线审批，单笔小微贷款的处理时间缩短至 1-2 天，进一步提高了小微信贷调查审批和贷款处理效率。

**图表 19、常熟银行个人经营性贷款风控体系**



数据来源:公司业绩会推介材料，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 道德风险：打造阳光信贷文化+完善激励问责机制

小微信贷要求客户经理全流程参与，而客户的各种软硬信息基本都是由客户经理收集，因此道德风险更频繁发生在客户经理身上。常熟与台州银行对于道德风险的防范主要在于打造阳光信贷文化+完善的激励问责机制。

常熟与台州内部都非常注重推行阳光信贷文化，严格遵循“不喝客户一杯水，不吃客户一顿饭，不沾客户一点光”的信贷准则，让“信贷资产质量是第一生命线”的理念植入每一位员工心中。公司明令禁止员工“吃拿卡要”收受客户好处，严禁员工与资金中介合作谋取私利等行为，一旦违反将从严从重处罚，并追究上级主管的管理责任。通过不断地宣导和教育、警示，在员工中形成了浓郁的“发放了不良贷款就感觉到自己对企业是犯了罪！”的文化氛围，使每一位员工建立起强烈的、高度负责的风险意识，并转化为防范风险的自觉行动。但另一方面，为了减轻信贷人员压力，避免员工不敢发放贷款，公司也针对不同的贷款产品制定了不同的风险容忍度，确立“尽职免责原则”，明确“对不良贷款贷前调查、合规操作、贷后管理、案例总结、不良清收等工作开展尽职程度评估后，工作尽职的予以免责”。

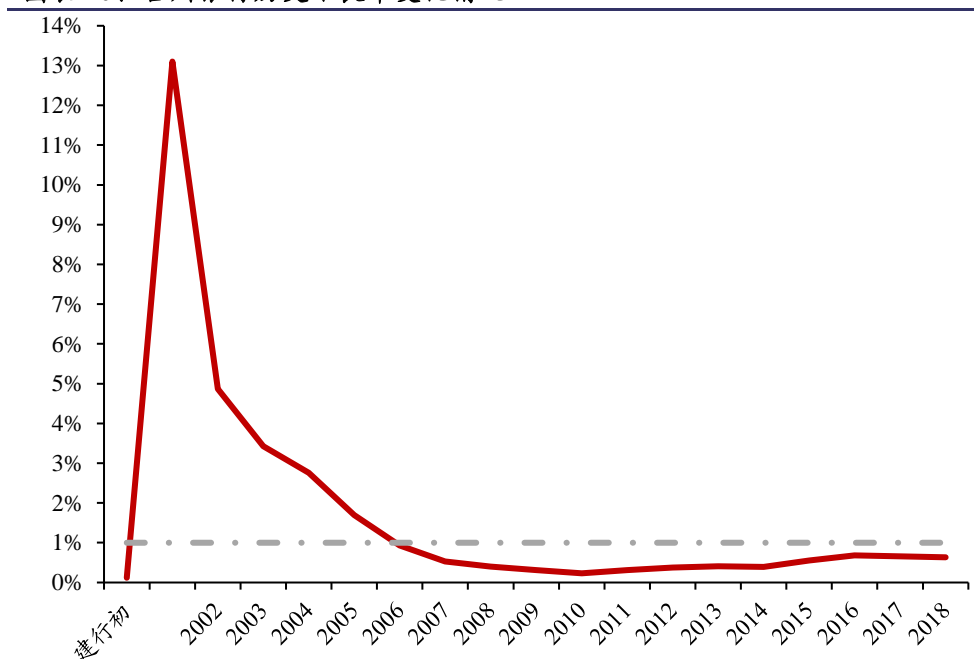
对客户经理的管理，台州建立了较为完善的激励与问责机制。1) 一方面，员工职业晋升路径清晰，因一时利益而放弃长远职业生涯的几率减小。公司招聘的员工以普通家庭为主，学历背景以普通本科、大专为主，只要勤奋努力、踏实工作，不断积累客户资源，大部分员工工作两年月收入就会上万；如果继续努力，业绩、能力综合表现好的话，四、五年就有可能当上支行部门经理，甚至副行长、行长。2) 另一方面，不良问责制度严格，责任到人，负责终身。公司每一笔贷款都有明确的责任人，发生不良后即由风险管理部门牵头开展责任认定，并按性质、金额和风险程度迅速作出责任追究和实施处罚。不良贷款实行终身负责制，人员调动、岗位变更，责任依旧，即使工作调到新岗位，但还依旧要到原工作的支行帮助清收自己本人发放的老不良贷款。例如 19 年 3 月公司某支行追讨回一笔 1994 年逾期的 1.5 万元不良贷款。

常熟银行在防范员工道德风险方面，除了常规的激励问责机制，其小微金融总部组织架构设计、信贷工厂前中后台分离审批式的操作也很好的降低了信贷人员道德风险。1) 在激励问责方面，常熟银行建立统一的客户经理考核激励机制。考核内容除了客户开发维护、金融产品营销，还有包括信贷资产质量在内的综合业务收益，客户经理的岗位级别、收入与其考核业绩挂钩。2) 在组织架构上，小微金融总部共设立了总-分-片三级风控岗位，现场设立风控总监、运营中心主管、片区经理等独立岗位层层隔离，相互监督。3) 在审批流程上，在信贷工厂模式下审批流程被切割成前台营销调查、中台审批、后台管理分离式操作的流水线，也很好的降低了对单一信贷人员的依赖。

● **资产质量：风控技术、风控文化与风控机制的充分反映**

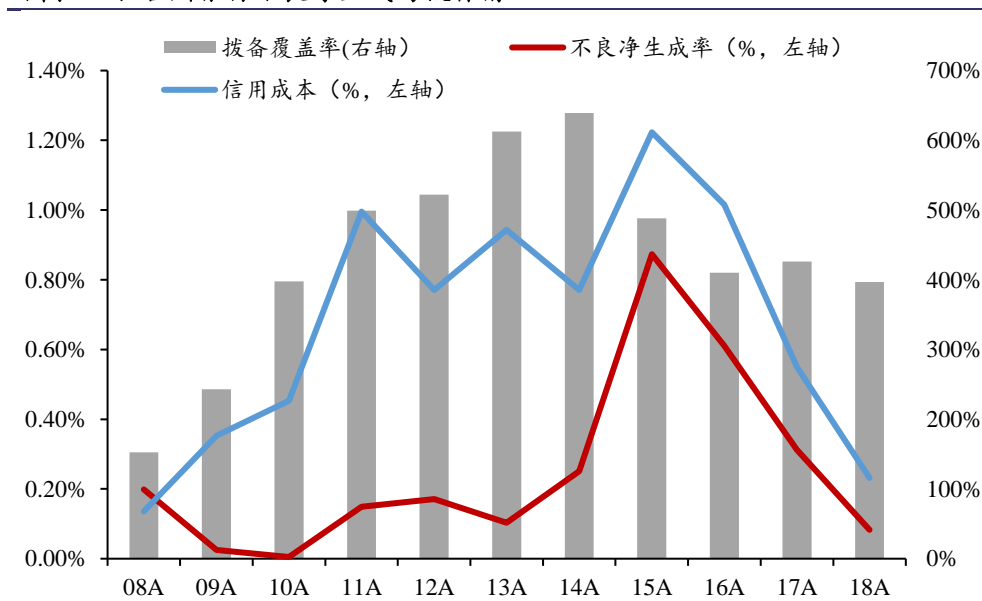
台州银行资产质量经历了完整经济周期的检验，表明小微业务具备抗周期的模式。成立初期台州银行由于承接了各组建社 3.51 亿元的巨额不良资产，不良贷款率攀升至 13.1%，但公司积极化解风险很快将不良率降至 4.87%。2006 年至今，公司不良率始终稳定在 1% 以下的水平，不良净生成与信用成本水平极低。

**图表 20、台州银行历史不良率变化情况**



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 21、台州银行不良净生成与拨备情况**



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

常熟银行从 2014 年开始才真正实现业务下沉、个人经营性贷款规模快速扩张，15

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

年不良快速暴露主要是区域经济增速放缓导致之前的存量对公业务不良加速暴露影响,个人经营性贷款实际上并未经过一轮完整的经济周期检验。横向对比来看,公司目前的不良率、不良净生成、拨备覆盖率、逾期 90 天以上/不良等指标都处于上市银行第一梯队水平。

图表 22、常熟银行资产质量情况

项目 (%)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
正常类贷款占比	90.6%	90.5%	90.2%	89.2%	87.1%	95.2%	96.1%	96.9%
关注类贷款占比	6.41%	6.01%	5.40%	4.24%	3.92%	3.42%	2.50%	2.08%
不良率	0.69%*	0.99%*	0.97%	0.96%	1.43%	1.40%	1.14%	0.99%
不良净生成率	-	0.41%	0.32%	1.22%	1.68%	1.57%	0.61%	0.46%
逾期贷款/总贷款	0.28%	0.56%	0.77%	0.87%	1.96%	1.61%	1.12%	1.19%
逾期 90 天以上/不良	34%	28%	56%	45%	101%	91%	74%	67%
资产减值费用/资产	0.58%	0.48%	0.24%	0.66%	0.87%	1.21%	1.05%	1.07%
拨备覆盖率	432%*	359%*	342%	317%	219%	235%	326%	445%
拨贷比	2.97%	3.52%	3.31%	3.03%	3.14%	3.30%	3.72%	4.38%
信用成本	1.22%	1.03%	0.49%	1.36%	1.72%	2.33%	2.00%	1.97%

注: 标星号数值为母行口径数据。

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23、上市银行 9M19 不良与拨备情况

项目	名义不良率	逾期 90 天以上/不良 (1H19)	不良净生成率 (TTM)	综合信用成本	拨备覆盖率
工商银行	1.44%	77%	0.64%	1.15%	198%
建设银行	1.43%	67%	0.66%	1.03%	218%
中国银行	1.37%	74%	0.68%	0.66%	182%
农业银行	1.42%	66%	0.60%	1.10%	281%
交通银行	1.47%	84%	0.83%	0.98%	174%
招商银行	1.19%	80%	0.47%	1.43%	409%
浦发银行	1.76%	80%	1.76%	1.97%	160%
中信银行	1.72%	89%	1.36%	1.95%	175%
兴业银行	1.55%	83%	1.34%	1.75%	198%
民生银行	1.67%	95%	2.05%	1.81%	146%
华夏银行	1.88%	96%	2.22%	1.78%	148%
光大银行	1.54%	89%	1.54%	1.76%	179%
平安银行	1.68%	94%	1.96%	2.64%	186%
北京银行	1.41%	77%	1.26%	1.56%	229%
上海银行	1.17%	92%	1.17%	1.80%	333%
江苏银行	1.39%	91%	0.53%	1.59%	225%
南京银行	0.89%	96%	0.92%	1.48%	416%
宁波银行	0.78%	96%	0.36%	1.38%	525%
杭州银行	1.35%	75%	0.50%	2.06%	312%
贵阳银行	1.48%	71%	1.51%	2.39%	267%
成都银行	1.45%	75%	0.88%	1.68%	258%
江阴银行	1.82%	90%	1.81%	2.22%	268%
无锡银行	1.14%	75%	0.15%	1.16%	305%
常熟银行	0.96%	58%	0.46%	1.60%	467%
苏农银行	1.53%	64%	1.79%	1.73%	209%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

张家港行	1.42%	27%	1.02%	2.18%	256%
------	-------	-----	-------	-------	------

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3 人员管理体系化：本土化招聘+标准化培训与激励问责自成一体

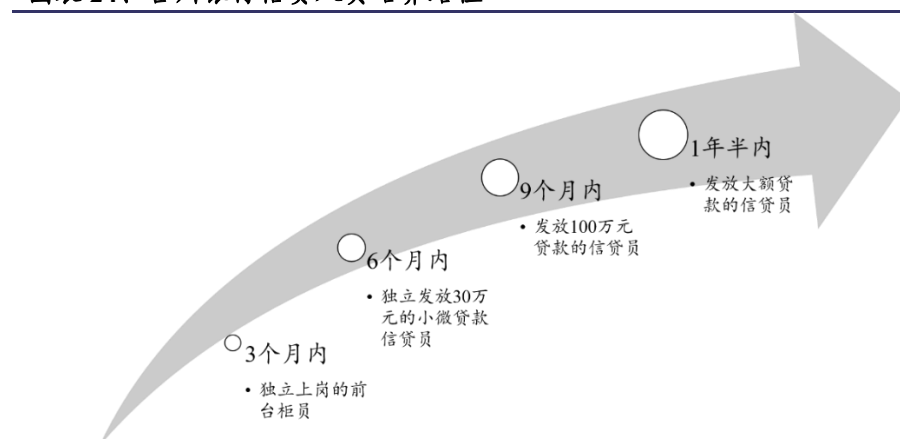
普惠金融核心在于“人”，毕竟客户经理是与借款人打交道最频繁的，无论是社区化服务、地推式营销、下户调查、交叉验证各业务环节，都依赖于客户经理的数量、专业度、工作积极性、道德约束等特质。多年经营摸索，常熟与台州在人员招聘、培训、考核、晋升上形成了一套完整流畅、行之有效的体系。

在人员招聘与培养上，常熟银行注重引入白纸化人才或经历简单的人员，并为信贷员设置了贯穿其入职初期与成熟期的培训体系：1) 在入职初期，公司为新人提供全流程、高频率的专业培训，并设有严格的考试与跟师淘汰机制，把好人才质量的第一关。2) 在成熟期，公司为信贷员设立明确的发展通道，为不同层级、岗位的人员设计了一系列培养计划。

在人员招聘上台州倾向于周边化、本土化招聘。在机构布局发展过程中，公司倾向于紧贴机构周边村居、行业、市场招聘，不看重背景和资源，精准招聘“踏实、肯干、热情”的行业从业人员、业主子女、村民。例如台州某一支行开在服装市场边上，就去市场中招聘一些销售人员，因为他能很准确判断出市场商户的经营、销售、库存情况，可以更好的进行客户拓展和风险控制。2014年台州新招聘员工的周边化招聘率在98.24%以上，全行营业机构在职员工周边化配置率达到97.72%。

在人员培训上台州构建了一套标准化培训体系。台州银行设立了具有社会办学资格的1.3万平方米的“台州银行银座金融培训学院”。通过引进国际培训理念，分条线开发培训课程，建立了高密度、高效率、标准化的培训体系。学院能将没有银行从业经验的新员工在3个月内培养成为独立上岗的前台柜员，6个月内培养成为独立发放30万元的小微贷款信贷员，9个月能够发放100万元的小贷款信贷员，1年半成为可以发放大额贷款的信贷员，目前公司99.47%的员工为自行培养。

图表 24、台州银行信贷人员培养路径



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、常熟银行小微标杆的保卫战

### 4.1 大行竞争能否应对？

19年以来在政策引导下，大行也加大了下沉力度，对常熟银行新增小微贷款形成了一定压力，1H19公司新增贷款中100万以下贷款比重较18年下降明显。对于这种来自大行的竞争，我们认为短期而言有一定压力，长期而言对常熟影响有限。

从大行角度来看：1) 大行小微的客群定位与常熟不完全重合，大行竞争的是常熟银行小微中的头部客户（300-1000万，拥有标准化数据）。正如前文所言，行业户均普惠型小微贷款余额是55万左右；常熟1000万以下贷款户均规模是25万左右，比深耕普惠的邮储银行更低，与大行小微形成错位竞争。2) 在政策的引导下，大行19年以来加大小微投放力度，阶段性达到两增两控目标。考虑到2020大型银行小微增速的目标下移至20%以及工行、中行已经达成高一档定向降准要求，未来竞争或边际趋缓。3) 在有限的人力资源投入下，大行在各地的分支机构无论是人员招聘、系统切换、审批流程上，灵活性不及常熟等深耕县域农村的小行，与常熟目标客群短频快的融资需求不相匹配。大行难以像常熟等小行一样进一步下沉客户开展小微业务，更为经济和现实的做法是依托科技手段，定位高层级的小微客户，实现批量化运作。但实际上常熟银行小微贷款业务最大优势恰恰就是合理控制风险+业务下沉，并获取这部分客户的高收益，因此在和大行的竞争中，常熟受到影响相对有限。

台州银行行长通俗易懂地诠释了这一道理：针对不同客户群体，商业银行所提供的产品、服务方式、风控流程、技术是不同的，对信贷员的要求也不相同。通俗点讲，做大企业的信贷员是穿皮鞋的，做小微的信贷员是穿草鞋的，“穿皮鞋”和“穿草鞋”难以在同一屋檐下共生活、同劳作，这是最朴素的道理。小银行选择与之相称、服务得起、服务得好的民营企业、小微客户、“三农”，用心服务好，做深做透，就能形成独擅的客户服务、风险识别等核心竞争能力。

从常熟自身角度来看：公司上半年面对市场竞争时应对略显不足，100W以下新增户数较少，但三季度以来有针对性的快速调整已充分体现其灵活性。公司进一步坚定主攻个人经营性贷款（户均20多万）的市场战略，一方面充分发挥自身的固有优势，另一方面与大行错位竞争。三季度以来常熟银行新增户数结构快速恢复，新增贷款结构中5000万以上贷款占比下降，1000万以下尤其是100万以下贷款占比上升。



图表 25、常熟银行贷款结构分布

单位: 户/%	18A (YoY)		1H19 (HoH)		9M19 (QoQ)	
	新增户数	新增贷款占比	新增户数	新增贷款占比	新增户数	新增贷款占比
<100W	22,388	44%	276	19%	12,074	59%
100-1000W	2,048	23%	1,418	31%	927	50%
1000-5000W	114	20%	120	31%	50	32%
>5000W	15	13%	25	19%	-3	-40%
合计	24,565	100%	1,839	100%	13,048	100%

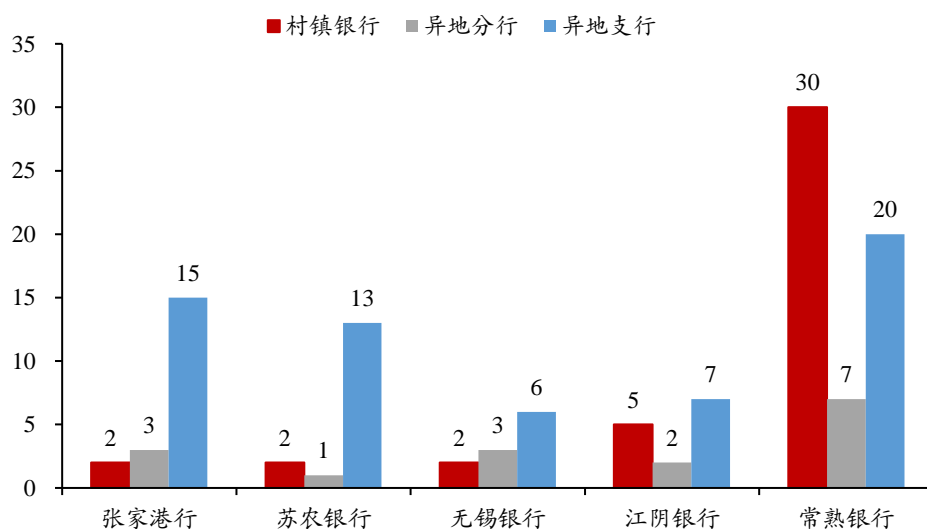
数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2 是否具备护城河?

大行竞争长期而言不足为惧, 那么与常熟银行一样深耕县域、农村地区的农商行呢? 常熟银行在风控技术、人员队伍建设、标准化培训体系等方面有优势, 但这种优势并非排他性, 难以构成核心壁垒, 其它中小行愿意投入时间、投入资源也可以实现相应禀赋的获取。

我们认为与江苏地区其它农商行相比, 常熟银行小微业务的最大壁垒在于存量规模与异地牌照: 存量规模保证效率、异地牌照打开成长空间, 能盈利、可持续。一方面, 盈利=量\*价-成本, 而在本地经营规模是有边界的, 量无法做大的话难以实现规模效应, 同时小微业务高度定制化的业务流程和风控体系存在较高的初期成本, 特别是对于个人经营性贷款这类高度劳动密集型的业务, 常熟银行已经跨过投入期, 而后进者在现有竞争环境下可能需要较长时间才能达到盈亏平衡。另一方面, 近两年监管机构对于异地经营监管政策不断趋严。常熟银行已有 30 家村镇银行+1 家可收购兼并的投资管理行牌照, 相对江苏区域其它农商行优势明显, 未来成长空间广阔, 可持续性较好。上述两方面均赋予公司小微业务较为明显的先发优势和进入壁垒。

图表 26、常熟银行与可比农商行异地分支机构情况 (截至 19 年 6 月数据)



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

最后，再来探讨一下，愿意持续投入资源、投入时间做个人经营性贷款，是不是也构成一道门槛？2005年国开行牵头微小企业贷款项目组织中有包商银行、马鞍山农村商业银行等12家中小银行，引进德国IPC微贷技术至今已有14年。这14年间国内有百余家中小银行通过不同方式引进德国微贷技术，其中有成功典范，如台州银行、常熟银行等，也有失败的教训，更多的是做的不温不火，默默无闻，重要一点就是战略定力不足。无论是小额贷款规模积累还是异地分支机构盈利期限，都考验着管理层的战略定力。回顾常熟银行30家村镇银行盈利期限，从2008年-2016年共开业30家村镇银行，直到2017年才实现全部盈利，即使实现盈利，要进一步做大规模也还需要母行注资等资源性投入。

图表 27、常熟村镇银行净利润情况

村行名称	成立时间	净利润（万元）						预计盈亏平衡期限（年）
		2013A	2015H	2015A	2016H	2016A	2017H	
恩施	2010年12月	220	182	349	340	598	372	2
常州金坛	2008年12月	159	(33)	5	20	9	7	1
汤阴	2013年5月	(36)	21	30	17	38	25	2
宜阳	2013年5月	(22)	19	18	14	21	14	2
当阳	2013年8月	(41)	27	68	18	63	51	2
嵩县	2013年10月	(49)	29	77	43	72	77	1.5
清浦	2013年11月	(22)	20	2	23	46	13	1.5
淮阴	2013年12月	0	17	23	14	26	17	1.5
盐城滨海	2014年8月	0	(20)	(40)	(3)	(10)	14	3
秭归	2014年9月	0	(16)	(34)	(7)	(18)	16	3
长阳	2014年8月	0	(17)	(30)	(7)	6	26	2.5
高邮	2014年9月	0	(16)	(39)	1	3	5	2
洛宁	2014年12月	0	(19)	(40)	(11)	(34)	(4)	3
夷陵	2014年12月	0	(21)	(41)	(17)	3	(1)	2
内黄	2014年12月	0	(25)	(42)	(0)	3	15	2
汝阳	2015年1月	0	(27)	(47)	(8)	(23)	19	2.5
宿城	2015年1月	0	(20)	(51)	4	8	36	1.5
高岗	2015年3月	0	(18)	(50)	4	7	36	1.5
滨湖	2015年4月	0	(13)	(52)	(3)	13	18	1.5
清河	2016年1月	0	0	0	(23)	(50)	(15)	2
盘龙	2016年6月	0	0	0	0	(66)	(2)	1.5
沾益	2016年6月	0	0	0	0	(43)	(7)	1.5
陆良	2016年6月	0	0	0	0	(41)	2	1
师宗	2016年6月	0	0	0	0	(43)	2	1
罗平	2016年6月	0	0	0	0	(40)	9	1
江川	2016年5月	0	0	0	0	(40)	(8)	1.5
易门	2016年5月	0	0	0	0	(41)	(1)	1.5
南华	2016年6月	0	0	0	0	(37)	1	1
元谋	2016年6月	0	0	0	0	(43)	1	1
武定	2016年6月	0	0	0	0	(46)	(10)	1.5

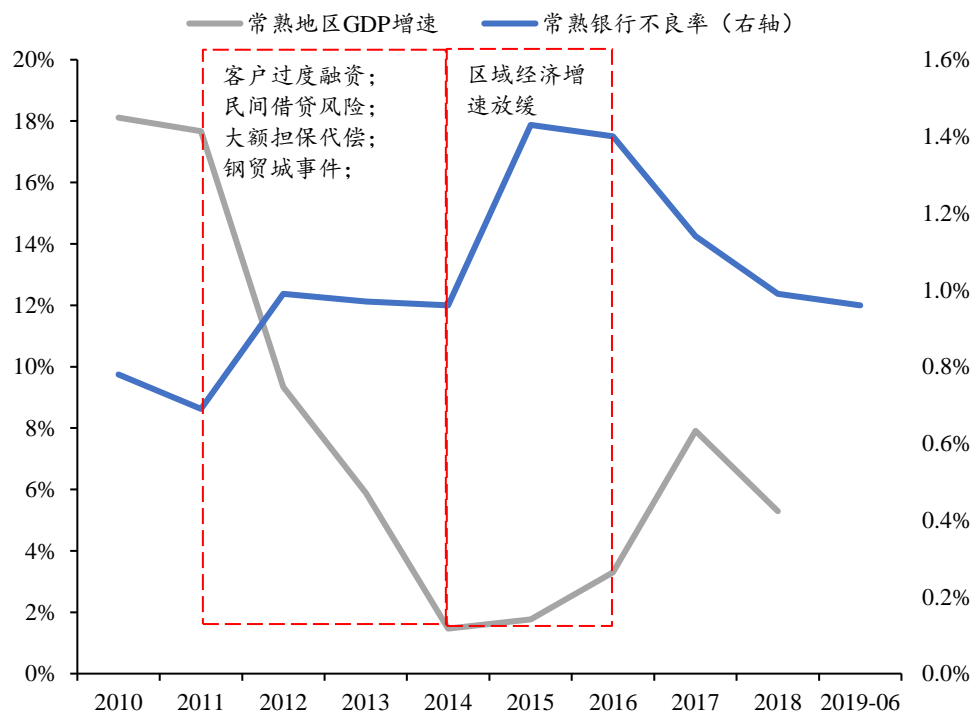
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.3 资产质量能否保持稳健？

对于常熟银行资产质量展望，我们保持相对积极的态度。

1) 常熟银行客群基础已实现充分下沉、风险分散。公司 09 年成立小微金融总部做微贷，但最开始处于摸索、试点阶段，人员队伍、中后台系统搭建等资源倾斜较少，小微客群发生实质性改变在于 2014 年。2014 年之前，制造业等对公业务占总贷款比重在 70% 以上，对公+个人经营性贷款户均规模在 180 万左右，这使得公司在 11-15 年经济下行期不良加速暴露。此外，部分客户并非因为经营问题而是过度融资、股票投资等行为使得公司单笔贷款承受较大风险。基于此，公司逐步确立以 100 万以内的小微贷款为主的经营思路，2014 年对公+个人经营性贷款的户均规模由 180 万降至 132 万，对公业务占比由 71% 降至 65%，之后信贷资源不断向零售尤其是个人经营性贷款倾斜，2017 年至今 100 万以下贷款客户数占比稳定在 95% 以上。

图表 28、常熟银行不良率与常熟地区 GDP 增速情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 29、常熟银行贷款结构变化情况

项目	11A	12A	13A	14A	15H	15A	16H	16A	17H	17A	18H	18A	19H
企业贷款	77%	75%	71%	65%	62%	57%	57%	47%	49%	46%	47%	43%	43%
制造业	51%	52%	49%	45%	42%	38%	34%	28%	28%	25%	25%	23%	24%
批发和零售业	10%	9%	8%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
水利、环境等	2%	1%	1%	1%	1%	2%	4%	4%	5%	5%	6%	5%	5%
房地产业	2%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
其他	13%	12%	11%	10%	11%	11%	12%	10%	11%	10%	11%	10%	10%

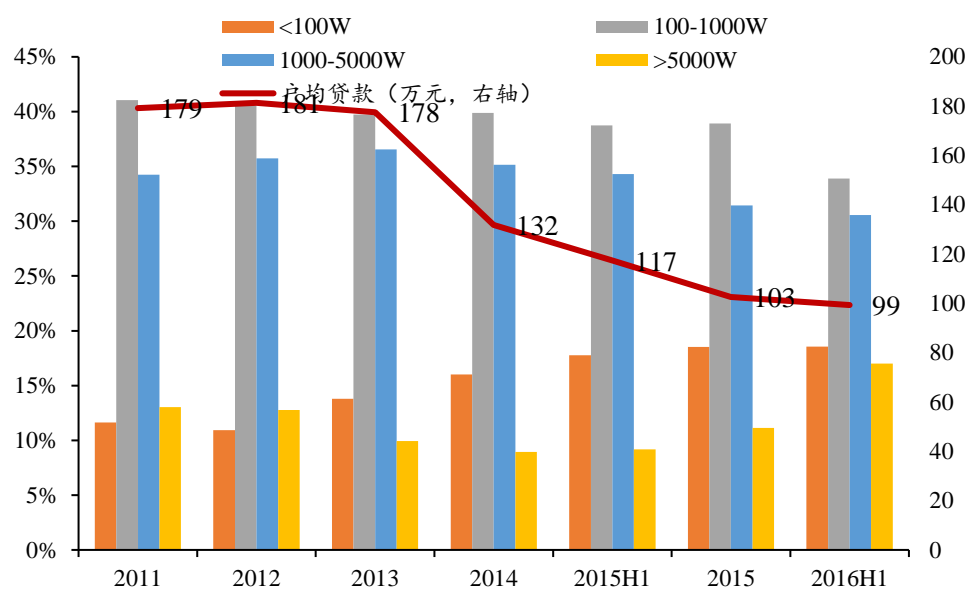
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

零售贷款	18%	19%	24%	27%	29%	34%	34%	45%	45%	48%	48%	51%	50%
个人经营性贷款	14%	13%	15%	15%	16%	18%	18%	23%	25%	27%	31%	33%	33%
个人消费性贷款	4%	6%	9%	11%	4%	16%	16%	22%	20%	21%	18%	18%	17%
票据贴现	5%	6%	5%	9%	9%	10%	9%	8%	5%	6%	4%	6%	7%

注：16A-19H 数据为合并报表口径；11A-16H 为母行口径数据。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 30、常熟银行对公贷款与个人经营性贷款金额分布与户均贷款



注：对公贷款不含票据贴现。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 公司贷款结构已实现向受区域经济影响较小的零售业务转变，零售占比居上市银行前列；对公业务占比不到 50%，并且对公业务中 5000 万以上贷款一般为水利、电力、租赁建筑等平台类贷款，相对稳健可控。

3) 公司个人经营性贷款业务的风控体系较为成熟，名义不良率低于 1%；从逾期 90 天以上贷款进不良、关注率等指标来看，潜在不良风险较小。同时拨备覆盖率达 460%以上，风险抵补能力较强。

图表 31、常熟银行贷款的客户与金额结构

单位：%/万元	2018A			9M19		
	户数占比	金额占比	户均贷款	户数占比	金额占比	户均贷款
<b>对公贷款</b>	<b>2.0%</b>	<b>49.0%</b>	<b>897</b>	<b>2.1%</b>	<b>48.6%</b>	<b>905</b>
5000 万以上	0.1%	16.3%	10,520	0.1%	14.5%	9,401
1000-5000 万	0.3%	19.4%	2,300	0.4%	21.1%	2,375
1000 万以内	1.6%	13.2%	297	1.7%	13.0%	301
<b>零售贷款</b>	<b>98.0%</b>	<b>51.0%</b>	<b>19</b>	<b>97.9%</b>	<b>51.4%</b>	<b>21</b>
个人经营性	42.8%	32.8%	28	52.2%	33.5%	26
个人非经营性	55.2%	18.2%	12	45.7%	17.9%	16
<b>合计</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>37</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>40</b>

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

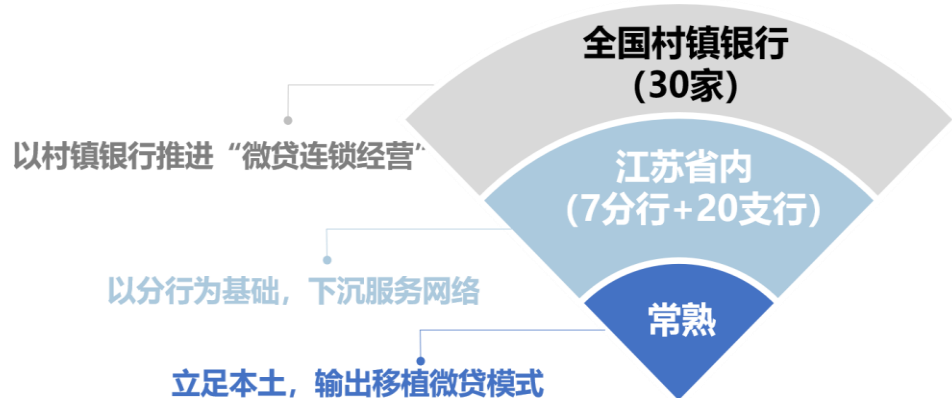
## 5、常熟银行未来成长空间有多大？

### 5.1 异地经营现状：业绩贡献已达半壁江山

2006 年银监会出台政策，允许符合条件的农商行走出注册地开设异地分支机构。与此同时，江苏省委、省政府鼓励苏南农商行开展金融南北对接。政策引导下 2007 年开始常熟银行也积极谋求“走出常熟”，通过新设、控股等多种方式在其他地区直接拓展服务网络。2007 年 8 月，公司发起设立咸丰农商村镇银行，2008 年又在江苏海门市设立海门支行，之后陆续在江苏地区、全国地区设立分支行与村镇银行。

10 余年异地扩张历程中，常熟银行的主要思路是：立足常熟经验，将微贷模式复制输出；江苏省内以分支行为基础，下沉服务网络；江苏省外以村镇银行推进“微贷连锁经营”。截至 19 年 6 月，常熟银行除了常熟本地的经营网点，在江苏省内常熟以外地区拥有 7 家分行和 20 家支行，在全国拥有 30 家村镇银行，服务网络不断扩张、下沉。

图表 32、常熟银行异地扩张经营模式（截至 1H19 数据）



数据来源：公司业绩推介会材料，兴业证券经济与金融研究院整理

随着常熟以外地区服务网络的拓展，公司“再造常熟”战略进展持续取得突破。2016 年到 19 年上半年，常熟以外地区贷款占比由 43% 提升至 53%；营收占比由 39% 提升至 52%；营业利润占比由 15% 提升至 48%。常熟以外地区在公司整体业绩中已占半壁江山。

图表 33、常熟银行存贷款区域分布情况

地区	贷款				存款		
	2016A	2017A	2018A	2019H	2017A	2018A	2019H
常熟地区	57%	54%	48%	47%	77%	75%	69%
常熟以外的江苏省内地区	36%	36%	41%	43%	18%	18%	23%
其中：异地分支机构	-	32%	37%	39%	16%	16%	20%
村镇银行	-	4%	4%	4%	2%	2%	2%
江苏省外地区（村镇银行）	7%	10%	11%	10%	6%	7%	8%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
----	------	------	------	------	------	------	------

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34、常熟银行营业收入、营业利润区域分布情况

地区	2016A		2017A		2018A		2019H	
	营业收入	营业利润	营业收入	营业利润	营业收入	营业利润	营业收入	营业利润
常熟地区	61%	85%	56%	59%	50%	44%	48%	52%
常熟以外的江苏省内地区	31%	13%	33%	33%	38%	47%	40%	36%
其中：异地分支机构	-	-	-	-	33%	43%	36%	30%
村镇银行	-	-	-	-	4%	4%	4%	6%
江苏省外地区（村镇银行）	7%	2%	11%	8%	12%	9%	12%	13%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.2 省内分支机构：中坚力量，蓬勃发展

截至 2019 年 6 月，常熟银行在江苏省内常熟以外地区已设立 7 家分行、20 家支行。此外，根据银保监会官网数据，截至 19 年 11 月底，常熟银行还有宜兴、仪征、泰兴和兴化等 4 家支行已获得许可证、等待开业。预计常熟银行还有十余家县区支行正在筹建过程中，足以支撑未来两年稳定扩张的需求。

图表 35、常熟银行异地分支行设立/获批时间表

时间	异地支行	异地分行
2008 年 12 月	海门	
2009 年	邗江、泗洪、金湖	
2010 年	如东、东海、亭湖、射阳、阜宁	
2011 年	启东	
2014 年	张家港、东台	盐城、南通
2015 年		无锡
2016 年		扬州、泰州
2017 年	通州	苏州
2018 年	江都、江阴、靖江、如皋	镇江
2019 年 6 月	海安、昆山、太仓	
2019 年 7 月	宜兴	
2019 年 9 月	仪征	
2019 年 11 月	泰兴、兴化	

注：标红的 4 家支行已获得监管许可证，截至 1H19 公司公告尚未披露开业信息。

数据来源：公司公告，银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

分支行整体经营状况良好，近 4 年资产规模复合增速超过 30%，成长空间较大。异地分支行资产中 90%以上是贷款，近 4 年贷款复合增速也在 30%左右。在不考虑新设立分支行情况下，结合各地区分支行资产规模近 4 年复合增速与在当地贷款市占率情况，对各地区分支机构 19-22 年贷款规模进行预测。综合考虑预计到 2022 年公司异地分支机构贷款规模有望达到 740 亿，4 年复合增速 22%，成长空间较大。

图表 36、常熟银行异地分支机构资产与贷款规模情况

亿元/%	资产规模				贷款规模						贷款市场份额	
	18A	19H	HOH	Cagr (15H-19H)	18A	19E	20E	21E	22E	Cagr (18-22)	18A	22E
盐城地区	56.1	62.3	11%	7%	53.3	62.4	72.4	81.1	84.0	12%	1.07%	1.69%
南通地区	80.6	94.5	17%	28%	79.8	94.9	118.6	137.5	149.6	17%	0.90%	1.69%
扬州地区	26.2	33.0	26%	34%	23.7	33.2	43.3	54.3	65.5	29%	0.49%	1.36%
苏州地区	66.2	86.3	30%	116%	65.9	82.0	107.0	134.2	161.8	25%	0.26%	0.64%
无锡地区	43.8	56.3	29%	47%*	44.0	63.6	82.9	103.9	125.3	30%	0.36%	1.03%
泰州地区	11.9	16.9	42%	402%*	11.0	18.1	24.5	32.0	40.2	38%	0.23%	0.84%
镇江地区	6.5	10.5	61%	-	6.1	11.8	16.6	22.4	29.0	48%	0.13%	0.62%
其它地区	58.3	64.6	11%	10%	55.5	65.9	74.2	80.6	84.6	11%	-	-
合计	349.6	424.4	21%	32%	339.1	431.9	539.5	646.1	740.1	22%	0.51%	1.11%

注：1.无锡、泰州地区资产规模复合增速为相对 2016A 数据；2.其它地区包含泗洪、金湖、东海等 3 家县域支行。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 5.3 省外村镇银行：孕育希望，承载期盼

#### ● 基本情况：常熟村行小而散，区域下沉

常熟村行与台州村行皆有为数不少的村镇银行，但两者区在数量、规模、地区分布上有明显区别：常熟村行小而散，主要分布在中西部欠发达省份；台州村行数量少、单体规模大，主要分布在东部发达地区。1) 数量上：截至 2018 年末，常熟拥有 30 家村行，台州仅有 7 家村行。此外，常熟兴福村镇银行（投资管理行）19 年 9 月开业，投资管理行除了可以在海南直接开展经营活动，还可以在全国范围内对村镇银行进行兼并收购。2) 规模上：除了海南设立的投资管理行，常熟普通村行的注册资本一般在 0.3-1.7 亿之间，平均注册资本 0.4 亿，总注册资本 12.2 亿；台州村行注册资本在 0.5-4.98 亿之间，平均注册资本 2.4 亿，总注册资本 16.8 亿。3) 地区分布上：常熟村行覆盖海南、江苏、湖北、河南、云南等 5 个省，主要分布在中西部欠发达地区；台州村行分布在浙江、深圳、北京、重庆、江西等 5 个省市，皆为较发达地区。

图表 37、常熟银行兴福村镇银行情况（员工数据截至 18 年）

名称	注册地	成立时间	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	员工数量 (人)	支行数量 (个)
兴福	海南省	2019-09	13.8	90%	-	-
恩施	湖北省	2010-12	1.7	46.54%	407	21
常州金坛	江苏省	2008-12	0.6	65.73%	71	3
汤阴	河南省	2013-05	0.5	54.4%	64	3
宜阳	河南省	2013-05	0.4	49%	57	3
当阳	湖北省	2013-08	0.4	52%	53	3
嵩县	河南省	2013-10	0.3	51%	61	4
清浦	江苏省	2013-11	0.3	63.11%	54	1
淮阴	江苏省	2013-12	0.3	52.26%	63	3
盐城滨海	江苏省	2014-08	0.3	61.9%	44	1
秭归	湖北省	2014-09	0.3	71.93%	45	2
长阳	湖北省	2014-08	0.3	72.3%	59	2

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

高邮	江苏省	2014-09	0.3	71.66%	42	1
洛宁	河南省	2014-12	0.3	69%	41	0
夷陵	湖北省	2014-12	0.3	83.06%	35	1
内黄	河南省	2014-12	0.3	83%	51	1
汝阳	河南省	2015-01	0.3	74%	42	1
宿城	江苏省	2015-01	0.3	67.08%	37	0
高港	江苏省	2015-03	0.3	69.92%	35	2
滨湖	江苏省	2015-04	1.0	61%	46	2
清河	江苏省	2016-01	0.3	52%	37	0
盘龙	云南省	2016-06	0.5	48.6%	51	2
沾益	云南省	2016-06	0.3	51.83%	45	1
陆良	云南省	2016-06	0.3	51.83%	32	1
师宗	云南省	2016-06	0.3	55.27%	43	0
罗平	云南省	2016-06	0.3	48.83%	52	2
江川	云南省	2016-05	0.3	42.33%	41	1
易门	云南省	2016-05	0.3	48.33%	35	0
南华	云南省	2016-06	0.3	78%	36	0
元谋	云南省	2016-06	0.3	38.83%	32	0
武定	云南省	2016-06	0.3	66.33%	32	0

数据来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38、台州银行银座村镇银行基本情况（员工数据截至 18 年）

名称	注册地	成立时间	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	员工数量 (人)	支行数量 (个)
浙江三门	浙江省	2010-03	1	49.00%	216	14
深圳福田	广东省	2010-09	4	66.00%	471	15
江西赣州	江西省	2010-12	4.98	70.382%	947	45
北京顺义	北京市	2011-01	2.5	80.00%	259	11
重庆渝北	重庆市	2011-10	3	80.00%	444	15
重庆黔江	重庆市	2011-10	0.8	80.00%	95	4
浙江景宁	浙江省	2011-12	0.5	54.00%	56	1

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 规模：短期存款或是常熟村行扩张的限制因素，长期提升空间较大

成立以来常熟村行资金自求平衡能力有所改善，但吸收存款能力或是短期内村行规模增长的制约因素，长期来来看村行存贷款占公司存贷款比重还有 10pct 以上的增长空间。

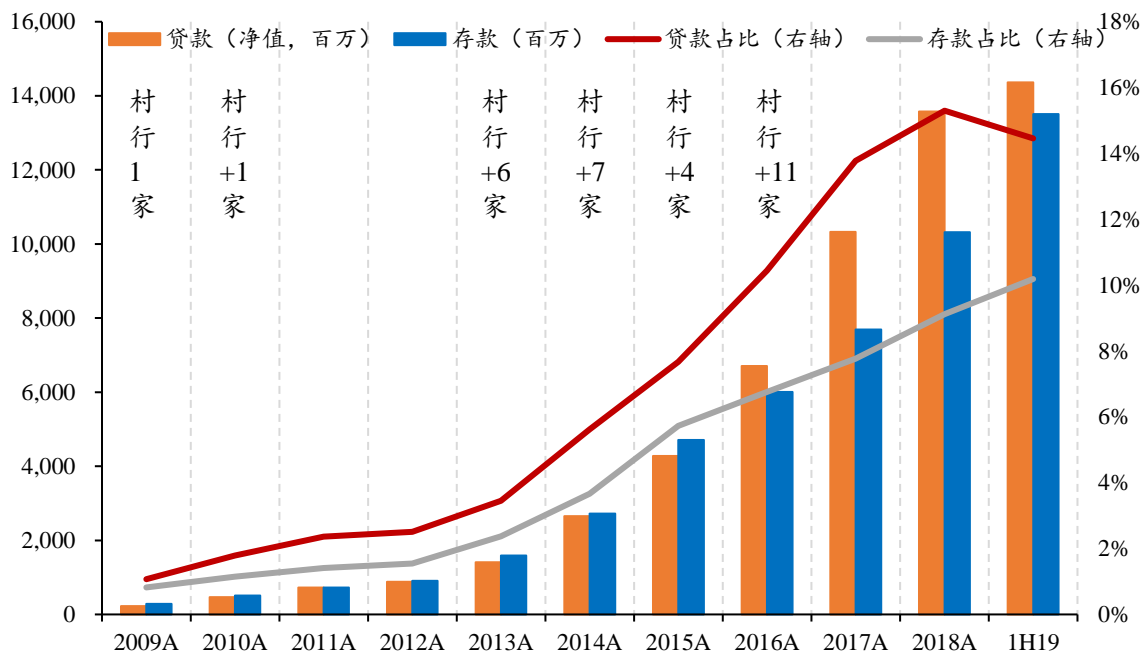
从存贷款角度看，台州村镇银行成立以来存款规模整体大于贷款规模，常熟村镇银行目前存量水平上尚未实现“自给自足”，可能是受单个村行规模较小及区域因素影响，随着兴福系村行的统一管理效率提升，预计未来将逐渐弥补存款短板。资本角度而言，台州村行也经历了增资扩股的过程，初始设立时 7 个村行注册资本 8.8 亿，11-18 年间经过多次增资注册资本才达到 16.8 亿，预计后续常熟银行将继续对恩施等经营较好的村行进行增资，以进一步做大做强。

从村行相对规模看，常熟村行成立以来贷款、存款占公司总贷款、总存款比重在逐步提升。截至 1H19，常熟村行存贷款占公司存贷款比重分别在 15%、10%左右，



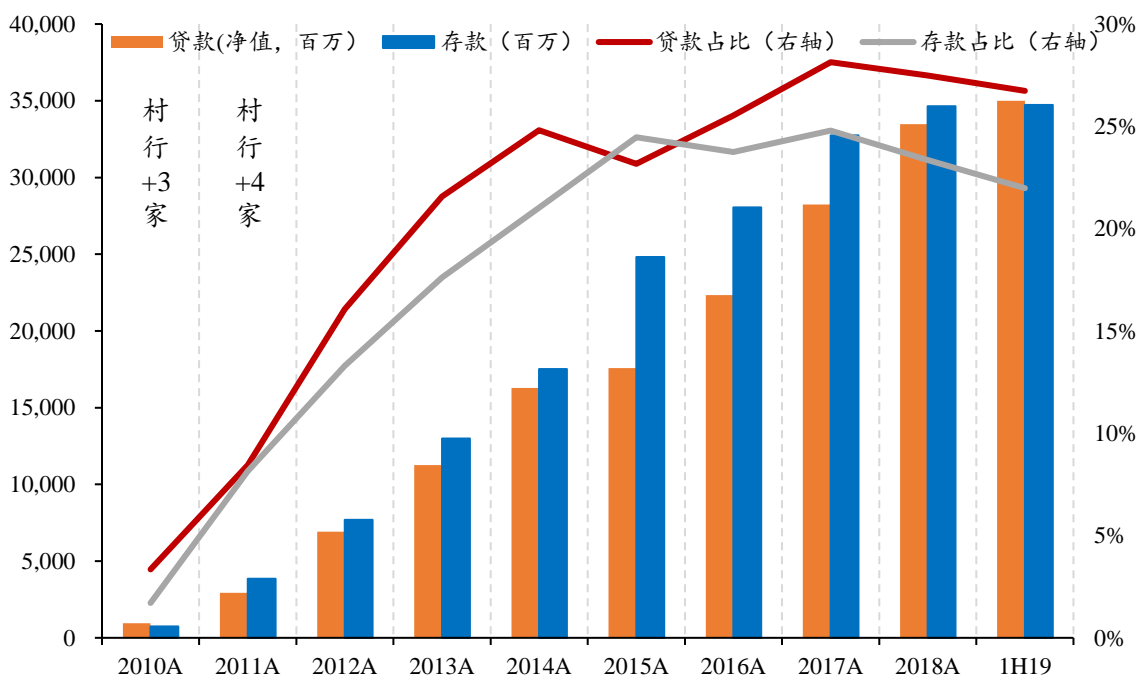
台州村行存贷款占公司存贷款比重在 27%、23%左右。考虑到这部分机构的盈利周期以及兴福村行的投资管理特殊职能，常熟村行还有较大增长空间。

**图表 39、常熟村镇银行贷款、存款规模与占总贷款、总存款比重情况**



注：村行存贷款规模为合并报表口径存贷款-母行口径存贷款，或与实际情况有一定差异。  
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 40、台州村镇银行贷款、存款规模与占总贷款、总存款比重情况**

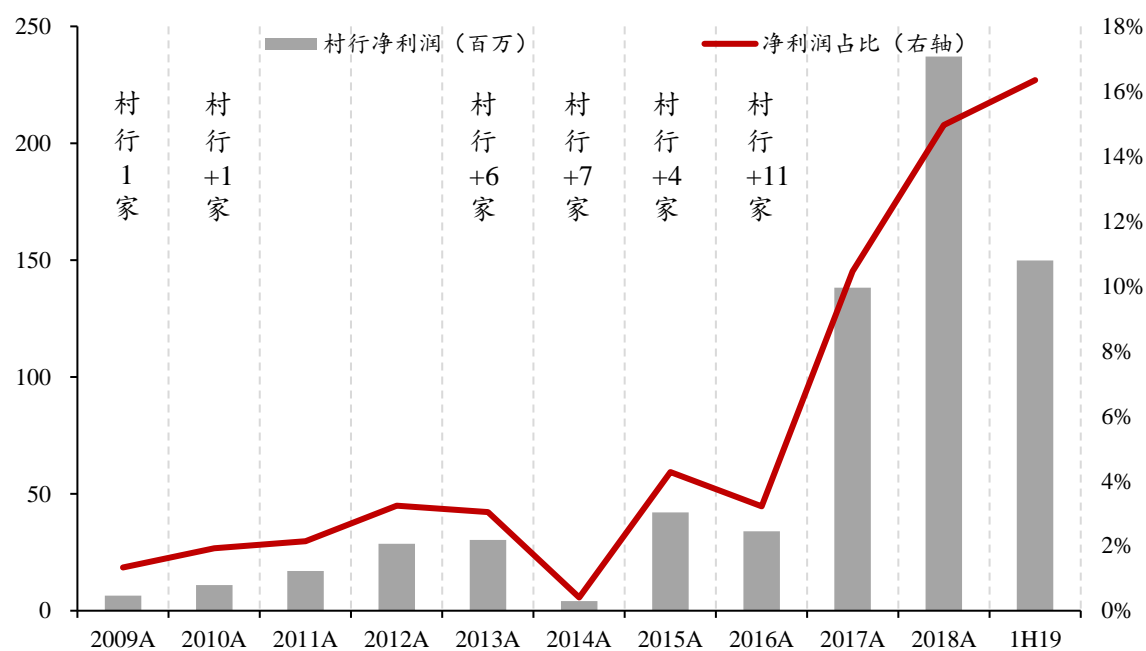


注：村行存贷款规模为合并报表口径存贷款-母行口径存贷款，或与实际情况有一定差异。  
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利：常熟村行逐步扭亏为盈，对集团利润贡献度提升

村行对集团利润的贡献度存在逐步增加的过程，常熟村行利润提升空间较大。从绝对值来看，常熟村行在 2013-2016 年经历了一轮密集开业期，村行经营陆续步入正轨，到 17 年村行均已扭亏为盈。我们以 1H19 常熟银行 0.6 亿的少数股东损益与 42% 的少数股东持股比例（按照注册资本计算）进行测算，预计 1H19 常熟村行实现净利润 1.5 亿。从相对值来看，常熟村行开业期较晚，目前净利润占比分别在 15% 左右，台州村行净利润占比则在 35% 左右。

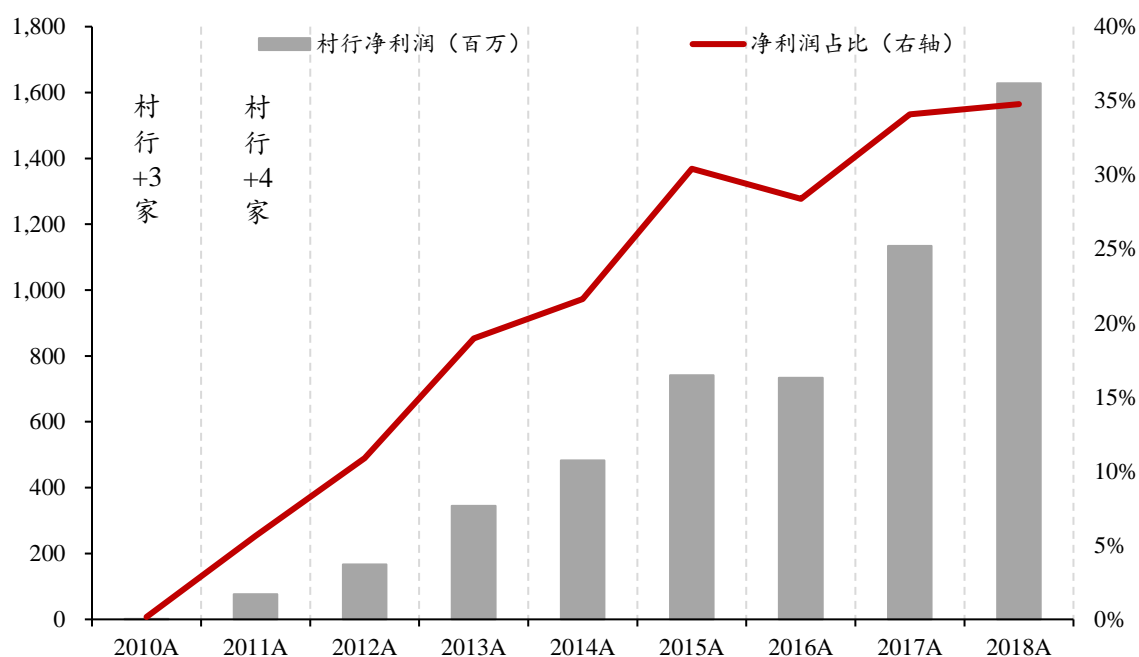
图表 41、常熟村镇银行净利润与占合并净利润比重情况



注：村行净利润由少数股东损益/少数股东持股比例测算而来，或与实际情况有一定差异。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 42、台州村镇银行净利润与占合并净利润比重情况



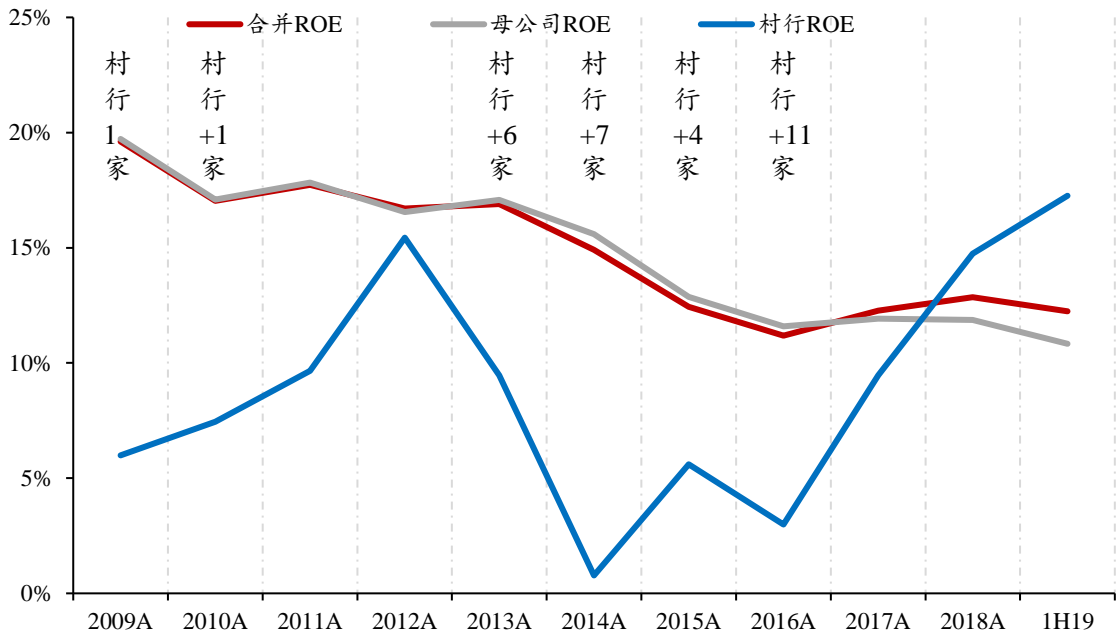
注：村行净利润由少数股东损益/少数股东持股比例测算而来，或与实际情况有一定差异。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### ● ROE：村行盈利能力均远高于母行，村行扩张有望正向拉动集团 ROE

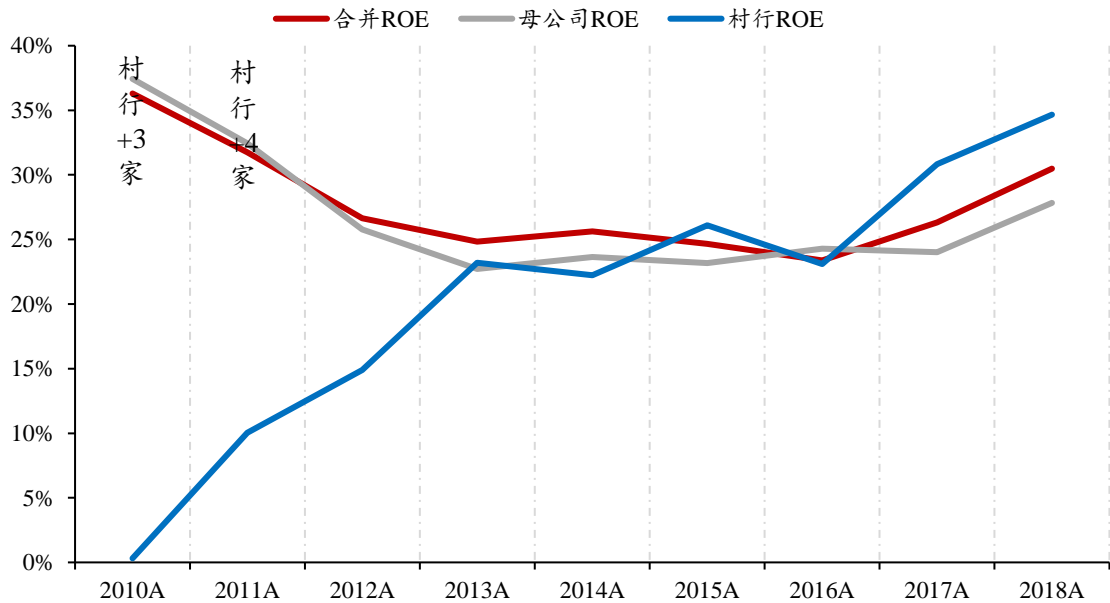
村行在经营步入正轨后，盈利能力都高于母行。村行资产负债高度集中于贷款与存款，并且下沉较深、定价更高，村行贷款中接近 7 成是个人经营性贷款，因此村行盈利能力较母行更强。我们以少数股东损益与少数股东权益测算，13-16 年村行密集开业期过去之后，常熟村行的 ROE 逐步提升，到 1H19 村行 ROE 已达 17.3%，而母行 ROE 仅为 10.8%。台州村行在 10、11 年密集开业，近三年 ROE 在 25%-30% 间，相对母行更高。

图表 43、常熟银行合并 ROE、母公司 ROE 与村镇银行 ROE 情况



注：村行 ROE 由少数股东损益与少数股东权益测算而来，或与实际情况有一定差异。  
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

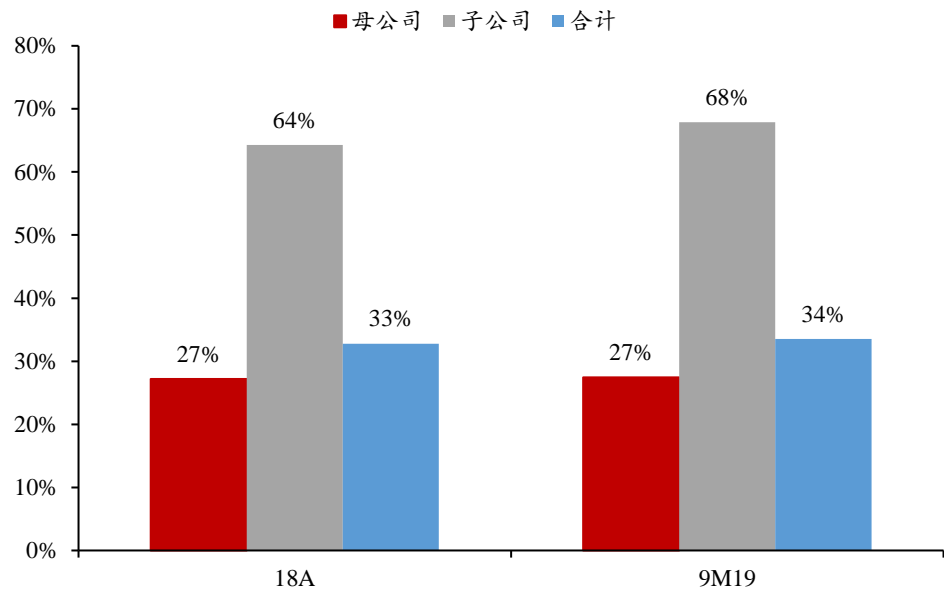
图表 44、台州银行合并 ROE、母公司 ROE 与村镇银行 ROE 情况



注：村行 ROE 由少数股东损益与少数股东权益测算而来，或与实际情况有一定差异。  
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

基于以上分析，我们认为村镇银行对公司贡献主要在两方面：**规模尤其是高定价的个人经营性贷款占比提升、净资产收益率的改善**。前面与台州银行进行对比，预计常熟银行个人经营性贷款占比还有 15%-20% 的增长空间，我们后面会测算零售贷款/个人经营性贷款占比提升对公司 ROE 的贡献。

图表 45、常熟银行母行与村行个人经营性贷款占其自身总贷款比重情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 5.4 常熟 ROE 提升路径测算

##### ● 对标台州，常熟的 ROE 提升空间在哪？

虽然常熟银行的贷款占比、贷款定价、信用成本在江苏省内农商行乃至上市银行中优势明显，但相对台州银行还有一定提升空间，这也是常熟 ROE 偏低的原因。我们将常熟与台州的 ROE 进行详细拆分，可以看到：

- 1) 台州银行 ROE 远高于常熟银行：台州 ROE 近几年在 25% 左右，几乎是常熟的两倍。
- 2) 就杠杆而言：农商行经营审慎杠杆普遍不高，常熟也不例外；但是台州虽为城商行，高 ROE 也并不是依赖于高杠杆经营。
- 3) 台州与常熟 ROE 之间差距主要在于 ROA：台州 ROA 较常熟高出一倍多。

图表 46、常熟银行与台州银行利润杠杆情况

项目	常熟银行					台州银行				
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
ROA	1.08%	0.93%	0.88%	0.96%	1.01%	2.35%	2.16%	1.89%	2.16%	2.70%
加权风险资产比例	57.85%	62.51%	69.20%	72.68%	74.97%	69.95%	69.48%	70.74%	69.86%	67.70%
权益/总资本净额	98.83%	95.45%	88.56%	82.12%	74.47%	88.16%	91.45%	87.56%	82.07%	81.68%
资本充足率	12.62%	12.60%	12.90%	13.09%	14.12%	14.87%	13.78%	13.05%	14.35%	16.03%
ROE	14.91%	12.44%	11.19%	12.27%	12.86%	25.61%	24.65%	23.38%	26.32%	30.47%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

##### 进一步拆分 ROA：

- 1) 收入端来看：利息收入方面，常熟银行定价与贷款占比低于台州，单位资产净

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

利息收入不占优；非息方面，基于客群定位常熟与台州中收均较低，其它非息上台州银行投资收益较多，不过这可能是因为公司收入口径不同（利息收入中没有债券投资利息收入，也就是说实际上台州单位资产净利息收入可能更高）。

2) **成本端来看：管理费用方面**，常熟银行风控技术是基于 IPC+信贷工厂的半自动模式；台州银行 16 年来才逐步启用半信贷工厂模式，之前都是 IPC 的纯手动模式，费用成本比常熟还高。**减值费用方面**，台州纯手动模式成本更高但还原度高，识别风险能力更强，不良率与不良净生成极低，大幅节约了减值成本；常熟银行的半自动模式兼顾成本与效率，不良与不良净生成较台州略高，相应的也会反映到减值成本上。**所得税方面**，常熟银行免税资产配置较多，单位资产所得税支出远低于台州。

图表 47、常熟银行与台州银行 ROA 拆分情况

项目	常熟银行					台州银行				
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
<b>营业收入/总资产</b>	<b>3.30%</b>	<b>3.32%</b>	<b>3.75%</b>	<b>3.62%</b>	<b>3.73%</b>	<b>5.60%</b>	<b>5.77%</b>	<b>4.92%</b>	<b>4.85%</b>	<b>5.41%</b>
净利息收入/总资产	3.03%	3.01%	3.37%	3.14%	3.26%	4.97%	4.76%	3.84%	3.86%	4.21%
中间业务收入/总资产	0.04%	0.05%	0.25%	0.31%	0.23%	0.09%	0.08%	0.09%	0.09%	0.15%
其他收入/总资产	0.23%	0.26%	0.14%	0.18%	0.23%	0.53%	0.93%	1.00%	0.90%	1.04%
<b>营业支出/总资产</b>	<b>1.91%</b>	<b>2.18%</b>	<b>2.67%</b>	<b>2.42%</b>	<b>2.46%</b>	<b>2.60%</b>	<b>3.05%</b>	<b>2.52%</b>	<b>2.07%</b>	<b>1.91%</b>
营业税金/总资产	0.13%	0.15%	0.06%	0.03%	0.02%	0.31%	0.33%	0.11%	0.04%	0.03%
管理费用/总资产	1.09%	1.15%	1.40%	1.35%	1.36%	1.80%	1.86%	1.77%	1.68%	1.73%
资产减值损失/总资产	0.66%	0.87%	1.21%	1.05%	1.07%	0.49%	0.79%	0.62%	0.35%	0.15%
<b>营业利润/总资产</b>	<b>1.39%</b>	<b>1.15%</b>	<b>1.08%</b>	<b>1.20%</b>	<b>1.27%</b>	<b>2.99%</b>	<b>2.72%</b>	<b>2.40%</b>	<b>2.79%</b>	<b>3.50%</b>
PPOP/总资产	2.05%	2.01%	2.29%	2.25%	2.34%	3.48%	3.50%	3.03%	3.13%	3.65%
营业外收支/总资产	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.00%	0.10%	0.13%	0.03%	0.00%	0.00%
所得税/总资产	0.32%	0.22%	0.22%	0.25%	0.25%	0.74%	0.69%	0.54%	0.62%	0.79%
净利润/总资产	1.08%	0.93%	0.88%	0.96%	1.01%	2.35%	2.16%	1.89%	2.16%	2.70%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，常熟银行作为农商行，ROE 提高路径不会是通过提高杠杆来实现，主要在于 ROA 提升：1) 贷款占比提升（占总资产比重提升/内部零售尤其是个人经营性贷款占比提升）；2) 管理费用上村行经营步入正轨后随着规模做大，规模效应会逐步显现；3) 受益于较低的不良净生成，信用成本将会有所节约。

### ● 提升空间之一：结构调整

常熟银行资产结构中贷款占比、贷款内部零售占比还有较大提升空间。从 14-18 年资产结构来看，常熟银行贷款占总资产比重不断提升至 55% 左右，台州银行除了 16 年外，其余年份贷款占比都接近 65%，比常熟银行高 10pct 左右。进一步前面也从贷款结构进行对比，台州银行母行零售贷款占总贷款比重则稳定在 65% 左右，比常熟银行高 15pct 左右。

图表 48、常熟银行与台州银行资产负债结构与定价情况

单位: 百万元/%	常熟银行					台州银行				
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
净息差	3.10%	3.09%	3.46%	3.22%	3.35%	5.05%	4.84%	3.89%	3.93%	4.30%
总资产	101,670	108,504	129,982	145,825	166,704	102,454	123,400	150,105	157,428	189,351
同比	20.4%	6.7%	19.8%	12.2%	14.3%	16.8%	20.4%	21.6%	4.9%	20.3%
生息资产收益率	5.48%	5.55%	5.55%	5.48%	5.67%	7.25%	6.74%	5.65%	5.97%	6.32%
贷款占比	46.4%	51.4%	49.4%	51.4%	53.2%	64.1%	61.5%	58.3%	63.8%	64.3%
收益率	7.56%	7.41%	6.97%	6.88%	7.15%	10.49%	10.54%	8.65%	8.87%	9.07%
准备金占比	14.4%	11.3%	11.0%	10.7%	10.1%	18.4%	14.5%	12.4%	13.3%	10.4%
收益率	1.36%	1.39%	1.29%	1.25%	1.33%	1.18%	1.20%	1.33%	1.32%	1.30%
同业资产占比	9.8%	3.9%	5.1%	2.3%	1.5%	3.9%	3.4%	5.7%	2.1%	2.4%
收益率	4.59%	2.33%	3.71%	3.74%	4.91%	4.16%	2.77%	1.71%	3.35%	3.15%
债券投资占比	26.9%	30.8%	31.7%	33.1%	32.6%	11.9%	19.0%	22.3%	18.8%	21.0%
收益率	4.00%	4.58%	4.68%	4.53%	4.23%	-	-	-	-	-
总负债	94,302	100,077	119,551	134,716	153,169	93,132	112,950	138,440	143,796	172,249
同比	20.3%	6.1%	19.5%	12.7%	13.7%	17.0%	21.3%	22.6%	3.9%	19.8%
付息负债付息率	2.57%	2.66%	2.27%	2.45%	2.52%	2.44%	2.12%	1.95%	2.27%	2.26%
同业负债占比	18.6%	12.1%	17.2%	8.6%	7.5%	3.4%	1.3%	2.8%	0.5%	1.3%
付息率	0.39%	0.69%	0.23%	2.64%	2.64%	4.94%	2.61%	1.58%	1.32%	2.77%
存款占比	78.8%	82.2%	74.3%	73.5%	73.8%	89.4%	89.9%	85.3%	91.8%	86.1%
付息率	2.45%	2.53%	1.96%	1.96%	2.07%	1.84%	1.94%	1.83%	2.18%	2.02%
应付债券占比	-	3.0%	5.8%	15.1%	15.7%	4.4%	5.7%	8.6%	3.6%	8.9%
付息率	-	1.13%	3.78%	5.62%	4.62%	4.39%	5.02%	3.47%	3.87%	5.55%
总权益	7,368	8,427	10,431	11,109	13,536	9,322	10,449	11,665	13,632	17,102

注: 1.台州银行没有债券投资利息收入, 预计将其全部划入了投资收益。2.定价数据为期初期末口径。

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

随着贷款规模逐步提升、零售转型战略持续推进, 常熟银行资产端收益率-ROA-ROE 有进一步提升空间。我们以 1H19 常熟银行资产结构与定价进行测算: 1) 假设贷款占总资产比重比由当前的 57% 逐步提升至 65%, 贷款内部结构、定价不变, ROA 将由 1.07% 提升至 1.32%。在杠杆不变的情况下, ROE 将由 12.24% 提升至 15.07%。2) 假设贷款占总资产比重不变, 信贷内部零售占比由当前的 50% 提升至 65% 而定价不变的情况下, ROA 将由 1.07% 提升至 1.25%。在杠杆不变的情况下, ROE 将由 12.24% 提升至 14.26%。3) 假设贷款占总资产比重提升至 65%, 同时零售占总贷款比重也提升至 65%, 定价均不变的情况下, ROA 将由当前的 1.07% 提升至 1.52%。在杠杆不变的情况下, ROE 将由 12.24% 提升至 17.39%。

图表 49、常熟银行结构调整对 ROE 影响测算 (标红数值为核心假设)

单位: %	1H19	假设一: 贷款占比提升; 内部结构不变			假设二: 贷款占比不变; 内部资源向零售倾斜			假设三: 贷款占比提升; 内部资源向零售倾斜		
净息差	3.26%	3.36%	3.44%	3.51%	3.32%	3.39%	3.44%	3.43%	3.58%	3.72%
贷款占比	57%	60%	63%	65%	57%	57%	57%	60%	63%	65%
收益率	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%	6.98%	7.10%	7.20%	6.98%	7.10%	7.20%
对公占比	43%	43%	43%	43%	40%	37%	32%	40%	37%	32%
收益率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

零售占比	50%	50%	50%	50%	55%	60%	65%	55%	60%	65%
收益率	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%
票据贴现	7%	7%	7%	7%	5%	3%	3%	5%	3%	3%
收益率	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%
债券投资占比	28%	25%	22%	20%	28%	28%	28%	25%	22%	20%
收益率	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%
生息资产/总资产	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
ROA	1.07%	1.17%	1.24%	1.32%	1.13%	1.19%	1.25%	1.23%	1.38%	1.52%
ROE	12.24%	13.41%	14.24%	15.07%	12.90%	13.66%	14.26%	14.10%	15.80%	17.39%

注：定价数据为期初期末口径。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 提升空间之二：规模效应

银行的业务管理费用主要分为两部分：员工费用与折旧摊销等非员工费用。1) **员工费用方面**，常熟与台州银行的风控技术简单来说都是以“人海战术”为主，并且台州比常熟表现得更为突出，人均管理资产不到 2000 万，全银行体系最低。人不比机器，单个客户经理管理半径/户数是有上限的，因此我们认为在员工费用上不会有太大的节省空间。2) **非员工费用上**，常熟目前还处于异地经营扩张期，随着近年来新开的村行、分支行经营步入正轨，产能利用率提升，规模效应逐步显现，非员工费用将会有所节约。

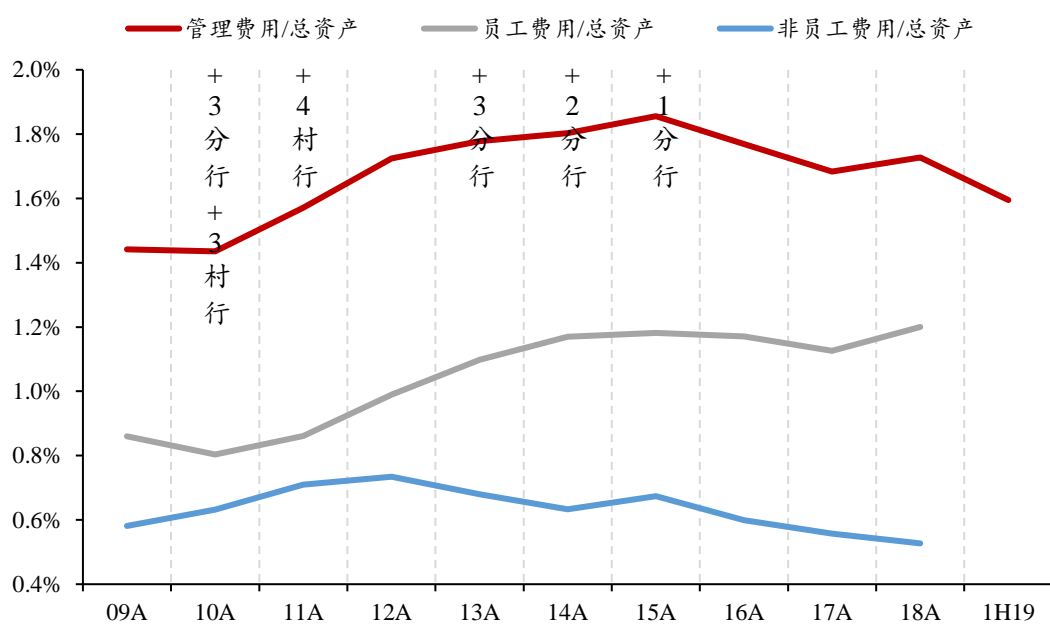
图表 50、常熟银行与台州银行业务管理费用情况

单位：%/万元	常熟银行			台州银行		
	2016A	2017A	2018A	2016A	2017A	2018A
管理费用/总资产	1.40%	1.35%	1.36%	1.77%	1.68%	1.73%
员工费用/总资产	0.84%	0.81%	0.83%	1.17%	1.13%	1.20%
非员工费用/总资产	0.57%	0.54%	0.53%	0.60%	0.56%	0.53%
成本收入比	37%	37%	36%	36%	35%	32%
员工费用占比	60%	60%	61%	66%	67%	69%
人均支出	20	22	23	18	20	22
人均利润	21	26	28	29	38	49
人均资产	2,587	2,821	2,997	1,708	1,775	1,971

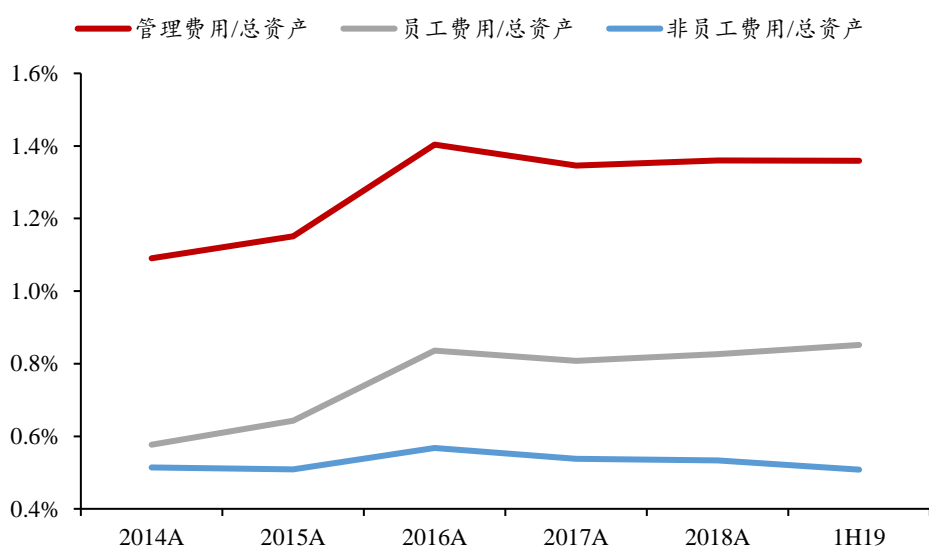
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

台州银行历史扩张经验亦印证上述判断。台州银行异地分支机构密集设立期分别在 10-11 年、13-14 年，每次分支机构新设立都会带来管理费用的较快增长。但拆分管理费用内部可以很清楚的看到：11-14 年台州银行单位资产管理费用仍然在增长，但是主要是靠单位资产人工费用拉动，单位资产非员工费用实际是在不断下降的；13、14 年第 2 次分支机构设立高峰期也是如此，15 年至今单位资产非员工费用下降趋势非常明显。常熟银行目前还处于异地分支机构扩张期，单位资产非员工费用变化不大，但分支机构设立后中后台系统等非人工成本不会随着业务规模扩张而等比例增长，规模效应会逐步显现。



**图表 51、台州银行管理费用拆分情况**


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 52、常熟银行管理费用拆分情况**


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 提升空间之三：减值反哺

目前常熟银行不良、拨备水平都处于上市银行第一梯队水平，未来受益于较低的不良生成速度减值也会有所节约。以 2018 年数据为基础测算，假设贷款增速 18%，在不良率、拨备覆盖率分别维持在 0.96%（9M19 数据）、470%的情况下，核销处置贷款达到 6.5 亿时，贷款信用成本最低将达到 1.37%，ROA 可达到 1.11%，在杠杆维持不变情况下 ROE 将达到 13.76%。

**图表 53、常熟银行减值成本节约对利润影响测算(单位: 百万元/%)**

贷款增速	18A	18%	18%	18%	18%
贷款	92,795	109,486	109,486	109,486	109,486
不良率	0.99%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
不良额	914	1,046	1,046	1,046	1,046
不良净生成率	0.46%	0.92%	0.87%	0.82%	0.77%
拨备覆盖率	445%	470%	470%	470%	470%
贷款减值准备	4,069	4,915	4,915	4,915	4,915
核销	538	800	750	700	650
计提	1,541	1,646	1,596	1,546	1,496
贷款信用成本	1.66%	1.50%	1.46%	1.41%	1.37%
贷款/总资产	53%	58%	58%	58%	58%
贷款减值损失/总资产	0.88%	0.87%	0.85%	0.82%	0.79%
ROA	1.01%	1.03%	1.05%	1.08%	1.11%
ROE	12.62%	12.77%	13.10%	13.43%	13.76%

注: 标红数值为核心假设。

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

基于以上分析，我们对公司 19-21 年业绩进行预测，基本假设如下：

**规模：1) 常熟地区：**基于 1H19 常熟地区贷款增长情况 (HoH9%) 与常熟地区 GDP 增长，我们预计常熟地区 19-21 年贷款增速分别为 10%、9%、8%。**2) 江苏省内异地分支机构：**异地分支机构是公司规模增长中坚力量，基于江苏省内非常熟地区各分行与下属县域支行预测 (见图表 36)，预计省内异地分支机构 19-21 年贷款规模增速分别为 27%、25%、20%。**3) 村镇银行：**1H19 由于大行市场下沉力度加大，对公司村镇银行贷款增长形成一定冲击 (HoH5%)，但第三季度以来村行贷款增长已有所恢复 (9M19ytd15%)。村镇银行目前规模基数小、成长性较好，预计 19-21 年贷款规模增速分别为 20%、36%、29%。

**综合以上，**预计 19-21 年常熟银行贷款规模增速分别为 18.0%/19.7%/16.4%。结合债券、同业、准备金等其它类型资产预测，预计 19-21 年总资产规模增速分别为 8.2%/13.9%/14.4%。

**息差：**一方面在政策引导下公司贷款定价有下行压力，但结构调整上还有较大空间，个人经营性贷款占比还有 15%-20% 的提升空间；另一方面存款成本上升是行业普遍面临的压力。综合预计 19-21 年净息差 (期初期末口径) 分别为 3.35%/3.47%/3.47%。

**非息：**农商行受客群定位、渠道限制，中收体量较小，预计 19-21 年非息收入保持个位数增长。

**成本收入比：**目前公司仍处于异地扩张期，预计 2020 年成本收入比与 19 年基本持平 (37.3%)，到 2021 年规模效应显现成本收入比会有一定边际改善 (36.9%)。

**信用成本：**在经济下行期预计不良生成小幅波动，公司保持一定核销力度不良率稳中有降，同时在财政部金融企业会计准则引导下拨备缓慢释放，综合而言 19-21 年信用成本分别为 1.56%、1.38%、1.23%。

综合以上，我们预计公司 19-21 年营业收入分别为 64.7 亿、74.3 亿、84.5 亿，归母净利润分别为 18.3 亿、22.2 亿、26.6 亿。

### 6.2 投资建议

公司作为江苏地区微贷领域龙头，主要指标均显著优于同行，看好其异地分支机构、村镇银行的成长性与 ROE 的提升空间。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元、0.97 元，预计 2019 年底每股净资产为 6.09 元。以 2019-12-17

---

收盘价计算，对应 19-21 年 PE 分别为 13.5、11.2 和 9.3 倍，对应 2019 年底的 PB 为 1.48 倍，维持对公司的审慎增持评级。

- **风险提示：**不良超预期暴露，监管政策超预期变化，经济超预期下行

## 数据列表

## ● 财报概述 (单位: 百万元)

图表 54、资产负债表概述 (单位: 百万元)

日期	2018/06/30	2018/09/30	2018/12/31	2019/03/31	2019/06/30	2019/09/30
<b>总资产</b>	<b>163,289</b>	<b>164,775</b>	<b>166,704</b>	<b>170,632</b>	<b>175,858</b>	<b>178,464</b>
<b>生息资产</b>	<b>159,412</b>	<b>160,787</b>	<b>162,262</b>	<b>167,392</b>	<b>172,395</b>	<b>175,151</b>
总生息资产生息率	5.46%	5.61%	5.67%	5.58%	5.46%	5.47%
贷款	83,906	88,139	88,727	91,541	99,408	103,026
占比	52.6%	54.8%	54.7%	54.7%	57.7%	58.8%
现金和准备金	15,967	15,858	16,760	16,166	16,967	15,887
占比	10.0%	9.9%	10.3%	9.7%	9.8%	9.1%
存放同业	5,179	1,995	2,448	4,946	6,554	3,791
占比	3.2%	1.2%	1.5%	3.0%	3.8%	2.2%
债券投资	54,360	54,795	54,328	54,739	49,465	52,447
占比	34.1%	34.1%	33.5%	32.7%	28.7%	29.9%
<b>总负债</b>	<b>150,957</b>	<b>151,943</b>	<b>153,169</b>	<b>155,211</b>	<b>159,440</b>	<b>161,350</b>
<b>付息负债</b>	<b>147,523</b>	<b>148,194</b>	<b>148,685</b>	<b>153,507</b>	<b>158,027</b>	<b>159,580</b>
总付息负债付息率	2.50%	2.52%	2.52%	2.49%	2.41%	2.38%
同业存放	12,492	10,451	11,510	8,710	11,664	12,897
占比	8.5%	7.1%	7.7%	5.7%	7.4%	8.1%
存款	112,718	114,543	113,101	129,671	132,585	133,852
占比	76.4%	77.3%	76.1%	84.5%	83.9%	83.9%
应付债券	22,313	23,201	24,075	15,126	13,778	12,831
占比	15.1%	15.7%	16.2%	9.9%	8.7%	8.0%
<b>总权益</b>	<b>12,332</b>	<b>12,832</b>	<b>13,536</b>	<b>15,422</b>	<b>16,418</b>	<b>17,114</b>
<b>总母公司权益</b>	<b>11,643</b>	<b>12,144</b>	<b>12,836</b>	<b>14,695</b>	<b>15,671</b>	<b>16,195</b>

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 55、利润表概述 (单位: 百万元)

日期	2018/06/30	2018/09/30	2018/12/31	2019/03/31	2019/06/30	2019/09/30
营业总收入	2,747	4,280	5,824	1,537	3,121	4,787
净利息收入	2,357	3,720	5,099	1,338	2,705	4,161
手续费净收入	229	301	367	89	189	284
其他收入	160	259	357	110	227	343
营业总支出	1,789	2,725	3,844	933	2,040	2,972
营业税金	19	28	38	11	22	32
业务及管理费	993	1,510	2,125	591	1,164	1,737
资产减值损失	776	1,185	1,679	329	852	1,204
营业利润	958	1,555	1,980	605	1,082	1,816
营业外收支合计	-4	-3	-3	-1	-4	-4
利润总额	954	1,551	1,977	603	1,078	1,811
所得税	181	344	392	121	161	345
净利润	773	1,207	1,585	483	917	1,467
归属母公司净利润	711	1,120	1,486	447	854	1,371
EPS	0.32	0.50	0.67	0.20	0.35	0.54
BVPS	4.95	5.17	5.41	5.74	5.72	5.91
ROAE	6.27%	9.71%	12.62%	3.35%	6.03%	9.20%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

ROAA	0.50%	0.78%	1.01%	0.29%	0.54%	0.85%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 56、资产质量与拨备水平

日期	2018/06/30	2018/09/30	2018/12/31	2019/03/31	2019/06/30	2019/09/30
正常类贷款占比	96.8%	-	96.9%	-	97.3%	97.4%
关注类贷款占比	2.2%	-	2.1%	-	1.7%	1.6%
不良率	1.01%	1.00%	0.99%	0.96%	0.96%	0.96%
不良净生成率(TTM)	0.51%	0.61%	0.46%	0.38%	0.49%	0.46%
逾期贷款/总贷款	1.1%	-	1.2%	-	0.9%	-
逾期>90天/不良贷款	62.2%	-	66.8%	-	58.5%	-
资产减值费用/资产	1.00%	1.02%	1.07%	0.78%	1.00%	0.93%
拨备覆盖率	386.31%	406.74%	445.02%	459.03%	453.53%	467.03%
拨贷比	3.89%	4.08%	4.38%	4.39%	4.35%	4.46%
组合拨备/贷款	2.88%	3.08%	3.40%	3.43%	3.39%	3.51%
年化信用成本	1.88%	1.86%	1.97%	1.40%	1.74%	1.60%

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测 (单位: 百万元)

图表 57、资产负债表预测

年份	2017	2018	2019 (E)	2020 (E)	2021E
总资产	145,825	166,704	180,417	205,454	235,050
生息资产	142,071	162,262	177,067	201,640	230,686
生息资产生息率	5.48%	5.67%	5.59%	5.66%	5.66%
贷款	74,919	88,727	104,571	125,217	145,801
占比	52.7%	54.7%	59.1%	62.1%	63.2%
现金和准备金	15,633	16,760	16,573	18,984	21,138
占比	11.0%	10.3%	9.4%	9.4%	9.2%
存放同业	3,322	2,448	3,476	3,937	3,874
占比	2.3%	1.5%	2.0%	2.0%	1.7%
债券投资	48,197	54,328	52,447	53,501	59,873
占比	33.9%	33.5%	29.6%	26.5%	26.0%
总负债	134,716	153,169	162,811	185,983	213,244
付息负债	130,949	148,685	161,026	183,943	210,905
付息负债付息率	2.45%	2.52%	2.36%	2.42%	2.46%
同业存放	11,587	11,510	13,026	9,431	8,507
占比	8.8%	7.7%	8.1%	5.1%	4.0%
存款	99,005	113,101	134,655	160,777	186,940
占比	75.6%	76.1%	83.6%	87.4%	88.6%
应付债券	20,357	24,075	13,345	13,735	15,459
占比	15.5%	16.2%	8.3%	7.5%	7.3%
总权益	11,109	13,536	17,606	19,471	21,806
总母公司权益	10,468	12,836	16,687	18,552	20,887

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 58、利润表预测

年份	2017	2018	2019 (E)	2020 (E)	2021 (E)
营业总收入	4,997	5,824	6,471	7,429	8,446
净利息收入	4,324	5,099	5,676	6,570	7,510
手续费净收入	424	367	358	390	420
其他收入	249	357	438	469	516
营业总支出	3,339	3,844	4,042	4,477	4,907
营业税金	40	38	41	43	49
业务及管理费	1,855	2,125	2,420	2,770	3,117
资产减值损失	1,443	1,679	1,581	1,664	1,741
营业利润	1,658	1,980	2,430	2,952	3,539
营业外收支合计	10	-3	-4	-4	-4
利润总额	1,668	1,977	2,426	2,948	3,535
所得税	346	392	468	590	707
净利润	1,322	1,585	1,958	2,359	2,828
归属母公司净利润	1,264	1,486	1,832	2,215	2,656
EPS	0.57	0.67	0.67	0.81	0.97
BVPS	4.71	5.41	6.09	6.77	7.62
ROAE	12.52%	12.62%	12.41%	12.57%	13.47%
ROAA	0.96%	1.01%	1.13%	1.22%	1.28%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn