

常熟银行 (601128)

银行

发布时间: 2020-06-15

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

小微业务异地扩张领先者

报告摘要:

常熟银行是首批改制完成的农村商业银行, 依托显著的区位优势扎根本地辐射异地, 分散的股权阵营保证了其“三农两小”的市场定位和深耕普惠金融的差异化发展道路长期不动摇。

小微业务领军者: 2009 年引入 IPC 微贷技术, 2014 年进行技术升级, 形成了“IPC 技术+信贷工厂”模式。此外成立了小微金融事业部, 小微团队业务效率不断提升。在市场竞争中, 小微业务足够下沉, 在微贷领域获得溢价能力。

异地分支机构: 异地扩张打开发展空间, 业务开展处于领先地位, 分支行逐渐成熟, 盈利能力较强, 未来具有较大的成长空间。测算 31 家异地分支机构, 2020 年、2021 年、2022 年分别贡献新增贷款 104 亿, 74 亿, 40 亿。

村镇银行发展情况: 村镇银行依旧有发展空间, 存贷款已实现内生增长, 集约化管理下成本收入比未来能下降稳定在 35% 左右, 农村金融市场的广阔空间有望带来新的盈利增长点。

基本面: 收益空间充足, 贷款结构向小微倾斜, 收益率位于同业前列; 资产质量优异, 2019 年不良贷款率仅为 0.98%, 拨备覆盖率达 481.82%, 在可比同业中位列第一, 未来具备反哺利润空间。

拆分常熟银行与其他上市农商行的 ROE, ①其充足的拨备对 ROE 存在正贡献。②高净息差带动净利润处于同业领先。③目前成本收入比较高。未来可通过提高收入和控制支出压降成本收入比。

投资建议: 测算常熟银行 2020-2022 年营业收入增速为 13.74%、14.84%、14.09%, 归母净利润增速分别为 18.35%、17.22%、20.68%, EPS 分别为 0.82 元、0.96 元、1.16 元。常熟银行未来三年能够维持高营收和利润增速, 其估值在 1.3-1.5 倍 PB 较为合理, 较当前 30%-50% 上涨空间, 给与“买入”评级。

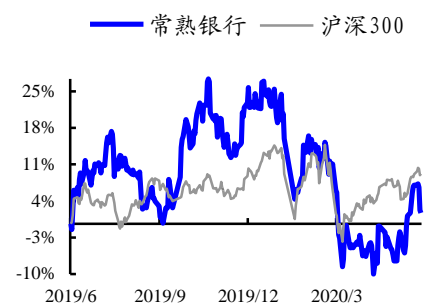
风险提示: 经济下行; 异地扩张和村镇银行政策发生变化。

股票数据

2020/6/12

6 个月目标价 (元)	11.15
收盘价 (元)	7.32
12 个月股价区间 (元)	6.47 ~ 9.39
总市值 (百万元)	20,063
总股本 (百万股)	2,741
A 股 (百万股)	2,741
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	25

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	-7%	1%
相对收益	6%	-8%	-7%

相关报告

- 《常熟银行 (601128.SH): 并购镇江农商行, 异地扩张空间打开》 --20200604
- 《常熟银行 (601128.SH): 业绩高增资产质量平稳, 受疫情影响有限》 --20200423
- 《2020 年 5 月金融数据点评: 社融为何又维持高增?》 --20200611
- 《银行周报第 17 期: 影响银行估值的核心要素有哪些变化?》 --20200609

证券分析师: 刘辰涵

执业证书编号: S0550517100001
010-63210892 liuchenhao@nesc.cn

研究助理: 陈玉卢

执业证书编号: S0550119070037
010-68034575 chenylulu@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5824	6445	7325	8407	9590
(+/-)%	16.55	10.67	13.65	14.78	14.07
归属母公司净利润	1486	1785	2112	2476	2988
(+/-)%	17.53	20.14	18.35	17.22	20.68
每股收益 (元)	0.66	0.69	0.82	0.96	1.16
市盈率	10.41	11.00	8.92	7.60	6.30
市净率	1.22	1.23	0.99	0.87	0.77
净资产收益率 (%)	11.58	11.52	11.04	11.37	12.14
股息收益率 (%)	2.62	2.64	3.53	4.15	5.00
总股本 (百万股)	2223	2741	2741	2741	2741

请务必阅读正文后的声明及说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目 录

1.	农商行佼佼者，区位优势明显	4
1.1.	首批改制为农商行，位列农商行金字塔顶尖 1%	4
1.2.	区位优势显著，扎根本地辐射异地	5
1.3.	股权分散，受到外资和社保基金追捧	8
2.	如何成为小微业务的领军者？	10
2.1.	技术初探：09 年引进“IPC 技术”，交叉验证	10
2.2.	技术升级：可复制的“IPC 技术+信贷工厂”模式	11
2.3.	组织架构：成立小微金融事业部，搭建小微团队	13
2.4.	市场选择：选择“苦活累活”，足够下沉	14
3.	异地分支机构未来贡献测算	15
3.1.	异地分支机构现状	15
3.2.	异地分支机构市占率测算	17
3.3.	异地分支机构贷款增长空间测算	19
4.	村镇银行的布局与发展	21
4.1.	村镇银行相关政策梳理	21
4.2.	30 家村镇银行+1 家投资管理型村镇银行现状	22
4.3.	村镇银行未来展望	24
5.	资产负债结构不断优化，净息差有韧性	24
5.1.	加大贷款配置，压降同业	24
5.2.	“高收益”+“低不良”带来充足收益空间	27
5.3.	公司业务小微化，精耕细作	28
6.	资产质量优异，拨备具有反哺利润能力	28
6.1.	资产质量优异，不良认定标准严格	28
6.2.	拨备覆盖率充足，未来具备反哺利润空间	29
7.	ROE 拆分与展望：拨备正贡献，成本收入比有压降空间	30
8.	盈利预测与估值分析	31
9.	风险提示	31

图表目录

图 1: 2019 年普惠小微贷款在银行业金融机构的分布	5
图 2: 常熟市 2019 年 GDP 增速 7.5%	6
图 3: 2018 年和 2016 年前十大行业产值及增长速度对比	6
图 4: 常熟银行个贷占比不断提升, 自 2017 年超过对公贷款	7
图 5: 常熟银行分支机构和村镇银行数量大幅领先于同业	8
图 6: 异地营收、利润、贷款占比逐年提升	8
图 7: 陆股通-外资持股比例	9
图 8: IPC 技术三个重要内容	11
图 9: “IPC 技术+信贷工厂”模式	12
图 10: 小微金融事业部组织架构	13
图 11: 小微团队规模 1700 人	14
图 12: 2012-2019 年可比同业贷款增速	16
图 13: 异地贷款增速反哺, 带动常熟银行高贷款增速	16
图 14: 30 家村镇银行成立时间与持股比例	23
图 15: 村镇银行存款、贷款已经实现内生增长	23
图 16: 资产结构: 加大贷款投放, 压低同业和债券	25
图 17: 消费经营贷占比不断提升	25
图 18: 存款比例维持较高的水平	26
图 19: 2014-2019 年新增存款结构图	26
图 20: 2014-2019 年新增存款结构图	27
图 21: 常熟银行贷款收益率位居同业前列	27
图 22: 常熟银行贷款收益空间与不良率关系	28
图 23: 自 2016 年起, 常熟银行不良贷款率位列上市农商行最低	29
图 24: 常熟银行逾期率较低, 15-16 年因收购村镇银行有所波动	29
表 1: 2019 年中国银行业 100 强中农商行榜单 (以核心一级资本净额排序)	4
表 2: 各类别银行业金融机构数量分布	5
表 3: 常熟银行在常熟地区存贷款市占率 (单位: 百万元)	7
表 4: 常熟银行股权分散, 受到外资和社保基金追捧	9
表 5: IPC 技术和信贷工厂模式的区别	12
表 6: 常熟银行异地分支行设立目录	15
表 7: 异地营收、利润、贷款占比逐年提升, 贡献半壁江山	17
表 8: 2016-2019 年常熟以外地区分支行总资产增速	17
表 9: 无锡分行生命周期 (2015-2019)	18
表 10: 异地分支机构市占率测算	19
表 11: 2019 年成立分支机构新增贷款测算 (单位: 百万元)	20
表 12: 2018 年成立分支机构新增贷款测算 (单位: 百万元)	20
表 13: 2018 年前成立分支机构新增贷款测算 (单位: 百万元)	20
表 14: 2018 年成立分支机构新增贷款测算 (单位: 百万元)	21
表 15: 村镇银行相关政策 (2015-2019)	21
表 16: 常熟银行 ROE 拆分: 拨备正贡献	30
表 17: 常熟银行及可比同业 ROE 拆分: 净其他非息收入、业务及管理费有提升空间	31

1. 农商行佼佼者，区位优势明显

1.1. 首批改制为农商行，位列农商行金字塔顶尖 1%

常熟银行前身为常熟市农村信用合作社联合社。2001 年 5 月 14 日，人民银行选择常熟、江阴、张家港三个县级市先行试点组建农村商业银行，常熟银行率先改制完成。

回顾常熟银行的历史，它抓住了诸多发展机遇，已经成长为金字塔顶尖的农商行。

- (1) 2006 年在银监会政策支持下率先开展跨区经营，布局江苏设立分支机构；
- (2) 2006 年在银监会出台试点新型农村金融机构政策，率先发起设立村镇银行；
- (3) 2009 年成立小微事业部，引进德国 IPC 技术建立半自动的信贷工厂微贷模式；
- (4) 2016 年于上海证交所上市，成为全国首批上市的农商行之一；
- (5) 2019 年设立全国首家投资管理型村镇银行——兴福村镇银行股份有限公司。

2019 年底，我国共有 1478 家农商行。根据银行业协会发布的《2019 年中国银行业榜单》，常熟银行位列 86 名，在农商行中排 14 名，常熟银行位列农商行前 1%。

表 1：2019 年中国银行业 100 强中农商行榜单（以核心一级资本净额排序）

农商行	排名	核心一级资本 净额（亿）	资产规模 （亿）	净利润 （亿）	成本收入比 （%）	不良贷款 率（%）
1 重庆农村商业银行	20	708.86	9506.18	91.64	30.35	1.29
2 上海农商银行	23	637.66	8337.13	71.25	32.00	1.13
3 广州农商银行	27	535.41	7632.90	68.32	28.05	1.27
4 北京农商银行	28	514.22	8811.28	72.52	33.53	0.36
5 东莞农村商业银行	40	298.25	4081.57	45.05	30.55	1.27
6 顺德农村商业银行	43	271.27	3032.08	31.98	31.26	1.27
7 深圳农村商业银行	44	269.86	3168.97	43.23	29.93	1.14
8 天津农商银行	49	248.07	3172.56	24.44	31.19	2.47
9 江南农村商业银行	53	224.41	3797.96	24.20	28.78	1.61
10 武汉农村商业银行	54	221.44	2668.35	23.23	35.81	3.59
11 青岛农商银行	56	206.67	2941.41	24.44	32.23	1.57
12 南海农商银行	67	173.83	1862.33	27.41	30.67	1.19
13 长沙农商银行	85	133.30	1192.83	14.58	34.26	1.27
14 常熟农商银行	86	131.89	1667.04	15.85	36.53	0.99
15 萧山农商银行	88	130.82	1579.02	12.46	19.67	1.22
16 秦农银行	92	124.18	1999.25	9.71	39.29	3.20
17 九台农商银行	94	123.68	1642.53	11.84	54.72	1.75
18 紫金农商银行	96	122.45	1931.65	12.54	33.42	1.69
19 天津滨海农商银行	98	120.54	1621.82	4.03	-	2.26

数据来源：银行业协会，东北证券

表 2: 各类别银行业金融机构数量分布

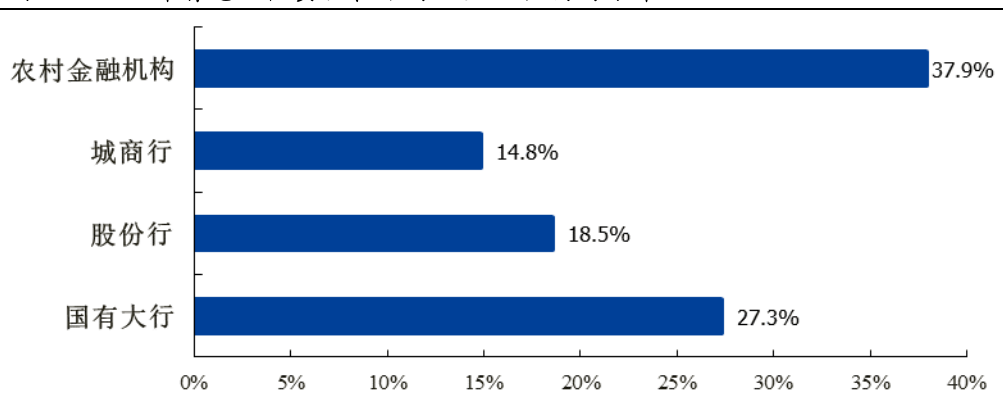
类别	数量 (19H)	数量 (19年末)
国有行	6	6
股份行	12	12
城商行	134	134
农商行	1423	1478
信用社+合作社+村镇银行	2434	2380
政策行+AMC	7	7
其他	581	590

数据来源: 银保监会, 东北证券

常熟银行市场定位是“三农两小”，走差异化道路、深耕普惠金融，以服务下沉推动零售银行转型道路。2019 年主要经营业务由零售银行、公司银行和金融市场三大板块转变为零售银行、公司银行、金融市场、村镇银行四轮驱动。发展格局从“深耕本地，立足江苏（2016）”发展到“立足常熟、布局江苏、辐射全国（2017）”，将小微服务技术复制推广至异地分支机构和村镇银行，向更大范围提供普惠金融服务，支持乡村振兴战略（2019）。

扎根江苏优渥经济土壤，专注服务小微企业主和个体工商户。小微贷款根据借贷主体可以分为小微企业法人贷款、小微企业主和个体工商户的自然人贷款，大型国有银行和农商银行受到政策、自身业务特点等影响，是小微贷款的主力军，相比于小微企业的法人贷款，小微企业主与个体工商户更为下沉，需要更多的下沉物理网点与人员与之匹配，国有大行由于业务体量庞大，缺乏动力与条件开展小微企业主和个体工商户的自然人贷款，其主要为小微企业提供贷款。常熟银行深耕下沉，不与国有大行直接竞争，重点为小微企业主和个体工商户的自然人提供金融服务。

图 1: 2019 年普惠小微贷款在银行业金融机构的分布



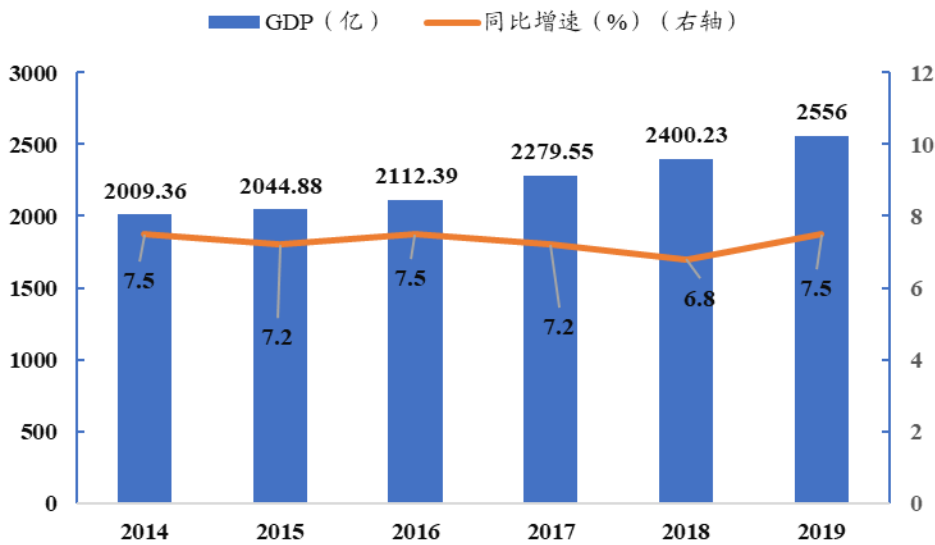
数据来源: 东北证券, Wind

1.2. 区位优势显著，扎根本地辐射异地

常熟市是百强县，经济高增速。常熟银行位于江苏省常熟市，常熟市是苏州市代管县级市，东北濒长江，东南邻太仓，是中国大陆经济最强县级市之一，在经济、文化、金融、商贸、会展和航运方面位居县域前列。常熟的经济一直位居全国百强县前十位，综合竞争力前五位。2019 年实现 GDP 总值 2556 亿元，同比增长 7.5%，

经济增速领先于全国。

图 2：常熟市 2019 年 GDP 增速 7.5%



数据来源：东北证券，Wind

常熟市产业结构不断调整优化，电气、汽车制造是主要产业。农商行的发展方向、战略定位和经营重点，一般匹配于所在地域经济总量和产业特点。常熟市前十大行业产值能占到规模以上工业产值的 80%，十大产业主要包括电气机械、汽车制造、TMT、化学原料、金属、纺织等。近些年来，产业结构也不断调整优化，主导产业持续扩大，电气、汽车制造等产业保持较高的增速，纺织服装、服饰业有所压降。

图 3：2018 年和 2016 年前十大行业产值及增长速度对比

指 标	产值 (亿元)	比上年增长%
电气机械及器材制造业	519.99	5.1
汽车制造业	514.37	7.8
计算机、通信和其他电子设备制造业	496.35	-0.8
化学原料及化学制品制造业	427.02	12.6
黑色金属冶炼及压延加工业	317.71	17.7
纺织业	269.07	-1.2
通用机械制造业	165.56	6.7
造纸及纸制品业	118.31	9.8
纺织服装、服饰业	118.05	3.2
金属制品业	111.96	8.3

数据来源：东北证券，《2018 年常熟市国民经济和社会发展统计公报》

指 标	产值 (亿元)	比上年增长%
电气机械和器材制造业	543.88	4.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	488.61	-3.8
纺织服装、服饰业	408.70	2.2
汽车制造业	386.14	42.5
化学原料和化学制品制造业	367.05	1.1
纺织业	305.99	-3.7
黑色金属冶炼和压延加工业	227.52	-3.5
通用设备制造业	176.19	1.5
金属制品业	98.06	-29.7
电力、热力生产和供应业	94.47	-2.3

数据来源：东北证券，《2016 年常熟市国民经济和社会发展统计公报》

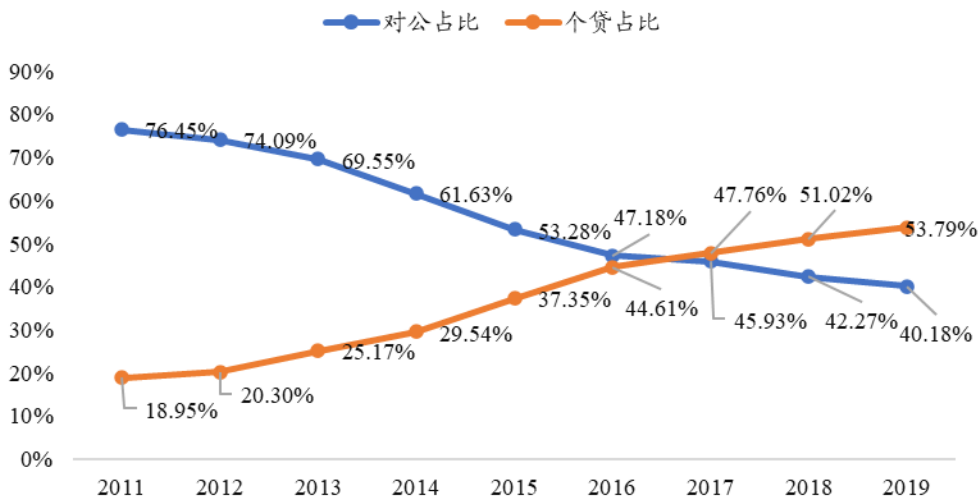
常熟银行信贷投放：个贷占比不断提升已过半。常熟银行 2019 年贷款投放行业主要聚焦在制造业（22.89%）、建筑和租赁服务业（4.43%）、水利环境和公共设施（4.09%）、批发和零售业（3.16%）、房地产业（1.21%），个人贷款占比过半（53.79%）。

（1）压缩制造业、批发零售业等不良贷款率较高的行业。

(2) 贸易融资占比为 0.54%，海外疫情的冲击以及地缘政治的摩擦，全国进出口贸易受到一定影响，常熟银行贸易融资占比较小，影响有限。

(3) 个人贷款投放占比不断提升，自 2011 年（18.95%）提升至 2019 年（53.79%）。2017 年开始，个贷占比开始高于对公贷款。个人贷款收益率水平显著高于对公贷款，不良贷款水平低于对公贷款，个贷占比提升，能够改善净息差和资产质量。

图 4：常熟银行个贷占比不断提升，自 2017 年超过对公贷款



数据来源：东北证券，Wind

市占率位列常熟地区第一。2019 年底，常熟银行有 164 家网点，其中在常熟本地的网点是 108 家。常熟地区的存款占全行 70%，占全行营业收入 46.34%，占全行营业利润 42.12%。近三年，常熟银行在常熟地区存款市占率超过 25%，贷款市占率超过 17%，位列常熟地区金融机构首位。

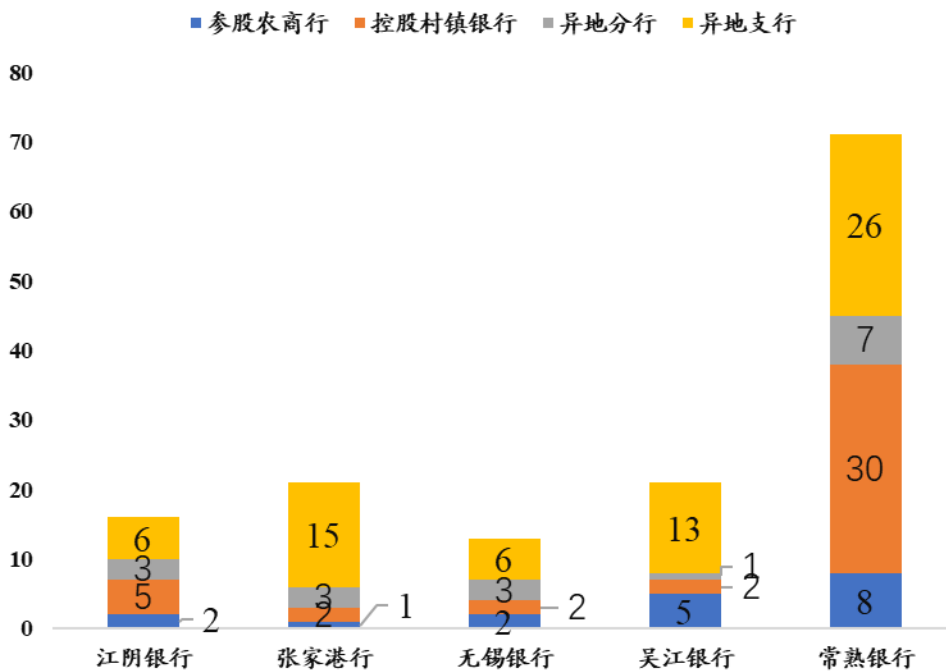
表 3：常熟银行在常熟地区存贷款市占率（单位：百万元）

	常熟地区存款余额	常熟地区贷款余额	常熟市金融机构存款余额	常熟市金融机构贷款余额	常熟地区存款市占率	常熟地区贷款市占率
2017	75,775	41,952	289,355	226,476	26.19%	18.52%
2018	84,435	44,888	305,664	244,406	27.62%	18.37%
2019H1	89,971	48,953	330,904	261,618	27.19%	18.71%
2019	84,793	47,291	330,330	271,190	25.67%	17.44%

数据来源：东北证券，常熟市统计局

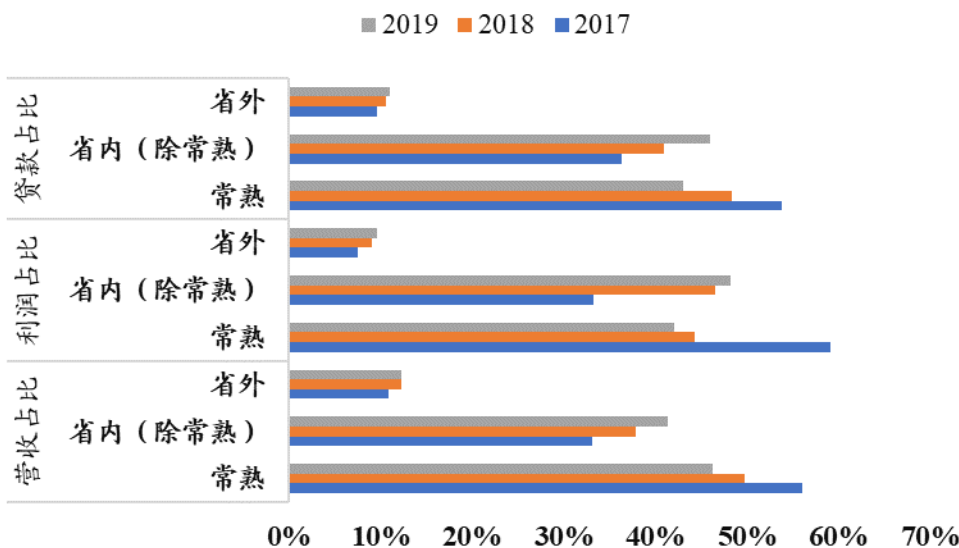
常熟银行异地的营收、利润、贷款占比均过半，为常熟银行贡献了半壁江山。常熟银行自 2006 年开始异地扩张，目前已经参股农商行 8 家（拟对镇江农商行参股，未纳入统计），控股村镇银行 30 家，开设异地分行 7 家，异地支行 26 家，覆盖了江苏、河南、湖北、云南等区域。异地扩张打破了农商行经营本地的局限性，拓宽了服务半径，很多农商行在积极布局，常熟银行走在了同业前列，无论是异地扩张的区域、还是数量，均大幅领先于同业。

图 5: 常熟银行分支机构和村镇银行数量大幅领先于同业



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 异地营收、利润、贷款占比逐年提升



数据来源: 东北证券, Wind

1.3. 股权分散, 受到外资和社保基金追捧

常熟银行前十大股东主要分为交通银行、常熟国资委、民营资本、外资和社保基金等四大阵营, 这四大阵营总持股 27.25%。

(1) 阵营一: 交通银行。2007 年引入战略投资者交通银行, 交行在常熟银行发展之初, 提供了技术、业务、资金层面多方面支持。截至 2020Q1, 交通银行仍为常熟银行第一大股东, 持股比例为 9.01%。

(2) **阵营二：常熟国资委。**常熟市发展投资公司和江苏江南商贸背后均是常熟市国资委，作为一致行动人，共持股 5.88%。

(3) **阵营三：民营资本。**苏华集团和白雪电器均是当地民营企业，共持股 3.22%。

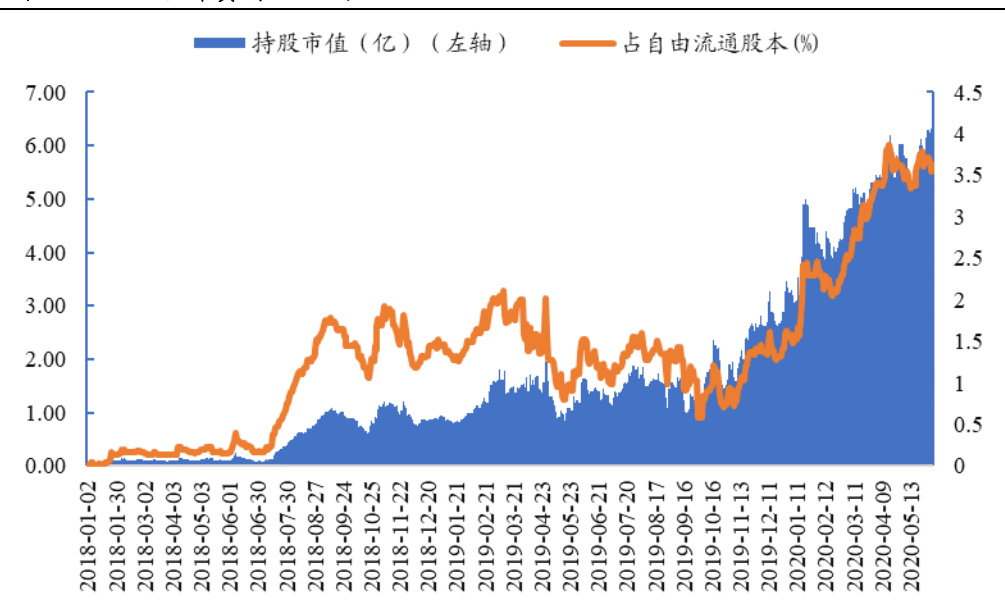
(4) **阵营四：外资+社保基金+机构投资者，**披露的前十大股东中，这部分占比为 9.14%，仅次于交通银行，成为重要力量。自 2018 年起，外资开始关注常熟银行，投资比例不断提升，2020Q1 持股比例增加 1.42%。

表 4：常熟银行股权分散，受到外资和社保基金追捧

排名	股东名称	参考市值(亿)	持股数量(股)	持股比例	持股变动(%)
1	交通银行股份有限公司	16.89	246,896,692	9.0100	不变
2	常熟市发展投资有限公司	5.78	84,431,888	3.0800	不变
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	5.26	76,829,340	2.8000	增加 1.42
4	江苏江南商贸集团有限责任公司	5.25	76,695,845	2.8000	不变
5	全国社保基金一一零组合	4.27	62,361,348	2.2800	新进
6	常熟市苏华集团有限公司	3.08	44,980,251	1.6400	减少 0.24
7	江苏白雪电器股份有限公司	2.96	43,201,833	1.5800	增加 0.05
8	基本养老保险基金一零零一组合	2.82	41,267,260	1.5100	增加 0.26
9	中行-大成优选(LOF)	2.42	35,436,456	1.2900	不变
10	全国社保基金一一八组合	2.37	34,585,063	1.2600	减少 0.54
合 计		51.07	746,685,976	27.2500	

数据来源：东北证券

图 7：陆股通-外资持股比例



数据来源：东北证券，Wind

常熟银行股权结构分散，无实际控制人。这四大阵营股权均衡，且干涉常熟银行的经营发展，能够保证长久战略不动摇。常熟银行坚持“三农、两小”市场定位，

以“普惠金融”发展理念和“下沉式”业务拓展思路为实践准绳，即使是“苦活累活”，脚踏实地坚守战略定位，在数十年的沉淀积累下，在常熟市取得了较高的社会认同度和市场占有率。

现常熟银行面临换届，因常熟银行公司治理日趋成熟，预计高管团队能够维持稳定，保证战略的持续性。

(1) 常熟银行内部公司治理成熟的表现可以从两个案例体现出来。①2017年，省联社提名了两位副行长人选，两位副行长来源于域外，对常熟银行的战略、经营模式不熟悉，不利于保证经营模式的延续，故常熟银行否决了两位副行长人选。②常熟银行拟出资10.5亿入股镇江农商行，来自交行三位董事投了反对票。这两个案例反映出常熟银行的人事任命、经营管理比较客观，公司治理规范。

(2) 城商行的人事、财务、业务等，一般是省联社进行行政管理。目前国家对省联社进行改革试点，要求逐步淡出行政管理，强化专业化服务职能。常熟银行高管团队换届，预计省联社在考虑常熟银行长远发展基础上，会征求常熟银行意见，能保证战略的持续性。

2. 如何成为小微业务的领军者？

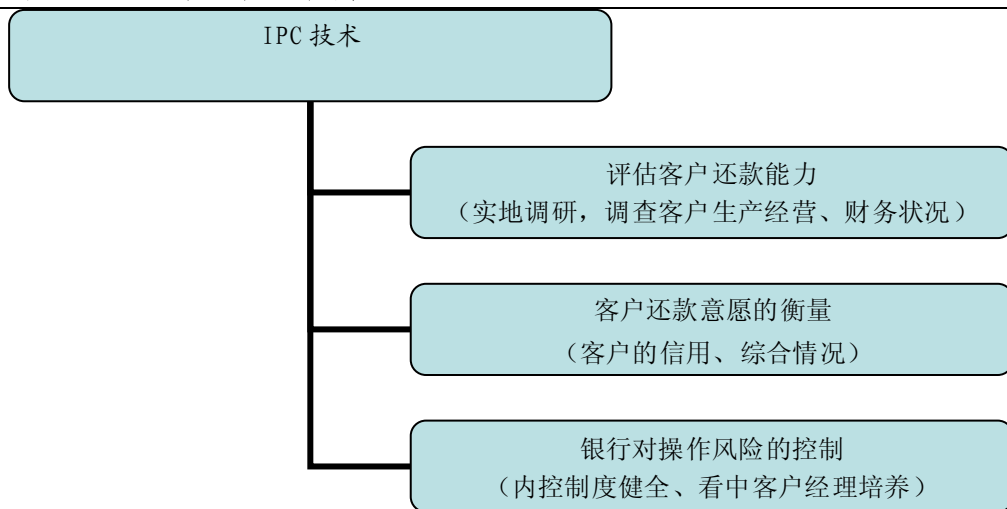
2.1. 技术初探：09年引进“IPC技术”，交叉验证

2005年国内首次引入IPC技术。IPC公司（德国国际项目咨询公司）是一家专门以为小微企业贷款为主的银行提供一体化咨询服务的公司。经过多年发展，已经在小企业贷款技术上形成了一套特色鲜明、行之有效的办法，并且再对外技术输出中取得了良好的效果，曾经在超过十个国家运作小微项目，平均不良率低于3%。国内首次引进IPC技术来自于2005年，当时由国开行牵头，包商银行和其他十一家城商行试点。目前全国很多家银行引进了此技术，在城商行、农商行和村镇银行等中小银行中应用广泛。比如：台州银行、九江银行、贵阳银行、马鞍山农商行、大庆银行、桂林银行、青岛农商行、邮储银行等。

2009年，常熟银行引入了IPC微贷技术。IPC微贷技术的核心在于通过高频次的实地调研+关联信息交叉验证，结合小微客户的个性化特征，减少信息不对称，精准衡量客户的偿债能力和意愿。

IPC微贷技术的主要内容包括三方面：评估客户的还款能力、衡量客户还款意愿，控制银行操作风险。

图 8: IPC 技术三个重要内容



数据来源: 东北证券银行组整理

IPC 微贷技术有三个特点:

(1) **IPC 微贷技术以客户综合信息为基础。**综合信息既包括资产负债表、利润表、现金流量表等财务信息, 还包括客户的基本信息。基本信息通常不涉及财务信息, 而是年龄、婚姻状况等非财务信息。对于基本信息, IPC 技术采用不对称偏差分析法, 将客户的综合信息纳入图表, 形成图表进行展示, 客户经理据此进行判断分析。

(2) **交叉检验判断方法。**除了客户提供的信息, 银行还需要另外获取其他资料, 并进行交叉比对分析。比如查询税收流水, 查询用电量等。通过多种途径检验, 能保证分析有效, 开辟了多方面采集信息, 多角度验证信息的立体化收集信息的格局。

(3) **劳动密集型业务。**发放小微贷款规模小, 客户数量多, 工作量是大型企业数倍, 微贷客户经理如果能做到对客户充分了解, 业务覆盖半径十分有限, IPC 技术强调对客户经理的激励机制, 建议打造专门的客户经济团队。

2.2. 技术升级: 可复制的“IPC 技术+信贷工厂”模式

“信贷工厂”可与 IPC 技术互补。“信贷工厂”模式来源于新加坡淡马锡公司。通过“信贷工厂”模式, 银行可以实现对中小微信贷业务的工厂化处理, 做到对信贷审核、审批、管理的批量化操作。IPC 技术优点是具有超高的精度, 能够有效降低风险。但是 IPC 技术的缺点是单人全程参与, 人力成本过高, 信贷工厂能够针对此缺点提高效率。

2014 年, 常熟银行通过引入“信贷工厂”模式, 并进行了内化和二次开发, 研发新的信贷管理系统和各类审批模型。新系统实现了地图定位、语音录音、实时上传等功能, 通过信息资料联网传递和在线审批, 实现了从营销、申请、调查到审批、放款、贷后等各环节流水作业, 形成标准化的信贷业务批量处理模式, 并解决了 IPC 模式对人的依赖和跨区域复制难题。

信贷工厂模式下产品标准化、作业流程化、生产批量化、队伍专业化、管理集约化。银行以标准化方式对信贷业务进行批量化处理, 将小微信贷业务划分为营销、业务

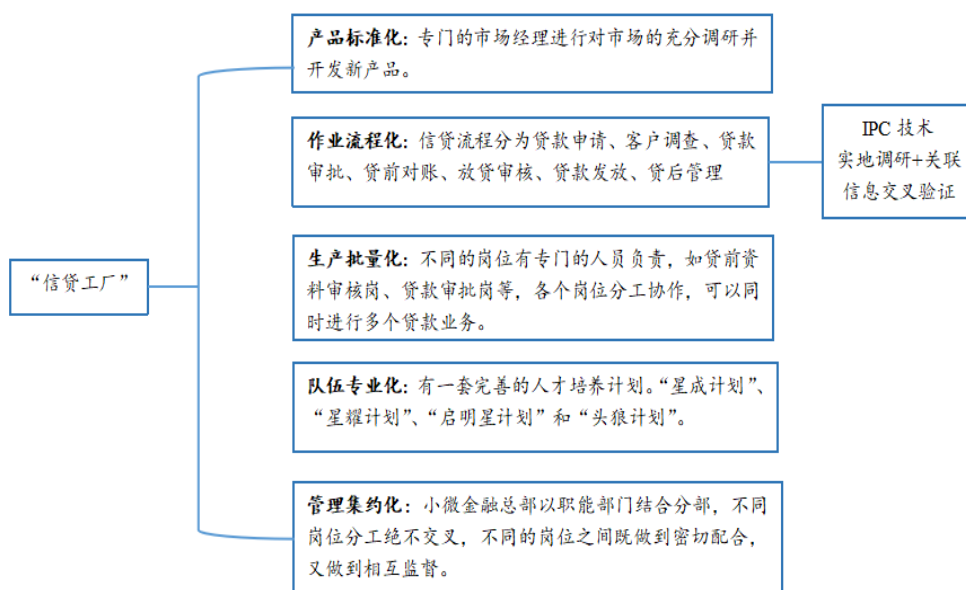
申报、审批、放款、客户维护和贷后管理等环节，其核心在于对风险的批量管理，但难以满足小微贷款非标准化的需求。

表 5：IPC 技术和信贷工厂模式的区别

	IPC 模式	信贷工厂模式
适用对象	资料数据不全的小微企业	资料数据齐全的小微企业
分析方式	整合资料，交叉验证	量化评估，对信贷流程功能性切割
特点	单人全程参与	各岗位分工明确独立作业，已流程化
风险识别方式	人员导向为主	模型为主，人工为辅
缺点	受制于人，人均产能不同，个体差异大；操作风险、道德风险大	人员主观能动性低；系统依赖程度高

数据来源：东北证券银行组整理

图 9：“IPC 技术+信贷工厂”模式



数据来源：东北证券银行组整理

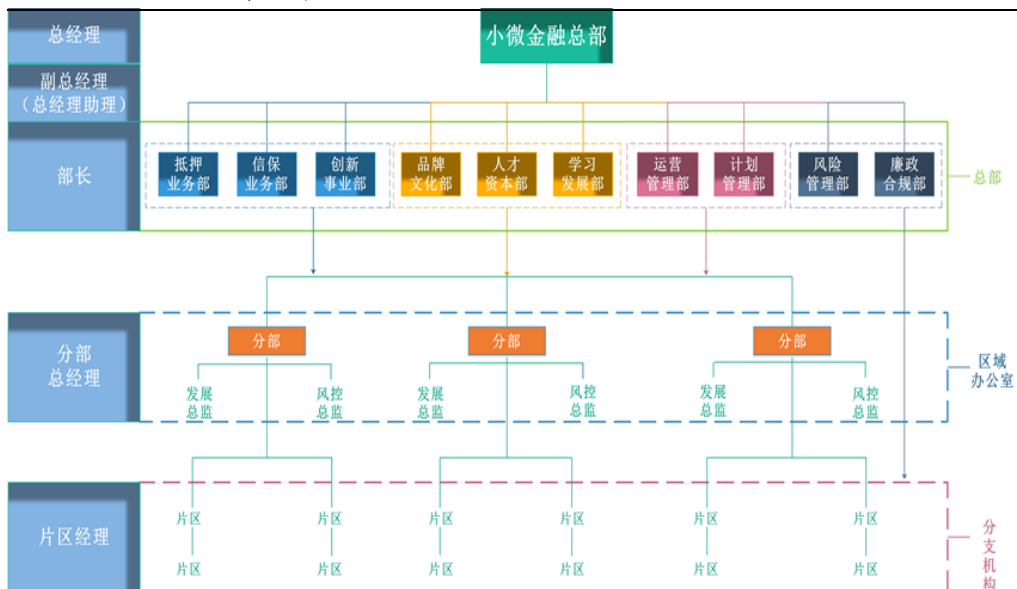
“IPC 技术+信贷工厂”模式，前端采用 IPC 技术，强调客户经理的深入调研和信息交叉验证，满足客户的个性化需求。后端偏向标准化的信贷工厂模式，统一信贷审批决策权，标准化信贷审批流程，严格管控风险同时提高信贷效率。该模式能够实现快速复制，可以将其推广至异地分支机构和村镇银行，形成独具特色的微贷业务体系。“IPC 技术+信贷工厂”模式，兼顾了效率与放贷质量。只采用 IPC 技术时，贷款发放一般需要 3-5 个工作日，应用新模式后，放款平均只要 1-2 天，提高了效率。

2.3. 组织架构：成立小微金融事业部，搭建小微团队

相比于对公贷款，小微贷款具有“短、小、频、急”的特点，单笔贷款金额小而资金需求紧迫；客户主要为个体工商户和小微企业主，其生产经营等公开信息有限，信息获取成本高；客户“个性化”特征明显，难以标准化衡量其偿债能力与意愿，小微业务十分依赖客户经理的现场调研和营销。

专业化小微团队锤炼多年，团队效率不断提升。常熟银行自 2009 年成立小微金融总部，始终坚持服务“三农两小”的市场定位，小微业务团队规模从 2009 年的 42 人增长至 2020 年的 1700 人左右，2019 年个人经营性贷款规模达到 380 亿元，占总贷款的 35% 左右，彰显公司对小微业务的重视。同时，公司注重“个性化”与“标准化”相结合的管理策略，重视小微团队业务效率的提升。2016-2019 年，客户经理数量增速仅为 8.3%，而业务量则翻番增长。随着团队效率的提高，个人经营性贷款规模的增长可以摊销由基数大带来的人力成本，从而降低管理费用率。

图 10：小微金融事业部组织架构



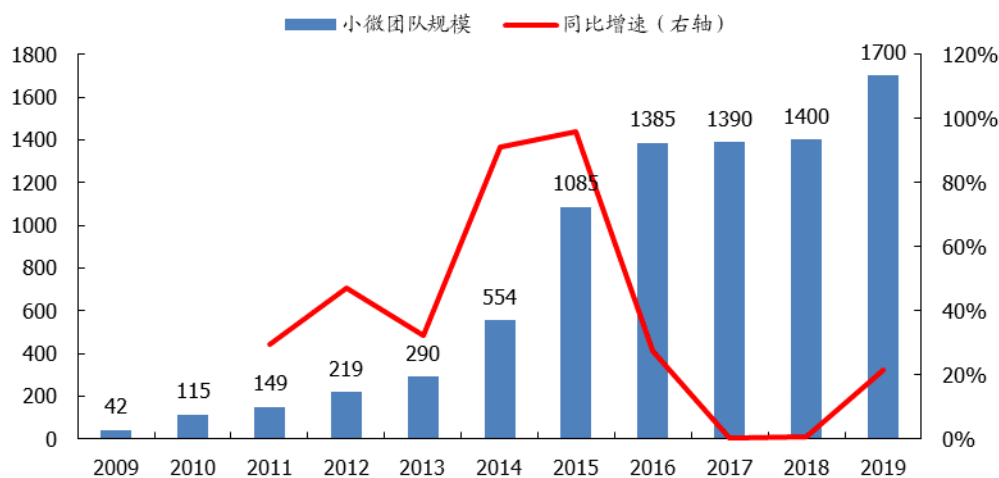
数据来源：东北证券银行组整理

公司建立严格的人员准入与严谨的日常管理制度。小微客户经理偏好可塑性强的应届大学生，在一张白纸上开始标准化培训，保持了小微团队的稳定性与文化的持续性。团队年轻化，平均年龄在 25 岁左右，干劲十足。业务开展深入当地，客户经理管户半径在驱车 1 小时以内。团队设置专业化，由团队长、风控专员、发展专员组成小微团队日常管理的“铁三角”，辅助以驻点审计、飞行审计。此外，激励机制清晰，小微客户经理分为 20 个级别，根据管户余额，户数，风险状况的不同组合确立健全清晰的激励机制。

2020Q1，客户经理管户余额在 2700-2800 万左右，与 2019 年持平，近 9 个月内扩充了近 200 名新人，未来随着新人业务能力的成熟，个人经营性贷款管控余额仍有

上升空间，可进一步摊销固定成本。

图 11: 小微团队规模 1700 人



数据来源：东北证券，Wind

2.4. 市场选择：选择“苦活累活”，足够下沉

与国有行存在竞争关系，但常熟银行更下沉。过去国有大行由于小微贷款体量小，开展难度大，性价比不高，较少关注小微贷，近几年国有大行业务下沉现象明显，一是由于中央企业的政治担当，二是业务拓展的市场行为，目标客户是贷款规模在 100 万以上的小微企业。农商行脱胎于当地的农信社，与当地老百姓有天然的血脉关系。农商行长期接地气的金融服务，与乡村客户生活融为一体，与客户建立了深厚的感情，常熟银行偏向于个人经营贷的个体工商户与小微企业主（100w 以下），虽然国有行在不断渗透小微市场，常熟银行通过下沉客户，依旧能在细分领域占有一席之地。

市场空间 24.39 万亿，占比不足 15%。2020Q1 个人经营贷余额为 11.84 万亿，同比增速为 13.04%，占各类贷款（165.97 万亿）的 7.13%。2020Q1 普惠小微企业贷款余额（单户授信总额 1000 万以下小微企业贷款）为 12.55 万亿元，增速为 25.93%。个人经营贷款+普惠小微贷款总额为 24.39 万亿，占各类贷款比重为 14.70%。

深耕微贷领域，可获得超额收益。微贷业务风险难以控制，需要耗费大量的人力，对于很多银行来说，性价比不高，所以小微客户难以获得充分的金融服务。相对应着，银行在这个细分领域，溢价能力更强，常熟银行 2019 年发放贷款收益率为 7%，比金融机构人民币贷款加权平均利率（5.48%）溢价 1.52%。深耕微贷领域，沉淀成熟的机制，形成规模效应，将会收获超额收益。常熟银行自 2009 年开始微贷业务，历经一轮经济周期考验，能够保证风险可控，高收益，最终成为小微业务的领军者。

3. 异地分支机构未来贡献测算

3.1. 异地分支机构现状

农商行原则上专注服务本地，常熟银行在本地发展面临增长天花板，异地扩张打开了发展空间。2017 年-2019 年常熟地区贷款增速分别为 10.9%、7.0%、5.4%，市占率稳定在 18%左右，面临发展瓶颈。近几年常熟银行加快异地分支机构布局，异地业务开展处于领先地位：2019 年常熟银行参股农商行、异地分支机构和村镇银行总数达到 71 家，数量上远超上市农商行。2019 银保监会出台政策要求“农商行严格审慎开展综合化和跨区域经营，原则上机构不出县（区）、业务不跨县（区），应专注服务本地，下沉服务重心，当年新增可贷资金应主要用于当地”，对农商行开展异地业务有所限制，常熟银行 2019 年依然保持较快异地分支机构开设节奏。

表 6：常熟银行异地分支行设立目录

设立时间	常熟银行异地分支行
2008	海门支行（1 家）
2009	邗江支行、泗洪支行、金湖支行（3 家）
2010	如东支行、东海支行、亭湖支行、射阳支行、阜宁支行（5 家）
2011	启东支行（1 家）
2014	张家港支行、东台支行、盐城分行、南通分行（4 家）
2015	无锡分行（1 家）
2016	扬州分行、泰州分行（2 家）
2017	苏州分行、通州支行（2 家）
2018	镇江分行、江都支行、江阴支行、靖江支行、如皋支行（5 家）
2019	海安支行、昆山支行、太仓支行、宜兴支行、泰兴支行、兴化支行、仪征支行、大丰支行、惠山支行（9 家）

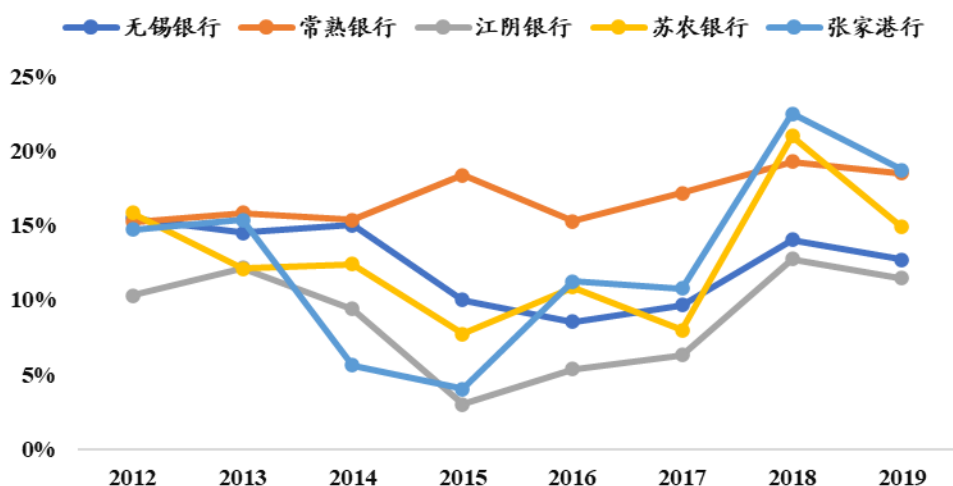
数据来源：东北证券，常熟银行

未来具有广泛分支机构的农商行将有更大的成长空间，更能脱颖而出。常熟银行在农商行中具有异地扩张先发优势。

（1）常熟银行在省内各地有多家分行，具备下设支行的先发优势。2019 年，常熟银行先后开设 9 家新的异地支行，常熟银行业务经营优异，在布局村镇银行、开设异地分支机构方面处于农商行中领先地位，目前控股 30 家村镇银行，参股 8 家农商行，开设 7 家异地分行和 26 家异地支行，具有异地扩张的先发优势。

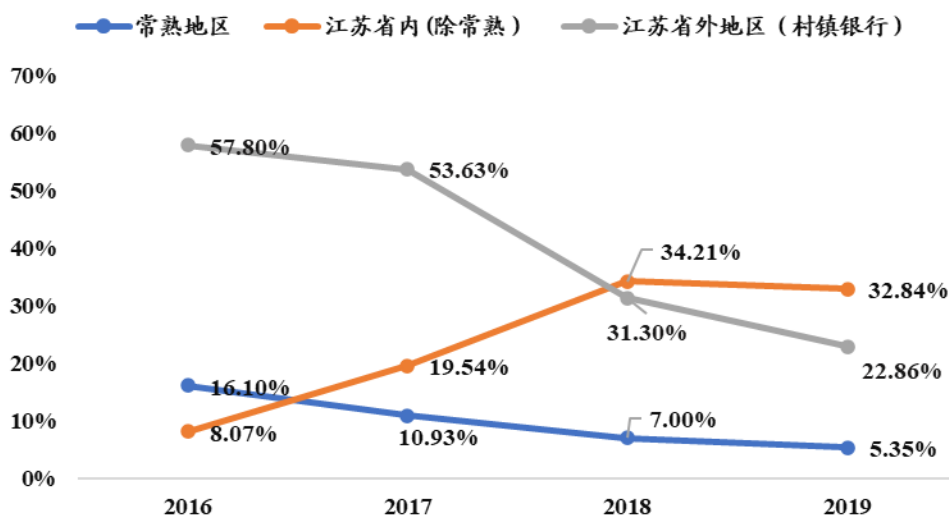
（2）存量异地机构开始反哺，常熟贷款增速领先同业。2012-2019 年常熟银行贷款增速领先于同业，平均增速达到 17%，常熟本地贷款增速近 3 年分别是 10.9%、7.0%、5.4%，异地分支机构为常熟银行贡献高贷款增速。

图 12: 2012-2019 年可比同业贷款增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 异地贷款增速反哺, 带动常熟银行高贷款增速



数据来源: 东北证券, Wind

(3) 异地分支机构和村镇银行逐渐成熟, 对营收贡献度逐渐抬升。2019 年江苏省内 (除常熟) 地区对全行的营收贡献为 41.34%, 省外地区对全行的营收贡献为 12.32%。自 2018 年起, 异地分支机构和村镇银行对营收贡献度超过 50%。

(4) 异地分支机构和村镇银行逐渐完成产能释放, 盈利能力较强, 利润贡献度超本土地区。2018 年, 常熟外地区的营业利润贡献度首次超过常熟地区内, 主要由常熟以外省内地区贡献。2019 年, 江苏省内 (除常熟) 对营业利润贡献 48.28%, 江苏省外地区对营业利润贡献 9.60%。

表 7: 异地营收、利润、贷款占比逐年提升, 贡献半壁江山

		2017	2018	2019
营收占比	常熟地区	56.09%	49.80%	46.34%
	江苏省内地区 (除常熟)	33.08%	37.88%	41.34%
	江苏省外地区	10.83%	12.32%	12.32%
营业利润占比	常熟地区	59.17%	44.27%	42.12%
	江苏省内地区 (除常熟)	33.30%	46.63%	48.28%
	江苏省外地区	7.53%	9.10%	9.60%
贷款占比	常熟地区	53.92%	48.37%	43.01%
	江苏省内地区 (除常熟)	36.41%	40.98%	45.95%
	江苏省外地区	9.67%	10.65%	11.04%

数据来源: 东北证券, Wind

(5) 拥有成熟的异地扩张经验, 熟知相关监管政策, 能够快速复制管理运营模式。我国监管政策与时俱进, 在不断的动态调整完善, 异地扩张需要报监管部门审批, 常熟银行十余年的异地扩张经验, 能够紧密跟踪最新监管政策, 最快获得监管审批。批准后, 又能根据异地的特性快速复制管理运营模式, 使异地分支机构高效步入正轨。

3.2. 异地分支机构市占率测算

从一家分支机构的成长周期入手, 分析出异地分支机构的成长规律, 根据个体的成长规律测算 2019 年新设立的分支机构对未来几年的贷款增量贡献。一家分支行会经历快速增长期到稳定成长期, 早期由于基数低及新市场的拓展, 贷款规模会迅速扩充, 实现快速增长, 后期增速趋于正常, 市占率会保持较为稳定的状态, 贷款规模增长与当地经济增长基本保持一致。经比较分析, 一家分支机构由成长期进入成熟期时间为 3 年左右, 进入成熟期的典型表现为市占率较为稳定。通过对已有数据进行整理, 成立第一年分支行的资产同比增速能达到 236.97% (加权平均), 第二年资产同比增速为 52.6%, 第三年资产增速趋于稳定为 7%。

表 8: 2016-2019 年常熟以外地区分支行总资产增速

总资产增速	2016	2017	2018	2019
东海支行	5%	4%	31%	31%
启东支行	27%	-3%	29%	20%
亭湖支行	-19%	4%	-16%	8%
阜宁支行	-9%	-13%	0%	4%
如东支行	30%	0%	5%	8%
射阳支行	14%	-10%	7%	4%
南通分行	131%	-19%	26%	-8%
盐城分行	33%	-3%	1%	28%
张家港支行	69%	33%	34%	24%
东台支行	31%	18%	5%	25%
无锡分行	4210%	49%	23%	6%

扬州分行	827%	6%	-14%
泰州分行	2233%	60%	12%
苏州分行		161%	48%
通州支行		67%	41%
镇江分行			77%
江阴支行			186%
江都支行			130%
靖江支行			719%
如皋支行			1010%

数据来源：东北证券

注：其中，桔色为分支行成立后首年总资产增速，蓝色为成立后次年总资产增速，灰色为成立 3 年后总资产增速

选取数据较为完整的无锡分行，分析常熟银行异地分支机构的成长周期。通过 2018 年和 2019 年分支机构总资产规模和贷款规模，计算得出分支机构 2019 年贷款占资产的比重为 97.75%，2018 年贷款占资产的比重为 97%。假设无锡分行贷款等于总资产*0.975。

无锡分行于 2015 年设立，2016 年起贷款增速及人均贷款增速均达到超高速发展，之后 2017-2019 年两者增速均收窄，市占率稳定在 0.30% 上下小幅波动。2008-2018 年，统计无锡地区的贷款、存款及地区 GDP 增速，存款与贷款增速吻合度较高，两者与地区 GDP 增速存在一定时滞效应，但均保持走向基本一致。

表 9：无锡分行生命周期（2015-2019）

	2015	2016	2017	2018	2019
总资产（亿元）	0.5	21.55	32.20	39.46	41.82
人均资产（百万元）	0.88	22.68	30.09	47.54	44.97
总资产增速（%）		4210.8	49.4	22.6	6.0
人均资产增速（%）		2485.9	32.7	58.0	-5.4
无锡市贷款（亿元）	9525.99	10517.75	11232.63	12102.76	13556.67
无锡市贷款增速（%）	5.5	10.4	6.8	7.8	12.0
市占率	0.005%	0.20%	0.28%	0.32%	0.30%

数据来源：东北证券，2015-2019 无锡国民经济运行情况简析，公司年报

测算异地分支行贷款市占率，数据显示进入成熟期的分支机构贷款在当地地区市占率比较稳定，但不同地区由于所在区金融机构数量、业务开展的差异，进入稳定期时市占率有所差异。可得数据的分支行比较中，无锡分行市占率均值最低，为 0.21%，东海支行市占率均值最高，为 9.5%。虽然各个区域市占率有差异，但是同区域，不同支行的市占率水平相当。

表 10：异地分支机构市占率测算

地区	分支机构	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
苏州（不含常熟）	苏州分行（2017）			0.07%	0.17%
	张家港支行	0.38%	0.58%	0.71%	0.88%
	昆山支行（2019）				
	太仓支行（2019）				
无锡	无锡分行	0.01%	0.20%	0.28%	0.32%
	江阴支行（2018）				0.14%
	宜兴支行（2019）				
	惠山支行（2019）				
镇江	镇江分行（2018）				0.14%
南通	南通分行		0.33%	0.23%	0.26%
	海门支行	2.57%	2.52%	2.06%	2.03%
	海安支行（2019）				
	如东支行	2.40%	2.64%	2.30%	1.97%
	启东支行	1.17%	1.36%	1.13%	1.27%
	通州支行（2017）			0.06%	0.09%
	如皋支行（2018）				0.06%
盐城	盐城分行	0.39%	0.42%	0.35%	0.31%
	亭湖支行	0.38%	0.25%	0.23%	0.17%
	阜宁支行	4.73%	3.81%	3.20%	2.87%
	大丰支行（2019）				
	射阳支行	5.20%	4.86%	3.88%	3.59%
	东台支行	1.92%	2.22%	2.23%	2.13%
扬州	扬州分行	0.00%	0.01%	0.11%	0.10%
	邗江支行	0.36%	0.42%	0.39%	0.40%
	江都支行（2018）				0.34%
	仪征支行（2019）				
泰州	泰州分行		0.01%	0.16%	0.23%
	靖江支行（2018）				0.08%
	泰兴支行（2019）				
	兴化支行（2019）				
连云港	东海支行	10.40%	9.21%	8.08%	9.34%
淮安	金湖支行	8.88%	8.13%	6.66%	6.45%
宿迁	泗洪支行	4.63%	3.98%	3.17%	2.89%

数据来源：东北证券，Wind

注：①各异地机构贷款采用年报披露的总资产*0.975。②部分市属区未披露当地贷款总额，按照当市的贷款余额进行市占率测算。③因 2019 年各县域贷款总额未披露，故市占率只计算至 2018 年

3.3. 异地分支机构贷款增长空间测算

假设新设机构成立后，第一年贷款增速为 236.97%，第二年贷款增速为 52.6%，第三年贷款增速为 7%。基于上述假设，测算 2019 年新设的 9 家分支机构，2020 年

贷款余额为 86 亿，新增贷款是 61 亿。2021 年贷款余额为 132 亿，新增贷款为 45 亿，2022 年贷款余额为 141 亿，新增贷款为 9 亿。2018 年新设的 5 家分支机构，2020 年贷款余额为 61 亿，新增贷款为 21 亿。2021 年贷款余额为 65 亿，新增贷款为 4 亿。2022 年贷款余额为 70 亿，新增贷款为 5 亿。2018 年之前新设的 17 家分支机构，2020 年贷款余额为 346 亿，新增贷款为 23 亿。2021 年贷款余额为 371 亿，新增贷款为 24 亿，2022 年贷款余额为 396 亿，新增贷款为 26 亿。

经过测算，31 家异地分支机构，2020 年贡献新增贷款 104 亿，2021 年贡献新增贷款 74 亿，2022 年贡献新增贷款 40 亿。

表 11：2019 年成立分支机构新增贷款测算（单位：百万元）

2019 年 成立	2019 年 总资产	2019 年 贷款	2020 年 贷款余额	2020 年 新增贷款	2021 年 贷款余额	2021 年 新增贷款	2022 年 贷款余额	2022 年 新增贷款
昆山支行	799.00	779.02	2,625.06	1,846.04	4,005.85	1,380.78	4,286.26	280.41
太仓支行	616.30	600.89	2,024.83	1,423.93	3,089.89	1,065.06	3,306.18	216.29
宜兴支行	179.61	175.12	590.11	414.99	900.51	310.40	963.55	63.04
海安支行	800.23	780.23	2,629.13	1,848.90	4,012.05	1,382.92	4,292.90	280.84
大丰支行	3.59	3.50	11.81	8.30	18.02	6.21	19.28	1.26
仪征支行	143.84	140.25	472.59	332.34	721.17	248.58	771.65	50.48
兴化支行	26.14	25.49	85.90	60.40	131.08	45.18	140.25	9.18
泰兴支行	8.66	8.44	28.44	20.00	43.39	14.96	46.43	3.04
惠山支行	47.27	46.09	155.29	109.21	236.98	81.68	253.57	16.59
汇总	2,624.64	2,559.03	8,623.16	6,064.13	13,158.94	4,535.78	14,080.06	921.13

数据来源：东北证券，Wind

注：假设 2020 年贷款增速为 236.97%，2021 年贷款增速为 52.6%，2022 年贷款增速为 7%

表 12：2018 年成立分支机构新增贷款测算（单位：百万元）

2018 年 成立	2019 年 总资产	2019 年 贷款	2020 年 贷款余额	2020 年 新增贷款	2021 年 贷款余额	2021 年 新增贷款	2022 年 贷款余额	2022 年 新增贷款
昆山支行	1,154.65	1,125.78	1,717.94	592.16	1,838.19	120.26	1,966.87	128.67
太仓支行	1,230.55	1,199.79	1,830.88	631.09	1,959.04	128.16	2,096.17	137.13
宜兴支行	536.57	523.16	798.34	275.18	854.22	55.88	914.02	59.80
海安支行	587.16	572.48	873.61	301.13	934.76	61.15	1,000.19	65.43
大丰支行	579.89	565.39	862.78	297.39	923.18	60.39	987.80	64.62
汇总	4,088.81	3,986.59	6,083.54	2,096.95	6,509.39	425.85	6,965.05	455.66

数据来源：东北证券，Wind

注：假设 2020 年贷款增速为 52.6%，2021 年贷款增速为 7%，2022 年贷款增速为 7%

表 13：2018 年前成立分支机构新增贷款测算（单位：百万元）

2018 年前 成立	2019 年 总资产	2019 年 贷款	2020 年 贷款余额	2020 年 新增贷款	2021 年 贷款余额	2021 年 新增贷款	2022 年 贷款余额	2022 年 新增贷款
17 家分支机构	33,193.23	32,363.40	34,628.84	2,265.44	37,052.86	2,424.02	39,646.56	2,593.70

数据来源：东北证券，Wind

注：假设 2020 年-2022 年贷款增速均为 7%

表 14：2018 年成立分支机构新增贷款测算（单位：百万元）

所有分支 机构	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	总资产	贷款	贷款余额	新增贷款	贷款余额	新增贷款	贷款余额	新增贷款
19 年设立	2624.64	2559.03	8623.16	6064.13	13158.94	4535.78	14080.06	921.13
18 年设立	4088.81	3986.59	6083.54	2096.95	6509.39	425.85	6965.05	455.66
18 年前设立	33193.23	32363.40	34628.84	2265.44	37052.86	2424.02	39646.56	2593.70
汇总	39906.69	38909.02	49335.54	10426.51	56721.18	7385.65	60691.67	3970.48

数据来源：东北证券，Wind

4. 村镇银行的布局与发展

4.1. 村镇银行相关政策梳理

村镇银行成为农商行跨区经营的重要方式。政策方面，银保监会允许已投资一定数量村镇银行且所设村镇银行经营管理服务良好的商业银行设立投资管理行。目前村镇银行的管理模式有组投资管理型村镇银行模式与“多县一行”制村镇银行模式。“多县一行”模式指的是在多个邻近县中选择一个县设立村镇银行总部，在邻近县设立支行。银监会限制银行开设异地分支机构，鼓励农商行回归本业，专注于本土业务。对于农商行开设村镇银行，有诸多要求，但整体还是持积极态度，村镇银行后续或成为农商行跨区经营的重要方式。

表 15：村镇银行相关政策（2015-2019）

时间	出台单位	政策	主要内容
2015	银监会	《中国银监会办公厅关于做好 2015 年农村金融服务工作的通知》	允许评级良好、管控能力强的城商行和农商行到西部地区发起设立村镇银行，重点布局老少边穷地区、农业主产区和小微企业聚集地区，不断提升村镇银行在农村的覆盖面。
2015	银监会	《中国银监会关于进一步促进村镇银行健康发展的指导意见》	城商行和农商行原则上在省内发起设立村镇银行，鼓励符合条件且资产规模大、资本实力强、具有并表管理能力的城商行和农商行在西部地区集中发起设立村镇银行，支持对口援建省（市）的城市商业银行和农村商业银行在新疆、西藏、四川等援建地发起设立村镇银行；支持开业半年以上、主要监管指标符合要求的村镇银行向下延伸分支机构，不断拓展服务网络。鼓励主发起行成立专门的村镇银行管理部门或者独立事业部，负责对村镇银行的投资管理和运营服务。支持设立村镇银行达到一定数量的主发起行，研究探索对村镇银行实施有效股权管理、风险管理和中后台运营服务的模式。
2016	银监会	《关于做好 2016 年农村金融服务工作的通知》	支持优质农村商业银行在所在地市范围内以及经济欠发达地区的县域设立分支机构；允许已投资一定数量村镇银行且所设村镇银行经营管理服务良好的商业银行，选择一家条件成熟的村镇银行作为投资管理行，提升批量化组建、集约化经营和专业化服务水平。
2018	银监会	《关于做好 2018 年银行业三农和扶贫金融工作指导意见》	完善村镇银行准入政策，开展投资管理型村镇银行和“多县一行”制村镇银行试点。扩大村镇银行县市覆盖面，鼓励和优先支持在深度贫困地区设立“多县

		融服务工作的通知》	一行”制村镇银行，提高村镇银行在深度贫困地区覆盖面。
2018	银保监会	《银保监会关于规范银行业金融机构异地非持牌机构的指导意见》	除经国务院银行业监督管理机构批准外，银行业金融机构原则上不得设立异地管理总部； 银行业金融机构应当根据本行发展战略和内控管理水平，审慎设立异地非经营性机构，并合理确定机构数量。银行业金融机构不得在境内无分支机构的地区设立非经营性机构，不得在异地集中设立多个非经营性机构；发起设立专司村镇银行管理和服务的除外。
2019	银保监会	《关于做好2019年银行业保险业服务乡村振兴和助力脱贫攻坚工作的通知》	农村中小银行机构要保持县域法人金融机构地位和数量总体稳定，将新增可贷资金主要用于当地，将存贷比和县域贷款在资产中的占比保持在合理水平； 整体研究推进省联社改革，规范省联社履职。稳妥组建投资管理型村镇银行和“多县一行”制村镇银行。
2019	银监会	《中国银行业监督管理委员会关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策更好支持社会主义新农村建设的若干意见》	鼓励各类资本到农村地区新设主要为当地农户提供金融服务的村镇银行； 支持各类资本参股、收购、重组现有农村地区银行业金融机构，也可将管理相对规范、业务量较大的信用代办站改造为银行业金融机构； 支持专业经验丰富、经营业绩良好、内控管理能力强的商业银行和农村合作银行到农村地区设立分支机构，鼓励现有的农村合作金融机构在本机构所在地辖内的乡（镇）和行政村增设分支机构。
2019	银保监会	《中国银保监会农村中小银行机构行政许可事项实施办法》	投资管理型村镇银行注册资本最低限额为10亿元人民币；“多县一行”制村镇银行注册资本最低限额为1亿元人民币

数据来源：银保监会官网，东北证券

4.2. 30家村镇银行+1家投资管理型村镇银行现状

成立首家投资管理行，集约化发展。常熟银行目前有30家村镇银行，21家在省外，区域集中在湖北、河南、云南和江苏4个省，江苏9家，河南6家，湖北9家，云南10家。2019年7月18日兴福村镇银行成立，为全国首家获批建立的投资管理型村镇银行，控股30家村镇银行，村镇银行均为独立的法人主体，管理行模式资源集约化，会有更大的精力发展村镇银行。

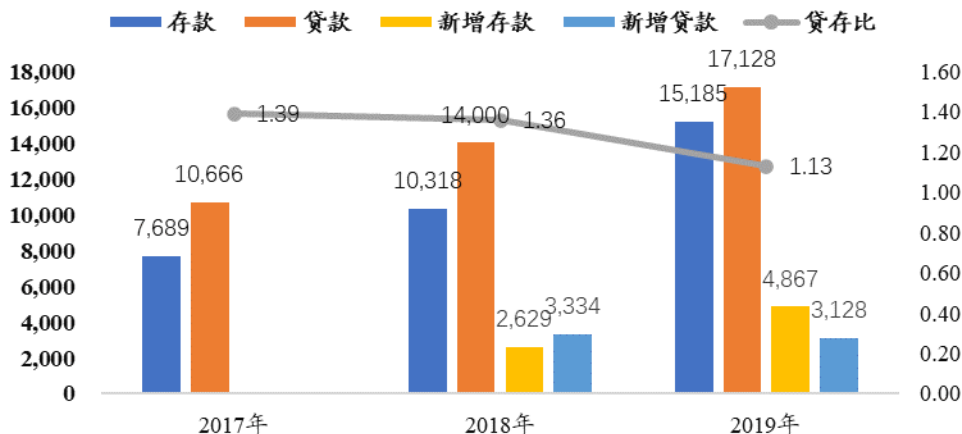
图 14: 30 家村镇银行成立时间与持股比例

单位: 千元 币种: 人民币					
序号	省份	被投资单位	成立时间	注册资本	持股比例 (%)
1	湖北省	恩施兴福村镇银行股份有限公司	2010 年 12 月	173,680	46.54
2		当阳兴福村镇银行股份有限公司	2013 年 8 月	40,000	52.00
3		秭归兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 9 月	34,200	71.93
4		长阳兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 8 月	31,950	72.30
5		宜昌夷陵兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 12 月	30,700	83.06
6	江苏省	常州金坛兴福村镇银行有限责任公司	2008 年 12 月	92,900	44.58
7		淮安清河兴福村镇银行股份有限公司	2013 年 11 月	30,900	63.11
8		淮安淮阴兴福村镇银行有限责任公司	2013 年 12 月	31,000	52.26
9		盐城滨海兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 8 月	31,500	61.90
10		扬州高邮兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 9 月	31,400	71.66
11		宿迁宿城兴福村镇银行有限责任公司	2015 年 1 月	32,200	67.08
12		泰州高港兴福村镇银行有限责任公司	2015 年 3 月	31,750	69.92
13		无锡滨湖兴福村镇银行有限责任公司	2015 年 4 月	100,000	61.00
14		淮安清河兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 1 月	30,000	52.00
15	河南省	汤阴兴福村镇银行股份有限公司	2013 年 5 月	50,000	54.40
16		宜阳兴福村镇银行股份有限公司	2013 年 5 月	40,000	49.00
17		嵩县兴福村镇银行有限责任公司	2013 年 10 月	30,000	51.00
18		洛宁兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 12 月	30,000	69.00
19		内黄兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 12 月	30,000	83.00
20		汝阳兴福村镇银行有限责任公司	2015 年 1 月	30,000	74.00
21	云南省	昆明盘龙兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 6 月	50,000	48.60
22		曲靖沾益兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 6 月	30,000	51.83
23		陆良兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 6 月	30,000	51.83
24		师宗兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 6 月	30,000	55.27
25		罗平兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 6 月	30,000	48.83
26		江川兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 5 月	30,000	42.33
27		易门兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 5 月	30,000	48.33
28		南华兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 6 月	30,000	78.00
29		元谋兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 6 月	30,000	38.83
30		武定兴福村镇银行有限责任公司	2016 年 6 月	30,000	66.33

数据来源: 东北证券, 公司公告

村镇银行存贷比逐步平衡, 内生发展能力不断增强。村镇银行成熟期一般在 3 年左右, 常熟银行于 2015-2016 年设立大量新的村镇银行, 以前设立的村镇银行进入成熟期, 存款保持高速增长。2019 年村镇银行新增存款/贷款分别为 48.67 亿元、31.28 亿元, 新增存款已能满足新增贷款投放, 村镇银行由贷款为主过渡到存贷款并重发展的程度阶段。

图 15: 村镇银行存款、贷款已经实现内生增长



数据来源: 东北证券, 公司公告

4.3. 村镇银行未来展望

集约化管理，未来成本收入比不断下降。2019 年，公司发起设立全国首家投资管理型村镇银行，对湖北、江苏、河南、云南四省 30 家村镇银行进行集约化管理。集约化管理能够最大程度整合资源，降低成本，实现效益最大化。2019 年兴福村镇银行成本收入比为 66.6%，由于 2019 年设置投资管理行需要额外投入管理费用，成本收入比有所提升。但随着未来资源集约式管理的推进，即使常熟银行在全国范围内布局村镇银行的节奏加快，在规模效应下，未来成本收入比将有进一步下降的空间。

总部位于海口，区域位置好。2020 年 6 月，按照中央部署，将海南全岛建设成自由贸易试验区和自由贸易港。未来，海南将是中国新时代全面深化改革的新标杆，海南将迎来巨大发展机遇。将投资管理行总部设立在海南，能够享受海南经济高速发展的红利。

提振全行 ROE 水平。2019 年，兴福村镇银行 ROE 高于全行（14.06%>12%），村镇银行属于高盈利高成本的金融机构，ROE 比较高。随着村镇银行经营步入正轨，能够提振全行的 ROE 水平。

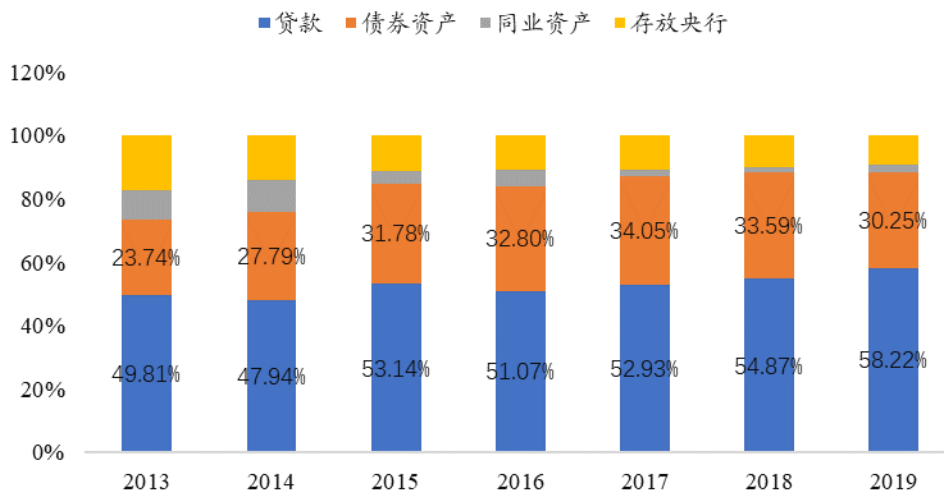
农村金融市场空间广阔，加速布局为常熟银行带来新的盈利增长点。中西部地区金融服务不足，部分地区没有农商行，以信用社为主。随着城市化和工业化，旅游产业化发展，未来中西部地区在国家战略发展下能够实现较快增长。常熟银行拥有成熟的开设村镇银行经验，能够选择好的区域开辟市场，打开常熟银行异地扩张空间。

5. 资产负债结构不断优化，净息差有韧性

5.1. 加大贷款配置，压降同业

加大贷款投放力度，压低同业规模。随着政策对于农商行金融市场业务监管趋严化，常熟银行资产负债表结构中同业资产占比持续走低，同业资产占比从 2013 年的 9.38%降低到 2019 年的 2.17%，贷款占比较 2013 年提高 8.4%至 58.22%。

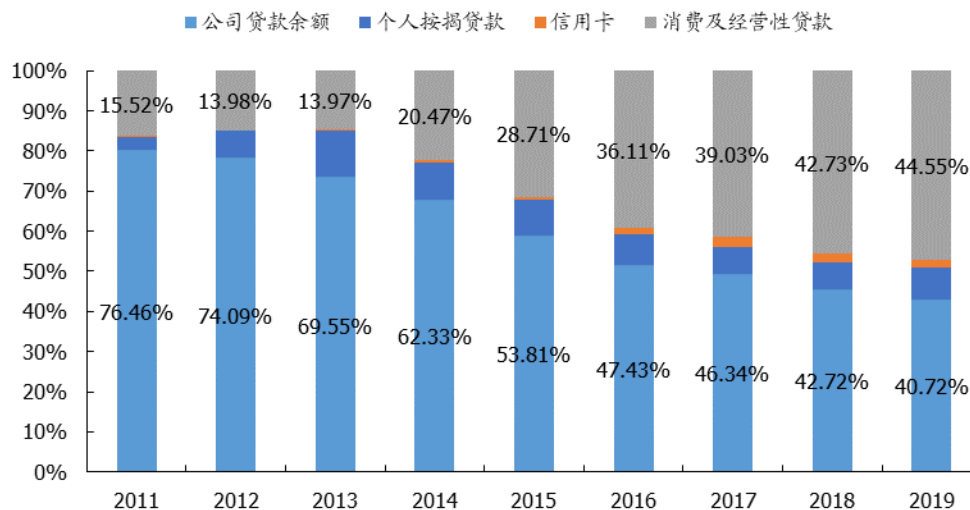
图 16: 资产结构: 加大贷款投放, 压低同业和债券



数据来源: 东北证券, Wind

贷款配置方面, 个人经营贷占比不断提高, 有助于抬高贷款整体收益率稳定净息差。2011-2019 年, 常熟银行不断调整贷款结构, 压降对公贷款, 对公贷款比例从 2011 年 76.46% 下降 35.74% 至 40.72%。小微贷款投放, 消费及经营贷款占比提升 29.03% 至 44.55%, 已经超过公司贷款占比。常熟银行资产结构实现了从以对公贷款为主调整成对公和零售平衡的结构, 投放占比最高的贷款类型从对公制造业贷款替代成收益率更高的个人经营性贷款。收益率更高的零售贷款和个人经营性贷款带动贷款收益率乃至资产收益率提升, 进而稳定净息差。

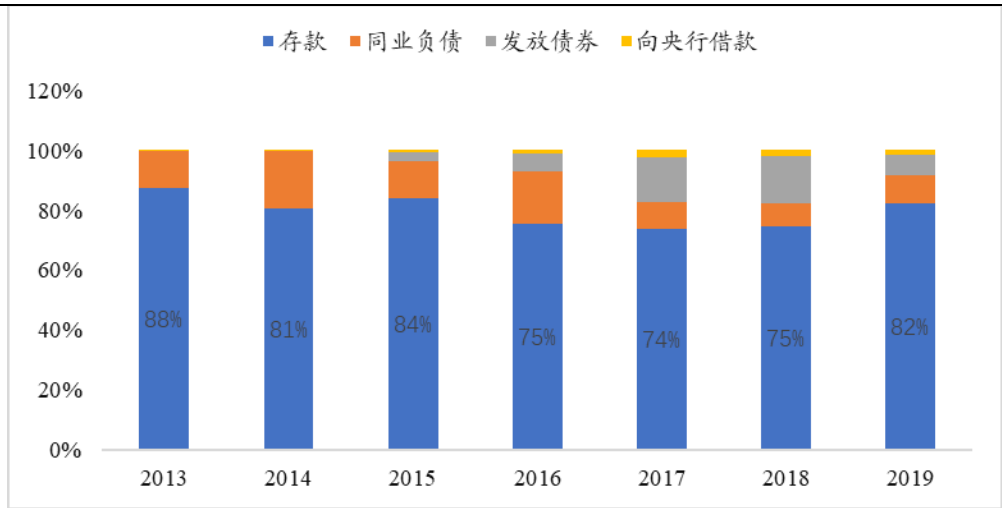
图 17: 消费经营贷占比不断提升



数据来源: 东北证券, Wind

负债结构方面, 存款为其主要资金来源, 极大降低整体负债成本。除 2016-2018 这三年存款增长压力比较大外, 其他年份存款占计息负债的比例均在 80% 以上, 处于高位水平。

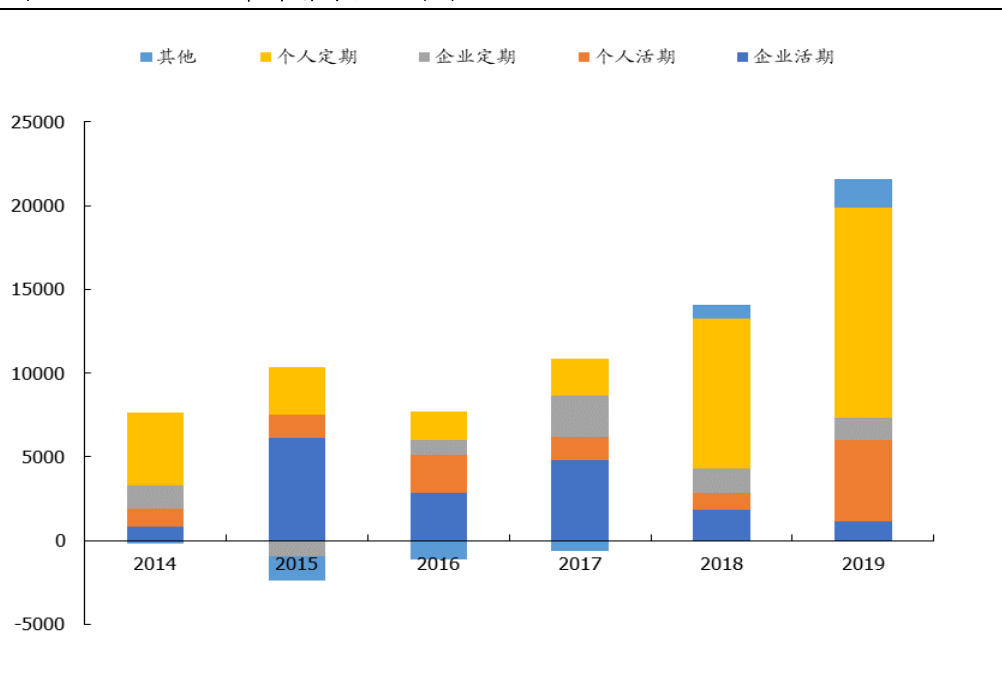
图 18: 存款比例维持较高的水平



数据来源：东北证券，Wind

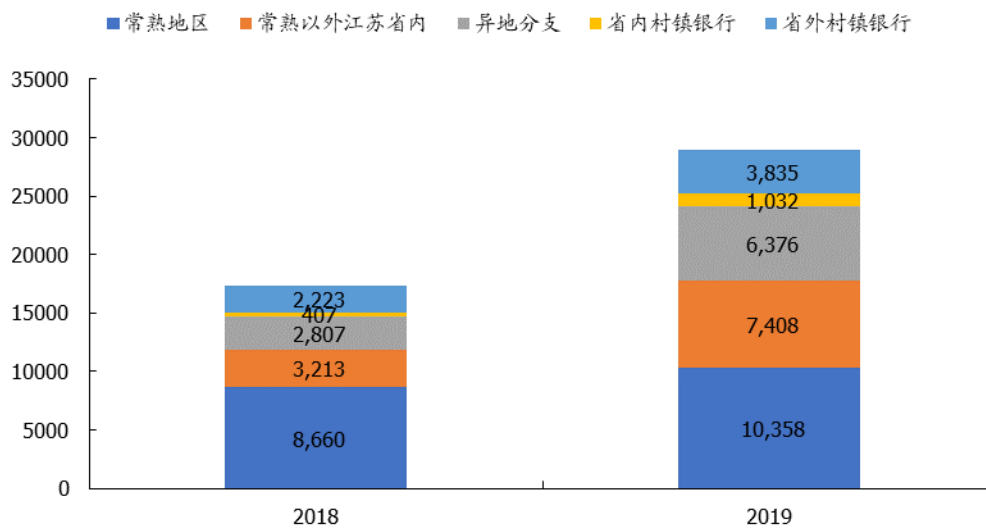
存款结构方面，有赖于异地业务及小微业务的不断发展，个人存款的体量与占比不断提升。个人存款占比从2013年的52.33%提升6.78pc至2019年的59.11%，活期存款占比从2013年的31.59%提升6.02pc至2019年的37.61%。从2019年数据来看，常熟地区新增存款已不足全行一半，个人存款新增较多，常熟银行异地分支机构和村镇银行扩张，为常熟银行贡献了较多的优质存款。企业活期占比有所下降，或与国有大行抢占市场有关。

图 19: 2014-2019 年新增存款结构图



数据来源：东北证券，Wind

图 20: 2014-2019 年新增存款结构图

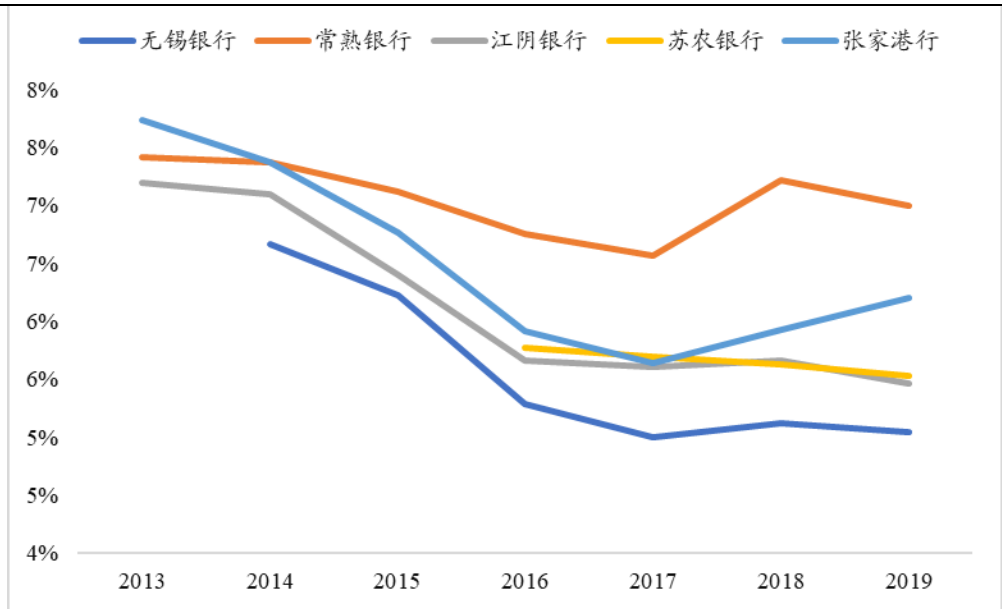


数据来源: 东北证券, Wind

5.2. “高收益” + “低不良” 带来充足收益空间

高贷款收益率与良好控制的不良率给予常熟银行充足的收益空间。未来受普惠政策叠加疫情影响, 资产收益率将合理降低。贷款结构向小微贷款倾斜的常熟银行, 在贷款收益率方面具有明显优势, 居上市农商行首位。

图 21: 常熟银行贷款收益率位居同业前列

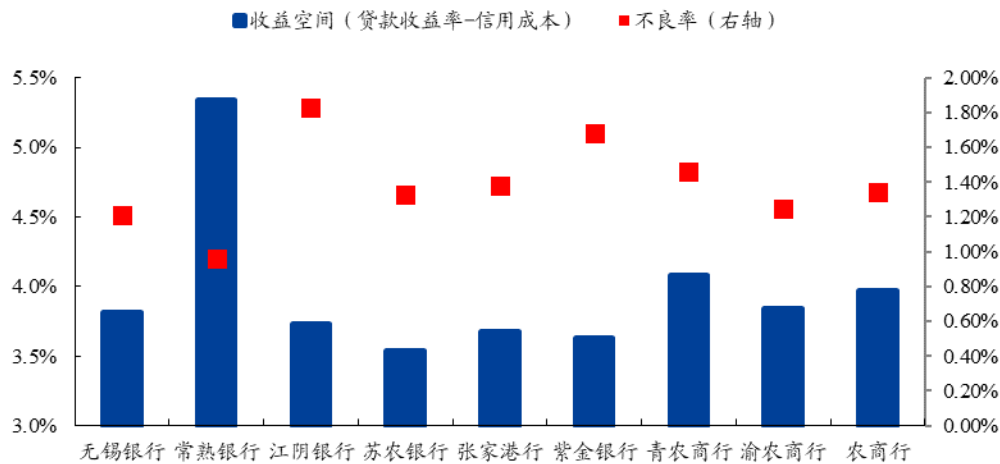


数据来源: 东北证券, Wind

高贷款收益率与良好控制的不良率给予常熟银行充足的收益空间。我们以贷款收益率与信用成本差值衡量农商行的收益空间, 8 家上市农商行中, 常熟银行的收益空间高达 5.34%, 位列上市农商行首位。常熟银行严格控制了不良贷款的演变, 2019 年不良率低于 1%, 优于同业, 在上市农商行中占据优势地位。

利率下行期，资产端价格有所回落，符合监管对银行业的定价基调，后续常熟银行还会提升小微贷款占比，小微贷款收益率在各项贷款中具有明显优势，常熟银行具有强大的抗息差收窄能力。

图 22：常熟银行贷款收益空间与不良率关系



数据来源：东北证券，Wind

5.3. 公司业务小微化，精耕细作

公司业务向小微业务学习，把业务做小做散。在团队设置上，公司小微化业务有两股力量：

一是公司银行总部成立了小微企业的专营团队：该团队主要任务是 1000 万元以下 300 万元以上的企业类贷款，将原有贷款精细化。目前的成员从 2019 年 8 月份开始组建，目前已经有 50 余人，2020 年底，有望实现人员的一倍扩充。小企业团队的成立将提升未来常熟行整体小微贷的占比。

二是分支行机构。目前对于所有异地支行机构的贷款政策是对单家企业投放贷款不能超过 1000 万，分支机构实际上成为了对公小微业务的团队。这两股力量业务方向相似，会在公司内部形成一定的良性竞争机制，促进公司小微业务发展。

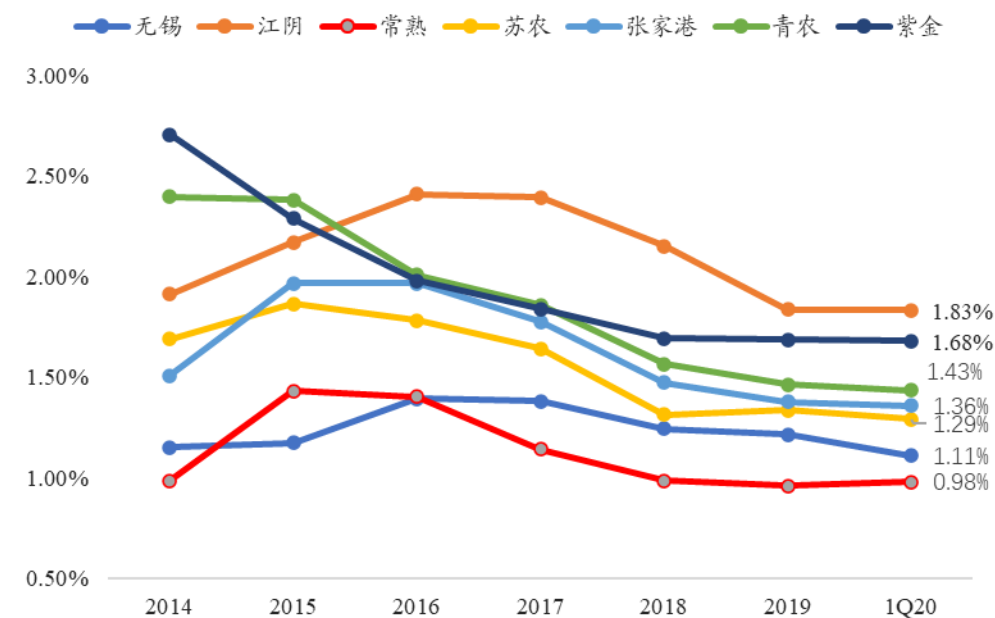
6. 资产质量优异，拨备具有反哺利润能力

6.1. 资产质量优异，不良认定标准严格

常熟银行资产质量安全性较高，有较好的抗风险能力。常熟银行存量风险与潜在风险较低，不良认定严格，各项指标优于同业；风险补偿能力出色，拨备覆盖率高。自 2016 年起，常熟银行不良贷款率位居上市农商行最低，资产质量优异。2019 年常熟银行逾期率为 1.25%，2015-2016 年因异地分支机构、村镇银行扩张稍有波动，最近三年维持一直维持较低水平。

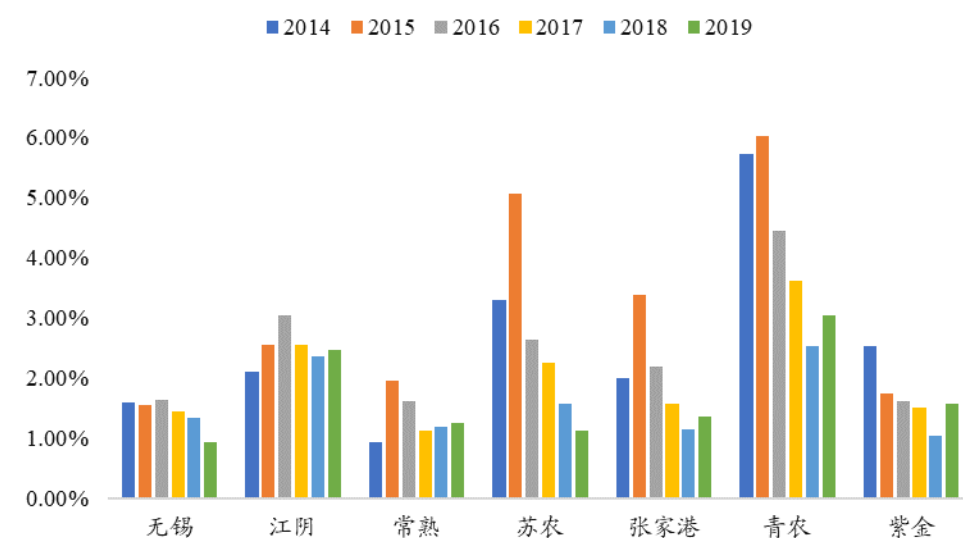
不良认定严格。常熟银行逾期/不良、逾期 90/不良占比分别为 130%、62%，目前母行逾期 60 天以上贷款基本纳入不良，母行外 60 天以上逾期贷款约有 1 亿尚未纳入不良，未纳入不良的逾期贷款体量较小，整体上不良认定标准严格。

图 23：自 2016 年起，常熟银行不良贷款率位列上市农商行最低



数据来源：东北证券，Wind

图 24：常熟银行逾期率较低，15-16 年因收购村镇银行有所波动



数据来源：东北证券，Wind

6.2. 拨备覆盖率充足，未来具备反哺利润空间

拨备覆盖率充足，未来具有反哺利润空间。2019 年拨备覆盖率达 481.42%，在可比同同业中排名第一，高于农商行整体水平 187.71%，高于上市银行整体水平 259.15%，拨备十分充足。受新冠病毒疫情影响，行业资产质量风险暴露压力加大，公司过去审慎的拨备计提政策有利于缓释疫情冲击，保持业绩稳健。

7. ROE 拆分与展望：拨备正贡献，成本收入比有压降空间

拨备充足，对 ROE 存正贡献。拆分常熟银行 ROE 结构，存在正贡献的主要是资产减值损失。常熟银行当前拨备覆盖率 462%，存粮充足，能够支撑经济下行所带来的资产质量波动，保证经营稳定。

高净息差带动净利息收入同业领先。将常熟银行与同业 ROE 比较，常熟银行 ROE 处于同业领先地位，有优势的地方在于净利息收入，主要是由净息差贡献。常熟银行 2019 年净息差为 3.41%，高于农商行平均水平 2.70%，这离不开常熟银行小微业务的耕耘。

成本收入比有压降空间。常熟银行一季度成本收入比为 40.16%，今年一季度成本收入比提高的主要原因是加快了区域化经营，开设异地分支机构人员和费用增加较多，科技投入也较多。这是短期行为。未来，成本收入比将不断下降，一方面做大分母，提高收入水平，另一方面，也要控制支出。预计未来或稳定在 35% 左右。

表 16：常熟银行 ROE 拆分：拨备正贡献

	2016	2017	2018	2019	变化
净利息收入	3.37%	3.14%	3.26%	3.24%	↓
利息收入	5.40%	5.34%	5.52%	5.33%	↓
利息支出	-2.04%	-2.20%	-2.26%	-2.10%	↑
净非利息收入	0.39%	0.49%	0.46%	0.43%	↓
净手续费收入	0.25%	0.31%	0.23%	0.18%	↓
净其他非息收入	0.14%	0.18%	0.23%	0.24%	↑
营业收入	3.75%	3.62%	3.73%	3.67%	↓
税金及附加	-0.06%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	不变
业务及管理费	-1.40%	-1.35%	-1.36%	-1.40%	↓
营业费用及营业税	-1.46%	-1.38%	-1.39%	-1.43%	↓
营业外净收入	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	不变
拨备前利润	2.31%	2.26%	2.34%	2.24%	↓
资产减值损失	-1.21%	-1.05%	-1.07%	-0.95%	↑
税前利润	1.10%	1.21%	1.27%	1.29%	↑
所得税	-0.22%	-0.25%	-0.25%	-0.21%	↑
ROAA	0.87%	0.95%	1.00%	1.08%	↑
平均权益乘数	12.65	12.80	12.68	11.18	↓
ROAE	11.00%	12.16%	12.68%	12.07%	↓

数据来源：东北证券，公司公告

表 17: 常熟银行及可比同业 ROE 拆分: 净其他非息收入、业务及管理费有提升空间

	常熟银行	无锡银行	张家港行	江阴银行	苏农银行
净利息收入	3.24%	1.86%	2.69%	2.05%	2.42%
利息收入	5.33%	4.17%	3.65%	4.12%	4.17%
利息支出	-2.10%	-2.31%	-1.56%	-2.07%	-1.75%
净非利息收入	0.43%	0.38%	0.57%	0.77%	0.49%
净手续费收入	0.18%	0.07%	0.01%	0.08%	0.11%
净其他非息收入	0.24%	0.30%	0.56%	0.69%	0.38%
营业收入	3.67%	2.24%	3.26%	2.82%	2.90%
税金及附加	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
业务及管理费	-1.40%	-0.66%	-1.01%	-0.89%	-1.00%
营业费用及营业税	-1.43%	-0.68%	-1.04%	-0.92%	-1.03%
营业外净收入	0.00%	-0.01%	0.00%	-0.02%	0.00%
拨备前利润	2.24%	1.55%	2.22%	1.88%	1.87%
资产减值损失	-0.95%	-0.63%	-1.40%	-0.95%	-1.05%
税前利润	1.29%	0.92%	0.82%	0.93%	0.83%
所得税	-0.21%	-0.13%	-0.02%	-0.08%	-0.07%
ROAA	1.08%	0.78%	0.77%	0.84%	0.75%
平均权益乘数	11.18	13.96	11.40	10.71	10.43
ROAE	12.07%	10.89%	8.78%	9.00%	7.82%

数据来源: 东北证券, 公司公告

8. 盈利预测与估值分析

模型关键假设: 2020-2022 年常熟银行贷款增速分别为 19.5%、16.5%、15.5%，生息资产增速分别为 13.83%、12.39%、12.01%。2020-2022 年存款增速分别为 17.10%、16.80%、16.50%，存款成本分别为 2.20%、2.21%、2.22%。净息差分别为 3.36%、3.30%、3.30%。手续费及佣金收入增速分别为 20%、30%、30%。成本收入比分别为 38%、37%、35%，因信贷投放积极，此假设比 2019 年报点评时更为积极乐观。

预计常熟银行 2020-2022 年营业收入增速为 13.74%、14.84%、14.09%，归母净利润增速分别为 18.35%、17.22%、20.68%。EPS 分别为 0.82 元、0.96 元、1.16 元，BVPS 分别为 7.43 元、8.46 元、9.50 元。常熟银行未来三年能够维持高营收和利润增速，其估值在 1.3-1.5 倍 PB 较为合理，合理价格为 9.66 元-11.15 元，较当前 30%-50% 上涨空间，给与“买入”评级。

9. 风险提示

经济下行，银行资产质量大幅下行
 异地扩张和村镇银行政策发生变化

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要指标(百万, %)	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及存放央行款项	17,542	18,419	19,155	19,730	业绩增长				
存放同业和其它金融					利息净收入增速	11.59	12.18	14.34	12.73
机构款项	1,201	1,321	1,453	1,598	非息收入增速	4.20	25.70	30.00	30.00
拆出资金	1,651	1,321	1,189	1,129	拨备前利润增速	7.67	14.53	18.25	18.91
发放贷款及垫款	105,216	125,400	147,989	171,092	归母净利润增速	20.14	18.59	20.15	22.56
交易性金融资产	7,256	7,982	8,780	9,658	盈利能力				
债权投资	27,842	28,398	28,682	28,396	ROE	11.52	11.99	12.66	12.07
其他债权投资	18,643	20,508	21,533	22,179	ROA	1.08	1.00	1.05	1.10
其他权益工具投资	938	910	892	883	生息资产	180,820	202,116	232,177	260,040
长期股权投资	307	353	406	467	生息资产占比	97.83	97.80	97.70	97.70
其他资产	3,168	1,634	1,108	1,145	计息负债	165,094	185,813	207,054	229,830
资产总计	184,839	209,730	237,643	266,162	计息负债占比	98.89	98.50	98.00	98.00
同业和其它金融机构					生息资产收益率	5.61	5.50	5.45	5.45
存放款项	1,463	1,536	1,613	1,693	计息负债成本率	2.39	2.25	2.25	2.25
向央行借款	2,390	2,509	2,635	2,767	净利差	3.22	3.25	3.20	3.20
拆入资金	1,499	1,049	787	590	净息差	3.41	3.36	3.30	3.30
卖出回购金融资产款	10,230	9,821	9,526	9,336	利息净收入占比	88.29	87.06	85.34	83.30
吸收存款	138,079	161,552	185,785	211,795	手续费收入占比	5.02	5.31	6.01	6.85
应付债券	11,433	8,003	5,602	3,922	成本收入比	38.24	38.00	37.00	35.00
其他负债	1,825	4,149	5,309	4,395	资本状况				
负债合计	166,940	193,127	218,684	244,998	资本充足率	15.10	15.00	14.80	14.80
归母股东权益合计	16,925	21,601	24,746	27,685	一级资本充足率	12.49	13.00	13.50	13.50
少数股东权益	974	1,120	1,288	1,481	核心一级资本充足	12.44	12.50	13.00	13.00
负债和股东权益总计	184,839	209,730	237,643	266,162	股息率	2.91	3.53	4.15	5.00
					资产质量				
					不良贷款余额	1,057	1,215	1,398	1,607
					不良贷款率	0.96	0.99	0.97	0.95
					拨备覆盖率	481.3	460	460	460
					拨贷比	4.63	5.00	5.41	5.41
					流动性				
					存贷款比率	125.43	132.93	139.58	138.36
					贷款/总资产	59.56	62.64	65.18	67.22
					每股指标				
					EPS (元)	0.69	0.82	0.96	1.16
					BVPS (元)	6.18	7.43	8.46	9.50
					每股股利 (元)	0.20	0.26	0.30	0.37
					估值指标				
					P/E (倍)	10.56	8.91	7.60	6.30
					P/B (倍)	1.18	0.99	0.87	0.77
					分红比例	30.71	31.50	31.50	31.50

资料来源：东北证券

分析师简介:

刘辰涵: 南开大学财政学专业本科、硕士毕业, 现任东北证券固定收益组组长。曾任职于华创证券资产管理部, 2015年以来具有5年证券研究从业经历。Wind金融分析师2018年第5名(团队成员), Wind金牌分析师2019年第4名。

陈玉卢, 南开大学企业管理硕士, 南开大学工商管理本科, 现任东北证券银行组研究助理, 2016年开始从事银行研究, 2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn