

# 以格莱珉银行为标杆，打造中国版“小微”信贷工厂

——常熟银行首次覆盖

公司深度

● **常熟银行：深耕小微及村镇，打造核心竞争力：**常熟银行定位清晰，打造支农主力银行。公司践行“普惠金融、责任银行”使命，坚持支农支小市场定位，围绕服务实体经济、民营小微企业和乡村振兴领域，坚持走差异化、特色化发展道路。公司超六成的信贷资金用于支持小微企业，超七成投向涉农领域，近八成服务于实体经济。深化零售转型，精耕小微客户群体，未来常熟银行的利润及业务优势可期。

● **业务模式：以格莱珉银行为标杆，区域优势显著，经营体系新颖：**

公司建立完善微贷扩张体系，IPC和信贷工厂组成“微贷业务模式”，助力服务客户新模式，依附交通银行等国有法人，控股多家村镇子公司，并购镇江农商行，成为区域银行重组标杆，通过并购和参股中小银行，公司规模效应进一步扩大，公司微贷业务显著受益。

● **负债端：得益于存款高占比，计息负债成本持续走低。**公司计息负债结构中，仍以吸收存款为主，2019年末占比高达84.49%，较上年增长7.21%。计息负债成本率持续走低，截至2019年底，常熟银行的计息负债成本率为2.39%，较上年末降低8BP，在上市的区域性银行中处于低位。

● **资产端：规模扩张明显，收益率居行业首位。**得益于着力小微贷款，扎根村镇和异地扩张等公司策略，近年来公司稳步扩大生息资产规模，2019年底达1801亿元，同比增长19.81%。反映在生息资产收益率上，这一指标在上市银行中遥遥领先，2019年为5.61%，领先居第二位的苏州银行70BP。

● **不良贷款率逐年回落，拨备覆盖率提升。**2020年一季度常熟银行核心一级资本充足率达到12.04%，资本充足率达15.1%，均已超过监管标准，居同业前列。2019年底公司拨备覆盖率为481.28%，较2018年末提升36个百分点，居区域性银行前列，仅次于宁波银行，未来存在通过降低拨备回吐利润的潜在空间。

● **盈利预测、估值与评级：**受疫情影响，“资产荒”、“息差收窄”和“风险暴露”是我国银行业的三重挑战，作为农商行的领跑者，常熟银行零售业务可能会受整体宏观经济的影响，敏感性较高。综合DDM绝对估值和相对估值方法，常熟银行的目标价为9-10.5元，对应PB为1.3倍左右。

● **风险提示：**业务转型带来的经营风险；监管趋严导致政策风险；疫情冲击带来的市场风险；其他不可抗力带来的风险。

## 财务摘要和估值指标（2020年06月07日）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,735	6,390	7,327	8,350	9,238
增长率(%)	3.67%	3.64%	3.71%	3.64%	3.42%
净利润(百万元)	1,585	1,900	2,304	2,752	3,127
增长率(%)	19.29%	19.87%	24.95%	19.43%	13.65%
ROAE(%)	12.15%	11.73%	12.09%	12.75%	12.75%
EPS(摊薄/元)	0.66	0.65	0.79	0.94	1.07
P/E	12	12	10	8	7
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	1.1

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年06月05日

## 推荐（首次评级）

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

钟奕昕（联系人）

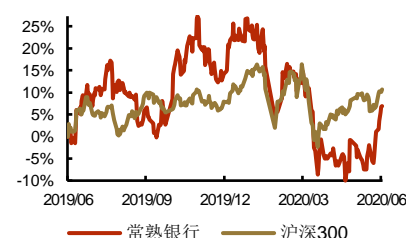
zhongyixin@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040021

## 市场数据 时间 2020.06.05

收盘价(元):	7.7
一年最低/最高(元):	6.47/9.39
总股本(亿股):	27.41
总市值(亿元):	211.05
流通股本(亿股):	25.75
流通市值(亿元):	198.28
近3月换手率:	78.24%

## 股价一年走势



## 相关报告

### 盈利预测、估值与目标价、评级

我们采用两阶段 DDM 和相对估值法,对常熟银行进行估值。对于无风险利率,我们采用过去一年的 10 年国开债利率均值,同时运用敏感性测试畸形估值标准衡量。在 DDM 的方法下,我们得出股票估值水平为 9.5-10.5 元,对应 PB 为 1.3-1.4 倍;在相对估值法下,我们得出的股价为 9-10 元,对应 PB 为 1.25-1.4 倍。综合上述两种方法,得出的目标价为 9-10.5 元,对应 PB 为 1.3 倍左右。

### 关键假设

我们假设受到疫情的影响,中国经济在 2020 年有一个缓慢修复的过程,因此带动银行业估值提升。与此同时,全球银行业受经济增速放缓、低利率时代和新兴市场风险暴露的影响,信贷规模增速放缓,“资产荒”、“利差收窄”和“风险暴露”是我国银行业的三重挑战,监管趋严和数字化进攻者也不容小觑。作为农商行的领跑者,常熟银行零售业务可能会受整体宏观经济的影响,敏感性较高。

### 我们与市场的观点的差异

我们分析认为,公司自身地理位置、对客户筛选、经营策略以及区域经济的总体发展等因素形成优势网络,使其综合运营优势显著。公司地处批发零售业发达之地,以格莱珉银行为标杆,打造中国版“小微”信贷工厂,主要聚焦我国经济最活跃、融资需求最旺盛的地区;坚持下沉乡镇,异地扩张等策略,形成自己独到的特征;聚焦优质客户的筛选,从服务等各方面吸引客户。

### 股价上涨的催化因素

“普惠金融、责任银行”的战略定位,坚持支农支小市场定位,围绕服务实体经济的服务理念推广;聚焦小微客户,优质资产占比增加;理财业务及手续费及佣金收入有望增长。

### 投资风险

业务转型带来的经营风险;监管趋严导致政策风险;疫情冲击带来的市场风险,例如信用风险、利率风险和流动性风险;其他风险:不可抗力带来的风险,例如新冠病毒使机构暂停营业等。

## 目 录

1、常熟银行：深耕小微及村镇，打造核心竞争力	6
2、业务模式：以格莱珉银行为标杆，区域优势显著，经营体系新颖	7
2.1、区域优势显著，业绩不断向好	7
2.2、依附国有法人，控股多家村镇子公司	8
2.3、并购镇江农商行，成为区域银行重组标杆	10
3、得益于存款高占比，计息负债成本持续走低	10
3.1、计息负债成本率持续走低	10
3.2、负债成本低得益于存款高占比	11
3.3、同业负债管控良好，同业存单占比减少	12
4、资产端：规模扩张明显，收益率居行业首位	13
4.1、生息资产收益率居行业首位	13
4.2、贷款行业及地域不断完善结构	15
5、不良贷款率逐年回落，拨备覆盖率提升	17
5.1、核心一级资本充足率稳步攀升	17
5.2、拨备覆盖率居同业前列，上市后不断加码	18
5.3、债券投资中利率债投资比重较高	19
6、盈利模式：依靠高收益率个贷，非息收入占比有待提高	19
6.1、个贷收益率优势凸显	19
6.2、非息收入占比有待提高，成本收入比居高	20
7、净息差维持较高水平，ROA 表现突出	22
8、盈利预测及分析建议	25
9、公司分析与估值	26
9.1、绝对估值	26
9.2、相对估值	28
9.3、股价驱动因素	28
10、风险提示	29
附录：财务预测摘要	30

## 图表目录

图 1：公司总资产、净利润和营收表现良好	6
图 2：江苏省外地区贷款投放比例持续增加	7
图 3：19 年异地分支机构占比提升	7
图 4：常熟银行信贷业务扩张网络	8
图 5：IPC 微贷技术个人客户评价模型	8
图 6：IPC 微贷技术企业客户评价模型	8
图 7：公司计息负债结构均衡，以吸收存款为主	11
图 8：2019 常熟银行计息负债成本率居区域性银行低位	11
图 9：计息负债成本率近两年呈下降趋势	11
图 10：公司总资产、净利润和营收变现良好（百万）	12
图 11：负债结构中以存款为主	12
图 12：公司活期存款占比处区域银行中位	12
图 13：存款来源仍以常熟地区为主	12

图 14: 公司同业负债占比居行业低位.....	13
图 15: 2020 年一季度同业负债占比仅为 0.38%.....	13
图 16: 2018 年应付债券结构.....	13
图 17: 2019 年结构有所调整.....	13
图 18: 公司生息资产稳步提升.....	14
图 19: 2019 生息资产收益率在区域性银行居第一 (%).....	14
图 20: 上市银行中常熟银行生息资产收益率遥遥领先.....	14
图 21: 贷款占比增加, 同业负债占比减少.....	15
图 22: 贷款覆盖行业较为全面.....	15
图 23: 异地分支机构贷款有所增加.....	16
图 24: 对公贷款占近一半比例.....	16
图 25: 公司个人贷款比例居农商行前列 (%).....	16
图 26: 个人贷款比例稳步提升.....	16
图 27: 经营性贷款比重加大.....	16
图 28: 核心一级资本充足率稳步提升.....	17
图 29: 2020 年一季度常熟银行监管居区域银行前列.....	17
图 30: 2019 不良贷款率居同业低位 (%).....	17
图 31: 关注类贷款金额和占比稳步下降.....	18
图 32: 按业务板块划分的不良率分布情况 (%).....	18
图 33: 2019 常熟银行拨备覆盖率居前列.....	18
图 34: 公司不良贷款拨备率 19 年底达 481.28%.....	18
图 35: 利息收入增速有所下降.....	19
图 36: 2019 年公司个贷平均收益率居首位 (%).....	20
图 37: 2019 年公司企业贷款平均收益率居前列 (%).....	20
图 38: 非利息收入占比总体不高.....	20
图 39: 手续费及佣金收入增速回升.....	21
图 40: 中间业务净收入情况 (千元).....	21
图 41: 成本收入比居高不下.....	21
图 42: 人均创收及创利近年来呈弱势.....	22
图 43: 人均创收在行业中不占优势.....	22
图 44: 公司净息差领先世界一流大行 (%).....	22
图 45: 自上市以来净息差一路飙高 (%).....	23
图 46: 2019 年净利差遥遥领先 (%).....	23
图 47: 常熟银行 ROE 增速较快 (%).....	23
图 48: 公司 ROE 一直居行业中位 (%).....	23
图 49: 2019 年 ROE 居行业前列 (%).....	23
图 50: ROA 自 2016 年超多数银行 (%).....	24
图 51: 2019 年 ROA 仅次于宁波银行 (%).....	24
图 52: 拆解 ROE 各分项贡献.....	24
图 53: 常熟银拆解 ROE 与国内外行业平均对比.....	24
表 1: 2020 年 Q1 前十名股东持股情况.....	9
表 2: 2019 年公司参股或控股子公司情况.....	9
表 3: 按金额划分不良率.....	18
表 4: 低风险类债权投资占比高.....	19

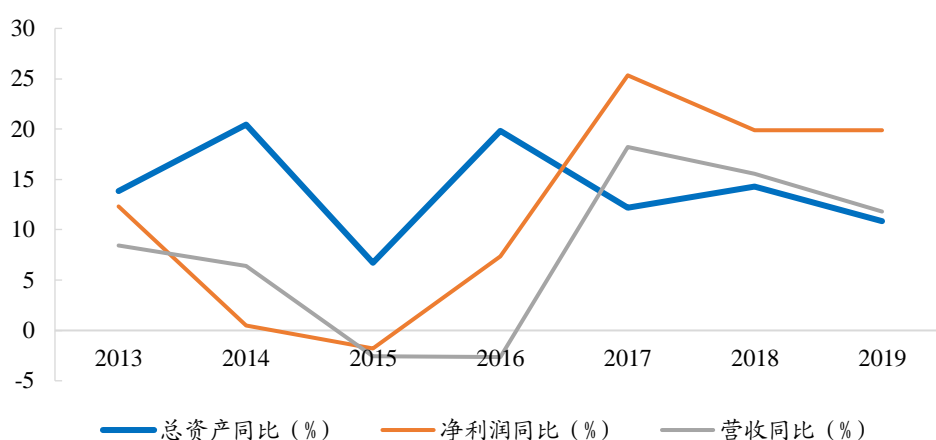
表 5: 区域性银行参数比较.....	25
表 6: 海外对标公司对比图.....	25
表 7: 常熟银行存贷款预测.....	26
表 8: 常熟银行中间业务收入预测.....	26
表 9: 常熟银行生息资产、付息负债情况.....	26
表 10: 关键性假设.....	27
表 11: 各阶段预测值.....	27
表 12: 敏感性分析.....	28
表 13: 各银行盈利比较.....	28



## 1、常熟银行：深耕小微及村镇，打造核心竞争力

常熟农村商业银行在 1996 年以前和农行合作办公，于 2001 年由原常熟市农村信用合作社联合社改制而来，是全国首批试点成立的农商行，2007 年引入交通银行作为战略投资者，进行全面战略合作，实现业务多元化发展，2016 年公司上市 A 股。公司顺应全行业“促转型、稳增长、防风险”发展大势，坚持走差异化市场定位、深耕普惠金融、下沉服务重心的转型发展道路，持续巩固自身优势。公司多次被 China Knowledge 评为 A 级，表明外资对常熟银行持股占比高于 A 股或者行业平均水平的认可。2019 年公司持续实现营业收入 64.45 亿元，同比增长 6.21 亿元，增幅 10.67%。实现归属于上市公司股东净利润 17.85 亿元，同比增长 2.99 亿元。

图1：公司总资产、净利润和营收表现良好



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**公司定位清晰，打造支农主力银行。**公司践行“普惠金融、责任银行”的企业使命，坚持支农支小市场定位，围绕服务实体经济、民营小微企业和乡村振兴领域，坚持走差异化、特色化发展道路。公司超六成的信贷资金用于支持小微企业，超七成投向涉农领域，近八成服务于实体经济。

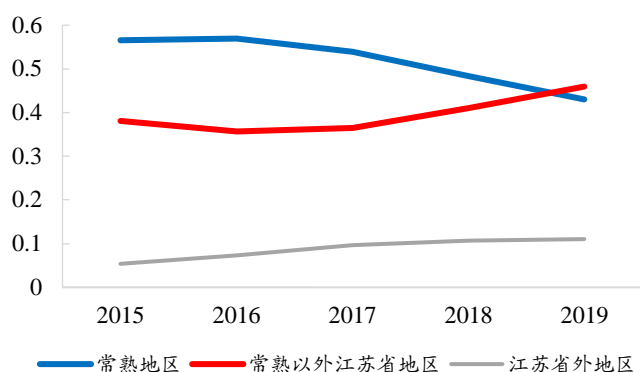
**深化零售转型，精耕小微客户群体。**早年间常熟银行实际上是以对公业务为主，从客户属性来看，主要是常熟当地的中小型企业，以服务业和制造业为主，并且“三农”客户、民营企业居多；2015 年开始，公司着力业务转型，持续优化完善小微金融服务。在策略上，坚持做传统银行不愿做、不能做的小微客户，保持技术优势，坚持定位、下沉客群。在产品上，回归小微 IPC 技术核心，做经营性信用保证类贷款。过去几年，常熟银行采取错位竞争策略，发力零售银行业务，秉持“下沉式”打法，拓展小微金融服务范围。在此实践下，助推融资便利化、精准化，扶持了一大批小微客户成长与发展。开业至今，常熟银行业务覆盖江苏 2000 万人口、走遍江苏 400 多个村镇、拜访客户 1000 万多次、累计发放贷款 600 多亿元、服务家庭 135000 个、促进就业 800000 多位、培育青年人才 1400 多名。

**村镇银行等金融牌照提升经营能力。**公司在深耕常熟本土市场的基础上，成功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。自 2010 年设立第一家村镇银行——恩施兴福村镇银行起，截至 2019 年末，公司有异地分行 7 家、异地县域支行 26 家。2019 年，公司发起设立的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在海南省海口

开业，对湖北、江苏、河南、云南 4 省 30 家村镇银行实施集约化管理。

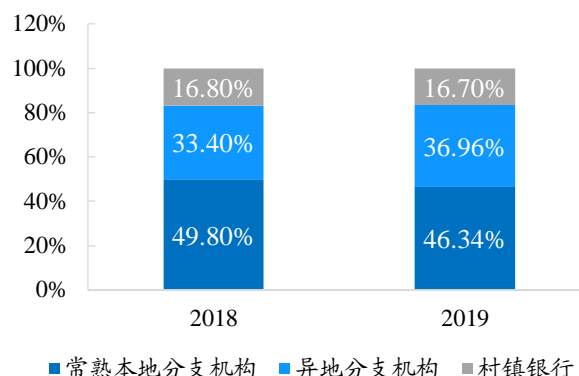
我们认为，常熟银行不惧创新业务发展空间小、村镇银行普遍风控管理压力较大等问题，积极下沉乡镇，贯彻国家精准扶贫政策，开拓广阔农村市场；同时公司奉行稳健的风险偏好，实行流动性风险管理策略，确保公司的资产质量。因此，未来常熟银行的利润及业务优势可期。

图2：江苏省外地区贷款投放比例持续增加



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：19 年异地分支机构占比提升

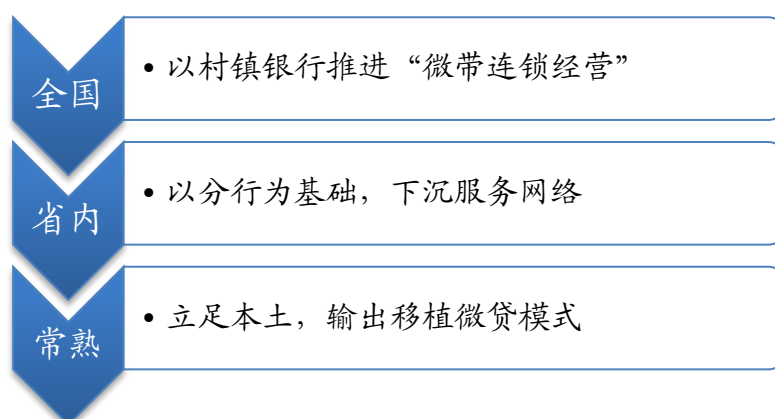


资料来源：Wind，新时代证券研究所

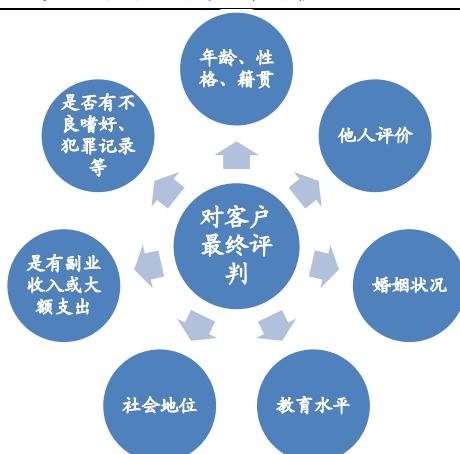
## 2、业务模式：以格莱珉银行为标杆，区域优势显著，经营体系新颖

### 2.1、区域优势显著，业绩不断向好

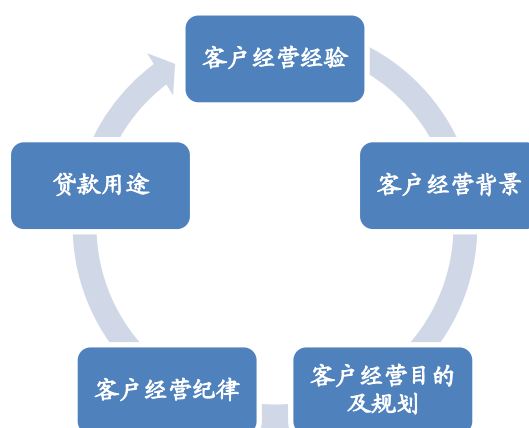
公司建立完善微贷扩张体系，IPC 和信贷工厂组成“微贷业务模式”，助力服务客户新模式。常熟银行建立了完善的微贷业务扩张的网络体系，简单来说，就是以常熟地区为主体，不断输出移植成熟的微贷模式，以异地分行、村镇银行为两翼，不断下沉服务网络和实现微贷连锁经营。2009 年，常熟银行以国际“草根银行”——格莱珉银行为标杆，引入德国先进的微贷调查技术(IPC)，即能够评估客户偿还贷款能力，包括借款人偿还贷款的能力和意愿（主要利用个人和企业客户的信息评价模型分析客户的软硬信息），以及银行内部操作风险的控制。IPC 使公司进一步明确了服务小微金融发展的总体战略目标，从而成立了小微金融总部，对小微信贷工厂建设进行大胆有益的探索。但海外模式并不能解决所有问题。此后，根据区域特点，常熟银行在 IPC 基础上进行了本地化改造，结合信贷工厂共同打造“微贷”业务模式。对于客户进行逐一摸底，提供全程上门服务，打通金融服务“最后一公里”；同时，“微贷”模式能够在扩张较快的基础上保持较好的风控水平。

**图4：常熟银行信贷业务扩张网络**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图5：IPC 微贷技术个人客户评价模型**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图6：IPC 微贷技术企业客户评价模型**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2.2、依附国有法人，控股多家村镇子公司

交通银行为公司第一大股东，国有法人持股比例较高。公司第一大股东为交通银行，2020年一季度20年Q1持股比例为9.01%。公司与交行在2007年签署战略合作协议之后，2011年持股比例曾达10%，后来交行持股比例略有下降，2012年之后仍为常熟银行第一大股东，第一大股东未有变更。从持股结构中可以看到，持股比例较大的股东多为国有法人。截至2020年一季度20年一季度末期，其持股比例共为16.18%。

**股东架构均衡，股权结构分散。**从持股比例来看，前十大股东持股比例在上市农商行中处于较低水平，且多为当地龙头民营企业，包括常熟市苏华集团、江南商贸等等。值得注意的是，江苏隆力奇集团和白雪电器2019年分别减持27,401,017和4,240,000股，而同时香港中央结算有限公司新进37,929,085股。2020年一季度末2020年一季度大成优选全国社保基金一一零组合分别新进35,436,456和62,361,348股，挤进前十大股东的行列。但总体来说，各大股东占比都较为均衡，未出现倾轧型大股东。



**表1: 2020年Q1前十名股东持股情况**

股东名称	持股数量	比例 (%)	股东性质
交通银行股份有限公司	246,896,692	9.01	国有法人
常熟市发展投资有限公司	84,431,888	3.08	国有法人
香港中央结算有限公司(陆股通)	76,829,340	2.80	其他
江苏江南商贸集团有限责任公司	76,695,845	2.80	国有法人
全国社保基金一一零组合	62,361,348	2.28	境内法人
常熟市苏华集团有限公司	44,980,251	1.64	境内非国有法人
江苏白雪电器股份有限公司	43,201,833	1.58	境内非国有法人
基本养老保险基金一零零一组合	41,267,260	1.51	境内法人
中国银行股份有限公司-大成优选	35,436,456	1.29	国有法人
混合型证券投资基金(LOF)			
全国社保基金一一八组合	34,585,063	1.26	境内法人

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**参股控股异地子公司, 迅速扩大规模。**截至 2019 年末, 公司参与控股子公司为 32 家, 较上年增长两家; 且根据《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银监发〔2014〕46 号》规定, 公司在发起设立村镇银行时与各村镇银行签订流动性支持承诺。公司积极扩大异地子公司规模, 拓宽经营业务, 有望实现业绩高速增长。

**表2: 2019年公司参股或控股子公司情况**

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)
1	兴福村镇银行股份有限公司	子公司	90.00
2	连云港东方农村商业银行股份有限公司	子公司	暂未披露
3	江苏宝应农村商业银行股份有限公司	联营企业	20.00
4	恩施兴福村镇银行股份有限公司	子公司	46.54
5	无锡滨湖兴福村镇银行有限责任公司	子公司	61.00
6	常州金坛兴福村镇银行有限责任公司	子公司	44.58
7	昆明盘龙兴福村镇银行有限责任公司	子公司	48.60
8	汤阴兴福村镇银行股份有限公司	子公司	54.40
9	宜阳兴福村镇银行股份有限公司	子公司	49.00
10	当阳兴福村镇银行股份有限公司	子公司	52.00
11	秭归兴福村镇银行有限责任公司	子公司	71.93
12	宿迁宿城兴福村镇银行有限责任公司	子公司	67.08
13	长阳兴福村镇银行有限责任公司	子公司	72.30
14	泰州高港兴福村镇银行有限责任公司	子公司	69.92
15	盐城滨海兴福村镇银行有限责任公司	子公司	61.90
16	扬州高邮兴福村镇银行有限责任公司	子公司	71.66
17	淮安淮阴兴福村镇银行有限责任公司	子公司	52.26
18	淮安清浦兴福村镇银行股份有限公司	子公司	63.11
19	宜昌夷陵兴福村镇银行有限责任公司	子公司	83.06
20	武定兴福村镇银行有限责任公司	子公司	66.33
21	洛宁兴福村镇银行有限责任公司	子公司	69.00
22	嵩县兴福村镇银行有限责任公司	子公司	51.00

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)
23	淮安清河兴福村镇银行有限责任公司	子公司	52.00
24	曲靖沾益兴福村镇银行有限责任公司	子公司	51.83
25	陆良兴福村镇银行有限责任公司	子公司	51.83
26	师宗兴福村镇银行有限责任公司	子公司	55.27
27	罗平兴福村镇银行有限责任公司	子公司	48.83
28	江川兴福村镇银行有限责任公司	子公司	42.33
29	易门兴福村镇银行有限责任公司	子公司	48.33
30	南华兴福村镇银行有限责任公司	子公司	78.00
31	元谋兴福村镇银行有限责任公司	子公司	38.83
32	内黄兴福村镇银行有限责任公司	子公司	83.00
33	汝阳兴福村镇银行有限责任公司	子公司	74.00

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

## 2.3、并购镇江农商行，成为区域银行重组标杆

6月3日晚间，常熟银行发布投资公告称，拟出资10.5亿元认购江苏镇江农村商业银行（以下简称“镇江农商行”）非公开发行的5亿股。交易完成后，常熟银行在镇江农商行持股比例将达33.33%，远高于第二大股东6.67%的持股比例，成为镇江农商行第一大股东。这是常熟银行近年来对外投资的又一突破，也是他们实现控股的首家农商行，常熟银行也成为参股同业数量最多的江苏本地商业银行。

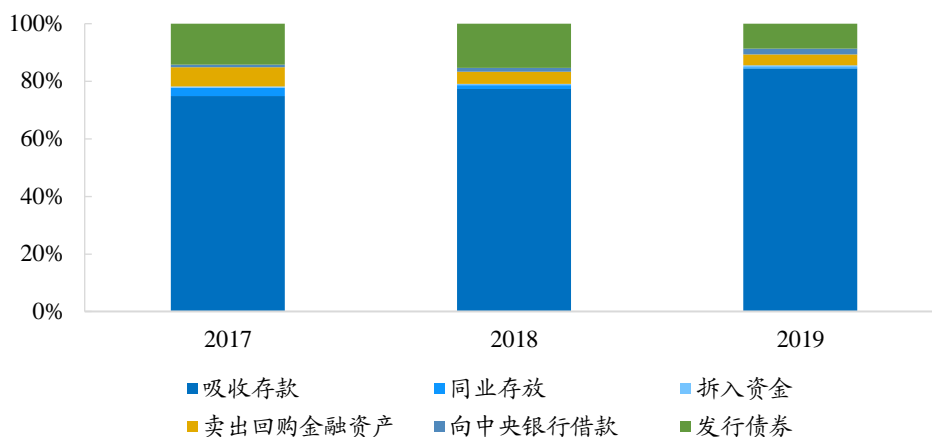
**规模效应进一步扩大，公司微贷业务受益。**镇江农商行注册资本10亿元，网点布局镇江市区，数量众多。目前，镇江银行经营网点36个，主要覆盖镇江市辖区，分布在镇江京口区、润州区、丹徒区和镇江新区。常熟银行并购后，可充分利用镇江农商行现有的36家网点，以及常熟银行镇江分行（主要在县域），进一步扩大规模和市场占有率，完善微贷业务体系。我们预计，未来常熟银行可能会进一步加大并购力度，参照海外银行的发展历史，商业银行并购浪潮可能成为未来重要的投资机会。

## 3、得益于存款高占比，计息负债成本持续走低

### 3.1、计息负债成本率持续走低

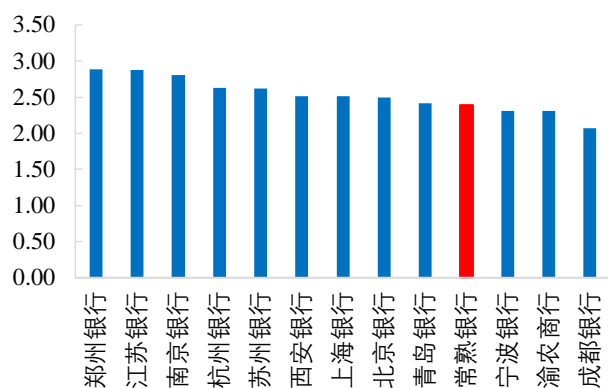
**计息负债成本率呈下降趋势。**计息负债结构中，仍以吸收存款为主，2019年末占比高达84.49%，较上年增长7.21%；占比居第二位的应付债券近年来也逐渐减少，2019年末占比8.79%。计息负债成本率持续走低，截至2019年底，常熟银行的计息负债成本率为2.39%，较上年末降低8BP，同时在上市的区域性银行中处于低位。

图7：公司计息负债结构均衡，以吸收存款为主



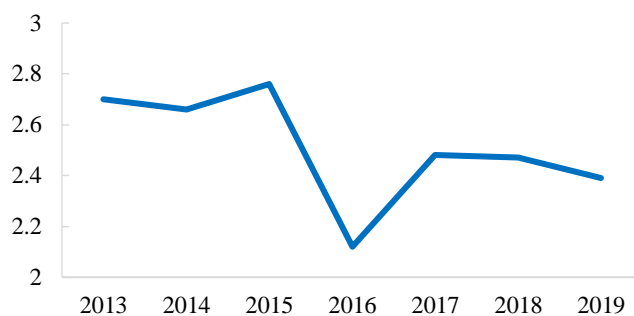
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：2019 常熟银行计息负债成本率居区域性银行低位



资料来源：Wind，新时代证券研究所

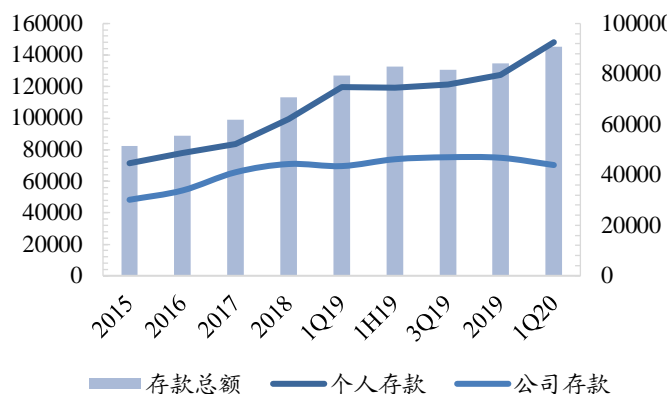
图9：计息负债成本率近两年呈下降趋势



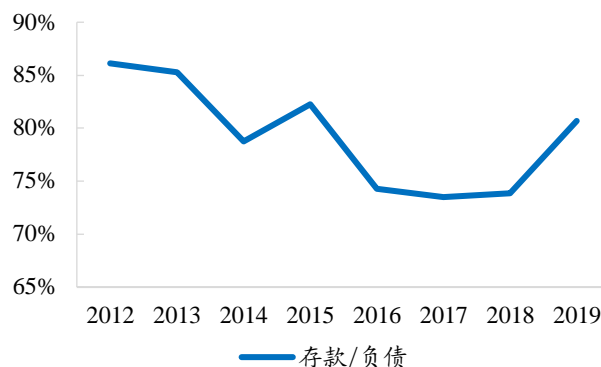
资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3.2、负债成本低得益于存款高占比

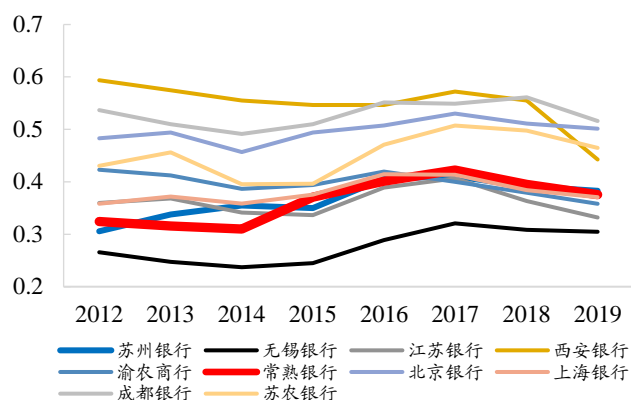
公司存款规模稳步扩大，负债成本较低。常熟银行存款规模增长较好，主要得益于个人存款的提升，2020年一季度公司个人存款达925.9亿元，较去年同期增长23.8%，环比增长16.3%。负债结构中，存款占比在2019年末高达80.69%，较去年有所回升。高比例的存款意味着更低的负债成本。活期存款占比2019年末为37.61%，较上年下降了1.87%，居上市区域性银行中位。从地区分布来看，常熟地区仍是最主要的存款来源，2019年末占比70.37%；而省外地区和江苏省其他地区的存款占比有所提升，也是得益于致力异地扩张和全面下沉乡镇的战略。

**图10: 公司总资产、净利润和营收变现良好 (百万)**

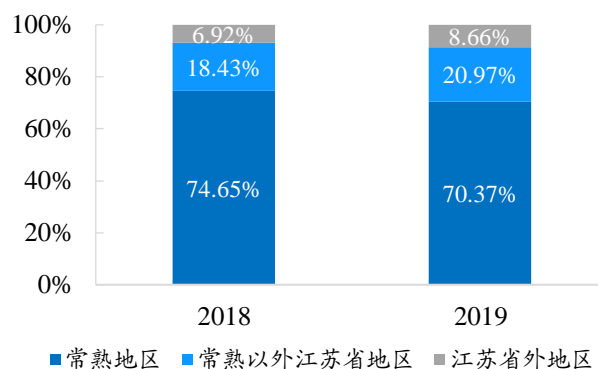
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图11: 负债结构中以存款为主**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图12: 公司活期存款占比处区域银行中位**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

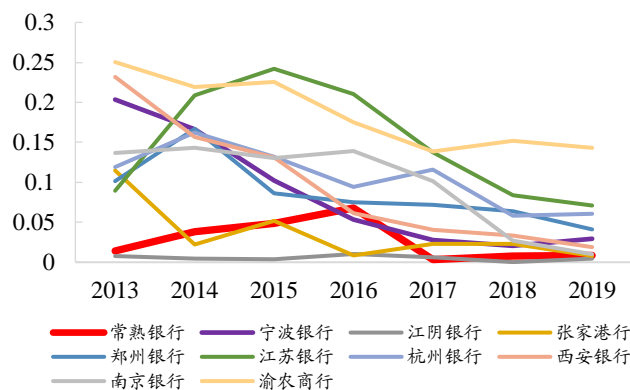
**图13: 存款来源仍以常熟地区为主**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3.3、同业负债管控良好，同业存单占比减少

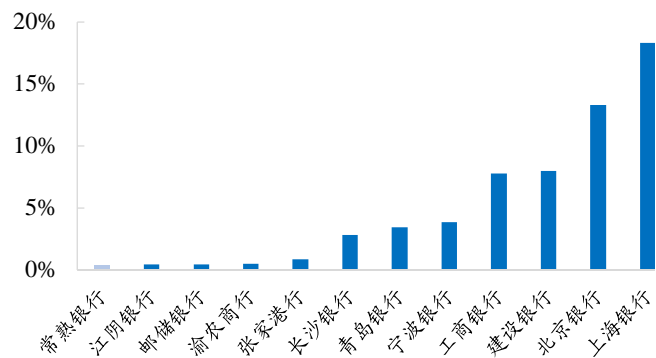
**同业负债占比极低，居行业低位。**随着银行业同业负债方面监管趋严，常熟银行积极响应，近年来已将同业负债降占比至1%以下。尤其是2017年，同业负债占比从2016年的6.79%降至0.33%，而后波动一直不超过0.6%。在行业中，公司同业负债占比较低，2020年一季度这一指标仅为0.38%。

图14: 公司同业负债占比居行业低位



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

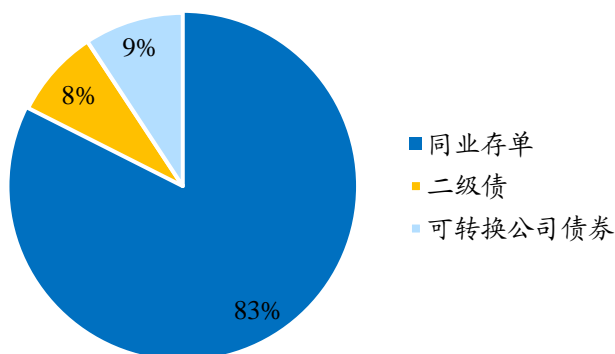
图15: 2020年一季度同业负债占比仅为 0.38%



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

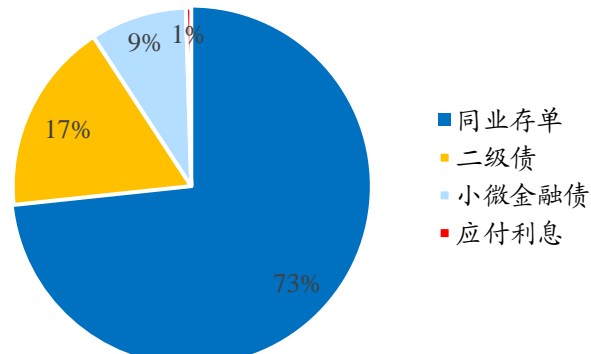
**2019 年应付债券结构调整, 同业存单仍为主要组成部分。**常熟银行于 2016 年发行了总额为 10 亿元的人民币二级资本债券, 于 2017 年发行了总额为 10 亿元的人民币二级资本债券。后经批准, 于 2019 年发行了总额为 10 亿元的人民币小型微型企业贷款专项金融债券, 同业存单占比下降 10%, 整体结构有所调整。

图16: 2018 年应付债券结构



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图17: 2019 年结构有所调整



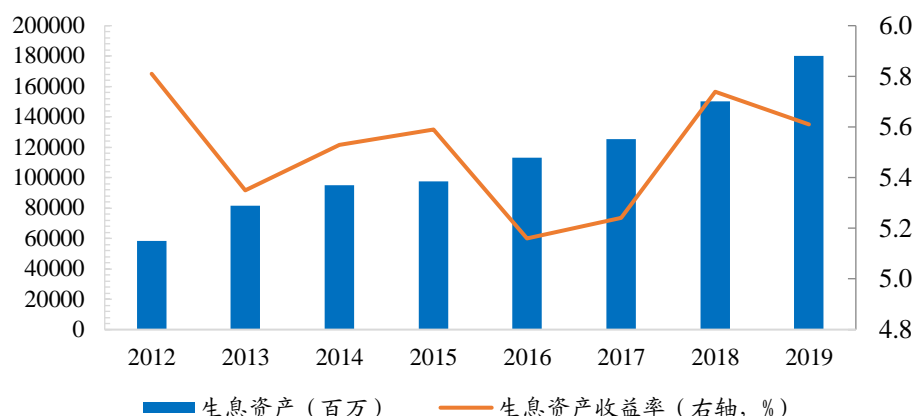
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 4、资产端: 规模扩张明显, 收益率居行业首位

### 4.1、生息资产收益率居行业首位

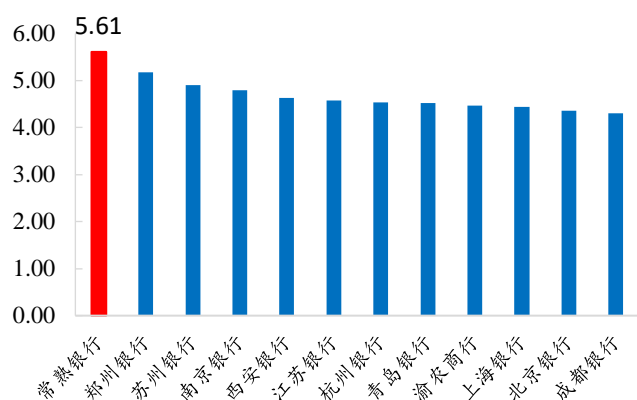
近年来稳步扩大生息资产规模, 生息资产收益率行业遥遥领先。生息资产 2019 年达 1,801 亿元, 同比增长 19.81%。公司规模的扩大也得益于此前提到的扎根村镇和异地扩张等公司策略。反映在生息资产收益率上, 这一指标无疑在上市银行中遥遥领先, 2019 年为 5.61%, 领先居第二位的苏州银行 0.7 个百分点。从近些年的发展趋势来看, 公司自上市以后就着力小微贷款, 规模持续扩张, 生息资产收益率一直领先行业。



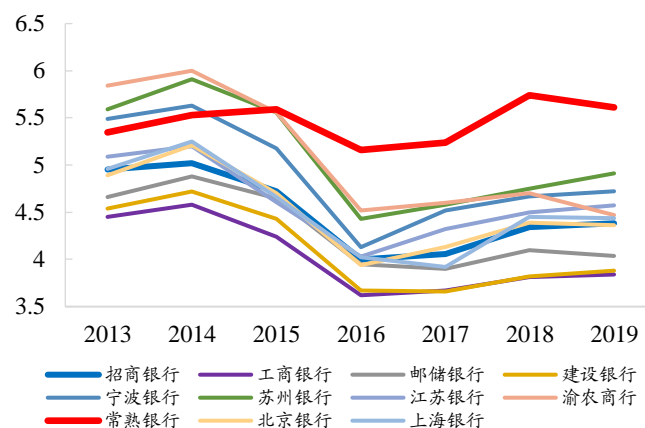
**图18: 公司生息资产稳步提升**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

\*\*注: 2016年生息资产收益率数据公司未披露, 由新时代证券自行测算得出。

**图19: 2019 生息资产收益率在区域性银行居第一 (%)**

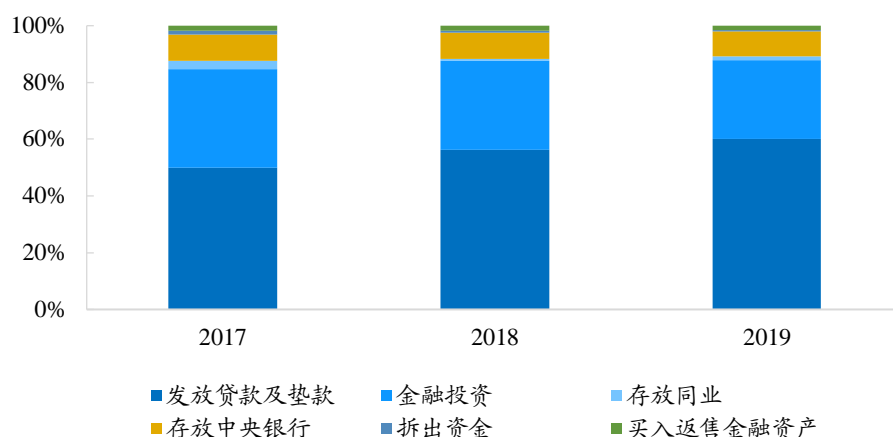
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图20: 上市银行中常熟银行生息资产收益率遥遥领先**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

公司仍大力发展贷款业务, 同业资产占总资产比重相对较低, 整体比重下降较快。随着大零售业务和下沉乡镇业务发展, 发放贷款占业务比重越来越大, 2019年末已超过60%。与此同时, 同业资产比重下降。广义的同业资产包括存放同业、拆出资金、买入返售资产。2017年3月以来, 银监会针对行业乱象加强治理, 直指银行同业业务, 未来农商行同业业务发展将受到严格监管。公司同业资产中以存放同业款项为主, 而拆出资金、买入返售等资产受行业环境影响下降较快。我们认为, 公司当前同业资产占资产比重已经相对较低, 未来可能会一定范围内小幅减少同业资产占比。

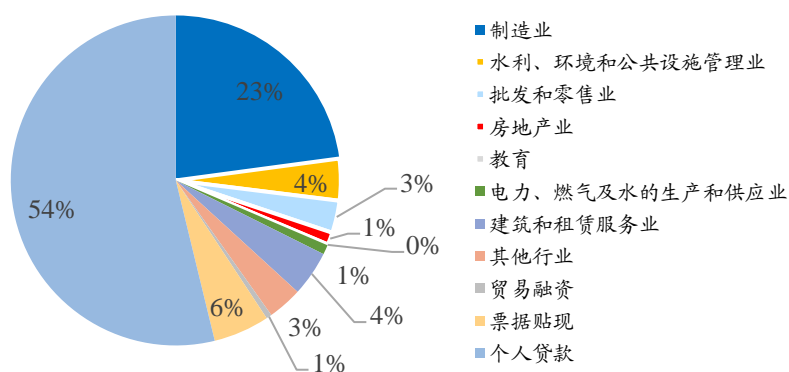
此外, 随着资本市场的逐渐开放和资金来源渠道拓宽, 同业业务的收益率将会有所降低, 短期内资金拆借利率仍将维持当前水平, 未来略微下行。

**图21： 贷款占比增加，同业负债占比减少**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

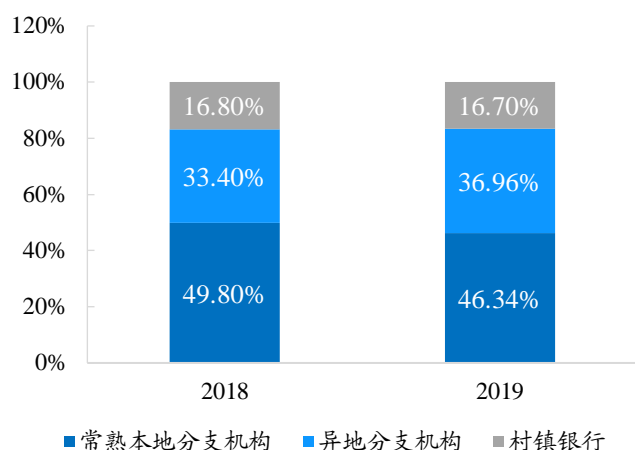
## 4.2、贷款行业及地域不断完善结构

个人经营性贷款主要集中在批发零售和制造业中。从覆盖的行业来看，除占比最大的个人贷款，其他各行业贷款都有涉猎，且占比最大的是制造业。常熟银行个人经营性贷款主要集中在批发零售和制造业，这主要是因为常熟市的服饰及小商品批发市场非常活跃。常熟市拥有服装、汽配、建材等多个专业批发市场，其中，中国常熟服装城（招商城）占地 3.71 平方公里，是全国最大的服装服饰批发市场，拥有商铺 3 万多个，日均客流量 30 万人次，商城里的个体工商户也成为了常熟银行个人经营性贷款发放对象。因此，依靠常熟市的地理优势，公司贷款业务覆盖行业广泛。

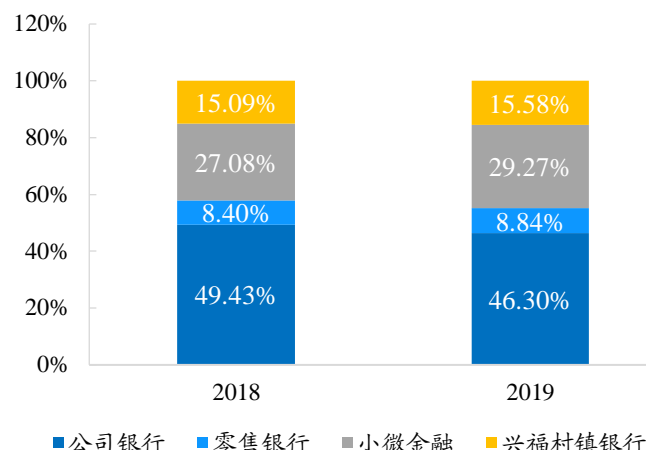
**图22： 贷款覆盖行业较为全面**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**零售业务发力，异地信贷扩张。**公司近几年明显加大了零售业务板块的布局，从服务体系、人员结构和风控手段等各方面提高零售业务。从贷款分布地点来看，2019 年末常熟本地分支机构贷款占比为 46.34%，较上年降低 3.46%；而本地贷款下降的部分由异地分支机构贷款业务弥补，其占比 2019 年提升 3.56%。从业务板块布局看来，2019 年对公贷款较去年下降了 3.13%，但占比仍最高，整体结构比较均衡。

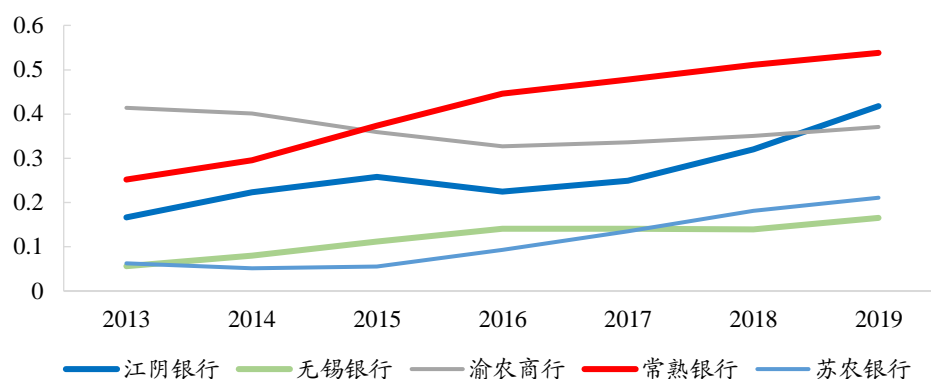
**图23: 异地分支机构贷款有所增加**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

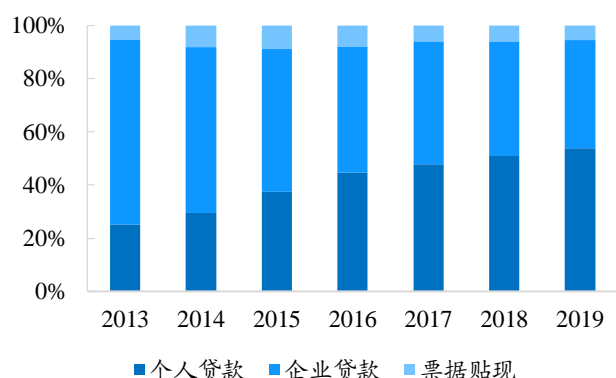
**图24: 对公贷款占近一半比例**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

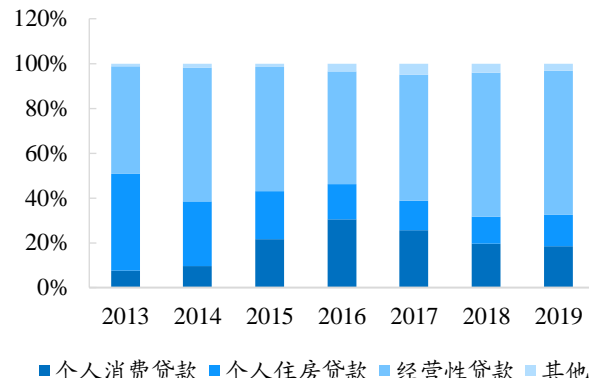
个人贷款占比高速提升,以经营性贷款为主。公司一直加码个贷业务,在农商行中稳居首位;个贷多年来稳步增长,自2018年个贷占比过半。其中经营性贷款占比最高,2019年达到64.35%,这与此前提及的常熟市地理位置以及发达健全的批发零售业体系有关。

**图25: 公司个人贷款比例居农商行前列(%)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图26: 个人贷款比例稳步提升**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图27: 经营性贷款比重加大**

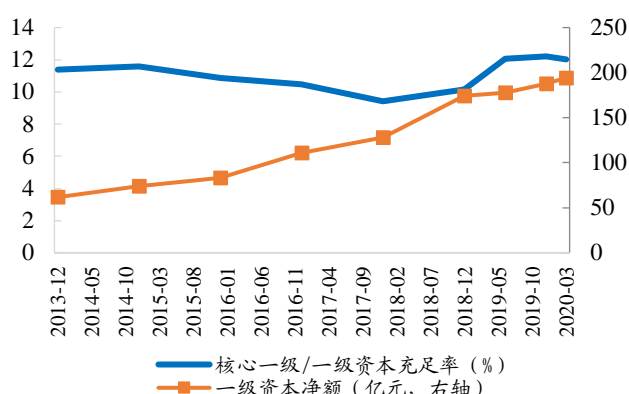
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 5、不良贷款率逐年回落，拨备覆盖率提升

### 5.1、核心一级资本充足率稳步攀升

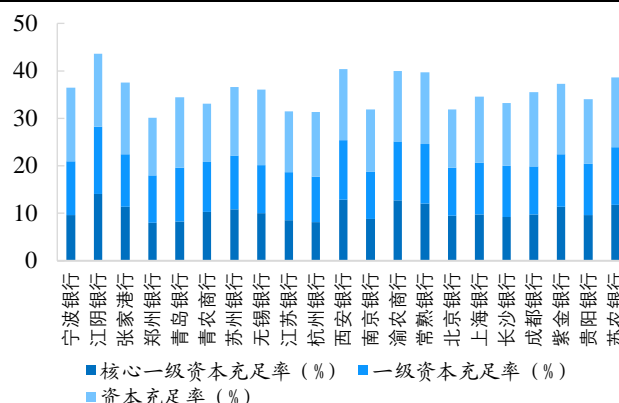
资本管理目标明确，核心一级资本充足率居同业前列。公司自 2017 年起资本充足率目标为核心一级资本充足率及一级资本充足率不低于 10.5%，资本充足率不低于 12.5%。2019 年 6 月，公司核心一级资本充足率和一级资本充足率快速超过目标数值，达 12.07%。在最新的一季报中披露，2020 年一季度常熟银行这两指标为 12.04%，均已超过监管标准。另外，资本充足率在 2020 年一季度达 15.1%，居同业前列。

图28：核心一级资本充足率稳步提升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

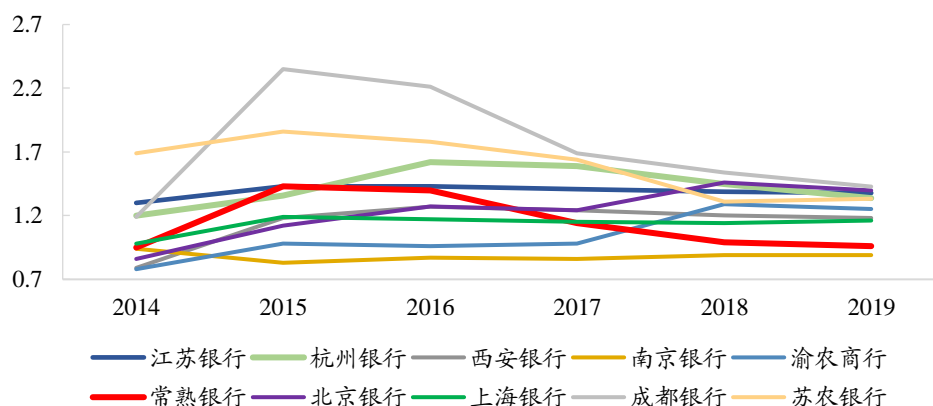
图29：2020年一季度常熟银行监管居区域银行前列



资料来源：Wind，新时代证券研究所

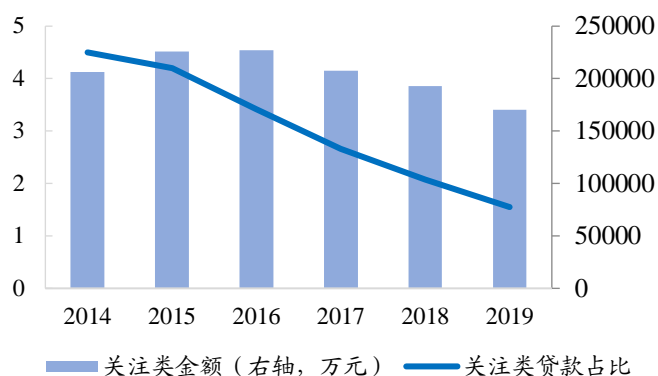
不良贷款比率较低，关注类贷款稳步下降。自上市以来，常熟银行着力关注不良比率，2016 年第三季度开始下降，资产质量开始好转。截至 2019 年末，不良率已降至 0.96%，区域性银行中仅次于南京银行的 0.89%。关注类贷款金额及占比进一步下降，2019 年为 17 亿元，较上年下降了 13.3%；占比为 1.55%。究其原因，一方面，公司小微贷款起步早，轻资本等业务发展转型较快，从而加速不良贷款的消化，新增小微贷款的客户受整体经济环境下行影响较小。从业务结构看，零售客户不良贷款率在 2019 年下降，而大额贷款的不良率远高于零售贷款。另一方面，从宏观经济周期来看，目前监管出台一系列小微贷款置换政策，常熟银行资产质量呈现逐步改善趋势。

图30：2019 不良贷款率居同业低位（%）



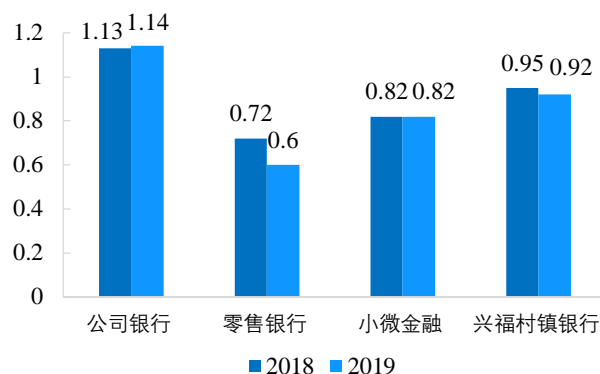
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图31: 关注类贷款金额和占比稳步下降



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图32: 按业务板块划分的不良率分布情况 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表3: 按金额划分不良率

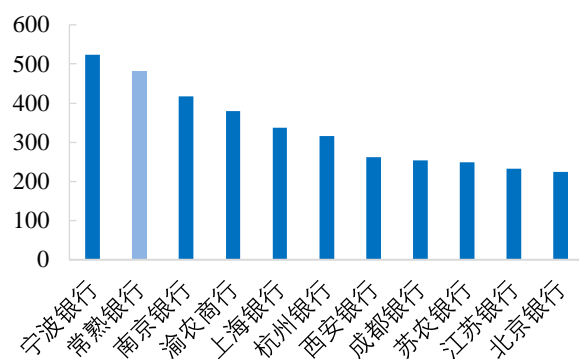
金额	2019 年末		2018 年末	
	金额 (千元)	不良率 (%)	金额 (百千元)	不良率 (%)
100 万 (含) 以下	43,873,744	0.82	37,061,502	0.87
100 万 -1000 万 (含)	29,344,392	1.01	22,574,081	1.27
1000 万 -5000 万 (含)	22,593,793	1.77	18,010,803	0.75
5000 万以上	14,132,487	-	15,148,966	1.12
合计	109,944,416	0.96	92,795,352	0.99

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 5.2、拨备覆盖率居同业前列，上市后不断加码

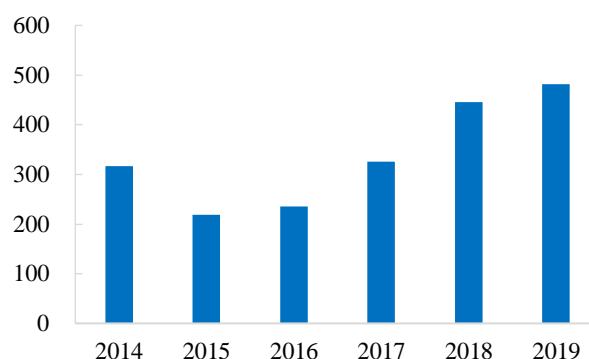
公司拨备覆盖率不断提升，处于同业前列。得益于较高的资产质量以及风险意识，2019 年底公司拨备覆盖率为 481.28%，较 2018 年末提升 36 个百分点，居区域性银行前列，仅次于宁波银行。未来存在通过降低拨备回吐利润的潜在空间。

图33: 2019 常熟银行拨备覆盖率居前列



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图34: 公司不良贷款拨备率 19 年底达 481.28%



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



### 5.3、债券投资中利率债投资比重较高

国债和政府性债券占比高。2019 年末，公司投资的国债、地方政府债和政策性银行金融债券等风险极低的债券占比达 49.12%，较去年增加 3.11 个百分点，说明公司在投资方面的风险意识提高，未来低风险债券投资占比可能会进一步增加。

表4：低风险类债权投资占比高

	2019 年末		2018 年末	
	金额（千元）	占比（%）	金额（千元）	占比（%）
国债	11,415,683	21.42	13,127,956	24.14
地方政府债	8,031,838	15.07	5,414,032	9.96
政策性银行金融债券	6,727,277	12.63	6,473,562	11.91
其他金融债券	199,884	0.38	229,990	0.42
同业存单	3,604,654	6.76	1,878,501	3.46
企业债	8,860,476	16.63	9,956,924	18.31
基金	7,256,085	13.62	6,071,353	11.17
信托和资管计划收益权	3,906,156	7.33	10,468,136	19.25
债权融资计划	3,285,000	6.16	700,000	1.29
银行间市场资金联合项目	-	1	50,000	0.09
合计	53,287,053	100.00	54,370,454	100.00

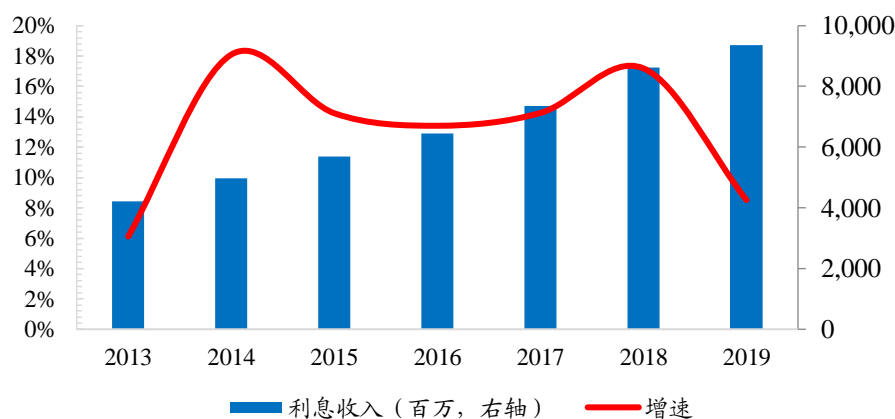
资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 6、盈利模式：依靠高收益率个贷，非息收入占比有待提高

### 6.1、个贷收益率优势凸显

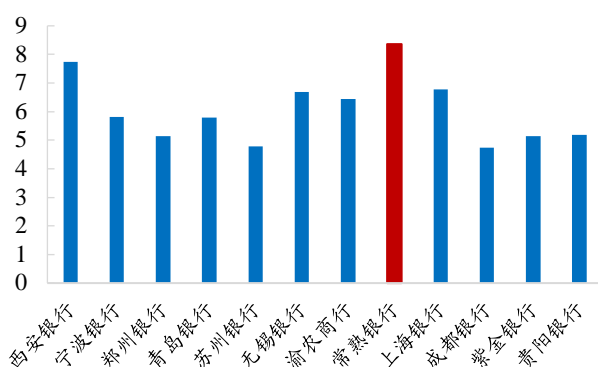
利息收入增速有所下滑，个贷平均收益率居行业首位。公司主要经营业务分为零售银行、公司银行和金融市场三大板块。零售银行业务主要包括储蓄存款、小微贷款、信用卡业务等。公司银行业务主要包括企业存贷款业务、三农信贷业务、国际业务等。个人贷款收益率 2019 年末达 8.36%，位列上市区域性银行首位；同时个贷平均收益率也高于企业贷款平均收益率 2.44 个百分点。我们认为，随着利率市场化进程加快，公司零售端个人贷款收益率优势将会继续凸显，为盈利的贡献进一步增加。

图35：利息收入增速有所下降



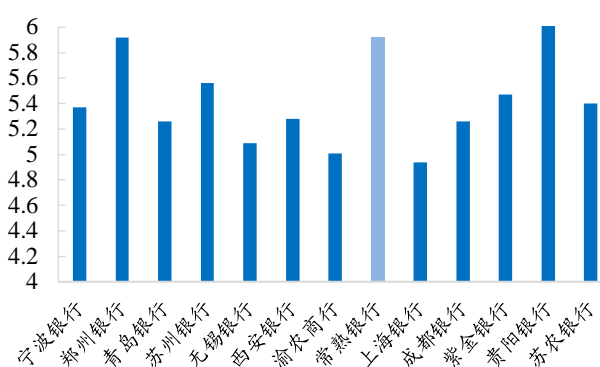
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图36: 2019年公司个贷平均收益率居首位(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图37: 2019年公司企业贷款平均收益率居前列(%)



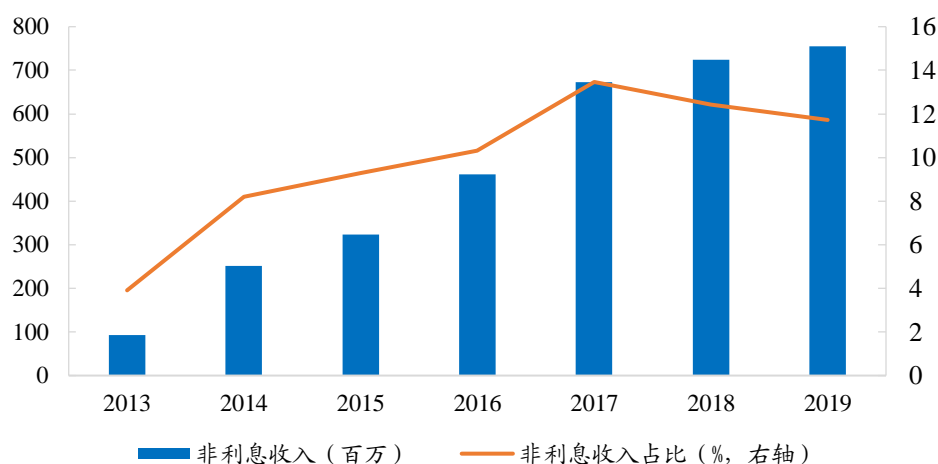
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 6.2、非息收入占比有待提高，成本收入比居高

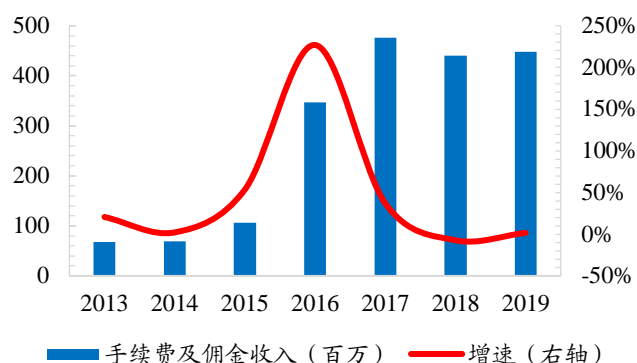
公司非息收入规模较小，占收入比重相对较低。2019年非息收入比重11.70%，总体占比在上市银行中较低，说明其业务转型相对缓慢，未来还有较大提升空间。2019年非息收入占比略有回落主要是手续费收入扰动，2018年占比超六成的代理业务手续费收入萎缩，导致2018年底手续费净收入同比降低7.28%，拖累营收增速回落2.68个百分点，2019年营收增速中储蓄下降，但在低基数效应下2019年中间收入增速由负转正。

中间业务类型不多，各项收入较为稳定。公司中间业务有理财、代理、银行卡和结算业务，其中理财业务收入占比最大。理财业务和银行卡业务较2018年相对持平，代理业务和结算业务提升。

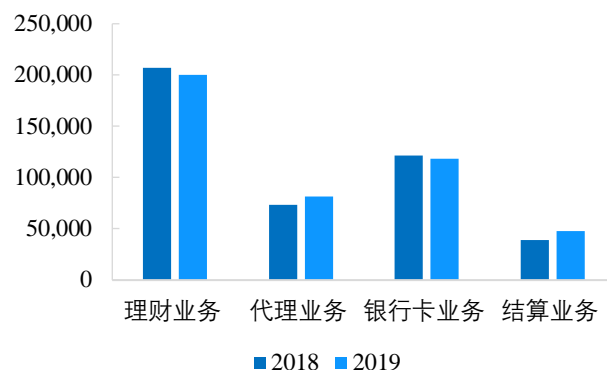
图38: 非利息收入占比总体不高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图39: 手续费及佣金收入增速回升**

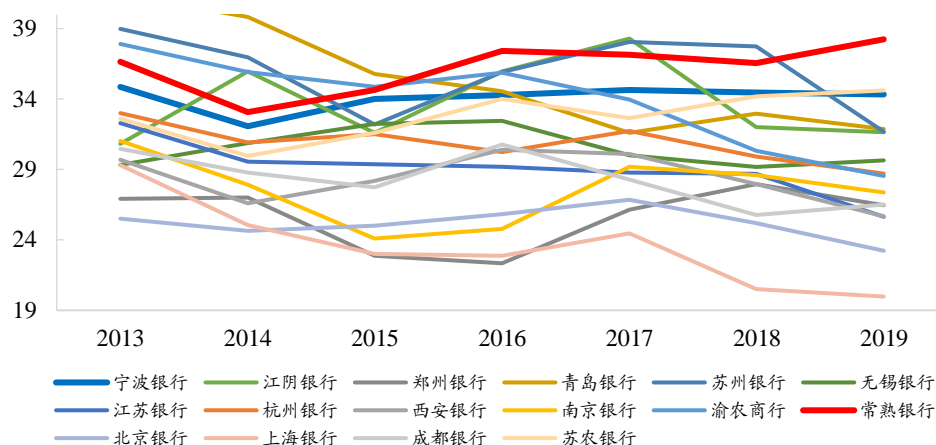
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图40: 中间业务净收入情况 (千元)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

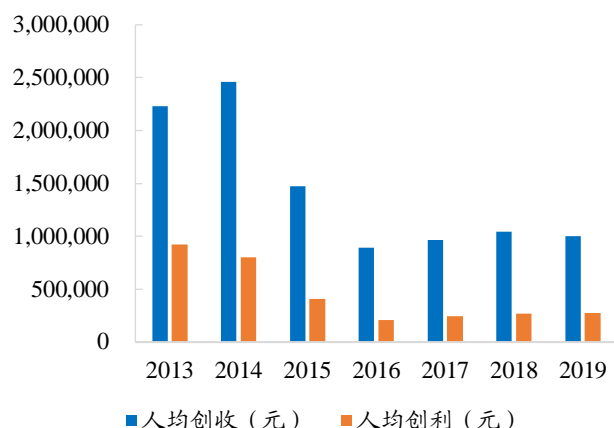
需要注意的是，公司成本收入比居高。人均创收和人均创利体现了银行的盈利能力水平，常熟银行这两个指标并无优势。2019年人均创利仅为28万元，远低于排名第二苏农银行的52万元。从成本收入比中，我们也能够看到，常熟银行这一指标常年居高不下，2019年已超过其他城商行，达38.24%，居行业第一。

究其原因，与江苏其他在苏南地区的农商行比较，常熟银行管理了5000多名员工，是同区域其他农商行的2-3倍。这一点也是很大的优势和很好的基础。未来如果充分调动现有员工积极性，提高业绩奖励比例，将有利于常熟银行业务长远持续发展。但仍然需要注意的是要继续做好风险控制。

**图41: 成本收入比居高不下**

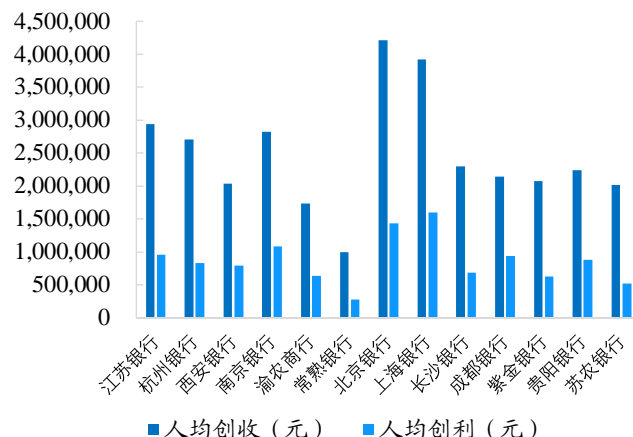
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图42: 人均创收及创利近年来呈弱势



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图43: 人均创收在行业中不占优势



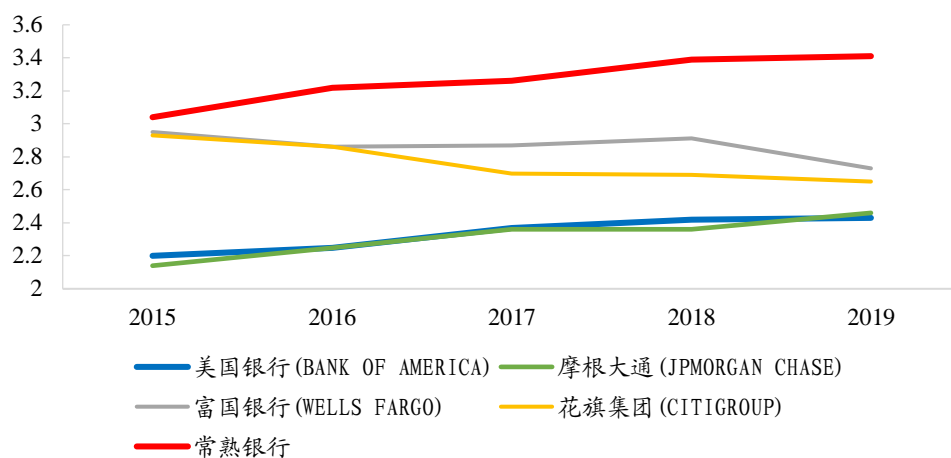
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 7、净息差维持较高水平，ROA 表现突出

**净息差自上市以来不断升高，净利差优异。**利率市场化背景下，银行业整体面临息差收窄的压力，多数银行在 2016 年出现下滑，后有波动回升，而仅常熟银行不降反增。截至 2019 年，常熟银行的净息差 3.41%，净利差 3.74%，已经远远超过行业平均水平，净息差甚至接近其他银行将近两倍的水平。放眼世界大行，常熟银行超高的净息差也是海外商业银行中摩根大通、富国等银行无法比拟的。此前一直保持高息差的富国银行 2019 年末这一指标为 2.73%，也低于常熟银行 68BP。

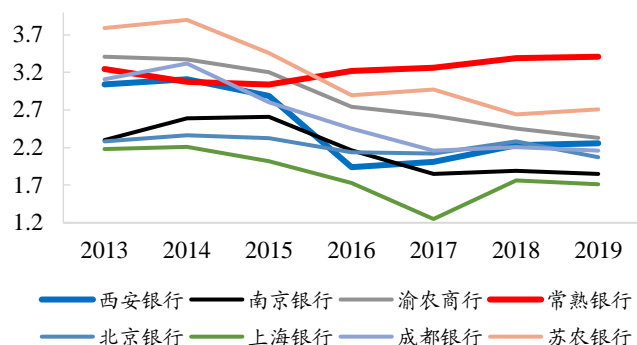
我们预计，未来净息差会有所收窄。一方面，生息资产收益率收窄程度将有所放缓，因为江苏地区银行业的竞争程度十分激烈，未来可能没有太大机会使得公司贷款收益率大幅提升。另一方面，公司活期存款占比并不高，同业多数银行活期存款占比高于常熟银行，因此计息负债成本率未来可能上升。综上，在利率市场化过程中，商业银行净息差将呈现持续收窄态势。

图44: 公司净息差领先世界一流大行 (%)



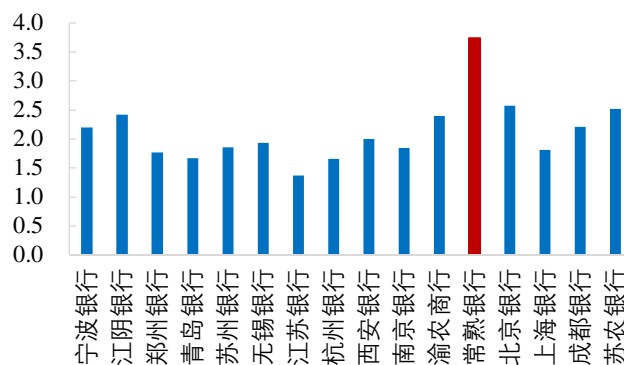
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图45: 自上市以来净息差一路飙升 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图46: 2019年净利差遥遥领先 (%)

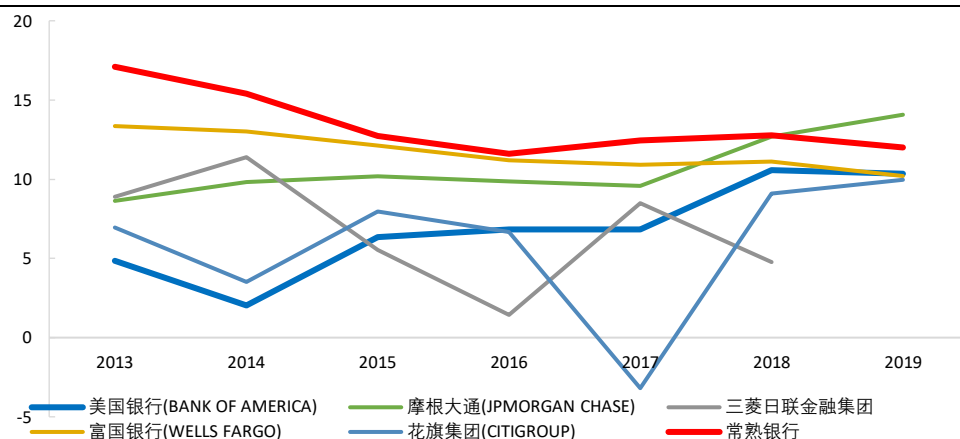


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**ROE 增速较快, 超国际大行。**公司 ROE 近年来发展一直居上市区域性银行的中位。2016 年结束此前不断下降的局势, 开始缓慢回升, 2019 年末达 12%, 居行业中位。ROA 也是在 2016 年之后开始扭转局面, 更是一路飙升, 到 2019 年已经达到 1.08%, 居区域性银行第二位, 仅次于宁波银行。

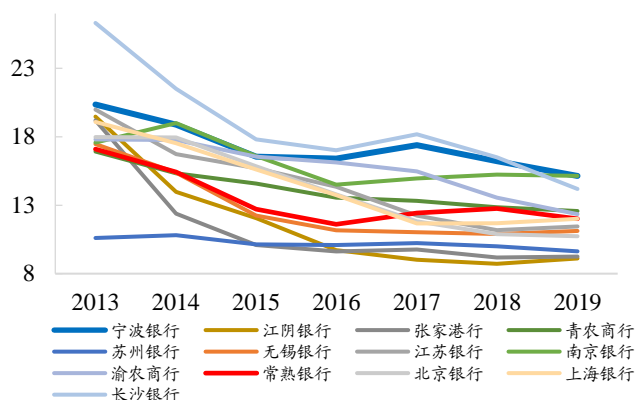
从全球市场来看, 常熟银行 2019 年以前 ROE 都高于世界平均水平, 公司较高的盈利水平与其零售业务模式和较高净息差息息相关。

图47: 常熟银行 ROE 增速较快 (%)



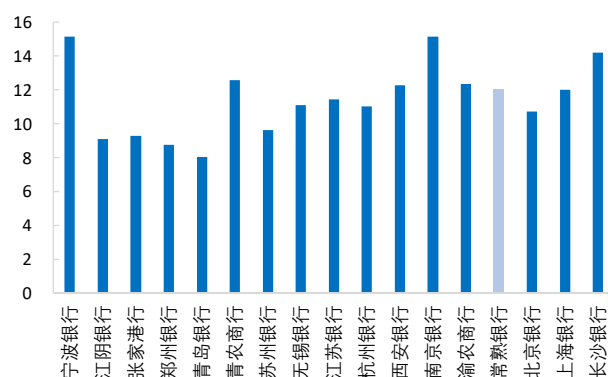
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图48: 公司 ROE 一直居行业中位 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

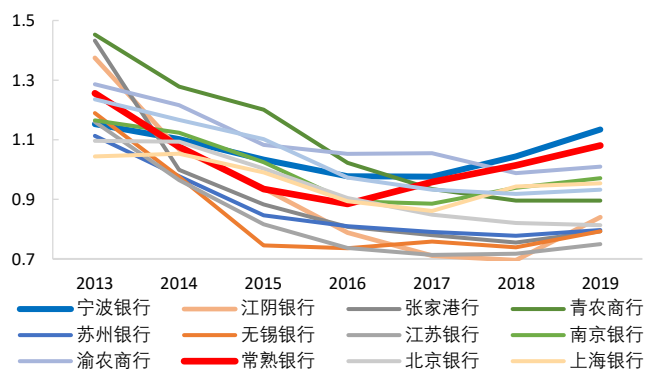
图49: 2019年 ROE 居行业前列 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

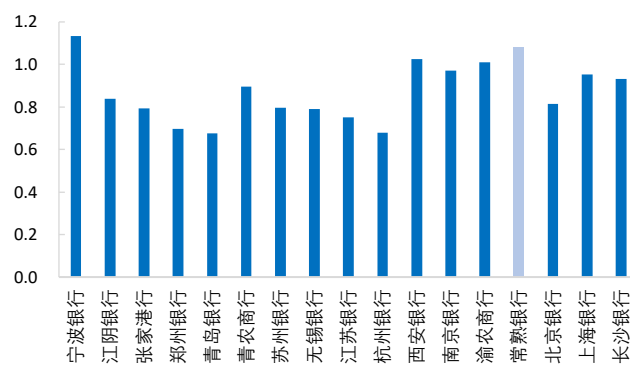


图50: ROA 自 2016 年起多数银行 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

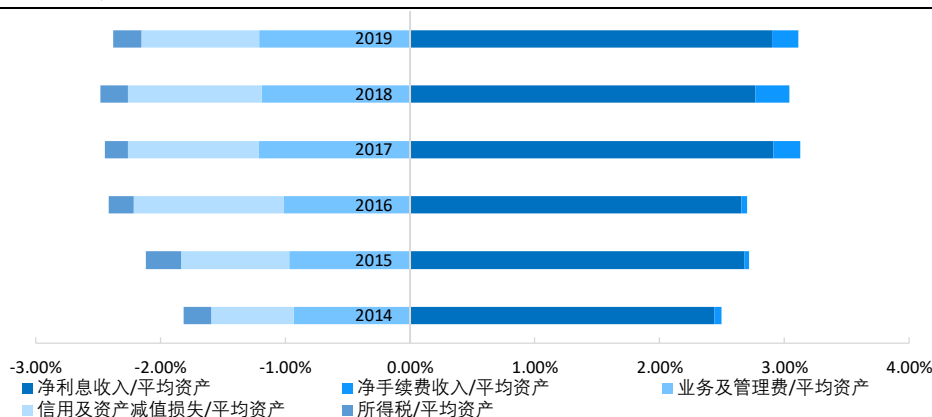
图51: 2019 年 ROA 仅次于宁波银行 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

利息收入对 ROE 贡献最大, 手续费收入贡献有所增长。常熟银行早些年并不太注重发展中间业务, 因此手续费收入对 ROE 的贡献占比较低, 自 2017 年这一部分收入的贡献开始增加。因此收入方面, 净利息收入的占比仍然最高。各项支出对 ROE 贡献占比结构较为均衡。

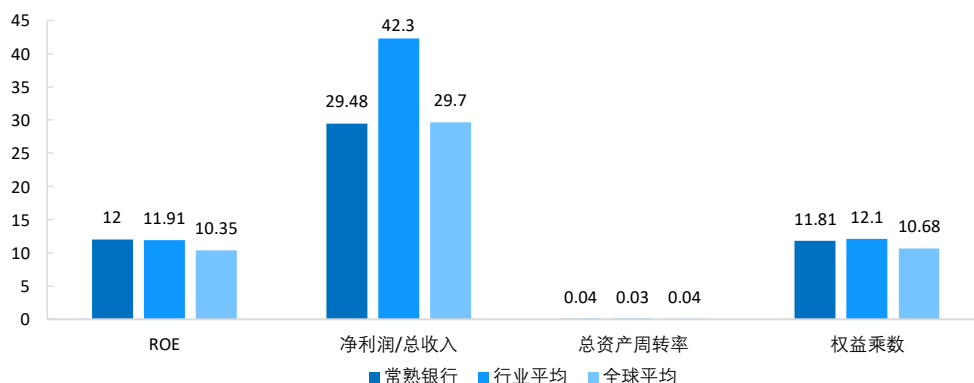
图52: 拆解 ROE 各分项贡献



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

通过与行业及海外商业银行对比, 可以看出常熟银行 ROE 及各项细分数据在国际上依然处于不错地位, 其中 ROE 高于我国行业平均及海外市场, 权益乘数略高于全球平均, 总资产周转率也表现较好。然而净利润/总收入值得专注, 低于行业及全球均值。

图53: 常熟银拆解 ROE 与国内外行业平均对比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表5: 区域性银行参数比较

证券简称	净利润(百万)	营业利润率(%)				总资产周转率(次)				ROE(%)	ROA(%)
		2020Q1	2019	2018	2017	2020Q1	2019	2018	2017		
常熟银行	1,899.64	39.63	35.22	34	33.17	0.01	0.04	0.04	0.04	12	1.08
平均值	11,199.11	49.75	43.27	63.88	63.64	0.01	0.02	0.02	0.02	12.93	0.90
宁波银行	13,714.24	38.61	43.91	57.05	58.87	0.01	0.03	0.02	0.02	15.14	1.13
北京银行	21,441.00	84.67	40.51	62.58	63.88	0.01	0.02	0.02	0.02	10.73	0.81
上海银行	20,297.59	43.56	45.07	73.65	63.89	0.01	0.02	0.02	0.01	12.01	0.95
江苏银行	14,618.61	36.44	35.28	66.12	69.78	0.01	0.02	0.02	0.02	11.45	0.73
南京银行	12,453.48	44.82	46.55	55.86	60.75	0.01	0.02	0.02	0.02	15.12	0.96
渝农商行	9,759.89	74.00	63.90	68.71	65.25	0.01	0.02	0.03	0.03	12.28	0.99
杭州银行	6,602.12	38.98	34.43	61.70	64.27	0.01	0.02	0.02	0.02	12.12	0.68
成都银行	5,550.90	45.84	49.40	69.35	64.10	0.01	0.02	0.02	0.02	16.63	1.06
长沙银行	5,080.25	40.85	38.39	63.68	65.77	0.01	0.03	0.03	0.03	14.19	0.90
苏州银行	2,473.01	38.61	35.30	60.09	59.81	0.01	0.03	0.03	0.02	9.63	0.76

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表6: 海外对标公司对比图

	权益净利率 (ROE)(%)	销售净利率(%)	资产周转率(次)	权益乘数
常熟银行	12.00	29.47	0.04	11.81
美国银行(BOA)	10.61	31.29	0.04	9.19
富国银行(Wells Fargo)	10.45	25.20	0.04	10.25
摩根大通(JP Morgan)	13.94	33.11	0.04	10.28
PNC33 金融服务	10.89	31.77	0.04	8.32
硅谷银行	17.57	39.48	0.05	10.72
第一夏威夷银行	10.77	37.81	0.04	7.63

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 8、盈利预测及分析建议

我们认为受到疫情和严监管的影响,存贷款利差在 2020 年有进一步下滑风险,但随着公司贷款规模扩大、结构优化,净利息收入依旧能有所增长。由于公司上市以来下沉乡镇并大力发展大零售业务,在 2019 年已有较好的客户积累。而中小微企业在 2020 年作为重点支持对象,将会有较大贷款需求,央行政策上也亦对该部分企业有所倾斜。因此预测,公司在 2020 年发放贷款及垫资规模会有所扩大,虽受到存贷款利率差影响,但公司的净利息收入将保持增长态势。

**表7：常熟银行存贷款预测**

单位（百万）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
吸收存款	99,005	113,101	138,079	165,695	195,520
发放贷款	74,919	88,727	105,216	114,485	126,269
净利息收入	4,324	5,099	5,690	6,536	7,475
存款平均付息率	1.86%	1.94%	2.08%	1.90%	1.90%
贷款平均收息率	6.61%	6.88%	5.80%	6.35%	6.45%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为当下代理类业务依旧存在巨大提升空间。随着居民人均收入水平提高，以及市场理财产品品种规范化、多样化，理财观念深入人心。公司有望发挥区域优势，把握居民理财诉求，大力发展轻资本业务，提高中间业务收入水平。

**表8：常熟银行中间业务收入预测**

单位（百万）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
代理类业务收入	335	73	82	90	99
代理类业务收入增长率	49.8%	-78.21%	11.33%	10.00%	10.00%
手续费及佣金净收入	424	367	324	340	357
手续费及佣金净收入增长率	42.16%	-13.42%	-11.78%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

随着公司贷款规模扩大，公司资产规模也随之增加，贷款占总资产比重也逐步提升，公司资产结构得到进一步优化。公司负债端，随着央行货币政策对小微贷款的置换，公司计息负债成本有望下调。公司近些年来生息资产收益率保持较高，我们推测，接下来几年生息资产收益率可能有所下降。

**表9：常熟银行生息资产、付息负债情况**

单位（百万）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
生息资产	125,604	150,593	181,365	197,371	218,358
付息负债	130,949	148,679	165,094	195,253	226,793
生息资产平均收益率	5.24%	5.74%	5.61%	5.29%	5.23%
付息负债平均成本率	2.48%	2.47%	2.39%	2.38%	2.37%
总资产	145,825	166,704	184,839	210,659	248,364
贷款/总资产	51.40%	53.22%	56.92%	51.38%	51.38%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 9、公司分析与估值

### 9.1、绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型估值，以未来的三年作为高速增长期，而后十年作为过渡增长期，此后作为永续增长期。设定估值的假设条件为：

1、假设市场无风险利率为 3.40%，由过去一年的 10 年国开债利率均值得出；风险溢价为 4.90%，数据来源于过去三年年沪深 300 市盈率； $\beta$  值为 1.10，采用回归法，将过去三年公司的  $\beta$  值回归，求出长期  $\beta$  系数均回归值。由以上数据算出权益资本成本为 8.79%。

2、长期利润增长率：常熟银行近几年净利润呈高速增长的态势，近三年增长率维持在 20% 左右。因此，我们预测，在短期的高速增长阶段，增长率为 18%，过

渡阶段为 10%，永续期增长率可能有所下降，我们预测为 8%。

3、假设短期股利分红率为 30%，根据过去几年股利分红的数值取均值得出；过渡增长期和永续期的支付率随净利润的高速增长可能会有所下降，我们预测的数值分别为 30 和 21%。

4、由于常熟银行一直保持在农商行中的竞争优势，未来净利润可观。我们假定短期的 ROE 为 12.09%，过渡期和永续期为 12.75%。过渡期和永续期 ROE 较短期较低的原因主要是长期以来银行业的整体估值偏低，且与其通常致于我国名义 GDP 的增速有关。

5、由于永续增长率和折现率对预测结果的影响较大，因此我们用这两个因素来做敏感性分析。

按照以上主要假设条件，采用绝对估值法敏感性分析得出的股价公允价值为 9.5-10.5 元/股，对应 PB 为 1.3-1.4 倍。

**表10：关键性假设**

关键性假设	数值
长期增长率	6.00%
无风险利率	3.40%
$\beta$ (levered)	1.10
市场风险溢价	4.90%
COE	8.79%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**表11：各阶段预测值**

	详细预测期 (2020E-2022E)	过渡增长期 (2023E-2033E)	永续增长期 (2034E—)
净息差	3.00%	2.50%	2.50%
生息资产/总资产	90.00%	85.00%	70.00%
贷款总额/生息资产	60.76%	73.76%	70.00%
净非利息收入/营业收入	10.74%	15.00%	15.00%
成本收入比(含营业税)	38.57%	38.57%	38.57%
PPOP ROAA	1.86%	1.54%	1.26%
信用成本	1.51%	1.80%	2.00%
有效税率	16.85%	16.85%	16.85%
ROAA	1.17%	1.20%	1.16%
权益乘数	10.55	10.00	9.00
ROAE	12.09%	12.75%	12.75%
股利支付率	30.00%	30.00%	21.00%
增长率 g	18.00%	10.00%	6.00%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表12: 敏感性分析

	折现率				
	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%
4.5%	9.71	8.42	7.43	6.64	6.00
5.0%	10.87	9.23	8.01	7.07	6.33
永续 5.5%	12.54	10.32	8.77	7.62	6.74
增长 6.0%	15.15	11.89	9.80	8.34	7.26
率 6.5%	19.77	14.34	11.28	9.31	7.93
7.0%	30.24	18.70	13.59	10.70	8.85
7.5%	76.82	28.56	17.69	12.88	10.16

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 9.2、相对估值

常熟银行是区域性银行中的佼佼者,其资产质量、风控水平,业务构成各方面均非常优秀。从前述分析可以看出,常熟银行无疑是发展前景较好的农商行,这与其特别注重前瞻性研究和布局扩张,保证战略引领有着很大的关系。因此,未来常熟银行将依然保持高 PE。我们预测,2020 年常熟银行的 PE 合理区间在 11.5-12 之间, PB 在 1.25-1.4 倍之间,对应合理股价区间为 9-10 元。

表13: 各银行盈利比较

名称	代码	净利润同比增长率(%)			市盈率 PE			市净率 PB		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
区域性银行平均	-	12.41	12.03	12.92	7.31	6.22	5.49	0.84	0.79	0.70
常熟银行*	601128.SH	6.04	26.58	15.95	11.82	9.34	8.06	1.23	1.09	0.96
宁波银行*	002142.SZ	24.53	24.47	20.00	10.16	9.35	7.86	1.67	1.67	1.42
杭州银行	600926.SH	21.99	15.57	17.14	7.73	6.69	5.71	0.92	0.90	0.84
成都银行	601838.SH	19.17	16.01	15.16	5.04	4.34	3.77	0.76	0.74	0.7
南京银行	601009.SH	12.47	12.37	13.90	6.13	5.43	4.76	0.94	0.87	0.79
长沙银行	601577.SH	8.63	13.00	13.58	5.20	4.60	4.05	0.73	0.70	0.64
江苏银行	600919.SH	8.61	8.46	10.64	4.70	4.33	3.92	0.60	0.58	0.55
渝农商行	601077.SH	7.75	12.38	9.96	5.70	5.07	4.61	0.61	0.57	0.51
北京银行	601169.SH	7.19	6.35	7.08	4.81	4.52	4.23	0.52	0.50	0.48
苏州银行	002966.SZ	3.61	8.09	11.75	11.46	10.60	9.49	1.01	0.95	0.83
上海银行	601229.SH	12.13	10.93	11.19	5.68	5.12	4.56	0.70	0.64	0.54

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (带\*为新时代银行行业覆盖标的, 其余公司均采用 wind 一致预期, 股价为 2020 年 06 月 05 日收盘价)

## 9.3、股价驱动因素

长期股价催化剂: 中国长期的经济结构发展, 金融市场的进一步完善, 以及公司致力的经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂: “普惠金融、责任银行”的战略定位, 坚持支农支小市场定位, 围绕服务实体经济的服务理念推广; 聚焦小微客户, 优质资产占比增加; 理财业务及手续费及佣金的收入有望增长。



## 10、风险提示

经营风险：业务转型带来的风险以及不良贷款率异常升高等。

政策风险：供给侧改革后，我国对银行业监管政策趋严，限制了同业业务为代表的多项增加银行收入的业务发展。

市场风险：中国经济受疫情影响的经济下行的风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒使机构暂停营业。

## 附录：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	92,795	109,944	119,923	132,522	143,124	每股指标					
贷款减值准备	4,069	4,728	5,438	6,253	7,191	PE	11.56	11.65	9.61	8.04	7.08
债券投资	42,659	54,679	60,147	64,358	68,863	PB	1.40	1.23	1.09	0.96	0.85
存放央行	16,760	17,542	19,296	15,642	18,144	EPS	0.66	0.65	0.79	0.94	1.07
同业资产	2,448	3,928	3,442	3,373	3,202	BVPS	5.41	6.18	6.97	7.91	8.98
<b>资产总额</b>	<b>166,704</b>	<b>184,839</b>	<b>210,659</b>	<b>248,364</b>	<b>291,894</b>	每股拨备前利润	1.58	1.42	1.62	1.84	2.04
吸收存款	113,101	138,079	165,695	195,520	226,803	驱动性分析					
同业负债	11,510	15,582	15,838	16,182	16,389	生息资产增长	19.90%	20.43%	8.83%	10.63%	8.64%
发行债券	24,069	11,433	13,720	15,092	16,601	贷款增长	19.26%	18.48%	9.08%	10.51%	8.00%
<b>负债总额</b>	<b>153,169</b>	<b>166,940</b>	<b>190,455</b>	<b>225,409</b>	<b>265,811</b>	存款增长	14.24%	22.08%	20.00%	18.00%	16.00%
<b>股东权益</b>	<b>13,536</b>	<b>17,899</b>	<b>20,203</b>	<b>22,955</b>	<b>26,082</b>	净手续费收入/营业收入	6.40%	5.07%	4.64%	4.28%	3.98%
						成本收入比	37.06%	38.57%	38.57%	38.57%	38.57%
						实际所得税税率	20.77%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%
<b>利润表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>盈利及杜邦分析</b>					
净利息收入	5,099	5,690	6,536	7,475	8,222	净利息收入	3.26%	3.24%	3.31%	3.26%	3.04%
净手续费收入	367	324	340	357	368	净非利息收入	0.41%	0.40%	0.40%	0.38%	0.38%
其他非息收入	269	375	450	518	648	营业收入	3.67%	3.64%	3.71%	3.64%	3.42%
<b>营业收入</b>	<b>5,735</b>	<b>6,390</b>	<b>7,327</b>	<b>8,350</b>	<b>9,238</b>	营业支出	1.38%	1.43%	1.46%	1.44%	1.35%
税金及附加	(38)	(40)	(68)	(76)	(83)	拨备前利润	2.28%	2.21%	2.24%	2.20%	2.07%
业务及管理费	(2,125)	(2,465)	(2,826)	(3,221)	(3,563)	资产减值损失	1.07%	0.95%	0.84%	0.76%	0.68%
营业外净收入	(3)	(4)	1	2	3	税前利润	1.21%	1.26%	1.40%	1.44%	1.39%
拨备前利润	3,568	3,881	4,434	5,055	5,594	税收	0.25%	0.21%	0.24%	0.24%	0.23%
资产及信用减值损失	(1,679)	(1,663)	(1,663)	(1,746)	(1,833)	ROAA	0.96%	1.05%	1.17%	1.20%	1.16%
<b>税前利润</b>	<b>1,889</b>	<b>2,218</b>	<b>2,771</b>	<b>3,309</b>	<b>3,761</b>	ROAE	12.15%	11.73%	12.09%	12.75%	12.75%
<b>税后利润</b>	<b>1,497</b>	<b>1,844</b>	<b>2,304</b>	<b>2,752</b>	<b>3,127</b>	<b>业绩年增长率</b>					
<b>归属母行净利润</b>	<b>1,486</b>	<b>1,785</b>	<b>2,165</b>	<b>2,586</b>	<b>2,939</b>	净利息收入	17.93%	11.59%	14.87%	14.36%	10.00%
<b>资本情况</b>						净手续费收入	(13.42%)	(11.78%)	5.00%	5.00%	3.00%
核心一级资本充足率	10.49%	12.44%	13.30%	14.51%	14.95%	营业收入	16.35%	11.40%	14.67%	13.96%	10.63%
一级资本充足率	10.53%	12.49%	13.35%	14.57%	15.00%	拨备前利润	17.21%	8.78%	14.26%	14.02%	10.66%
资本充足率	15.12%	15.10%	15.25%	15.11%	14.97%	归属母行净利润	17.53%	20.14%	21.29%	19.43%	13.65%
风险加权系数	0.75	0.75	0.77	0.80	0.82						

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**郑嘉伟**，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>