

银行

商业模式研究：为何常熟银行将成为江苏省微贷业务龙头？

微贷业务的市场空间：全国个人经营性贷款约 10 万亿，江苏省约 6000 亿（覆盖人口约 8000 万，人均约 7400 元）。全国口径来看，法人属性的小微企业贷款约 26 万亿（占全行业贷款总额的 19%），自然人属性的个人经营性贷款（也就是我们常说的微贷，主要针对的是个体工商户、小微企业主）约 10.01 万亿（7.4%）。对于多数银行而言，信息不对称使得小微业务综合成本较高。按照银保监会测算，即便假设不良率控制在 3% 以下，小微贷款利率的盈亏平衡点约在 5%-5.7%，18 年 500 万元以下小微企业贷款不良率达 5.5%，当前新发放的小微贷款平均利率仅为 6.16%，因此对于大多数银行而言，小微业务盈利空间较小。但也有一些银行（如常熟、台州等）深耕小微业务多年，且经历多轮经济周期的考验，成为专业的小微客户服务商。

微贷业务：区域性专业市场，专业的中小银行才能做好。

1) **全国性银行：**业务贡献较小，微贷业务是“大炮打蚊子”。国有大行、股份行面对的是全国信贷市场，经营性贷款占其比重不超过 8%，即便把全国市场都拿下，对贷款总额贡献不到 7%，而拿下全国市场其需要额外培养 41 万个客户经理（按人均管户金额 1500 万估算），相当于“再造一个工行”。这一角度可以部分解释，全国性银行不会也不能将微贷业务作为战略重心，农商行扮演着微贷业务的核心供应商的角色（规模、增速在各类银行中均最高）。18 年大行新投放的 3463 亿普惠型小微贷款中，62% 投向了 500 万以下的小微法人企业，只有 38% 投向了微贷，而小型城商行、农商行这一比例高达 92.9%、91.4%。

2) **区域性中小行：**需有一定的市场容量，否则难以实现“规模效应”。近几年跨区经营监管严格，城商行、农商行难以在异地新增开设分行，只能在现有分行的基础上，向下扎根支行与网点。因此对于大多数中小行而言，区域业务空间的土壤对其微贷业务有较大的影响。从土壤上看，目前适合微贷业务发育的地区主要集中在浙江、广东、江苏等经济成熟省份；从空间上看，大多数县域地区个人经营性贷款规模不超过 50 亿。以常熟银行为例（3.5 亿的前期投入，以及成熟状态下 4% 左右的利差）简单测算，银行需积累 90 亿的微贷规模（按 50% 市占率算，需跨 4 个 50 亿级别的县域地区）才能实现盈亏平衡，大多数农商行难以满足这一条件。

只有体量适中、管理层战略定力强、已有现成专业体系，且网点覆盖面相对较广的中小银行才能做好，而其一旦建立优势将逐步成为区域龙头。

为什么说常熟银行将成为微贷业务龙头？目前常熟银行已成为江苏省内优质的微贷业务服务商，从规模上看，其个人经营贷约 340 亿，江苏省内市占率最高（5.08%），高出第二名的江苏银行 100 亿以上。从质量上看，常熟银行成熟的业务体系将微贷转化为“高收益+低不良”的优质资产，其收益率在 8%-10% 左右，多年来不良率从未超过 1%。常熟银行微贷业务护城河稳固，预计未来市占率仍将不断提升，主要基于：

1) **两大“壁垒”：**A. 江苏省内网点布局最广的农商行，已在江苏省 13 个地级市的 10 个中设置了 27 家分支行，对应微贷业务空间高达 2900 亿，覆盖人口 4600 多万，是常熟本地的 31 倍。B. 具有灵活的“人才招聘机制”，这也是其 14-16 年微贷业务发展期，员工总数能迅速翻番至超过 5000 人的重要原因（主因社保缴纳地的历史遗留原因）。

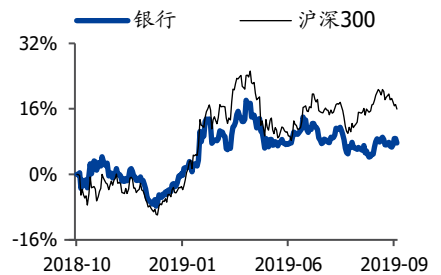
2) **两大“软实力”：**A. “IPC+信贷工厂”的成熟业务体系，兼顾了效率与放贷质量；B. 稳定的管理层带来极强的战略定力与优异的公司治理。

投资建议：金融供给侧改革的大背景下，微贷业务大有可为。常熟银行将逐步成长为江苏省内微贷业务的龙头，中长期看投资价值凸显，目前其 19、20PB 仅 1.32x、1.19x，未来估值有较大的提升空间。

风险提示：微贷投放不及预期；限售股解禁带来波动；宏观经济下滑超预期，利率市场化推进超预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

研究助理 陈功

邮箱：chenggong2@gszq.com

相关研究

- 1、《银行：外资更青睐哪些板块？哪些金融个股？》
2019-09-10
- 2、《银行业研究框架暨 2019 中报综述：如何看财务报表、经营情况、识别风险》2019-09-03
- 3、《常熟银行：为什么持续推荐，六大市场关注点详解》
2019-04-28



内容目录

一、微贷业务：专业化市场，龙头集中度将不断提高.....	4
1.1 小微贷款的口径梳理：法人小微企业 VS 个人经营性贷款.....	4
1.2 小微业务难在哪里？.....	5
1.3 微贷业务：区域性专业市场，专业的小银行才能做好.....	7
1) 全国性银行：业务贡献空间较小，微贷业务是“大炮打蚊子”.....	7
2) 区域性中小行：需要有一定的微贷规模基础，否则难以实现“规模效应”.....	8
1.4 我国微贷业务的早期经验：IPC技术、国开行“微贷款项目”.....	10
二、常熟银行：有望成为江苏省微贷业务的龙头.....	13
2.1 十年沉淀，常熟银行已成为江苏省内优质的微贷业务服务商.....	13
2.2 为什么说常熟银行未来将继续成长为江苏地区的龙头？.....	14
2.2.1 壁垒之一：江苏地区的农商行中最全的网点布局.....	14
2.2.2 壁垒之二：灵活、完善的人才管理体系.....	16
2.2.3“软实力”之一：成熟的微贷业务模式.....	17
2.2.4“软实力”之二：合理的公司治理，管理层战略定力极强.....	19
三、台州银行 VS 常熟银行有何异同？.....	20
风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 常熟银行贷款、客户结构.....	4
图表 2: 常见贷款类型的户均贷款情况（测算，万元）.....	4
图表 3: 18 年小微企业贷款余额、增速情况（万亿元）.....	5
图表 4: 主要银行贷款收益率 VS 民间融资利率（19H）.....	6
图表 5: 18 年末小微贷款市场供给格局（亿元）.....	7
图表 6: 银行业务微贷总额 VS 全国性银行贷款总额（亿元）.....	8
图表 7: 18 年大行、小型城商行、农商行普惠型小微贷款投放结构（增量占比）.....	8
图表 8: 18 年末全国各省份小微贷款市场情况（部分，亿元）.....	9
图表 9: 江苏省部分地级市、县级市个人经营性贷款情况（17A，亿元）.....	9
图表 10: 11 年以来常熟银行零售业务部门资本开支情况.....	10
图表 11: 13-16 年上市农商行零售部门累计利润与资本性支出（亿元）.....	10
图表 12: 2006-2010 微贷款项目的初期目标与最终结果对比.....	11
图表 13: 2006-2010 六家合作银行微贷项目的收益率、成本率、利差及盈亏平衡情况.....	11
图表 14: 台州银行小微贷款增长情况（亿元）.....	12
图表 15: 台州银行净息差、ROE 情况.....	12
图表 16: 台州银行不良率、逾期贷款占比情况.....	12
图表 17: 国内已有超过 30 家金融机构与 IPC 进行合作.....	13
图表 18: 11-16 年同业业务扩张期，台州银行总资产增速相对同业较低.....	13
图表 19: 常熟银行 13-16 年微贷事业部贷款规模迎来快速增长期.....	13
图表 20: 13-16 年常熟银行微贷事业部人员快速增长.....	13
图表 21: 2019H 上市银行零售贷款收益率、整体不良率情况（%）.....	14
图表 22: 2019H 江苏省主要区域性银行的个人经营性贷款情况（亿元）.....	14
图表 23: 江苏省上市农商行异地布局情况（2019H）.....	15
图表 24: 常熟银行江苏省内分支机构所在地的个人经营性贷款的余额测算（2017A，亿元）.....	15
图表 25: 常熟银行个人经营贷款在江苏省整体的市占率不断提高.....	16

图表 26: 常熟银行近几年新开设的异地分支行未来空间巨大.....	16
图表 27: 江苏省上市农商行人员规模情况 (人)	16
图表 28: 常熟银行微贷业务模式下, 异地拓展流程较为标准化	17
图表 29: 常熟银行微贷业务成熟的培训体系	17
图表 30: 常熟银行微贷业务独特的风控体系	18
图表 31: 常熟本地调研的三家典型商户的相关经营、贷款信息.....	19
图表 32: 常熟银行微贷业务框架下, 异地拓展流程较为标准化	19
图表 33: 微贷业务异地复制速度较快.....	19
图表 34: 常熟银行、台州银行涉农贷款比重远高于江浙两省的平均水平	21
图表 35: 台州银行、常熟银行贷款结构 (按区域)	21
图表 36: 常熟银行、台州银行相比同业的 ROE 拆分分析.....	22
图表 37: 常熟银行、台州银行相关指标对比 (2018A, 亿元)	22
图表 38: 常熟银行 19 年 9 月 30 日限售股解禁股东明细.....	24

一、微贷业务：专业化市场，龙头集中度将不断提高

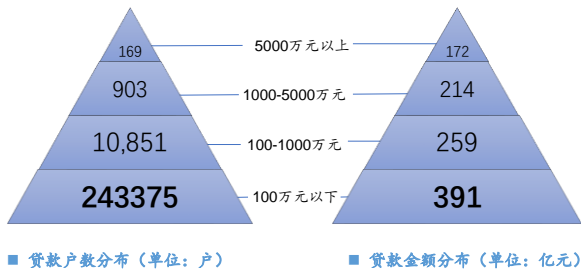
1.1 小微贷款的口径梳理：法人小微企业 VS 个人经营性贷款

我们一般讨论的小微贷款，按照客户主体属性可分为两类：

- 1) 法人属性的小微企业。客户主体是登记在册、具有法人地位小型、微型企业，一般被放在对公贷款中。截止 2018 年末，国标口径的小微企业贷款¹约 26 万亿，占贷款总额的 19%，增速约为 7.2%。
- 2) 自然人属性的个人经营性贷款（微贷）。客户主体往往是农户、个体工商户以及小微企业主等，一般被银行列入个人经营性贷款中。这类贷款对应我们常说的“微贷业务”，是本篇报告研究的重点，其中以台州银行、常熟银行为代表。相比法人小微企业贷款，这类贷款“更小、更散、更下沉”，以常熟银行为例，19H 其 100 万以下贷款金额为 391 亿（占贷款总额的 38%），但客户数达到 24.3 万户（占总户数的 95.3%），户均贷款仅 16 万元，低于一般的企业贷款（1000 万以上）、小微企业贷款（100 万-1000 万左右）。央行的信贷收支表中显示，18 年末，全国个人经营性贷款余额约 10.01 万亿，增速为 12.3%，占贷款总额的比例约 7.4%。

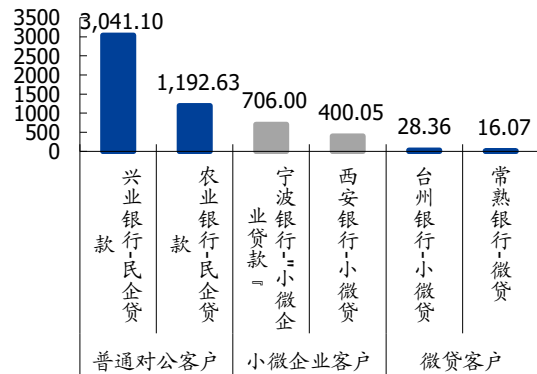
综合来看，广义口径下这两大主体合计小微贷款约 36 万亿。

图表 1：常熟银行贷款、客户结构



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 2：常见贷款类型的户均贷款情况（测算，万元）



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

注：台州银行小微贷款为 17 年数据，各家银行口径或有一定差异；民企贷款中包含了小微贷款。

金融供给侧改革的大背景下，各类激励政策围绕“普惠型小微企业贷款”展开。主要包括了单户授信在 1000 万以内的小微法人企业、个体工商户及小微企业主。根据央行数据测算，18 年末 1000 万以内普惠型小微企业贷款约 9.5 万亿，其中 1000 万以下的小微企业贷款约 3.34 万亿，个体工商户及小微企业主的经营性贷款约 6.16 万亿。普惠型小微贷款既是重要的监管、考核指标（如“两增两控”要求、国有大行 30% 以上增速的要求），也是优惠政策主要围绕的指标（如普惠金融降准、MLF 合格抵押品范围等）。

¹ 主要指 2011 年工信部等多部委联合发布的《关于印发中小企业划型标准规定的通知》下，根据法人企业的营收、总资产、员工数等指标，再结合行业特点来划分为大型企业、中型企业、小型企业等。国标口径下的小微企业主要是从企业经营的层面进行划分，以便在财政、补贴、税收等方面给予企业优惠。

图表 3: 18 年小微企业贷款余额、增速情况 (万亿元)

	余额	当年增量	同比增速	占贷款总额比重	
				余额占比	新增额占比
贷款总额	136.3	16.17	13.5%	100.0%	100.0%
维度一：信贷收支表拆分					
企业贷款	81.09	7.66	10.4%	59.5%	47.4%
大型企业贷款	28.52	3.08	11.8%	20.9%	19.1%
中型企业贷款	26.56	2.89	12.2%	19.5%	17.9%
国标口径小微企业贷款	26.01	1.69	7.2%	19.1%	10.4%
住户贷款	47.88	7.38	18.2%	35.1%	45.6%
个人消费贷款	37.79	6.27	19.9%	27.7%	38.8%
个人经营性贷款	10.09	1.11	12.3%	7.4%	6.9%
维度二：普惠金融领域贷款					
普惠金融贷款	14.85	1.65	12.5%	10.9%	10.2%
普惠小微贷款 (1000 万以下, 测算)	9.50	1.25	18.0%	5.9%	7.5%
单户授信 500 万-1000 万的小微企业贷款	1.51	0.03	2.2%	1.1%	0.2%
单户授信 500 万元以下小微企业贷款	1.83	0.29	18.5%	1.3%	1.8%
个体工商户、小微企业主经营性贷款	6.16	0.93	17.9%	4.5%	5.8%
农户生产经营贷款	5.06	0.36	7.6%	3.7%	2.2%
创业担保贷款	0.11	0.02	22.5%	0.1%	0.1%
助学贷款	0.11	0.01	13.1%	0.1%	0.1%

资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

注：1000 万以下普惠小微贷款根据央行 19Q1、18Q4 货币政策执行报告测算，普惠金融贷款部分细项有一定重叠。

1.2 小微业务难在哪里？

小微企业、个体工商户是经济新动能培育的重要源泉，但目前确实面临着“融资难、融资贵”的问题。根据央行统计，我国中小微企业贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新、80% 以上的城镇劳动就业、90% 以上的企业数量。但相比传统对公客户，这两类客户面临着“融资难、融资贵的问题”，根据我们前述统计，即便是最广义口径的小微企业+个人经营性贷款仅 37 万亿，占贷款总额不到 27%。

但从银行的角度来说，该业务的综合成本较高。

1) 小微企业：抗周期能力较弱，信贷成本较高。我国小微企业生命周期较短（往往在 3 年以内²），对于大多数银行而言，资产质量“相对难控”，带来较高的信贷成本。18 年末，单户授信 500 万元以下小微企业贷款不良率达 5.5%，远高于行业整体的 1.83% 的不良率。

2) 个人经营性贷款：信息不对称，运营成本高。相比服务大型企业客户的传统对公业务，其特征在：A. 客户众多，单笔贷款的金额较小（往往在 50 万以下），需要非常多的人力资源投入。B. 天然具有“信息不对称”的特性。首先，个体工商户本身规模较小，不需要、也难以建立健全的财务信息体制。其次，微贷客户本身金融参与度也较低（如常

² 数据来源：<https://news.rednet.cn/c/2018/03/01/4565541.htm>

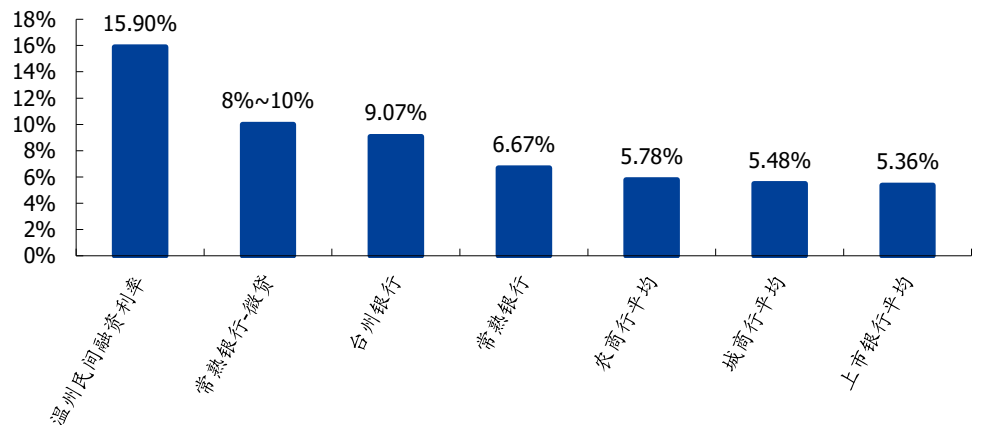
熟银行客户中，78%为首次贷款客户），因此第三方数据（企业经营数据、流水、社保等数据）也有限。最后，客户本身“个性化”特征较强，可能涉及各行各业，即便是在同一行业中，各个商户的经营模式、周期都不一样。

因此综合下来，做好个人经营性贷款需要极高的运营成本，一方面需要大量的信贷员进行信息甄别、获客、活客、服务与管理，另一方面也对人员管理体系、组织框架与IT系统提出了更高的要求。此外，由于客户分散，微贷业务初期的规模无法迅速上量，需要长时间一家一户地积累客户，人力的投入较大，这也使得业务在开展初期很难快速获利，需要持续经营才能逐步实现盈利。

目前大多数银行从事小微业务的难度较大，发展空间较小。按照银保监会测算，小微企业贷款按照“保本微利”、商业可持续的盈亏平衡点来测算，即便假设不良率控制在3%以下，小微贷款利率的盈亏平衡点约在5%-5.7%。在整体不良率达5.5%的情况下，当前新发放的小微贷款平均利率仅为6.16%，因此对于大多数技术、业务模式没有优势的银行而言，小微业务盈利空间较小，且风险控制较难。

换个角度看，微贷业务一旦机制成熟，形成规模效应，发展空间较大。小微客户受到的金融服务不充分，银行的议价能力较强，如常熟银行微贷业务的平均收益率在8%-10%左右，带动其19H整体贷款收益率高达6.67%；而微贷业务占比更高的台州银行贷款收益率高达9.07%，两家银行均远高于同业。但是，微贷利率相比民间资金利率仍处于“较低水平”（wind数据显示，19年以来温州地区民间融资综合利率高达15.9%），且跟银行打交道更为透明、也更加放心，银行从事微贷业务的发展空间较大。

图表4：主要银行贷款收益率 VS 民间融资利率（19H）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

综合来说，小微业务本身具有较强的发展空间。若能通过专业的技术，配合完善的人员体系、管理、风控体系，克服信息不对称性后，可以获得丰厚的“超额收益”。有一些银行（常熟、台州、泰隆银行等）深耕小微业务多年，在特定领域（如常熟银行的微贷业务、部分银行的零售公司业务）沉淀了独特的业务体系，能将小微业务这块“硬骨头”转变为高盈利+低不良的“香饽饽”，且经历了多轮经济周期的考验，一直保持着资产质量的稳定，成为了专业的小微客户服务商。

让专业的人做专业的事，这是亘古不变的道理。本文将着重讨论微贷业务（对应个人经营性贷款），并论证在金融供给侧改革的不断推进的背景下，为什么常熟银行将逐步发展成为江苏省“微贷”业务的龙头。

1.3 微贷业务：区域性专业市场，专业的小银行才能做好

前文着重从业务角度分析了，为什么银行开展微贷业务相比传统对公业务的难度较大，银行需要建立一套专门的业务体系，来经营这一门生意，并且需要通过较长的时间积累客户、在规模达到一定量了之后才能逐步实现盈利。

接下来我们从现存市场的角度来分析，为什么对微贷业务，大型银行不能当成战略方向来做（也不擅长做），太小的只在本地经营的银行又很难做好，只有体量适中、管理层战略定力强、已有现成专业体系，且网点覆盖面相对较广的小银行才能做好。

1) 全国性银行：业务贡献空间较小，微贷业务是“大炮打蚊子”

根据央行的数据，18年末全行业发放个人经营性贷款余额为10.1万亿，其中符合普惠型小微口径的个体工商户及小微企业主贷款为6.2万亿，其占全行业贷款总额仅4.5%。由于国有大行、股份行面对的是全国性的市场，因此微贷对他们而言市场太小，就算把这6.2万亿全部拿下，其对贷款总额（约88.4万亿）的贡献不到7%，可获得的收益微乎其微。而与此对应，假设平均每个客户经理管理1500万规模的微贷，对应其需要至少培养41万个客户经理，相当于“再造一个工商银行”（18年工行职工总数为44万人），一方面需要花费大量的人力成本，另一方面还需要重新建立庞大的业务管理体系。更重要的是，大多数微贷客户较为下沉，信息又较为不透明，需要大量的实地考察，而大多数国有大行（除农行、邮储银行外）的网点布局相对小型城商行、农商行下沉力度有限，业务层面有着先天的劣势。

因此从“性价比”的角度考虑，全国性银行（国有大行、股份行以及大型城商行）难以将主要精力放在小微贷款的信贷投放上。从18年的数据来看，农商行扮演着微贷业务的核心供应商的角色，其微贷余额1.7万亿，占微贷总额的28%，增速高达25%，不论是规模还是增速均为各类银行最高，而中资大型银行的微贷余额仅1.2万亿。在18年“两增两控”加大小微贷款信贷投放的政策导向下，大行整体普惠小微贷款获得了22.8%的增长的不错成绩，其中微贷增速约12.1%。其新投放的3463亿普惠型小微贷款中，62%投向了500万以下的小微法人企业，38%投向了个体工商户及小微企业主的经营贷（微贷）。小型城商行、农商行这一比例高达92.9%、91.4%。

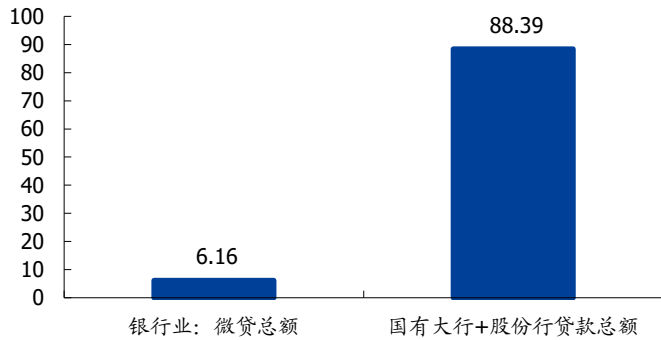
展望未来，在金融供给侧改革推进的背景下，全国性银行普惠型小微贷款仍保持较高的增长，但预计将继续以小微企业贷款为主力，其相比微贷客户（个人经营性贷款）“没那么下沉”，单笔金额更大，财务与征信信息也相对易得，与其经营风格也更匹配。

图表5：18年末小微贷款市场供给格局（亿元）

	普惠小微			单户授信500万元以下小微企业			个体工商户和小微企业主经营性		
	余额	占比	同比增速	余额	占比	同比增速	余额	占比	同比增速
全金融机构	79924	100.0%	18.0%	18333	100.0%	18.5%	61591	100.0%	17.9%
银行业存款类金融机构	79405	99.4%	17.6%	18030	98.3%	17.3%	61375	99.6%	17.7%
中资大型银行	18634	23.3%	22.8%	6339	34.6%	50.8%	12295	20.0%	12.1%
中资中型银行	15989	20.0%	20.7%	1181	6.4%	3.5%	14808	24.0%	22.3%
中资小型银行	40088	50.2%	18.2%	9586	52.3%	7.7%	30502	49.5%	22.0%
小型城商行	10822	13.5%	15.0%	2829	15.4%	3.7%	7993	13.0%	19.6%
农村商业银行	22039	27.6%	20.3%	4845	26.4%	7.1%	17194	27.9%	24.6%
农村合作银行	302	0.4%	-31.0%	36	0.2%	-37.0%	266	0.4%	-30.1%
村镇银行	5072	6.3%	13.4%	1481	8.1%	6.0%	3590	5.8%	16.7%
农村信用合作社	4526	5.7%	-9.9%	810	4.4%	-19.4%	3716	6.0%	-7.5%
其他	168	0.2%	5.2%	115	0.6%	-4.1%	55	0.1%	32.0%

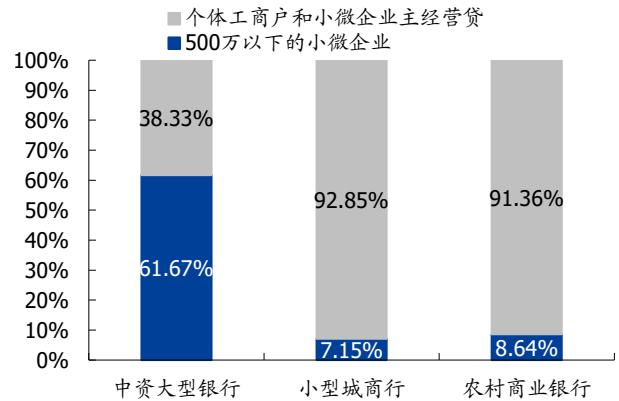
资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

图表 6: 银行业务微贷总额 VS 全国性银行贷款总额 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 7: 18 年大行、小型城商行、农商行普惠型小微贷款投放结构 (增量占比)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2) 区域性中小行: 需要有一定的微贷规模基础, 否则难以实现“规模效应”

相比全国性银行, 区域性中小行的一大特点在于其经营范围集中在“当地”, 尤其在近几年“资金不出省”、跨区经营从严监管以来, 城商行、农商行基本上难以在异地新增开设分行, 只能在现有分行的基础上, 向下扎根支行与网点。因此对于大多数中小行而言, 其只能面对本地的市场, 区域经济的土壤对其微贷业务的开展空间有较大的影响。

经济成熟、发达的地区往往微贷的土壤更好。披露相关数据的省份中, 个人经营性贷款发展较好的地区为浙江、广东、江苏三省, 其个人经营性贷款分别高达 1.1 万亿、9671 亿、5991 亿, 规模位于各省份前三, 且其整体增速、人均贷款情况都整体优于其他省份。这三个省份发展较快的背后是其成熟的经济带来的“优质土壤”, 这三大省份不仅 GDP 总量大, 增速稳定, 而且均逐步从“投资驱动型”转变为“消费驱动型”, 消费增速明显高于投资增速。具体来说:

1) 浙江地区最为成熟, 其个人经营性贷款规模最高, 占贷款总额比重高达 12.55% (远高于其他省份), 与此同时仍保持着增速均保持在 10% 以上的较高水平, 微贷业务多年保持着较快的增长。

2) 广东、江苏地区个人经营性贷款处于快速发展的阶段, 18 年增速分别高达 18.95%、15.98%, 大幅领先其余地区。而两省个人经营性贷款占总贷款比重分别仅 7.0%、5.2%, 低于全国平均水平, 未来仍有进一步上升的空间。

图表 8: 18 年末全国各省份小微贷款市场情况 (部分, 亿元)

	个人经营性贷款	个人经营性贷款占贷款总额比重	个人经营性贷款增速	常住人口 (万人)	人均贷款 (元/人)	2018年经济增速 (%)			过去3年复合增速 (%)		
						GDP	消费	投资	GDP	消费	投资
全国	100,940	7.43%	12.34%	139,538	7,234	6.60	8.98	5.90	6.70	9.86	7.06
浙江	11,115	12.55%	10.32%	5,737	19,374	7.10	9.00	7.10	7.47	10.20	8.86
广东	9,671	7.00%	18.95%	11,346	8,524	6.80	8.80	10.70	7.28	9.66	11.39
江苏	5,991	5.18%	15.98%	8,051	7,441	6.70	7.90	5.50	7.22	9.79	6.83
山东	5,211	6.97%	15.03%	10,047	5,187	6.40	8.80	4.10	7.12	9.66	7.27
四川	4,393	8.12%	10.50%	8,341	5,267	8.00	11.10	10.20	7.97	11.60	11.29
河北	3,840	8.04%	9.29%	7,556	5,082	6.60	9.00	6.00	6.67	10.10	6.56
广西	2,529	9.69%	6.75%	4,926	5,134	6.80	9.30	10.80	7.07	10.40	12.13
陕西	2,158	7.07%	-0.40%	3,864	5,584	8.30	10.20	10.40	7.97	11.00	12.42
新疆	1,605	8.82%	-2.57%	2,487	6,454	6.10	5.20	-25.20	7.10	7.09	-5.21
西藏	278	6.11%	16.98%	344	8,098	9.10	14.20	9.80	9.75	13.53	18.75

资料来源: 统计局, Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 浙江省个人经营性贷款数据为 2017 年数据; 消费增速为社会消费品零售总额同比增速; 投资增速为固定资产形成额增速。

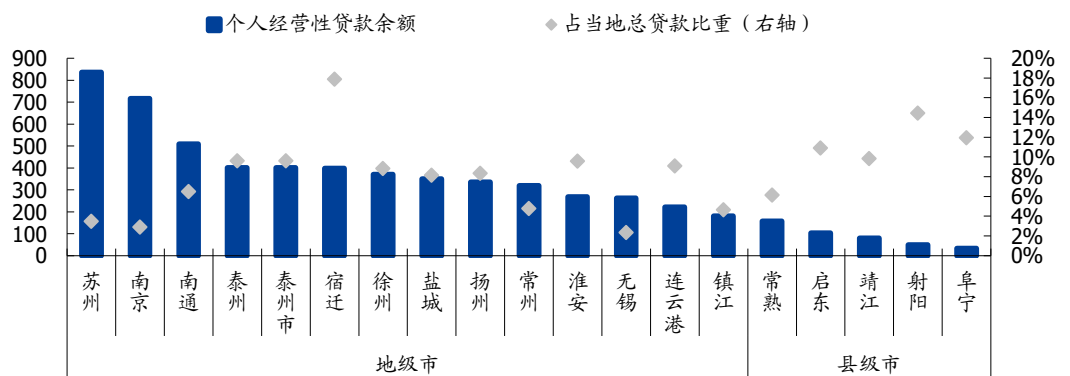
对于仅在本地经营的小型农商行, 本地的微贷规模实在有限, 难以实现“规模经济”。简单从全国的情况看, 各省微贷占贷款总额的比重基本在 15% 以下, 对应到某一个县, 其本地的微贷规模有限。以微贷土壤较好的江苏省为例, 百强县之一的常熟市合计个人经营性贷款余额只有 157 亿, 稍微小一点的射阳县、阜宁县只有不到 50 亿的规模, 对于国内其他欠发达的县域地区微贷规模或更小, 这带来的问题在于:

A. 成本角度: 投入较大。转型微贷业务势必会带来较大的相关投入 (人员、技术、管理体制改革等等)。以常熟银行为例, 其在 13-16 年加大了微贷的相关投入, 共计在零售业务投入资本性开支 3.5 亿元, 其占零售分部税前利润的比重从 12.3% 一度上升至 16 年的 53%。而同在苏州地区、体量相当的其他四家农商行中, 在这 4 年间零售部门的累计税前利润最高仅 4.8 亿 (张家港行), 其他小银行单纯依靠现有的零售部门业务、难以支撑这么大的资本投入。

B. 收益角度: 空间较小。本身当地微贷规模就已经较小 (大多数县域地区不足 50 亿), 此外考虑到全国约 2800 多个县, 而农商行+农村信用社已超过 2200 个, 加上本地的邮储、农行、城商行的分支机构, 因此其最终能获得的“蛋糕”就更小了。

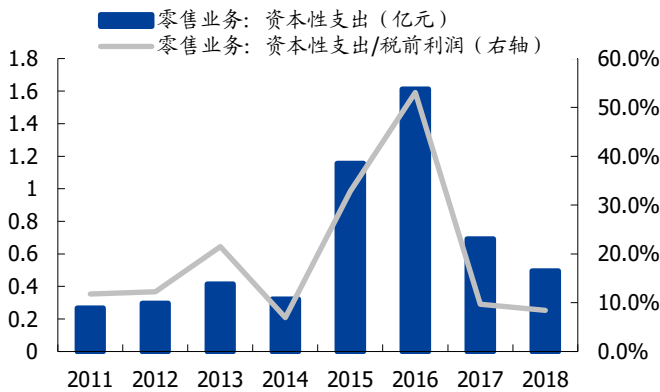
按 3.5 亿的必要前期投入, 以及成熟状态下 4% 左右的利差简单测算 (后文详细叙述 4% 的由来), 银行至少积累 90 亿的微贷规模才能实现盈亏平衡。即便是按照 50% 的平均市占率计算, 一家银行为实现盈利, 至少要跨 4 个 50 亿级别的县域地区进行经营。

图表 9: 江苏省部分地级市、县级市个人经营性贷款情况 (17A, 亿元)



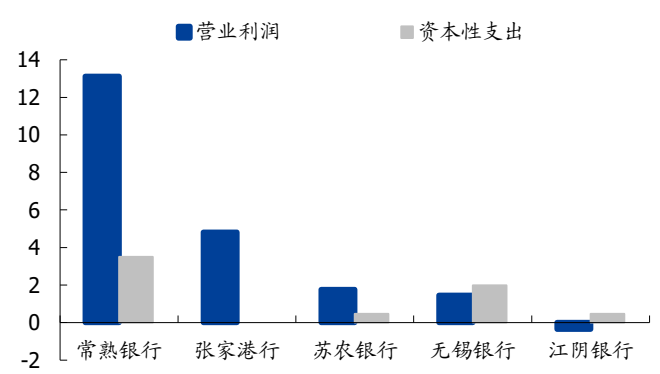
资料来源: 统计局, Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 10: 11 年以来常熟银行零售业务部门资本开支情况



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 11: 13-16 年上市农商行零售部门累计利润与资本性支出 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所
注: 张家港行未单独披露资本性支出额。

因此综合来看, 对微贷业务, 大型银行不愿意做, 太小的只在本地经营的银行又很难做好, 能够做好这一业务的银行需具备几个关键条件:

- 1) **体量适中**。如果体量过大会面临“大炮打蚊子”的问题, 难以成为银行的战略核心, 体量太小又难以负担较高的投入成本;
- 2) **网点下沉**。由于微贷客户众多、分散且大多在县域地区, 为了实现高频次的实地考察需要有下沉的网点体系;
- 3) **有较大的覆盖面**。由于单一某个县的微贷存量有限, 如果仅在本地布局的业务空间较小 (大多不到 50 亿), 但如果能在多个县域有分支机构, 那么其对应的业务空间则可以成倍地放大, 从而实现规模经济;
- 4) **管理层战略定力强, 且最好已有现成专业业务体系**。由于微贷业务需要时间沉淀, 在实现“盈亏平衡”前需要忍受 1-2 年的“铺垫期”, 因此非常考验管理层的战略定力。反过来说, 如果已有专业的业务体系基础, 微贷业务更好开展, 且战略也更容易延续。

1.4 我国微贷业务的早期经验: IPC 技术、国开行“微贷款项目”

IPC 技术是最早引入, 也是当前在微贷业务领域应用最多的一套运营体系。该技术为德国咨询公司 International Project Consulting 经过 30 余年开发并在全球范围内进行实践的, 专门针对微贷业务的一套涉及培训、管理、运营、风控的全流程体系。其技术的核心在于强调通过高频次的实地调研+关联信息交叉验证, 来精准衡量客户的偿债能力与意愿, 以减少信息的不对称性。因此该模式的关键是建立一支专业、尽职的客户经理团队, 全流程参与放贷、定价、风控的流程中, 从贷前决策到贷后管理进行全程跟踪。

IPC 技术的优点在于, 与微贷业务客户的“个性化”特征充分结合, 客户经理对微贷客户了解深入, 减少了信息不对称的同时可以灵活根据不同资质的客户制定不同的价格。但其缺点在于: 1) 对于客户经理的要求较高, 因此需要大量的培训、人力成本; 2) 客户经理采集丰富的“个性化数据”, 贷审会 (有客户经理组成) 需要逐笔仔细审核, 因此放贷效率相对较低 (一般在 3-5 天时间放款); 3) 决策主要依赖信贷员的判断, 可能会产生道德风险。

早在 2005 年, 为破局国内小微企业融资贵、融资难的问题, 国开行启动了“国家开发银行微小企业转贷款项目” (简称“微贷款项目”), 当时就引入 IPC 公司为 12 家合作银行提供无偿技术支持。根据国开行、亚洲开发银行的数据, 自 2005 年到 2011 年 6 月

项目执行期结束，合作银行共计累计发放微贷 24 万笔，金额 245 亿元，平均单笔贷款仅 10 万元，项目下专业支行数量发展到 104 家，微贷款专业信贷员超过 1200 人，贷款逾期率始终控制在 1% 以下，逾期 30 天以上贷款占比最高仅 0.2%，各项指标的表现均优于项目初始设置的目标，整体看取得了较好的效果。

图表 12: 2006-2010 微贷款项目的初期目标与最终结果对比

	小微贷款笔数增速(%)	小微贷款规模增速(%)	逾期 30 天以上贷款占比(%)	培训客户经理数(个)	贷款客户数(户)	
2006	目标	--	3	80	3,360	
	实际	4,226	14,892	0.1	97	4,227
2007	目标	305	305	3	265	13,200
	实际	437	571	0.2	265	22,715
2008	目标	146	146	3	398	40,100
	实际	232	278	0.04	566	75,347
2009	目标	67	67	3	596	72,300
	实际	64	86	0.05	642	123,813
2010	目标	65	65	3	894	119,600
	实际	66	92	0.06	1,079	205,372

资料来源: Wind 资讯, 亚洲开发银行, 国开行, 国盛证券研究所

从经营角度来看，业务成熟后各家合作银行均实现了较好的盈利。根据亚洲开发银行的数据显示，六家最早参与项目的合作银行整体微贷的贷款利率平均可达 14.6%，扣除“项目”的资金成本（1.5%）、信贷成本（0.8%）、人工成本（1.3%）、其他管理费（1.3%）后，剩余的利差高达 9.7%³。

但也需注意的是，由于前期的体系、人员、系统建设需要不断投入，且微贷客户需要不断积累，因此到达盈亏平衡点前的“铺垫期”也较长。六家最早参与项目的合作银行达到盈亏平衡平均耗费 19 个月（1 年半左右），其中九江银行、包商银行在实现盈亏平衡前均等待了两年以上（分别为 25 个月、33 个月）。值得注意的是，这六家银行所获得的 IPC 技术均为“无偿技术协助”，若考虑技术咨询费用，所需的铺垫期或更长。

图表 13: 2006-2010 六家合作银行微贷项目的收益率、成本率、利差及盈亏平衡情况

单位: %	贷款利率	资金成本	贷款损失准备	人工费用	其他费用及摊销	管理费用及摊销	总成本	利差	盈亏平衡所需月份数(月)
包商银行	14.60	1.96	0.48	1.02	0.25	--	3.71	10.89	25
台州银行	11.28	1.99	0.32	0.38	0.18	0.50	3.37	7.91	12
九江银行	16.20	--	--	--	--	--	--	--	33
贵阳银行	18.00	0.70	1.00	2.28	0.30	1.89	6.17	11.83	14
马鞍山农商行	13.00	1.04	1.22	0.13	0.03	1.00	3.43	9.57	14
大庆银行	12-18	2.00		2.70	0.10	1.00	5.80	--	15
平均值	14.60	1.50	0.80	1.30	0.20	1.10	4.90	9.70	19

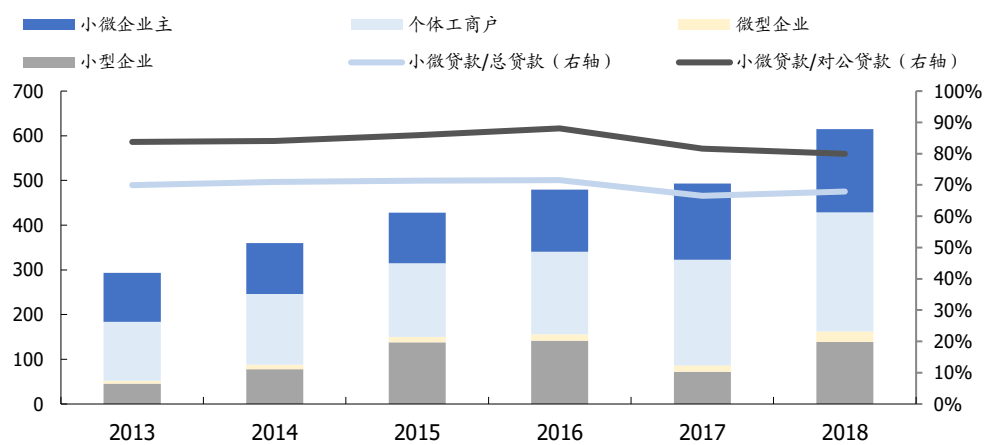
资料来源: Wind 资讯, 亚洲开发银行, 国家开发银行, 国盛证券研究所

³ 当然，由于该项目开展的时间较早（2006 年），当时贷款收益率整体较高（行业当时的平均贷款收益率高达 7%-8% 左右），且由于国开行的资金支持+合作银行行内自身的 FTP 定价上的支持，其项目的资金成本也较低（当前城商行、农商行的付息负债综合成本率在 2.5% 左右）。从目前实地调研的情况来看，纯微贷业务的收益率整体在 8%-10% 左右，资金成本在 2.5% 左右，资产质量保持稳健的情况下，信贷成本 1% 左右，人力成本在 1.5% 左右，对应利差在 3-5% 左右。

“微贷款项目”整体取得了较为出色的成绩，在项目开始不久后，长春农商行、常熟农商行、邮储银行等等银行均主动引入并学习这一技术体系，并根据各家银行的具体经营情况进行改良（如常熟银行结合信贷工厂模式发展出其特色的微贷业务模式，后文将详细叙述）。截止18年初，已有超过30家银行与IPC公司进行合作建立起了微贷业务条线，涉及项目50余个，IPC也因此成为国内微贷业务应用最广的技术体系之一。

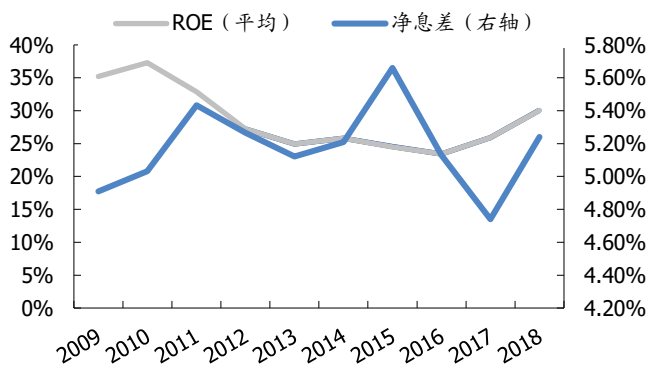
以IPC技术的经典案例--台州银行为例，其早在2005年参与了国开行与IPC公司合作的“微贷款项目”，历经多年沉淀其基于“IPC”技术的微贷业务体系逐步成熟，微贷占比也逐步提升，到2018年末，我们测算其普惠小微贷款占对公贷款比重已高达83.4%⁴，且12年以来持续保持稳定，已成为当地微贷业务的专家。从财务指标来看，在过去10余年中，台州银行的盈利能力显著优于同业，净息差一直保持在5%左右的较高水平，而ROE一直保持在25%-30%左右，大幅领先同业。与此同时，其微贷业务的资产质量经历了历史的考验，07年以来其不良率、逾期贷款占比最高仅0.68%、0.89%。

图表14: 台州银行小微贷款增长情况(亿元)



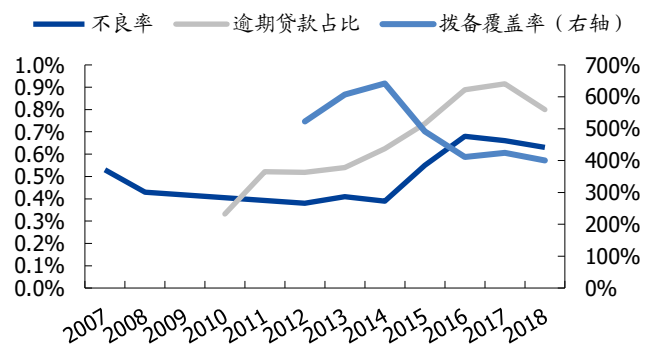
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表15: 台州银行净息差、ROE情况



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表16: 台州银行不良率、逾期贷款占比情况



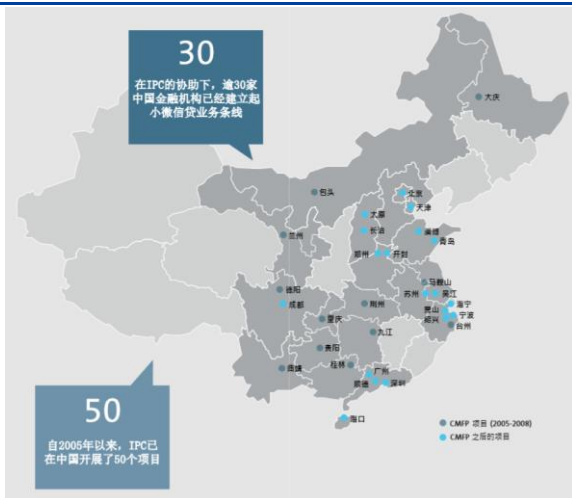
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

但与此同时，也有不少银行因各种原因放弃了微贷战略。这其中可能是因为管理层无法忍受微贷业务较长的铺垫期，亦或是相比之下，同期银行业对公、同业业务发展迅速，可以“赚快钱”。如台州银行在11-16年银行业同业业务扩张期间的平均总资产增速(20.7%)，相比城商行整体增速低了3个百分点以上。

⁴ 18年台州银行本行口径的小型企业、微型企业、个体工商户、小微企业主贷款分别为138.7亿、24亿、266亿、186亿，占其对公(含贴现)贷款总额的769亿的83.4%。

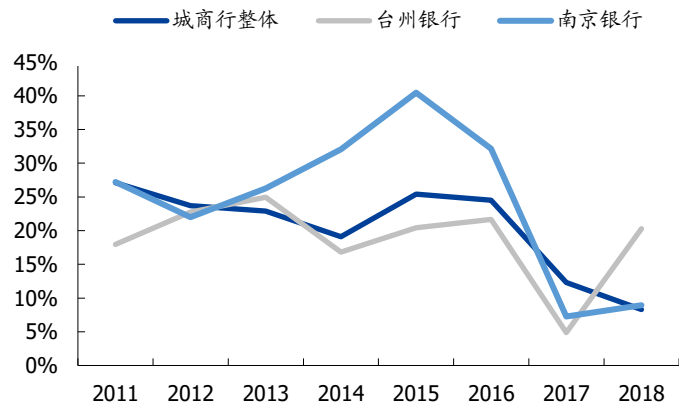
国开行在“微贷款”的项目经验与教训的总结中也明确指出，“部分合作银行对于微贷款战略不够明确和稳定。合作银行董事会、高管层对微贷款业务的战略态度，以及能否持续、稳定支持非常重要，不稳定或不明确的战略决策可能导致业务发展出现波折”。

图表 17: 国内已有超过 30 家金融机构与 IPC 进行合作



资料来源: IPC 官网, 国盛证券研究所

图表 18: 11-16 年同业业务扩张期, 台州银行总资产增速相对同业较低



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

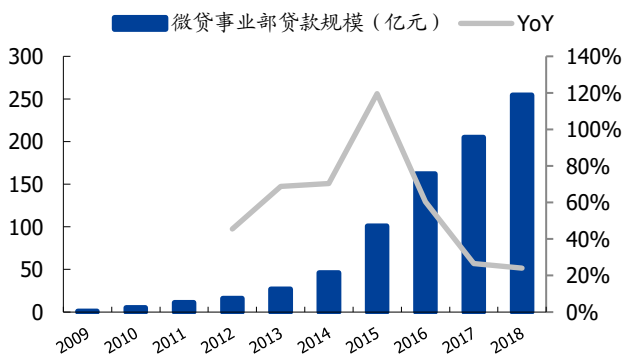
二、常熟银行: 有望成为江苏省微贷业务的龙头

2.1 十年沉淀, 常熟银行已成为江苏省内优质的微贷业务服务商

常熟银行的微贷业务起步于 2008 年, 次年建立小额贷款中心 (准事业部制), 此后几年在引入 IPC 技术的基础上, 结合本地经营状况不断进行改良。经过前期探索、铺垫, 终于业务、管理、人员、风控体系逐步成熟, 练就常熟银行自身独具特色的微贷业务体系, 此后微贷业务迎来快速增长。

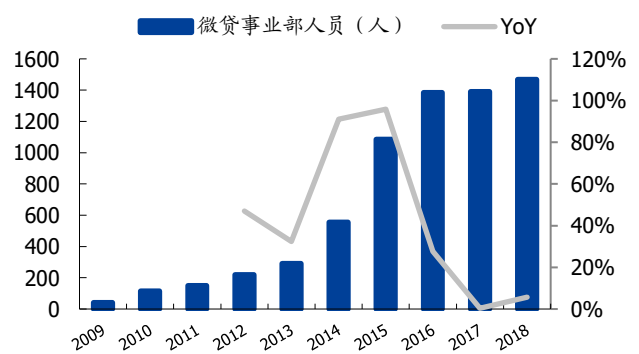
微贷事业部 (主要负责江苏省内) 的微贷余额从 13 年仅 27 亿快速提升至约 240 亿, 人员规模也从 290 人快速提升至约 1500 人 (包括后台 500 人左右)。此外, 省外村镇银行也在微贷业务的发展驱动下规模快速增长, 到 19 年 6 月末规模已超过 100 亿。目前常熟银行微贷余额占贷款总额的比重已高达 37.7%, 预计未来仍将不断提升。

图表 19: 常熟银行 13-16 年微贷事业部贷款规模迎来快速增长期



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

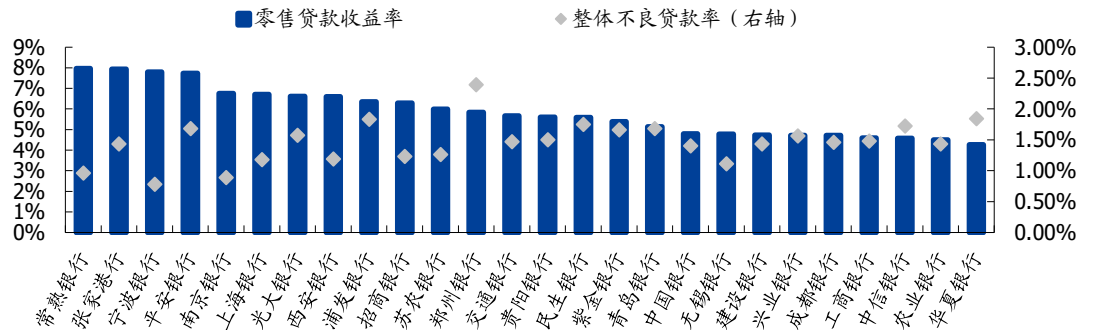
图表 20: 13-16 年常熟银行微贷事业部人员快速增长



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

常熟银行成熟的业务体系将微贷成功转化为“高收益+低不良”的优质资产。其微贷收益率平均在8%-10%左右，带动19H常熟银行整体零售贷款收益率高达7.96%，为上市银行最高水平。与此同时其微贷不良率多年来从未超过1%，19H常熟银行整体不良贷款率、逾期贷款率仅分别为0.96%、0.87%，在上市银行中处于极低水平。

图表 21: 2019H 上市银行零售贷款收益率、整体不良率情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

在江苏省的区域性银行中，常熟银行是最大的微贷业务服务商。由于各家银行没有直接的微贷口径数据，我们通过个人经营性贷款来进行比较。6月末，常熟银行总资产规模1760亿，在省内的城商行、农商行中排第6位，但其个人经营性贷款高达340亿，遥遥领先同业，高出第二名的江苏银行（总资产规模超2万亿）100亿以上。常熟银行个人经营性贷款在江苏省的市占率达5.08%，已成为最大的微贷业务服务商。

图表 22: 2019H 江苏省主要区域性银行的个人经营性贷款情况 (亿元)

银行	类别	总资产	个人经营性贷款	占总贷款比重	江苏省市占率
江苏银行	城商行	20470.10	231.15	2.39%	3.46%
南京银行	城商行	13483.26	135.75	2.52%	2.03%
江南农商行	农商行	4084.62	--	--	--
苏州银行	城商行	3406.33	179.58	11.71%	2.69%
紫金银行	农商行	2042.54	41.31	4.15%	0.62%
常熟银行	农商行	1758.58	339.72	32.81%	5.08%
无锡银行	农商行	1608.69	9.02	1.09%	0.13%
江阴银行	农商行	1253.95	35.53	5.26%	0.53%
张家港行	农商行	1218.91	139.13	21.11%	2.08%
苏州农商行	农商行	1212.42	61.78	9.82%	0.92%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.2 为什么说常熟银行未来将继续成长为江苏地区的龙头?

2.2.1 壁垒之一: 江苏地区的农商行中最全的网点布局

异地扩张布局较早，省内网点覆盖面最广的农商行。常熟银行早在2008年即在江苏省海门市设立支行，成为全国农村中小金融机构首家异地支行。截止19年6月末，常熟银行已在江苏省13个地级市的10个（除了徐州、南京、常州）中设置了27家分支行

(7家分行及20家支行),远高于其他上市农商行。与此同时其在省外已控股30家村镇银行,分布在湖北,河南和云南等地。18年4月更是获得全国首家投资管理型村镇银行牌照,可批量组建、收购村镇银行。在当前跨区经营严监管的情况下,常熟银行的提前布局优势更加凸显,一方面在江苏省内常熟银行可以在现有的分行上继续开设支行,并在支行下继续设立网点,进一步扩大覆盖面;另一方面,在省外常熟银行通过牌照优势,可以通过村镇银行打开扩张空间。

图表 23: 江苏省上市农商行异地布局情况 (2019H)

	参股农商行	控股村镇银行	异地分行	异地支行
张家港行	1	2	3	14
江阴银行	0	5	3	7
无锡银行	2	2	3	7
苏农银行	5	2	1	13
紫金银行	3	0	2	0
常熟银行	7	30	7	20

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

因此,虽然常熟地区的个人经营性贷款规模只有157亿,考虑现有的分支行网点布局,未来微贷业务在省内的空间巨大:

1) 静态看,存量空间巨大。我们测算其在江苏省面对着约2900亿的个人经营性贷款的存量空间,是目前常熟银行在江苏省内微贷总额的近10倍,其覆盖人口高达4600万人,是常熟本地的31倍,19H常熟银行100万以下贷款户数约24.3万户,在4600万人口中的渗透率不到2%,空间巨大;

2) 动态看,大多异地网点成立不久,未来将进入快速扩张期。从异地分行来看,7家异地分行均在14年才开始成立,除南通、盐城初步进入相对成熟的阶段外,其他5家分行过去几年资产增速都保持在20%以上的高速发展阶段。此外,从土壤上看,各大异地网点所在区域经济结构正不断优化,消费增速整体在10%以上,对应未来微贷业务成长的空间巨大。

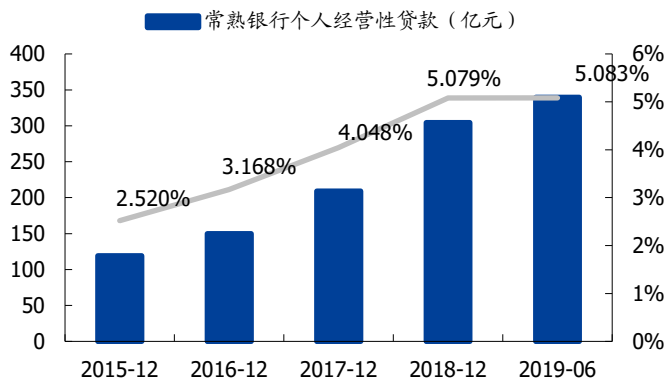
图表 24: 常熟银行江苏省内分支机构所在地的个人经营性贷款的余额测算 (2017A, 亿元)

常熟银行布局	个人经营性贷款					2017经济增速			
	余额	占贷款总额比重	增速	常住人口 (万人)	人均贷款 (元/人)	GDP	消费	投资	
苏州市	苏州分行、张家港支行、常熟总行	835.2	3.5%	8.6%	1,068	7,818	7.1	10.3	-0.3
无锡市	无锡分行、江阴支行	262.7	2.4%	5.3%	655	4,008	7.4	10.9	3.6
南通市	南通分行、通州、海门、如皋、启东、如东支行	509.1	6.5%	5.3%	731	6,969	7.8	9.1	3.1
盐城市	盐城分行、动态、射阳、阜宁、亭湖支行	349.5	8.2%	9.1%	724	4,826	6.8	10.8	10.2
扬州市	扬州分行、江都、邗江支行	335.3	8.4%	3.2%	451	7,438	8.0	10.0	12.2
泰州市	泰州分行、靖江支行	401.1	9.6%	12.2%	465	8,621	8.2	12.2	14.4
镇江市	镇江分行	180.0	4.7%	3.7%	319	5,650	7.2	10.5	-6.2
连云港市-东海县	东海支行	14.9	5.1%	15.5%	97	1,536	11.6	11.4	25.0
宿迁市-泗洪县	泗洪支行	16.1	5.1%	7.2%	90	1,789	11.3	11.0	7.6
淮安市-金湖县	金湖支行	9.6	5.1%	7.2%	33	2,877	10.7	11.0	8.3
南京市	尚未布局	715.7	2.9%	26.2%	834	8,587	8.1	10.2	15.0
徐州市	尚未布局	369.8	8.9%	12.2%	876	4,220	7.7	12.0	10.0
常州市	尚未布局	319.7	4.8%	-3.8%	472	6,778	8.1	11.0	8.1

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

在异地机构的快速发展下,过去几年常熟银行个人经营性贷款在江苏省内的市占率不断提升,已从15年的2.5%翻番到当前的5.1%,预计未来仍将不断提升。

图表 25: 常熟银行个人经营贷款在江苏省整体的市占率不断提高



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 26: 常熟银行近几年新开设的异地分支行未来空间巨大

设立时间	常熟银行异地分支行
2008	海门支行
2009	邗江支行、泗洪支行、金湖支行
2010	如东支行、东海支行、亭湖支行、射阳支行、阜宁支行
2011	启东支行
2014	张家港支行、东台支行、盐城分行、南通分行
2015	无锡分行
2016	扬州分行、泰州分行
2017	苏州分行、通州支行
2018	镇江分行、江都支行、江阴支行、靖江支行、如皋支行
2019	太仓支行、昆山支行、海安支行

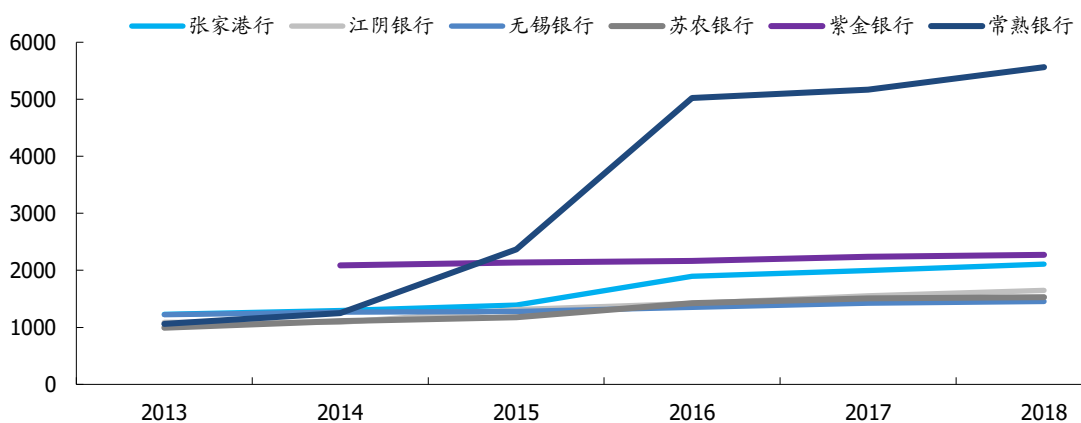
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.2.2 壁垒之二: 灵活、完善的人才管理体系

微贷业务核心竞争力在于“人”。一方面,在前端需要大量的客户经理来开拓客户、实地考察,另一方面,在后台又需要专业的风控人员来把握风险,此外还需要大量的技术人员来进行业务支持。截止 18 年末,常熟银行全行员工数高达 5564 人,其中微贷业务总部员工约 1500 人(客户经理 1000 人,中后台人员约 500 人)、村镇银行员工约 1700 人,远高于可比农商行 2000 人左右的规模。

常熟银行具有江苏省农商行中最灵活的“人才招聘”机制。在 14-16 年微贷业务快速扩张的期间,常熟银行员工总数从 2300 人直接翻番至超过 5000 人,相比同业的差距迅速拉开,为微贷业务的发展提供了重要的支撑。由于历史遗留的社保缴纳地原因,常熟银行在人员招聘的自主性较强,机会来临时可以迅速扩大规模(目前只有张家港行与常熟银行可以实现)。

图表 27: 江苏省上市农商行人员规模情况(人)



资料来源: 实地调查, 国盛证券研究所

需要注意的是,人员扩张的同时更需要一套完善的人员管理体系来实现效率最大化,若管理不善,可能出现“人浮于事”、管理混乱的风险,得不偿失。

经过 10 余年的沉淀，常熟银行已形成了完善、成熟的人员管理体系，具体来说：

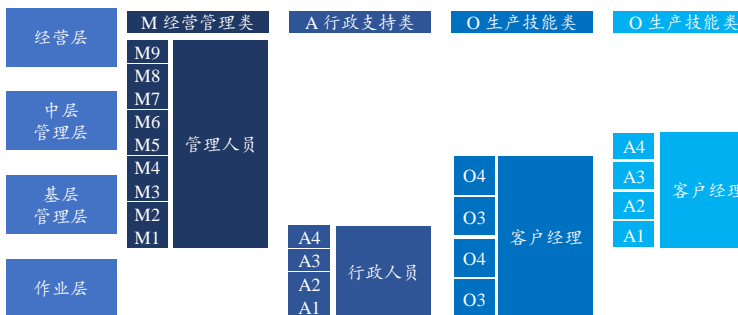
1) 员工均从“白纸”开始，在常熟银行体系内逐步培养。常熟银行与大多数银行不同，新员工基本很少从他行进行招聘，一般都是从本地招聘本科以上的毕业生。此外，常熟银行一般不希望新员工有信贷相关的工作经历，而是作为一张“白纸”，从头开始学习、接受、融入小微文化。由于常熟银行有成熟的培训体系，招聘的新员工一开始要经历 3 个月左右的标准化培训，并且在职业生涯的过程中全程都有对应的导师进行指导，因此完全不需要此前有相关的经验。与此同时这种方式还可以避免新员工受到原银行的影响，在信贷理念上“水土不服”，保证了常熟银行信贷、风控文化的持续性；

2) 合理、成熟的激励、KPI、晋升机制。常熟银行客户经理的薪酬采用固定工资+奖金的模式，奖金上不封顶。客户经理设置了多达 80 多个级别，工资、奖金均与此挂钩，每月根据 KPI 各指标（主要围绕贷款金融、放贷户数以及资产质量三个维度）的表现进行调级，做的好的员工基本可实现每月调级，甚至屡屡跳级，充分激发员工的积极性。

与此同时常熟银行也为员工设立了完善的职业生涯晋升路径，并开设了完善内部转调岗的通道。其大多数后台人员都是从优秀客户经理中选拔的，分支机构的管理层的 90% 以上都是在总部经过历年学习、经验丰富的人员派出。对于新进入体系内的员工而言，职业路径的选择多元，且晋升的路径也非常清晰。

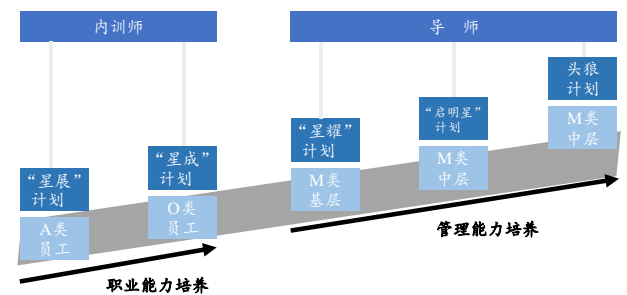
在完善的激励、晋升机制下，过去 10 年常熟银行微贷业务的人员流失率仅 5% 左右，处于行业的较低水平。

图表 28: 常熟银行微贷业务模式下，异地拓展流程较为标准化



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 29: 常熟银行微贷业务成熟的培训体系

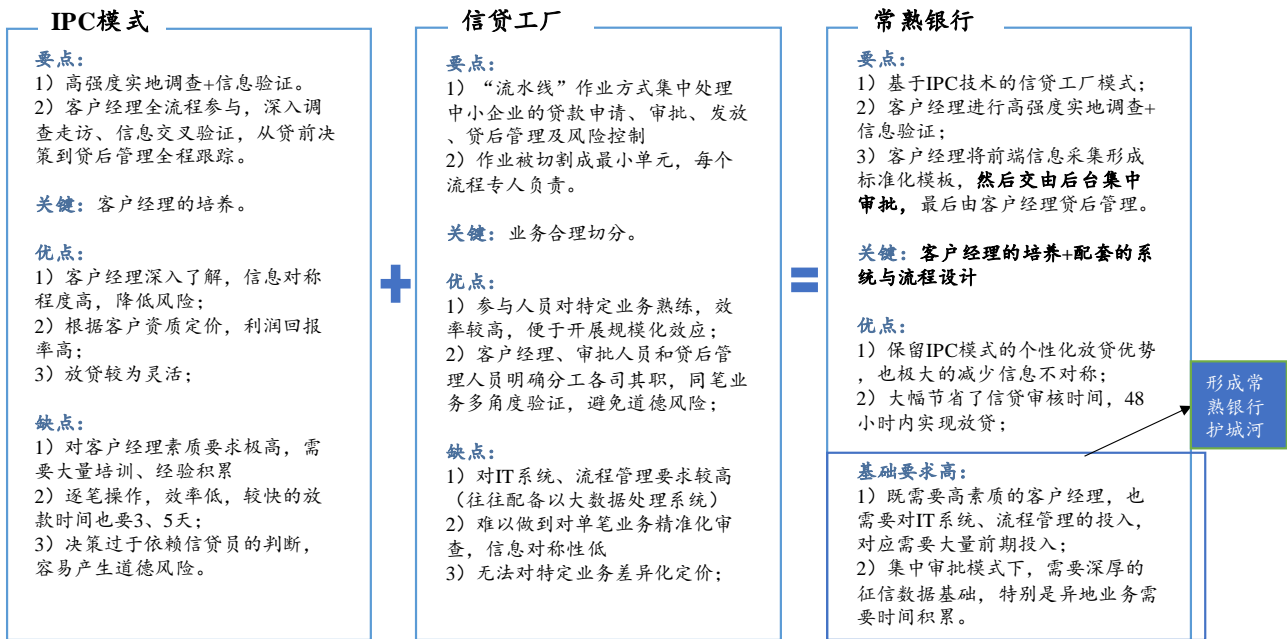


资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.2.3 “软实力”之一：成熟的微贷业务模式

为提高效率、并降低道德风险，常熟银行在借鉴 IPC 技术的基础之上，融合了“信贷工厂”的思路，打造了一套常熟银行特有的微贷业务模式。与 IPC 一样，常熟银行微贷业务的核心在于通过高频次地实地考察+关联信息交叉验证，来精准衡量客户的偿债能力与意愿，以减少信息的不对称性，因此也需要建立一支专业的客户经理的队伍。但与 IPC 技术不同的是，常熟的银行的客户经理没有直接的信贷审批权限，在贷前将采集的数据按照标准化模板汇总后提交总行，由小微金融总部专门的风险管理条线集中进行审批。

图表 30: 常熟银行微贷业务独特的风控体系



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

相比 IPC 技术, 常熟银行“IPC+信贷工厂”模式的优点在于:

1) 充分释放员工产能, 让专业的人做专业的事。 客户经理专注于营销、获客、调研、采集信息以及处理客户关系, 风控专员负责排查信息真实性、把握信贷风险、建立风控模型、确定贷款额度。与 IPC 技术的代表台州银行对比, 常熟银行的客户经理不论是人均管理客户数 (约 160 户), 还是人均管理贷款金额 (约 2000 万) 均高于台州银行 (分别约为 80 户、1700 万)。

2) 提高微贷业务整体运营效率。 从我们的实地调研的情况来看, 各家商户基本上都能享受到申请后 48 小时内快速放款。在实际经营中, 不少商户的资金需求都具有“短、急、快”的特点, 尤其是对于以订单为生产导向商户, 接到订单后需要立即投入生产, 这也是很多商户放弃市场上其他利率更低的产品, 选择常熟银行微贷产品的重要原因。

3) 减少对客户经理的依赖性, 可减少道德风险。 由于信贷审批权限集中在总部, 可较好地减少客户经理的道德风险。以我们在常熟本地调研的相关商户为例, 其贷款金额均控制在商户过去 1 年的利润之内, 反映出其后台部门审批的严谨性。

图表 31: 常熟本地调研的三家典型商户的相关经营、贷款信息

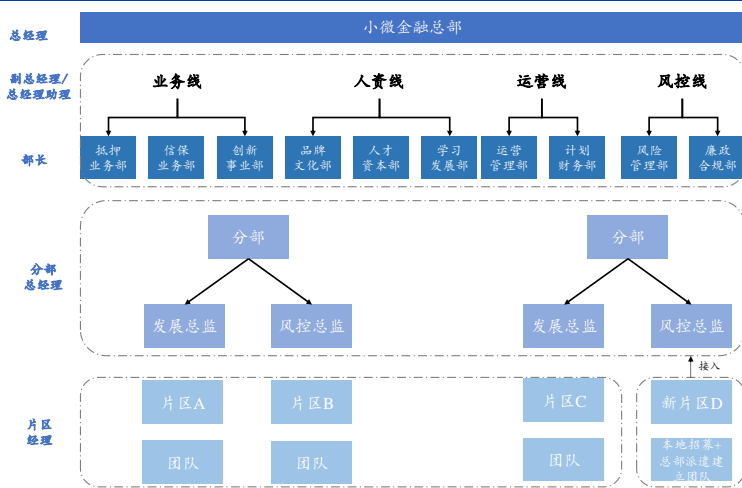
	客户 A	客户 B	客户 C
贷款信息			
行业	服装辅料	儿童服装	家电
贷款余额	30 万	40 万	290 万
贷款期限	1 年	2 年	1 年
利率		9%	6.7%-7.2%
担保方式	信用贷	信用贷	40 年店铺的承租权做抵押，抵押品的估值比例在 60%左右
客户经营情况			
营业额	1000 万-2000 万	1000 万+	2000 万
流水		6000 万	3000 万
毛利率			15%
毛利润			300 万
净利率	10%	5%	
净利润	100 万-200 万	50 万	

资料来源: 实地调查, 国盛证券研究所

4) 异地复制性较强。“IPC+信贷工厂”的模式下, 信贷审批、决策权在总部, 因此进行异地复制的核心任务是在当地建立一支对当地市场、民情较为了解的客户经理队伍, 然后配备相关技术、培训人员, 并接入总部已经成熟的配套系统即可开展业务, 因此异地拓展基本上能做到流程的标准化复制。

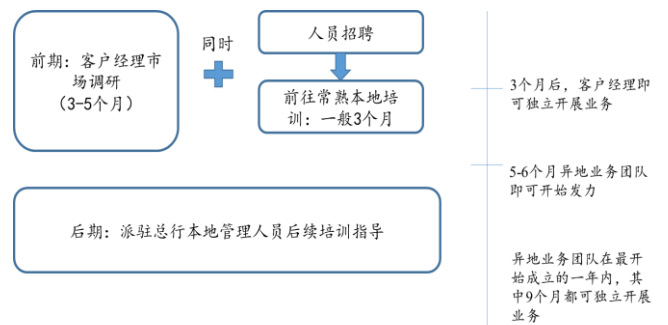
截止 19 年 6 月末, 常熟银行个人经营性贷款约 340 亿左右, 其中常熟本地仅 80 亿左右, 江苏省其他地区约 160 亿, 村镇银行 100 亿左右, 其本地微贷占比只有 20%左右, 其大部分微贷主要源自异地贡献。

图表 32: 常熟银行微贷业务框架下, 异地拓展流程较为标准化



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 33: 微贷业务异地复制速度较快



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.2.4 “软实力”之二: 合理的公司治理, 管理层战略定力极强

相比传统对公业务, 微贷业务铺垫期长, 往往需要 2-3 年的持续投入才能逐步实现盈亏平衡, 不少银行难以忍受这么长的投入期, 正如国开行早在 10 年对“微贷款项目”的总结所指出, “合作银行董事会、高管层对微贷款业务的战略态度, 以及能否持续、稳定支

持非常重要，不稳定或不明确的战略决策可能导致业务发展出现波折”。

而常熟银行 96 年分社以来就一直坚持做“小贷小、小贷优”，00 年改制成农商行后继续定位“三农两小”，08 年开始成立微贷项目组后战略核心地位更加明确，一直持续至今。在此期间管理层也非常稳定，剔除到龄退休的因素，宋建明先生是 96 年改制以来的第二任董事长，且此前一直在行内担任管理层，从行长助理，到行长再到董事长。而庄广强先生为 00 年改制以来的第三任行长（第一任为宋董），最早为常熟银行市场化招聘成为副行长，13 年曾经派到连云港东方农商行做董事长，后调回总行担任行长。主要管理人员见证了常熟银行微贷业务从无到有的全部过程，一直保持着战略定力，给予最大的支持，这也是常熟银行能在江苏省内微贷业务脱颖而出的重要原因。

两大“壁垒”+两大“软实力”构建了常熟银行微贷业务的“护城河”，使之相比其他银行最有可能成为江苏省微贷业务的龙头。在我们 4 月份发布的报告《为什么持续推荐？常熟银行六大关注点详解》中，我们测算了未来 5 年即便不考虑新增异地网点，现有网点布局可实现规模翻番，ROE 可提升至 14.7% 左右的水平。

三、台州银行 VS 常熟银行有何异同？

台州银行是浙江省微贷业务的先驱者，更是当前市场认可的龙头，过去几年一直保持着亮眼的成绩，简单来说：1) 微贷业务稳定发展，过去几年普惠型小微贷款占总贷款比重一直保持在 70% 左右；2) 盈利能力持续领先同业，过去 10 余年中净息差一直保持在 5% 左右的较高水平，而 ROE 一直保持在 25%-30% 左右的较高水平，大幅领先同业；3) 资产质量经历了历史的考验，07 年以来其不良率、逾期贷款占比最高仅 0.68%、0.89%。

台州银行的重要意义在于，其以自身发展、成长经历证明了微贷业务的资产质量的可控性、商业可持续性，并且为全行业发展微贷业务提供了重要的借鉴作用。与成熟期的台州银行相比，常熟银行的微贷业务仍处于快速成长期，未来空间广大。

业务层面来看，常熟银行与台州银行均具备成为区域微贷业务龙头的主要条件：

1) 成熟的业务模式与稳定的微贷业务战略。不论是台州银行还是常熟银行，成立以来都是以做小做微为核心战略定位，且两家银行的微贷业务模式都历经了 10 余年的历史检验，已经非常成熟。

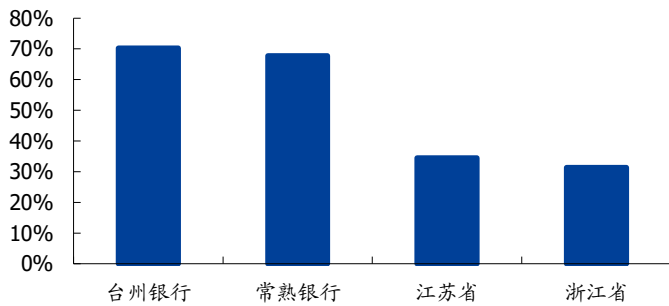
2) 业务的开展均重视异地扩张。前文已经分析，微贷业务作为区域性专业市场，异地复制有利于实现“规模效应”。常熟银行是江苏省内网点覆盖面最广的农商行，共计拥有 7 家异地分行、20 家异地支行，此外拥有 30 家村镇银行（遍布云南、湖北、河南等地），到 18 年末常熟银行异地贷款占总贷款比重已提升至 53%。台州银行与常熟银行一样，也有着较广的异地分支机构布局，2017 年末共计拥 11 家分行（浙江省全覆盖）+75 家支行，此外还在深圳、北京、江西等地设置有 7 家村镇银行，其异地贷款占总贷款比重的 52%。

3) 网点、业务均较为下沉。网点布局上，台州银行打造百姓家门口的“金融便利店”，建立客户移动工作站，上门提供一站式服务，80% 的网点分布在城郊结合部、乡镇与村居。常熟银行 149 家营业网点中，服务县域及乡镇的网点高达 135 家（占比 91%）。台州银行、常熟银行涉农贷款占贷款总额比重高达 70%、68%，远高于浙江省、江苏省的平均水平（31%、34%）。

4) 非常重视人力资源的管理。不论是 IPC 技术还是常熟模式，两家银行都需要建立专业的客户经理、技术支持人员的队伍，截止 18 年末常熟银行、台州银行员工数分别高达 5563 人、9608 人，均高于可比同业。并且两家银行都有自己内部人才培养体系，常熟

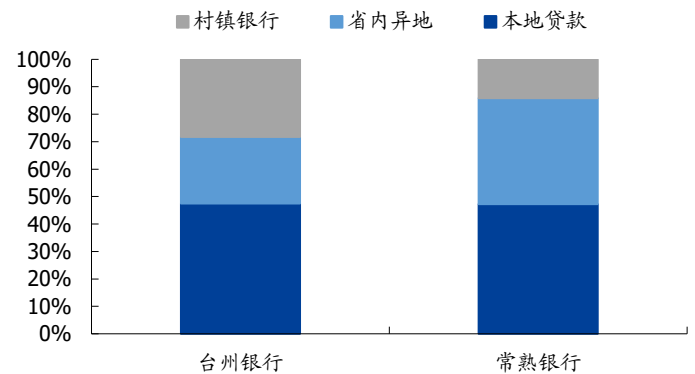
银行分支机构管理层 90%都是出自内部体系，台州银行建立了“台州银行银座金融培训学院”，实现 99%的员工自主培养。

图表 34: 常熟银行、台州银行涉农贷款比重远高于江浙两省的平均水平



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 35: 台州银行、常熟银行贷款结构 (按区域)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

从 ROE 的角度来看，台州银行、常熟银行盈利能力均优于同业。18 年两家银行的 ROE (平均) 分别为 30.1%、12.8%，明显高于其他各类银行，且两家银行均不是靠杠杆取胜 (分别为 12.37x、13.41x)，而是得益于 ROA 较高 (分别为 2.43%、0.95%)，具体拆分看各细分项对 ROA 的贡献度来看：

1) 利息净收入：分别为 4.21%、3.26%，高出行业 1 个百分点以上，主要得益于微贷业务驱动两家银行的议价能力极强，这也是两家银行 ROA 领先同业的最重要的原因；其中常熟银行相对台州银行较低，主要来自于两个方面的因素：

A.从全口径的贷款结构上看，常熟银行的抵质押贷款占比 (57.5%) 相对高于台州银行 (28.2%)，这类贷款具有相对低收益 (6%左右) 但较高的安全性的特征，因此常熟银行整体贷款利率相对较低；

B.从发展阶段上看，台州银行由于微贷业务发展较早，目前已趋于成熟，其贷款中约 70% 左右为高收益的小微贷款。但常熟银行由于目前仍处于微贷业务的快速发展期，其微贷占总贷款比重仅 37%，随着微贷占比的不断提高，未来有较大的提升空间。

2) 手续费及佣金净收入：相比同业较低，主要是客户群体相对下沉，中间业务相对少；

3) 业务及管理费：分别为 1.73%、1.36%，这与微贷业务需要大规模的人力投入相关；其中常熟银行相比台州银行低约 37bps，主要是业务模式上常熟银行的“IPC+信贷工厂”更有利于提升效率，释放客户经理与后台人员的产能。目前台州银行也正在尝试建立以中后台集中作业平台支撑的“半信贷工厂”模式。

4) 资产减值损失：分别为 0.15%、1.07%。其中常熟银行过去几年持续加大拨备计提力度，到 19H 拨备覆盖率已高达 454%，逾期 90 天以上贷款拨备覆盖率更是高达 775%。台州银行则是在资产质量稳定、拨备覆盖率保持在 400%左右的情况下，减少了拨备计提力度 (18 年仅计提 2.64 亿，同比少提一半)。

从业务的角度看，两家银行的 (利息净收入-业务管理费-资产减值损失)/平均资产均明显高于行业整体，表明综合考虑“收益-风险-成本”后其业务模式实实在在为其带来了“超额收益”，映证了微贷业务的商业可持续性。

图表 36: 常熟银行、台州银行相比同业的 ROE 拆分析

	台州银行	常熟银行	城商行	农商行	上市银行整体
ROE	30.07%	12.75%	12.62%	11.01%	12.66%
权益乘数	12.37	13.41	14.45	13.63	13.48
ROA	2.43%	0.95%	0.87%	0.81%	0.94%
营业收入	5.41%	3.73%	2.34%	2.77%	2.74%
净利息收入	4.21%	3.26%	1.76%	2.41%	1.97%
利息收入	6.19%	5.52%	4.28%	4.52%	3.78%
利息支出	-1.98%	-2.26%	-2.52%	-2.11%	-1.82%
手续费及佣金净收入	0.15%	0.23%	0.31%	0.09%	0.52%
其他非息收入	1.04%	0.23%	0.26%	0.27%	0.26%
管理费用	-1.73%	-1.36%	-0.65%	-0.93%	-0.81%
所得税	-0.79%	-0.25%	-0.10%	-0.13%	-0.19%
资产减值损失	-0.15%	-1.07%	-0.68%	-0.87%	-0.68%
利息净收入-管理费用-信用成本	2.33%	0.83%	0.44%	0.61%	0.48%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 与其他银行不同, 台州银行的投资类资产的所有利息收入全部计入投资收益, 因此同口径下其利息净收入对 ROA 的贡献度实际更高。

图表 37: 常熟银行、台州银行相关指标对比 (2018A, 亿元)

	台州银行	常熟银行
个人经营性贷款余额	452.33	304.29
占总贷款比重	49.9%	32.79%
增速	11.3%	45.54%
本省市场占有率	3.7%	5.08%
微贷收益率	11%-12%左右	8%-10%左右
客户经理人均管户	约 80 户	约 160 户
ROE	30.07%	12.75%
ROA	2.43%	0.95%
净息差	5.24%	3.00%
生息资产收益率	6.27%	5.36%
贷款收益率	9.07%	6.76%
付息负债成本率	2.26%	2.47%
成本收入比	31.95%	36.53%
信用成本	0.23%	1.97%
不良率	0.63%	0.99%
逾期贷款占比	0.64%	1.19%
不良生成率	0.08%	0.73%
拨备覆盖率	397.0%	445.0%
抵、质押贷款占比	34.20%	55.92%
其他指标		
省内异地贷款占比	24.3%	43.0%
村镇银行贷款占比	28.2%	15.9%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 台州银行生息资产收益率、贷款收益率、付息负债成本率均为测算值。

展望未来，在经济增长动能切换的大背景下，微贷业务的相对优势进一步凸显。

1) 从宏观经济的角度看，微贷业务相比传统企业“小额”、“分散”、“下沉”优势逐步体现。12年以前，投资增速较高带动传统对公企业的信贷需求旺盛，银行虽然在这块业务的竞争激烈但依旧可以获得较好的收益，且资产质量也较为优质。但随着投资增速下行，经济增速下行压力加大的情况下，大型企业整体信贷需求开始放缓，银行获利空间减少的同时资产质量也承受一定的压力，且大型企业单笔金额违约会对银行整体不良率带来较大的影响。而与此对应，微贷业务客户（个体工商户）：

A. 较为下沉，主要集中在小型制造业、批发零售业等与居民日常生活贴近的行业，其经营状况往往与投资增速相关性较低，理论上只要消费增速相对平稳，经济增速不出现大幅恶化，微贷客户的金融需求较为稳定；

B. 由于金融服务不充分，且进入壁垒较高，龙头银行的议价能力较强，在利率市场化的大趋势下，其息差的相对优势将逐步体现；

C. 资产质量的角度看：由于其客户数目众多，具有风险分散的优势。此外由于其单笔金额较小（15万-30万左右）+客户下沉（常熟银行70-80%的微贷客户为首贷户），客户的违约成本较高（一旦违约，未来很难享受到金融服务），清收成功率也高（欠款的个体工商户如果生意失败，通过转行、打工等方式也可以很快将欠款还上）。

2) 金融供给侧改革的大背景下，微贷业务本身完全满足监管的各项要求，在此基础上还将充分受益于相关政策优惠，包括：A. 调整MPA考核参数：可直接提升公司的广义规模增速上限；B. 降低小微业务的资本占用权重系数；或将充分受益于差异化融资政策，享受低成本资金来源（降准、再贴现、再贷款的支持等）；C. 多措并举降低银行从事小微业务的综合成本。包括将符合要求的小微、民企债券与贷款纳入MLF担保品范围；利息收入进行税收减免；鼓励尽职免责；增信支持，如设立政策性融资担保基金等等。

在金融供给侧改革的不断推进的背景下，预计常熟银行依托其成熟的业务体系与异地扩张模式，有望逐步发展成为江苏省“微贷”业务的龙头。

风险提示

- 1、 受到政策鼓励，大行等对小微贷款的投放力度加大，市场竞争加剧，常熟银行的微贷业务投放效果不及预期；
- 2、 常熟银行9月30日开始解禁，或对股价带来一定影响；
- 3、 宏观经济超预期下滑，对银行客户资产质量造成较大的影响；
- 4、 利率市场化推进超预期，对银行息差带来不利的影响。

附：常熟银行9月30日解禁情况梳理

常熟银行10.59亿股限售股已于2019年9月30日集中解禁,约占19H总股本的38.63%。其中自然人股东约占4.62%,法人股东占34.01%,其中大股东交通银行占比7.30%,常熟市国资委旗下常熟发展投资公司+江南商贸集团有限责任公司占比5.77%。此外前4大股东持股占比有望维持稳定,白雪电器等有董事席位、减持的可能性也不大,合计占总股本17.64%。

图表 38: 常熟银行19年9月30日限售股解禁股东明细

股东名称	本次解禁股份数量 (万股)	占19H总股本比例
交通银行股份有限公司	20,004.58	7.30%
常熟市发展投资有限公司	8,138.21	2.97%
江苏江南商贸集团有限责任公司	7,669.58	2.80%
常熟市苏华集团有限公司	7,896.00	2.88%
江苏隆力奇集团有限公司	5,724.60	2.09%
江苏白雪电器股份有限公司	4,630.29	1.69%
常熟风范电力设备股份有限公司	2,741.18	1.00%
江苏灵丰纺织集团有限公司	2,741.18	1.00%
常熟华联商厦有限责任公司	2,419.41	0.88%
江苏梦兰集团有限公司	2,320.71	0.85%
全国社会保障基金理事会	2,222.73	0.81%
其他法人股东	26,704.24	9.74%
其他自然人股东	12,673.63	4.62%
合计	105,886.34	38.63%

资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com