新时代证券-研究所晨报（20200609）

● 总量研究

固定收益：结构性货币政策实质性进步，总量政策转向细水长流

经济端变化有限，金融端的变化导致债市调整。从经济端来看，5 月初至今的边际变化确实不大，尽管生产端的修复在持续，但需求不足的基本问题难以解决，未来经济向正常化回归的路径仍然充满未知。然而，金融端情况的变化则相对更为显著，银行间资金价格的回升、央行对金融体系资金空转的抑制以及新型支持小微企业工具的推出，都表明国内金融环境正常发生变化，这些才是导致债市大幅调整的主因。关于货币宽松的预期有所调整，但不应过度。在疫情冲击导致的全球经济低迷环境下，还需要引导社会融资成本进一步下行，货币宽松只是节奏和方式略有调整，“放水养鱼”的思路下未来货币政策更可能采用细水长流模式。融资改善较以往宽松期更快，但疫情影响下的经济基本面才是核心因素。今年的社融回升没有时滞，一方面央行节后的流动性投放非常充足，另一方面企业由于现金流普遍下降，急需外部融资。但需要注意的是，尽管企业融资需求非常旺盛，但投资意愿相对有限，未来数月国内经济应会继续向正常化回归，但会在经济潜在增速下方持续较长时间。因此，利率还不具备趋势性上行的基本条件。

● 公司研究

常熟银行：以格莱珉银行为标杆，打造中国版小微信贷工厂

常熟银行定位清晰，打造支农主力银行。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。业务模式方面，以格莱珉银行为标杆，区域优势显著，经营体系新颖。公司建立微贷扩张体系，IPC 和信贷工厂组成“微贷业务模式”，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。资产端规模扩张明显，收益率居行业首位。不良贷款率逐年回落，拨备覆盖率提升，居区域性银行前列。未来常熟银行的利润及业务优势可期。

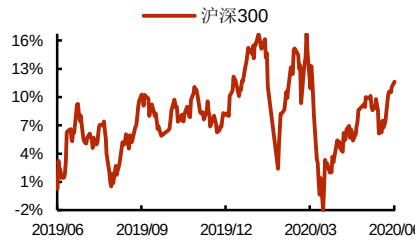
盈利预测、估值与评级：受疫情影响，资产荒、息差收窄和风险暴露是我国银行业的三重挑战，作为农商行的领跑者，常熟银行零售业务可能会受整体宏观经济的影响，敏感性较高。综合 DDM 绝对估值和相对估值方法，常熟银行的目标价为 9-10.5 元，对应 PB 为 1.3 倍左右。

风险提示：监管力度持续加大、经济超预期反弹、通胀大幅上行、海外市场不确定性增强、违约事件频率上升。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

张美慧（联系人）
zhangmeihui@xsdzq.cn
证书编号：S0280117090011

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
家用电器	2.02%	商业贸易	-1.33%
采掘	1.29%	综合	-1.06%
有色金属	1.09%	纺织服装	-1.0%
房地产	0.86%	传媒	-0.86%
通信	0.75%	医药生物	-0.76%

相关报告

《结构性货币政策实质性进步，总量政策转向细水长流》2020-06-07

《以格莱珉银行为标杆，打造中国版“小微”信贷工厂》2020-06-08

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 固定收益：结构性货币政策实质性进步，总量政策转向细水长流 3
2、 公司研究 4
2.1、 常熟银行：以格莱珉银行为标杆，打造中国版小微信贷工厂 4

1、 总量研究

1.1、 固定收益：结构性货币政策实质性进步，总量政策转向细水长流

经济端变化有限，金融端的变化导致债市调整。在刚刚过去的一周（6 月 1 日 7 日），债市延续了 5 月的调整，1 年期国债收益率一周上行 48BP，4 月末以来已上行 93BP；10 年期国债收益率一周上行 14BP，4 月末以来已上行 31BP；其他期限品种收益率上行幅度普遍不小。债市调整与利率回升的推动因素无外乎经济与金融两方面。从经济端来看，5 月初至今的边际变化确实不大，尽管生产端的修复在持续，但需求不足的基本问题难以解决，未来经济向正常化回归的路径仍然充满未知。然而，金融端情况的变化则相对更为显著，银行间资金价格的回升、央行对金融体系资金空转的抑制以及新型支持小微企业工具的推出，都表明国内金融环境正常发生变化，这些才是导致债市大幅调整的主因。

关于货币宽松的预期有所调整，但不应过度。从总量角度看，5 月以来最明显的变化莫过于银行间资金价格的抬升。2020 年 1 月 5 月（春节在 1 月）隔夜利率 DR001 月度均值分别为 1.91%、1.60%、1.30%、0.99%、1.24，6 月 1 日-5 日为 1.69%。疫情爆发后，央行为了托底经济和稳定金融市场，2-4 月紧急向市场注入较大规模流动性，因此资金价格在较短的时间迅速降至历史极值，但 5 月中旬开始资金价格迅速回升，中枢明显上移。短期投放大量流动性毕竟是稳定金融市场的权宜之计，目前金融市场整体平稳，运行良好，社会融资增速显著回升，流动性投放已不再“紧急”，那么资金价格应在疫情期回升至一个新的平衡，既不能回升到疫情前，也不必维持极低。1 年期国债收益率在 4 月 29 日达到最低 1.12%，对应的合理隔夜利率中枢大体在 0.8%上下，表现过于激进，也为调整埋下伏笔。从结构角度看，迅速的宽松与融资回升背后，资金空转与套利的问题也再度浮出水面，同时社融回升的大背景下小微企业融资依然不易，前者促使央行适度引导资金价格上行，后者直接促成了“普惠小微企业贷款延期支持工具”、“普惠小微企业信用贷款支持计划”的实施。这显示出央行在结构性货币政策的摸索上迈出了实质性进步，从而对总量性政策的依赖性逐步降低，这也是债市投资者担心的因素之一。然而，这些因素还不至于扭转货币宽松的方向，在疫情冲击导致的全球经济低迷环境下，还需要引导社会融资成本进一步下行，货币宽松只是节奏和方式略有调整，“放水养鱼”的思路下未来货币政策更可能采用细水长流模式。

融资改善较以往宽松期更快，但疫情影响下的经济基本面才是核心因素。春节后宽松加速以来，社会融资改善的速度非常迅速，3 月增速即出现明显回升，4 月回升至 12%，与以往相比，几乎没有时滞。根据历史经验货币宽松启动后到社融明显回升通常有 2-3 个季度的时滞，再到经济明显改善仍有 1-2 个季度时滞，社融大幅改善往往是利率回升的先行指标。今年的社融回升没有时滞，一方面央行节后的流动性投放非常充足，另一方面企业由于现金流普遍下降，急需外部融资。但需要注意的是，尽管企业融资需求非常旺盛，但投资意愿相对有限，未来数月国内经济应会继续向正常化回归，但会在经济潜在增速下方持续较长时间。因此，利率还不具备趋势性上行的基本条件。

利率债流动性观察：连续开展逆回购，资金价格下行。一级市场发行：发行规模下降，地方债持续发行。二级市场交易：现券收益率上行，期限利差收窄。

信用债一级市场发行与到期：发行量减少，净融资额回落。二级市场交易：信用债到期收益率全部上行，信用利差普遍走阔。上周，3 只信用债发生违约：“15 信威通信 PPN001”，“15 信威通信 PPN003”，“15 信威通信 PPN002”。

上周，共有 15 家企业发生评级变动，11 家主体评级被调高 4 家主体评级被调低。

风险提示：监管力度持续加大、经济超预期反弹、通胀大幅上行、海外市场不确定性增强、违约事件频率上升。

2、 公司研究

2.1、 常熟银行：以格莱珉银行为标杆，打造中国版小微信贷工厂

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。

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

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	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@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/