

2016年09月19日

常熟银行 (601128.SH)

公司新股定价

证券研究报告

稳健转型，均衡布局

■**事件：**常熟农商行 (601128.SH) 于 2016 年 8 月 19 日获证监会核准发行，并计划于 9 月 20 日开始申购。本次共发行 222,272,797 股，占发行后股本 10%。发行价 4.28 元，相当于企业 1 倍 PB (按截至 2016 年 6 月 30 日数据计算)。

■**享受常熟经济红利，异地扩展发展空间。**常熟农商行深耕于县域综合竞争力全国前三的江苏省常熟市，地区经济增速高于全国平均速度。早在 2008 年常熟农商行就已领先一步开展异地经营，截至 2016 年上半年已通过开设异地支行和村镇银行等方式实现网点覆盖江苏省内多个市县和湖南、河南、云南等省份。

■**引入交行战略投资，零售业务战略转型。**常熟农商行是全国首家引入战略投资者的农村商业银行，近几年交通银行在业务及管理等方面给予常熟农商行全面支持，企业经营稳健，转型布局极具前瞻性。重点推进“大零售”战略，打造“零售银行部、家庭金融部、小微金融总部、电子银行部及银行卡部”五大零售部门。

■**资产结构均衡，负债零售特色凸显。**常熟农商行的资产结构相对均衡，投资类资产占比近 30%；较高的证券资产的配置是常熟农商行生息资产收益率高于对标行的重要原因。负债方面零售特色凸显，2015 年个人贷款占比达 34.31%。定期存款占比偏低也使常熟农商行计息负债成本低于对标银行，在成本端更具优势。

■**息差优势明显，利润来源均衡。**常熟农商行证券投资占比较对标行偏高且定期存款偏低，导致企业生息资产收益率高且付息成本低，从而保证净息差高于对标行的水平。常熟农商行上半年盈利状况较去年底明显改善，各分部业务利润贡献均衡。特别是个人金融业务对营业利润的贡献较去年底上升 8.76pc 至 37.95%，体现出零售业务转型取得明显成效。随着企业“大零售”业务转型的持续推进，预计全年资金业务、个人金融业务和公司金融业务利润比例将接近 0.35:0.4:0.25，中间业务收入增速和占比将继续提升，净息差维持 3% 以上的高水平。

■**资产质量边际改善，风险暴露较为充分。**常熟农商行 2015 年不良贷款率较 2014 年上升 49BP，主要源于关注类贷款向下迁徙。2016 年上半年不良贷款率基本与去年末持平，不良生成环比下降，反映资产质量边际改善。关注类贷款占比偏高，表明企业风险暴露较为充分但还需一定时间消化。

■**投资建议：**我们预计公司 2016 年-2018 年的营业收入增速分别为 34.44%、30.46%、26.64%，净利润增速为 8%、7%、6%。参考同业各类上市银行估值水平，我们判断常熟农商行合理价格在 6.18-6.63 元区间，对应 2016 年动态 PB 为 1.4x-1.5x 区间。再考虑新股溢价价值，预计公司上市后股价短期存在 40% 左右的溢价空间，对应股价在 8.84-9.28 元区间，2016 年动态 PB 在 2.0x-2.1x 区间。

■**风险提示：**不良资产暴露超预期，零售转型不及预期。

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	3068	3492	4695	6125	7756
净利润	999	966	1043	1116	1183
每股收益(元)	0.50	0.48	0.47	0.50	0.53
每股净资产(元)	4.68	4.04	4.42	4.87	5.35
盈利和估值					
市盈率(倍)	12.37	12.88	13.17	12.31	11.61
市净率(倍)	1.32	1.53	1.40	1.27	1.16
净资产收益率 (%)	10.68%	11.89%	10.63%	10.32%	9.96%

数据来源：招股说明书，Wind 资讯，安信证券研究中心预测

发行价：**4.28 元**
定价区间：**6.18 - 6.63 元**

发行数据

总股本(万股)	222,273
发行数量(万股)	22,227
网下发行(万股)	15,559
网上发行(万股)	6,668
保荐机构	中信建投证券股份有限公司
发行日期	2016/9/20
发行方式	网上发行,网下配售

股东信息

交通银行股份有限公司	10.00%
常熟市发展投资有限公司	4.64%
江苏江南商贸集团有限责任公司	4.37%
常熟市苏华集团有限公司	3.95%
江苏隆力奇集团有限公司	2.86%
江苏白雪电器股份有限公司	2.31%
常熟风范电力设备股份有限公司	1.37%
江苏灵丰纺织集团有限公司	1.37%
常熟华联商厦有限责任公司	1.21%
江苏梦兰集团有限公司	1.16%

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

胡荣春

报告联系人

hurc@essence.com.cn
021-35082080

相关报告

内容目录

1. 公司概况：经营环境稳健，转型布局领先	4
1.1. 苏南地区优质农商行.....	4
1.2. 引入交行战略投资，股权结构平衡.....	4
2. 业务战略：深耕常熟，发力大零售	4
2.1. 区域经济运行稳健，工业转型突破.....	4
2.2. 深耕常熟布局全国，发力“大零售”.....	5
3. 同业比较：息差优于同业，零售特色凸显	6
3.1. 资产负债结构均衡，零售特色凸显.....	6
3.2. 净息差优于同业，股东回报被低估.....	7
3.3. 资产质量稳健，风险暴露充分.....	8
4. 财务分析：业绩明显改善，不良边际企稳	9
4.1. 规模扩张加快，结构优势显现.....	9
4.2. 高息差改善盈利，业务均衡发展.....	10
4.3. 不良边际改善，风险仍待消化.....	11
5. 盈利预测和估值	12

图表目录

图 1: 常熟市地区 GDP 及增速.....	5
图 2: 常熟农商行贷款结构.....	6
图 3: 常熟农商行对公贷款结构.....	6
图 4: 2015 年三家苏南地区农商行资产规模和增速.....	6
图 5: 2015 年三家苏南地区农商行资产结构.....	6
图 6: 2015 年三家苏南地区农商行贷款结构.....	7
图 7: 2015 年三家苏南地区农商行存款结构.....	7
图 8: 2015 年三家苏南地区农商行营业收入及增速.....	7
图 9: 2015 年三家苏南地区农商行和各类银行净息差.....	7
图 10: 2015 年三家苏南地区农商行净利润及增速.....	8
图 11: 2015 年三家苏南地区农商行 ROE 和 EPS.....	8
图 12: 三家苏南地区农商行不良贷款率.....	8
图 13: 三家苏南地区农商行拨备覆盖率.....	8
图 14: 三家苏南地区农商行不良净生成率.....	8
图 15: 三家苏南地区农商行关注+不良贷款比例.....	8
图 16: 常熟农商行资产规模及增速.....	9
图 17: 常熟农商行资产结构.....	9
图 18: 常熟农商行负债规模及增速.....	9
图 19: 常熟农商行负债结构.....	9
图 20: 常熟农商行资本充足率和核心一级资本充足率.....	10
图 21: 常熟农商行营业收入及增速.....	10
图 22: 常熟农商行净息差.....	10
图 23: 常熟农商行营业收入结构.....	11
图 24: 常熟农商行各分部营业利润结构.....	11
图 25: 常熟农商行归母公司净利润规模及增速.....	11
图 26: 常熟农商行 ROE 和 EPS.....	11

图 27: 常熟农商行不良贷款率和拨备覆盖率.....	12
图 28: 常熟农商行不良净生成率和不良毛生成率.....	12
图 29: 常熟农商行关注贷款占比和关注+不良占比.....	12
图 30: 常熟农商行 90 天以上逾期贷款/不良贷款余额.....	12
表 1: 常熟农商行上市前后股权结构变化.....	4
表 2: 2016 年上半年常熟市规模以上工业企业经营效益.....	5
表 3: 常熟农商行估值和上市银行对比.....	13

1. 公司概况：经营环境稳健，转型布局领先

1.1. 苏南地区优质农商行

江苏常熟农村商业银行股份有限公司（简称：常熟农商行），总部位于江苏省常熟市。常熟农商行脱胎于常熟市农村信用合作社联合社，并于2001年12月3日经银监会批准正式成立，是全国首批试点成立的农村商业银行，注册资本1亿元。2001年至2016年间，常熟农商行多次进行配股、送股和增资活动，并引入交通银行作为战略投资者，当前注册资本已增加至20亿元。2016年英国《银行家》杂志公布的世界1,000强银行中，常熟农商行位列578位（按一级资本排名），居国内银行业第82位。

1.2. 引入交行战略投资，股权结构平衡

引入境内战略投资者获全面支持。2007年，交通银行与常熟农商行签署了《认购及战略合作协议》及《补充协议》，以3.8亿元认购常熟农商行新增57,560,225股股份（占增资后总股本的10%），并成为该行战略投资者。2014年6月24日，常熟农商行继续与交通银行签署了《2014-2016年技术支持和业务合作框架协议》，约定交通银行向常熟农商行提供技术支持并开展业务合作。常熟农商行是全国首家引入战略投资者的农村商业银行，得到了交通银行在技术、业务和资金层面的支持。交通银行也通过控股常熟农商行实现业务布局。

股权结构分散但不失平衡。常熟农商行股权结构呈现“分散但不失平衡”的特色，战略投资者、国有法人股东、当地法人股东和自然人股东之间利益一致又相互制衡。本次公开发行后，交通银行持股比例9%，仍为公司第一大股东；第二大股东常熟市发展投资有限公司和第三大股东江苏江南商贸集团有限责任公司为国有股一致行动人，代表常熟市国资委，二者合计持股8.12%；员工自然人持股达8.83%，充分保证企业与员工利益一致。

表 1：常熟农商行上市前后股权结构变化

项目	发行前		发行后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
未确权股份情况	1,001,575	0.05%	1,001,575	0.05%
已确权股份情况	1,999,453,597	99.95%	1,999,453,597	89.95%
法人股东	932,127,115	46.60%	932,127,115	41.94%
其中：交通银行股份有限公司	200,045,824	10.00%	200,045,824	9.00%
常熟市发展投资有限公司（国有法人股）	92,825,166	4.64%	92,825,166	4.18%
江苏江南商贸集团有限责任公司（国有法人股）	87,480,021	4.37%	87,480,021	3.94%
常熟市苏华集团有限公司	78,960,000	3.95%	78,960,000	3.55%
江苏隆力奇集团有限公司	57,246,000	2.86%	57,246,000	2.58%
其他法人股东	415,570,104	20.78%	415,570,104	18.70%
自然人股东	1,067,326,482	53.35%	1,067,326,482	48.02%
其中：员工自然人	196,261,382	9.81%	196,261,382	8.83%
非员工自然人	871,065,100	43.54%	871,065,100	39.19%
本次发行股数	—	—	222,272,797	10.00%
总计	2,000,455,172	100.00%	2,222,727,969	100.00%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

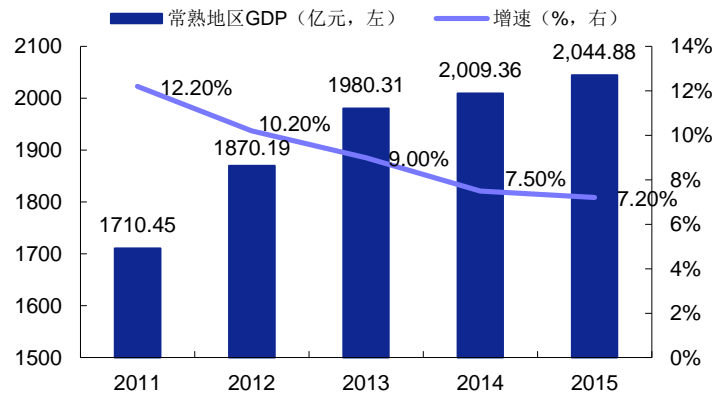
2. 业务战略：深耕常熟，发力大零售

2.1. 区域经济运行稳健，工业转型突破

常熟地理位置优越，经济运行总体平稳。常熟市地理位置优越，北靠长江、南接苏州、东临太仓和上海、西连无锡，素有“江南福地”的美誉。常熟市地区经济总量近年来一直位居全

国百强县（市）前十位、综合竞争力前三位，2015 年地区 GDP 总量提升至 2044.88 亿元，增速降至 7.2%但仍高于全国平均水平（6.9%）。

图 1：常熟市地区 GDP 及增速



资料来源：常熟市统计公众信息网，安信证券研究中心

常熟工业转型取得突破，企业经营效益回升。根据常熟市统计局的报告，2016 年上半年全市规模以上工业企业完成主营业务收入 1745 亿元，同比增长 2%；利润总额 94.53 亿元，同比增长 26.7%，且亏损总额同比下降 10.3%，企业经营效益明显回升。分行业来看，汽车制造业利润总额同比增长高达 291.5%，其中“两整车”（路虎、观致）产值分别增长 124%和 110%，成为拉动常熟地区经济增长和工业企业利润的主要动力。在全国经济增长长期“L 型”的背景下，常熟工业转型进展领先、增长动力保持强劲且企业经营效益回升，预计未来常熟地区仍将维持经济较快增长，常熟农商行外部经营环境稳健。

表 2：2016 年上半年常熟市规模以上工业企业经营效益

行业	主营业务收入 (亿元)	占比 (%)	利润总额 (亿元)	利润总额/主营业务收入 (%)	同比增长 (%)
全市规模以上工业企业	1745	—	94.53	5.4%	26.7%
电气机械和器材制造业	247	14.2%	14.36	5.8%	45.2%
计算机、通信和其他电子设备制造业	243	13.9%	3.02	1.2%	9.2%
纺织服装、服饰业	196	11.3%	9.39	4.8%	12.5%
化学原料和化学制品制造业	182	10.5%	11.9	6.5%	15.4%
汽车制造业	174	10.0%	18.92	10.9%	291.5%
纺织业	131	7.5%	1.42	1.1%	46.2%
黑色金属冶炼和压延加工业	109	6.3%	1.49	1.4%	0.0%
通用设备制造业	79	4.5%	6.44	8.2%	1.7%
金属制品业	69	4.0%	2.58	3.7%	11.6%
电力、热力生产和供应业	43	2.5%	0.53	1.2%	34.3%

资料来源：常熟市统计公众信息网，安信证券研究中心

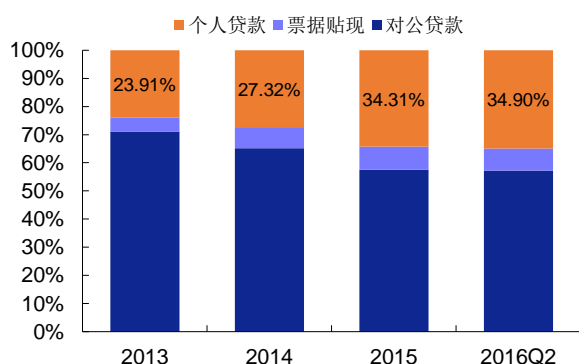
2.2. 深耕常熟布局全国，发力“大零售”

深耕常熟本地，异地经营布局全面突破。截至 2016 年上半年，常熟农商行在常熟市共拥有 108 家分支机构，在当地网点数量位居第一；本外币存款余额占常熟市场总额的比例为 27.74%，本外币贷款余额占比 17.95%，均位居常熟市金融机构第一。早在 2008 年，常熟农商行就成为全国首家设立异地支行和村镇银行的县（市）级农村商业银行。截止至 2016 年上半年，常熟农商行共设有 140 家分支机构，其中异地支行 14 家，同时开设 30 家“兴福系”村镇银行，并参股中国银联股份有限公司、江苏省农村信用社联合社和 6 家农村商业银行。

行，网点覆盖江苏省内多个市县和湖南、河南、云南等省份，异地布局全面突破。常熟农商行异地经营的策略一方面是为了业务和资产规模的扩张、提高全国影响力，另一方面也是为了避免受单一地区经济发展质量影响过深。

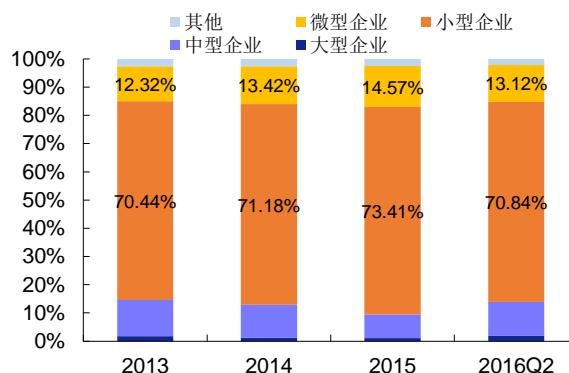
坚持农商行定位，重点发力“大零售”转型。常熟农商行坚持服务“三农”、“小微”的市场定位，截至2016年上半年，涉农贷款余额占全行贷款余额比重达84.63%，小微企业贷款占对公贷款比重达83.96%。同时，常熟农商行以“普惠金融”发展理念和“下沉式”业务拓展思路为实践准绳，推进“进村进社区”双进工程，打造“零售银行部、家庭金融部、小微金融总部、电子银行部及银行卡部”五大零售部门，重点发力“大零售”转型战略。2016年上半年，个人贷款余额升至236.53亿元，占比升至34.9%；信用卡POS消费金额累计9.86亿元，同比增长42.49%；打造“常乐”理财品牌和“增值理财账户”理财产品，满足客户差异化的理财需求。

图 2：常熟农商行贷款结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 3：常熟农商行对公贷款结构



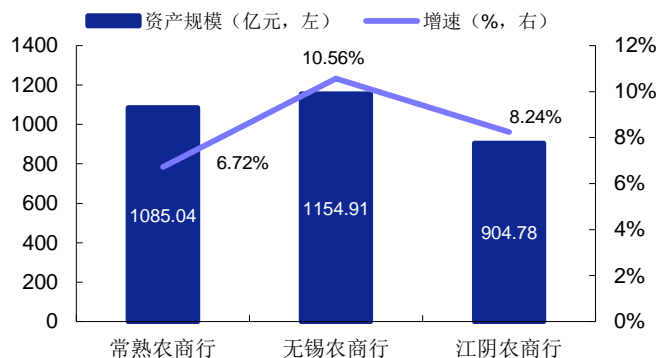
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3. 同业比较：息差优于同业，零售特色凸显

3.1. 资产负债结构均衡，零售特色凸显

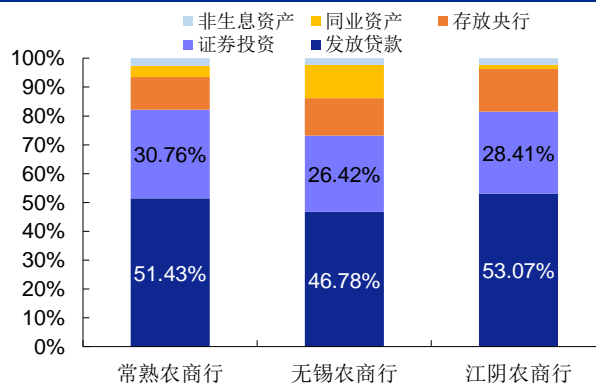
规模扩张偏慢，资产结构均衡。2015年末，常熟农商行资产规模小于无锡农商行，增速在对标行中偏慢。资产结构方面，相较于同业资产偏多的无锡农商行和存放央行偏多的江阴农商行，常熟农商行的资产结构相对均衡，更能抵御经济周期变化带来的影响；较高的证券资产的配置是常熟农商行生息资产收益率高于对标行的重要原因。

图 4：2015 年三家苏南地区农商行资产规模和增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

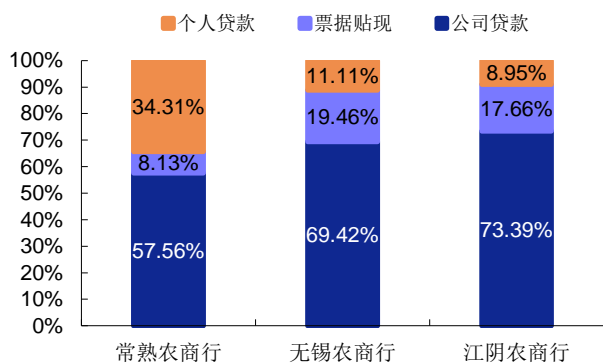
图 5：2015 年三家苏南地区农商行资产结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

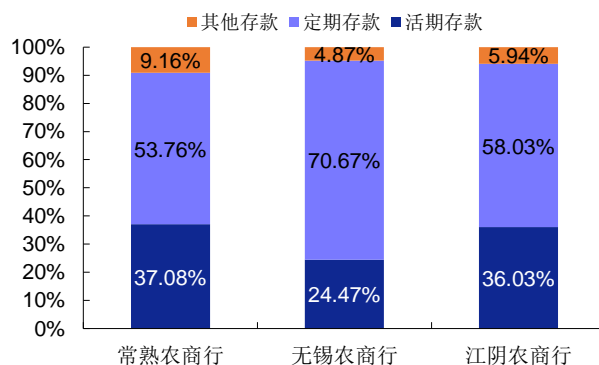
存贷款结构均衡，“大零售”特色凸显。相比于偏重对公贷款（包括票据贴现）的对标农商行，常熟农商行个贷和房贷占比更为均衡，避免因过度依赖某类贷款而导致坏账风险提升。定期存款占比偏低也使常熟农商行计息负债成本低于对标银行，在成本端更具优势。值得注意的是：2015年常熟农商行个人贷款占比高达34.31%，高出对标行20个百分点以上，表明其在“大零售”转型领先同业，具备较强的成长性。

图 6：2015 年三家苏南地区农商行贷款结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 7：2015 年三家苏南地区农商行存款结构

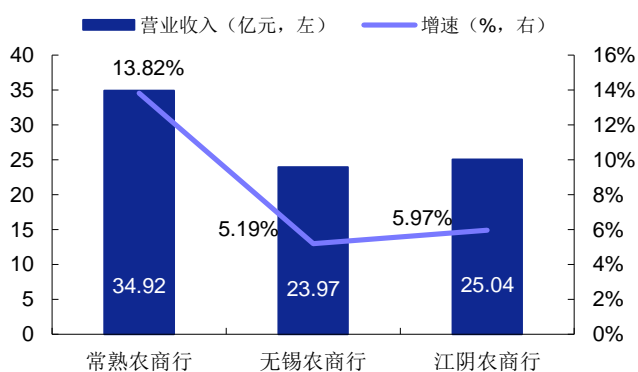


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 净息差优于同业，股东回报被低估

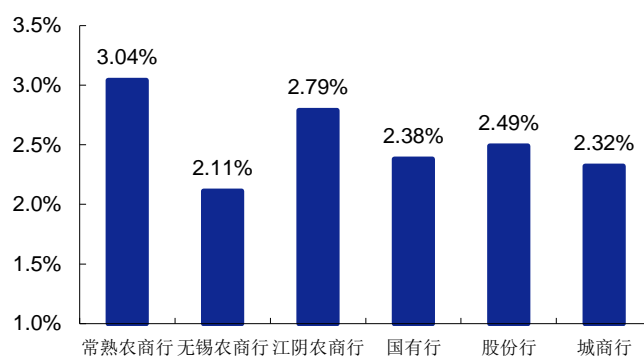
营收优于同业，息差水平突出。2015年末常熟农商行营业收入规模和增速明显高于另外两家农商行，考虑到常熟农商行资产规模扩张速度偏慢，营收的优异表现主要的得益于突出的净息差水平。横向来看，常熟农商行净息差不仅高于对标农商行，也高于各类上市银行的平均水平，成为一大投资亮点。

图 8：2015 年三家苏南地区农商行营业收入及增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

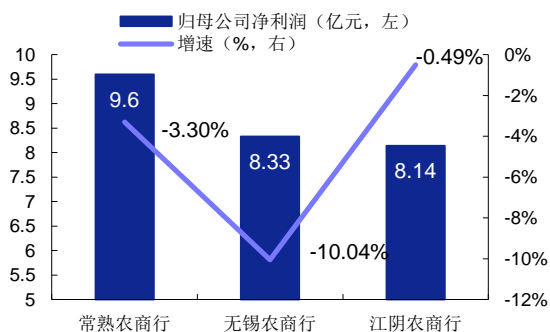
图 9：2015 年三家苏南地区农商行和各类银行净息差



资料来源：招股说明书，Wind 资讯，安信证券研究中心

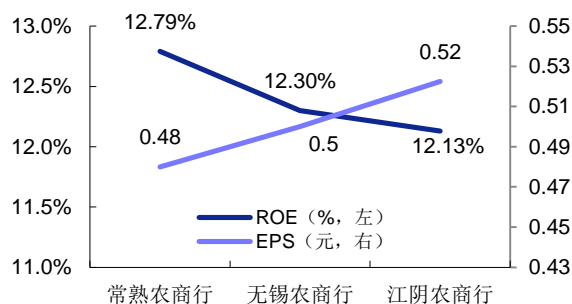
股东回报能力被低估。2015年三家苏南农商行净利润均负增，主要是由于拨备计提增加所致。其中常熟农商行净利润规模高于对标行，亏损程度相对偏小，再加上16年上半年盈利已有明显改善，因此盈利能力不必担忧。从股东回报角度看，常熟农商行净资产回报率高于对标行、EPS偏低，但考虑到当年采取送股和资本公积转增股本的方式新增了近5亿股本，因此账面的EPS低估了真实的股东回报能力。

图 10: 2015 年三家苏南地区农商行净利润及增速



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 11: 2015 年三家苏南地区农商行 ROE 和 EPS

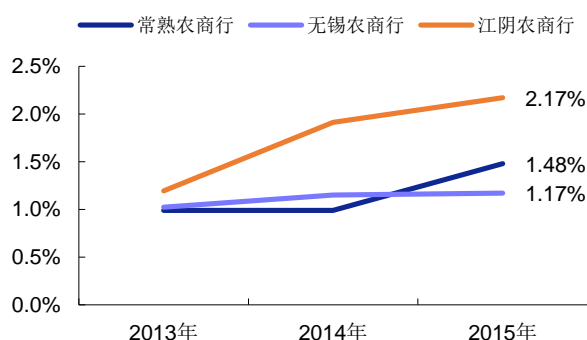


资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

3.3. 资产质量稳健, 风险暴露充分

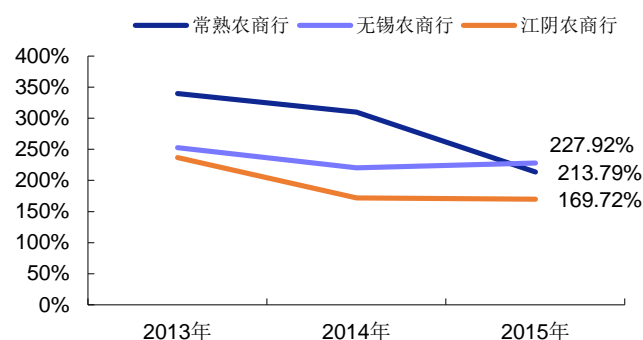
不良贷款率稳健, 拨备计提压力不大。农商行由于客户结构较为单一且抵御风险能力较差, 普遍容易遭遇不良风险。相较之下, 常熟农商行主要服务的中小企业受宏观影响偏大, 导致不良贷款率略高于无锡农商行, 但仍低于上市股份制银行 (1.53%) 和五大行 (1.66%) 的平均水平, 资产质量尚可。近三年拨备覆盖率下行较快, 但离监管要求还有足够的安全距离, 未来拨备计提压力不大。

图 12: 三家苏南地区农商行不良贷款率



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

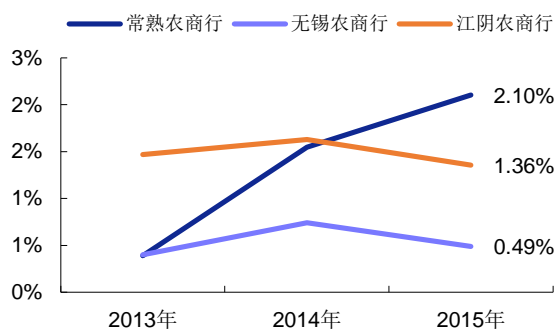
图 13: 三家苏南地区农商行拨备覆盖率



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

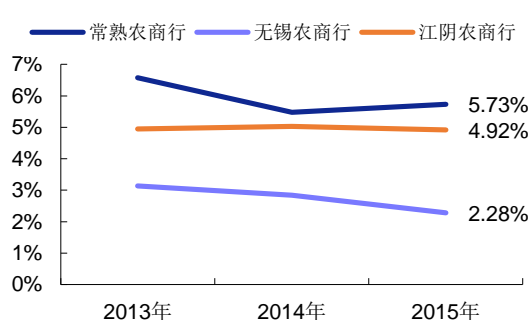
不良净生成率偏高, 风险暴露充分。常熟农商行不良净生成率变化较对标行偏大, 主要是管理层对不良核销处置力度较大所致。结合关注+不良贷款的比例来看, 虽然常熟农商行可能需要花费较对标行更多的时间消化潜在风险, 但由于风险暴露较为充分, 因此发生超预期恶化的可能性更小。

图 14: 三家苏南地区农商行不良净生成率



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 15: 三家苏南地区农商行关注+不良贷款比例



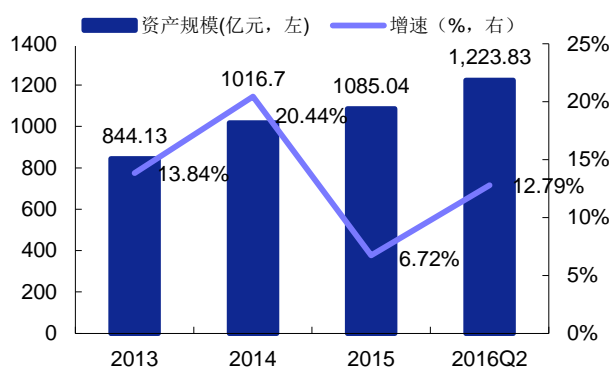
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

4. 财务分析：业绩明显改善，不良边际企稳

4.1. 规模扩张加快，结构优势显现

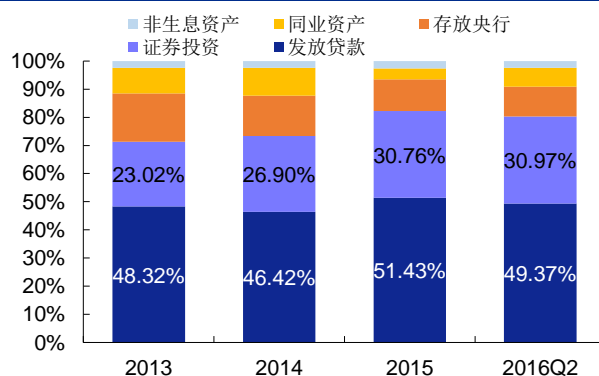
资产扩张速度加快，结构均衡维持高收益。2016年上半年，常熟农商行资产规模达到1223.83亿元，较上年末增长12.79%，较2015年全年增速明显提升；生息资产收益率5.39%，高于同期股份行均值5.02%和城商行均值4.93%。规模扩张加快的主要原因一是同期增速偏低的基数效应，二是源于同业资产规模扩张。信贷资产和证券投资资产是常熟农商行主要的资产类型，在贷款收益率下行的背景下，证券投资余额和收益率水平不断增长，将企业整体生息资产收益率维持在较高水平。预计常熟农商行证券投资资产占比将进一步扩张，生息资产将继续维持较高的收益率。

图 16：常熟农商行资产规模及增速¹



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

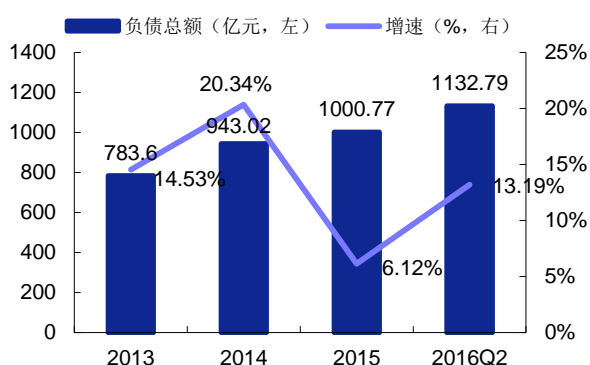
图 17：常熟农商行资产结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

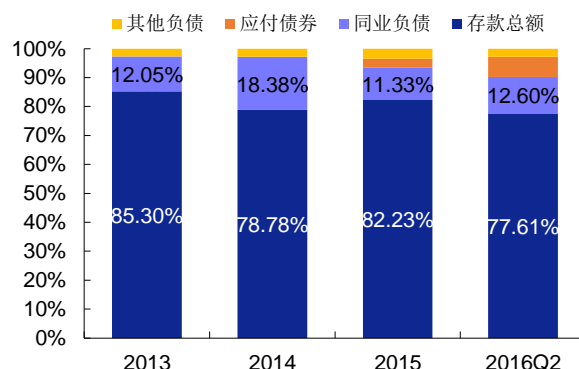
债券融资逐渐提升，负债成本偏低。常熟农商行负债规模增速同样较上年末有了明显回升。较高的客户存款总额（特别是持续增长的个人存款），是常熟农商行在常熟地区竞争优势的体现和持续发展的根本；二级资本债券和同业存单的发行也丰富了企业融资手段。整体而言，常熟农商行由于低成本的存款占比偏高且对客户议价能力强，因此2016年上半年的计息负债成本率仅为2.37%，低于上市股份行均值（2.96%）和上市城商行均值（2.99%）。

图 18：常熟农商行负债规模及增速²



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 19：常熟农商行负债结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

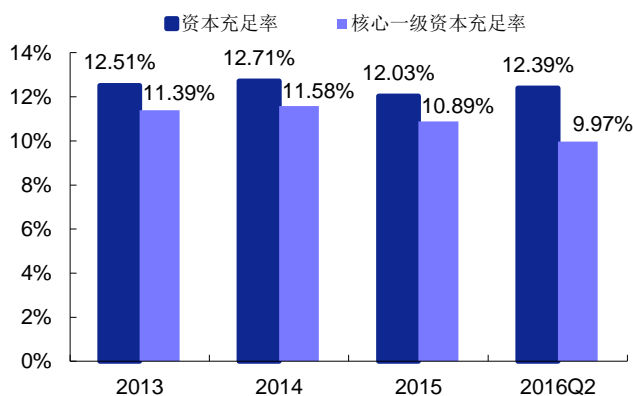
核心一级资本下降较快，IPO 补充资本。近年来常熟农商行资本充足率基本保持稳定，核心一级资本下降较快但仍离监管要求的7.5%有足够的空间。常熟农商行经营风格稳健，资本

¹2016年上半年规模是实际值，增速是上半年末较去年末的增长率。

²2016年上半年规模是实际值，增速是上半年末较去年末的增长率。

充足不达标的可能性不大，且此次 IPO 所募资金扣除费用后将全部用于补充资本，资本充足状况将得到改善。

图 20：常熟农商行资本充足率和核心一级资本充足率

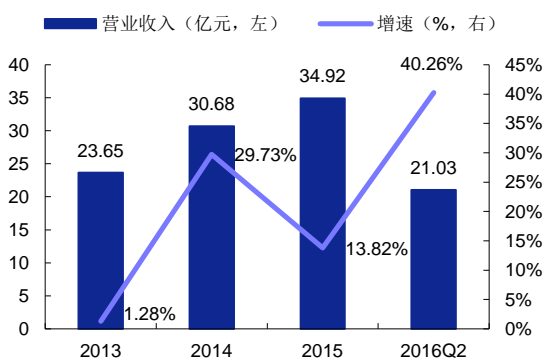


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.2. 高息差改善盈利，业务均衡发展

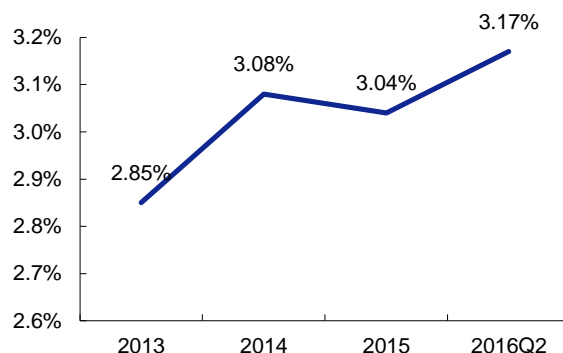
营业收入明显回升，净息差维持高位。2016 年上半年常熟农商行营业收入增速较去年末明显回升，主要得益于资产规模扩大（较去年末增长 13%）和净息差逆势提升（较去年末回升 13BP）。结合前文分析，常熟农商行净息差得以维持高位主要得益于较高的生息资产收益率和偏低的负债成本率。考虑到企业上市后可能会更多采取高成本融资方式，负债成本率可能会小幅上升，但常熟农商行客户基础深厚、议价能力强，资产端可维持较高收益率，预计企业净息差仍将可保持 3%左右的高水平。

图 21：常熟农商行营业收入及增速³



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 22：常熟农商行净息差

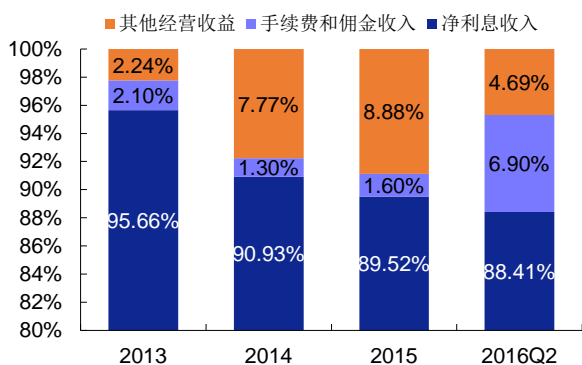


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

收入来源向多元化发展，分部业务利润贡献均衡。常熟农商行大力开展中间业务以提高经营效益，上半年手续费和佣金净收入占营业收入比重较上年末提高 4.86pc，净利息收入占比降至 90%以下，取得明显成效。此外，常熟农商行各分部业务利润贡献均衡，不依赖单一业务来源。特别是个人金融业务对营业利润的贡献较去年末上升 8.76pc 至 37.95%，体现出零售业务转型取得明显成效。随着企业“大零售”业务转型的持续推进，预计全年资金业务、个人金融业务和公司金融业务比例将接近 0.35:0.4:0.25，中间业务收入增速和占比将继续提升。

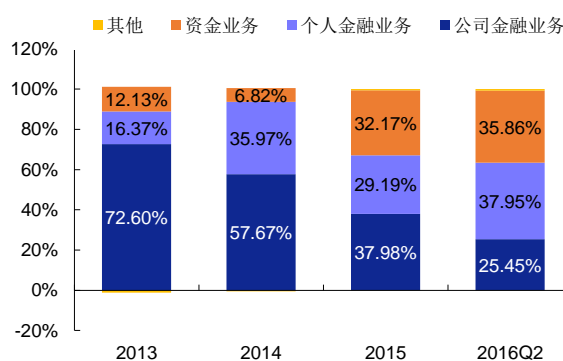
³2016 年上半年规模是实际值，增速是上半年末较去年同期的增长率

图 23: 常熟农商行营业收入结构



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

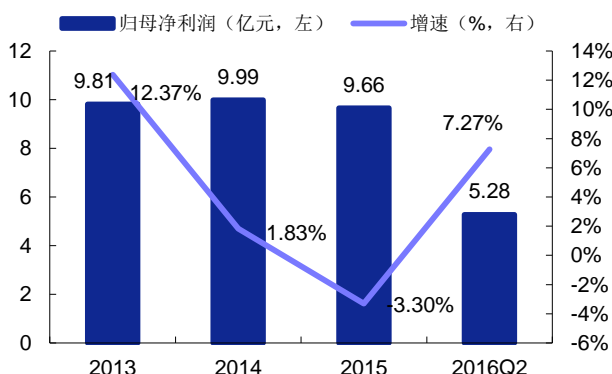
图 24: 常熟农商行各分部营业利润结构



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

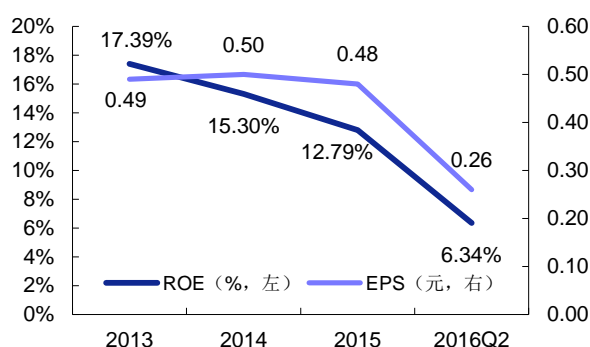
利润出现改善迹象, 实际股东回报有望提升。2016 年上半年常熟农商行实现归母公司净利润 5.28 亿元, 同比增长 7.27%, 假设下半年市场环境和企业经营没有出现重大变化, 全年净利润有望实现扭亏为盈。上半年 ROE 和 EPS 分别为 6.34% 和 0.26 元, 考虑到 IPO 发行后净资产和股本均有扩充, 预计全年 ROE 和 EPS 分别在 12% 和 0.5% 左右, 剔除权益变化影响后的股东回报有望较去年末提升。

图 25: 常熟农商行归母公司净利润规模及增速⁴



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 26: 常熟农商行 ROE 和 EPS



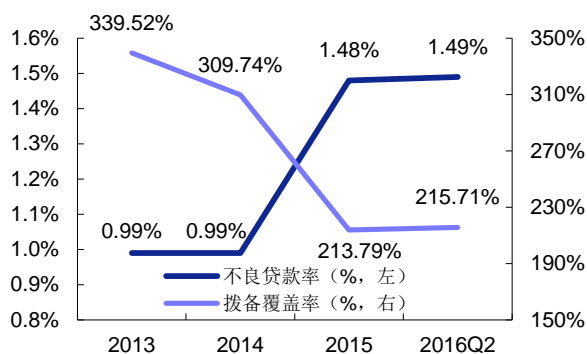
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

4.3. 不良边际改善, 风险仍待消化

资产质量边际改善, 不良增量减少而核销加强。2015 年常熟农商行不良贷款率陡然上升 49BP, 但上半年仅环比上升 1BP; 拨备覆盖率也有回升, 且离监管要求有足够的空间。从不良生成来看, 上半年不良净生成率和毛生成率均较去年末环比下降, 表明资产质量已出现边际改善; 不良净生成率和毛生成率二者之差继续扩大, 反映不良贷款增量减少而核销处置力度加强。考虑到江苏省不良风险暴露基本接近尾声, 预计企业不良拐点有望提前到来。

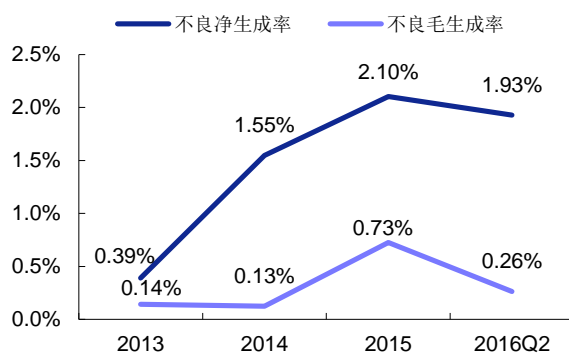
⁴2016 年上半年规模是实际值, 增速是上半年末较去年同期的增长率。

图 27: 常熟农商行不良贷款率和拨备覆盖率



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

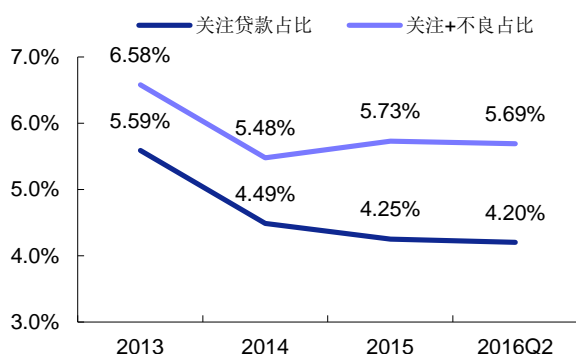
图 28: 常熟农商行不良净生成率和不良毛生成率⁵



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

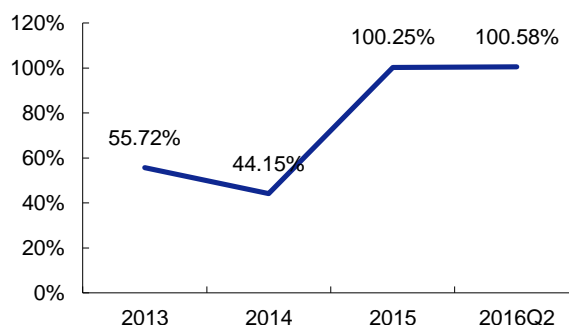
不良陡升源于关注贷款迁徙, 风险仍需时间消化。关注类贷款占比近些年均处于下降趋势, 一方面反映常熟农商行 2015 年不良贷款率陡升在一定程度上源于关注类贷款向下迁徙, 不必过度担忧; 另一方面反映潜在不良风险已在慢慢消化, 资产质量迅速恶化压力不大。上半年常熟农商行 90 天以上逾期贷款/不良贷款余额基本与去年末持平, 但绝对值仍高与 100%, 表明企业不良风险仍需要时间消化。

图 29: 常熟农商行关注贷款占比和关注+不良占比



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 30: 常熟农商行 90 天以上逾期贷款/不良贷款余额



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

5. 盈利预测和估值

投资亮点: 经营环境稳健、企业成长性突出、业绩和资产质量改善。综合前文分析, 我们认为常熟农商行具备三大投资亮点: (1) 从外部环境来看, 常熟区域经济仍维持较快增长、工业转型成效显著, 预计企业经营环境保持稳健、区域不良风险迅速恶化可能性不大, 企业异地经营布局也有利于避免过度依赖单一地区; (2) 从企业经营来看, 交通银行为常熟农商行的发展提供全面支持, “大零售”业务转型领先于对标农商行, 具备更为突出的成长性; (3) 从业绩和资产质量来看, 2016 年上半年常熟农商行业绩表现和资产质量较去年末明显好转, 同时企业资产负债结构优势突出、业务均衡发展且风险控制能力较强, 未来盈利能力和资产质量均有一定保证, 有利于支撑投资者信心。

合理价格 6.18-6.63 元, 对应 1.4x-1.5xPB。我们预计公司 2016 年-2018 年的营业收入增速分别为 34.44%、30.46%、26.64%, 净利润增速为 8%、7%、6%。参考同业各类上市银行估值水平, 我们判断常熟农商行合理价格在 6.18-6.63 元区间, 对应 2016 年动态 PB 为

⁵2016 年上半年不良净生成率和不良毛生成率均是年化值。

1.4x-1.5x 区间。再考虑新股溢价价值, 预计公司上市后股价短期存在 40%左右的溢价空间, 对应股价在 8.84-9.28 元区间, 2016 年动态 PB 在 2.0x-2.1x 区间。

表 3: 常熟农商行估值和上市银行对比

	常熟农商行	江苏银行	贵阳银行	城商行平均	股份行平均
PE (倍)	12.88	13.24	12.21	8.02	6.63
PB (倍)	1.4	1.62	2.02	1.16	0.96

资料来源: 招股说明书, Wind 资讯, 安信证券研究中心

股价数据截至 2016 年 9 月 19 日

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表明细						成长能力指标					
资产负债表(亿元)						资产负债表类					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
发放贷款	471.94	558.03	650.10	754.12	871.01	贷款增速	15.71%	18.24%	16.50%	16.00%	15.50%
证券投资	273.53	333.71	423.81	529.76	662.21	证券投资增速	40.73%	22.00%	27.00%	25.00%	25.00%
存放央行	146.50	122.19	133.19	139.85	146.84	存放央行增速	1.03%	-16.59%	9.00%	5.00%	5.00%
同业资产	99.68	42.59	119.25	178.88	250.43	同业资产增速	29.84%	-57.27%	180.00%	50.00%	40.00%
生息资产	991.65	1056.52	1326.36	1602.61	1930.48	生息资产增速	20.35%	6.54%	25.54%	20.83%	20.46%
资产总额	1016.70	1085.04	1356.30	1654.69	1985.62	总资产增速	20.44%	6.72%	25.00%	22.00%	20.00%
存款总额	742.87	822.91	934.00	1055.42	1187.35	存款增速	11.14%	10.77%	13.50%	13.00%	12.50%
同业负债	173.29	113.43	170.15	212.68	265.85	同业负债增速	83.57%	-34.54%	50.00%	25.00%	25.00%
应付债券	0.00	29.88	119.52	358.56	717.12	应付债券增速	—	—	300.00%	200.00%	100.00%
其他计息负债	1.79	7.34	3.67	2.75	2.48	其他计息负债增速	496.67%	310.06%	-50.00%	-25.00%	-10.00%
计息负债	917.95	973.56	1227.34	1629.42	2172.80	计息负债增速	20.29%	6.06%	26.07%	32.76%	33.35%
负债总额	943.02	1000.77	1255.97	1543.58	1860.02	负债总额增速	20.34%	6.12%	25.50%	22.90%	20.50%
股本	15.20	20.00	22.22	22.22	22.22						
归母公司所有者权益合计	71.18	80.77	98.16	108.21	118.86						
利润表(亿元)						利润表类					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利息收入	28.16	31.68	41.18	49.42	56.83	净利息收入增速	23.94%	12.50%	30.00%	20.00%	15.00%
手续费及佣金净收入	0.38	0.51	2.55	7.65	15.30	净手续费及佣金收入增速	-22.45%	34.21%	400.00%	200.00%	100.00%
其他经营净收益	1.32	2.38	3.21	4.18	5.43	其他经营净收益增速	71.43%	80.30%	35.00%	30.00%	30.00%
营业收入	30.68	34.92	46.95	61.25	77.56	营业收入增速	29.73%	13.82%	34.44%	30.46%	26.64%
拨备前利润	19.19	21.31	29.83	40.28	52.36	拨备前利润增速	37.76%	11.05%	40.00%	35.00%	30.00%
当期拨备	6.18	9.12	16.42	25.44	36.89	当期拨备增速	218.56%	47.57%	80.00%	55.00%	45.00%
税前利润	13.01	12.19	13.42	14.83	15.46	税前利润增速	8.51%	-6.30%	10.07%	10.53%	4.27%
税后利润	10.00	9.83	10.62	11.36	12.04	税后利润增速	0.40%	-1.70%	8.00%	7.00%	6.00%
归属于母公司净利润	9.99	9.66	10.43	11.16	11.83	归属于母公司净利润增速	1.83%	-3.30%	8.00%	7.00%	6.00%
资产质量指标						盈利能力					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
不良率	0.99%	1.48%	1.50%	1.40%	1.20%	非息收入占比	8.21%	9.28%	12.28%	19.31%	26.73%
拨备覆盖率	309.74%	213.79%	220.00%	250.00%	280.00%	成本收入比	33.83%	34.97%	35.00%	33.00%	31.00%
拨贷比	3.07%	3.16%	3.30%	3.50%	3.36%	净息差	3.08%	3.04%	3.20%	3.00%	3.00%
不良净生成率	1.55%	2.10%	1.78%	1.50%	1.00%	ROAA	1.08%	0.92%	0.85%	0.74%	0.65%
信用成本	1.43%	1.84%	2.72%	3.62%	4.54%	ROAE	15.30%	12.79%	11.66%	10.82%	10.42%
						股息率	#VALUE!	#VALUE!	1.10%	1.17%	1.24%
资本状况指标						盈利与估值指标					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资本充足率	12.71%	12.03%	13.00%	12.50%	12.50%	EPS	0.50	0.48	0.47	0.50	0.53
核心资本充足率	11.58%	10.89%	11.00%	10.50%	10.50%	BVPS	4.68	4.04	4.42	4.87	5.35
核心一级资本充足率	11.58%	10.89%	11.00%	10.50%	10.50%	P/E	12.37	12.88	13.17	12.31	11.61
						P/B	1.32	1.53	1.40	1.27	1.16

资料来源:招股说明书, Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A—正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B—较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵湘怀声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034