

# 常熟银行(601128)

## 小微金融领跑者，息差亮眼资产质量逊于同业

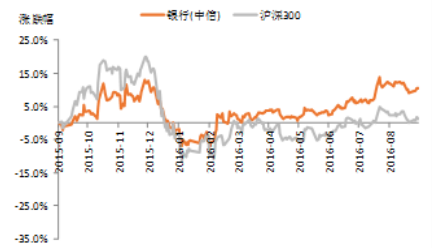
### 推荐 (首次)

预计上市定价: 8.80-9.68 元

#### 主要数据

行业	银行
公司网址	www.csrcbank.com
大股东/持股	常熟市发展投资有限公司 /4.6%
实际控制人/持股	无
总股本(百万股)	2,00
流通 A 股(百万股)	N/A
流通 B/H 股(百万股)	N/A
总市值 (亿元)	N/A
流通 A 股市值(亿元)	N/A
每股净资产(元)	4.28
资本充足率(%)	12.39

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**励雅敏** 投资咨询资格编号  
S1060513010002  
021-38635563  
LIYAMIN860@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**袁喆奇** 一般从业资格编号  
S1060115060010  
021-20661426  
YUANZHEQI052@PINGAN.COM.CN

**田维韦** 一般从业资格编号  
S1060116070084  
TIANWEIWEI627@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 公司概况：率先引入战略投资者，小微金融业务领先同业

常熟农村商业银行成立于 2001 年，是全国首批组建的股份制农村金融机构，在全国农村中小金融机构中率先成功引进交通银行作为战略投资者。常熟隶属于经济基础优越的苏州市，县域经济强大，常熟银行依托地方经济特点，专注服务小微企业，常熟银行小微贷款余额占企业贷款的比重为 88%，高于无锡银行（78%）和江阴银行（45%）。截止 2016 年 6 月末，公司总资产规模达 1224 亿元，存贷款规模分别是 879/623 亿元，存贷款在常熟市的市场份额位居第一。

#### ■ 息差优势明显，资产质量逊于同业，业务结构有待进一步改善

**规模快增和净息差逆势上涨带来营收回暖。**2016 年上半年公司营收同比增 41%（VS2015 年 14%），主要受益于规模快增和净息差逆势提升，1）规模方面，6 月末资产规模较年初增长 12.8%，增速高出 15 年全年 6 个百分点，其中贷款和应收款项类投资增速平稳，主要来自同业资产高增 94%（15 年规模压缩了 57%），我们认为下半年同业资产难以保持目前的增速；2）净息差位于高位，上半年逆势上涨 13bps。2015 年常熟银行净息差 3.04%，高于同区域的江阴银行（2.77%）、南京银行（2.61%）、无锡银行（2.11%）和江苏银行（1.94%），主要受益于高收益率小微贷款比重高于同业。2016 年上半年净息差逆势上涨主要是公司加大了高收益个人消费贷款和经营性贷款的投放，两者贷款余额占个人贷款总额比重环比 15 年提高 4 个百分点至 80%。上半年手续费收入同比高增 482%，但占营收比重仅 6%，收入结构待进一步改善。

**不良生成小幅下行，资产质量整体表现逊于同业。**2015 年和 2016 年不良率维持在 1.50% 左右（VS2014 年 0.99%）。2016 年上半年年化不良净生成率环比 15 年下降 10BP 至 1.72%，但不良生成速度仍明显高于同区域的南京银行（1.62%）、江阴银行（1.23%）、江苏银行（1.06%）和无锡银行（0.47%）。考虑到公司关注类贷款比率高于同业，90 天以上逾期贷款/不良比例由 2014 年的 46% 提高到 2016 年上半年的 106%，资产质量企稳可持续性仍有待观察。

**盈利预测及估值：**我们预计常熟银行 2016/2017/2018 年的利润增速分别为 7.9%/11.5%/14.4%，我们主要运用相对估值法对常熟银行进行估值，得到合理估值对应 2016 年 PB0.90x-1.00x 之间，对应股价在 3.96-4.40 元。我们参考 A 股区域性银行上市后短期涨幅空间的平均水平，保守给予常熟银行 100%-120% 溢价空间，对应股价 8.80-9.68 元，对应 16 年 PB2.00-2.20x。目前常熟银行业绩表现逊于已上市城商行，但略好于同区域农商行，公司均衡发展有待提升，资产质量仍有压力，考虑到作为新股题材短期存在一定获利空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

#### ■ 风险提示：资产质量暴露超预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,044	3,480	4,145	4,828	5,543
YoY(%)	30.0	14.3	19.1	16.5	14.8
净利润(百万元)	999	966	1,043	1,163	1,330
YoY(%)	1.8	-3.3	7.9	11.5	14.4
ROE(%)	15.4	12.7	11.7	11.4	12.0
EPS(摊薄/元)	0.50	0.43	0.47	0.52	0.60
P/E(倍)	8.81	10.12	9.38	8.41	7.35
P/B(倍)	0.94	1.09	1.00	0.92	0.85

# 正文目录

<b>一、公司概况：全国首批组建的农商行，引入战略投资者的先行者</b>	<b>5</b>
<b>二、业务特色：专注于县域经济，为小微企业提供服务</b>	<b>6</b>
2.1 地区经济：县域经济强大，本土优势明显	6
2.2 拓展异地经营，专注服务小微企业	8
<b>三、财务分析：息差靓丽，资产质量表现逊于同业，业务结构有待进一步改善</b>	<b>10</b>
3.1 规模快速扩张，对贷款的依赖程度高于同业	10
3.2 净息差逆势提高 13bps，净息差优势凸显	11
3.3 上半年营收增速回暖，手续费收入表现亮眼	13
3.4 不良生成小幅放缓，但资产质量整体表现逊于同业，	15
3.5 净利润增速扭转下行趋势，盈利能力在同区域银行中表现较好	18
<b>四、盈利预测及估值</b>	<b>19</b>
4.1 预测模型基本假设	19
4.2 公司估值	19

## 图表目录

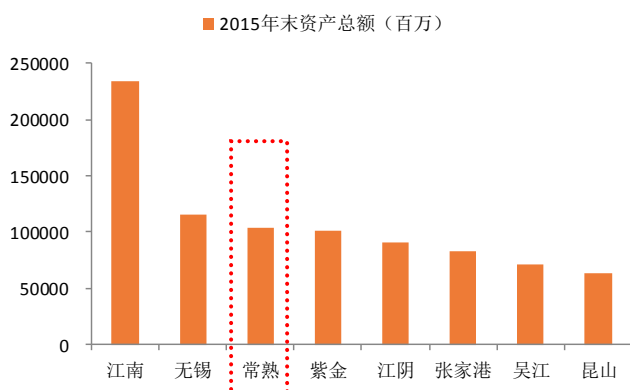
图表 1	常熟银行在江苏农商行中资产规模第三	5
图表 2	常熟银行在江苏农商行中收入规模第二	5
图表 3	常熟银行一级资本在国内农商行中位列第 13 位 (2016)	5
图表 4	常熟银行股权结构	6
图表 5	苏州市 GDP 总量第一, 增速倒数第二	6
图表 6	苏州市人均 GDP 位列江苏第一	6
图表 7	常熟市在全国县域竞争力排行第四	7
图表 8	常熟市 GDP 增速放缓	7
图表 9	常熟市第三产业占比逐年提高	7
图表 10	常熟市 2015 年产业结构	7
图表 11	15 年常熟市金融机构贷款规模增速高于全国 (亿元)	8
图表 12	15 年常熟金融机构存款规模快增 (亿元)	8
图表 13	常熟银行本地市场份额领先	8
图表 14	常熟银行存款规模增长高于常熟市总体水平	8
图表 15	常熟银行业务主要在常熟当地	9
图表 16	常熟银行异地经营开展进程较领先	9
图表 17	常熟银行小企业客户 (户)	9
图表 18	常熟银行贷款以小微企业为主	9
图表 19	16 年上半年资产扩张快速 (百万)	10
图表 20	常熟银行各项资产增速	10
图表 21	常熟银行资产结构	10
图表 22	常熟银行贷款占总资产比重处于对比行高位	10
图表 23	常熟银行上半年净息差逆势上涨 13bps	11
图表 24	常熟银行净息差处于对比行高位	11
图表 25	常熟银行上半年存贷利差提高 15bps	11
图表 26	常熟银行贷款收益率处于高位	11
图表 27	个人贷款收益率持续提高	12
图表 28	个人贷款平均余额占比逐步提升	12
图表 29	公司减少了低收益的按揭贷款投放	12
图表 30	常熟银行活期存款占比提升	12
图表 31	常熟银行小微企业贷款占比高于对比行	13
图表 32	个人贷款占比处于对比行高位	13
图表 33	16 年上半年收入增速回暖	13
图表 34	15 年营收增速好于已上市农商行	13
图表 35	常熟银行净利息收入占营收比高于 90%	14
图表 36	公司净手续费收入占比处于对比行低位	14

图表 37	公司手续费收入增长快速 .....	14
图表 38	2016 年上半年手续费收入结构 .....	14
图表 39	公司表外理财快速扩张 .....	15
图表 40	表外理财带来手续费收入高增 .....	15
图表 41	2015 年以来公司不良加速暴露 .....	15
图表 42	常熟银行不良率处于对标行高位 .....	15
图表 43	常熟银行不良贷款生成率 .....	16
图表 44	常熟银行不良贷款生成速度快于同业 .....	16
图表 45	关注类贷款占比下降 .....	16
图表 46	关注类贷款占比位于同业高位 .....	16
图表 47	90 天以上逾期贷款与不良比例 .....	17
图表 48	常熟 90 天以上逾期贷款/不良处于中游 .....	17
图表 49	公司信贷成本小幅提高 .....	17
图表 50	公司信贷成本处于可比行中位 .....	17
图表 51	2015 年以来公司拨备覆盖率大幅下滑 .....	18
图表 52	公司拨备覆盖率处于对比行中位 .....	18
图表 53	上半年净利润增速增速扭转下行趋势 .....	18
图表 54	公司盈利能力处于偏下水平 .....	18
图表 55	银行可比公司估值 .....	20
图表 56	区域性银行新股短期上市表现统计 .....	20
图表 57	公司盈利预测 .....	21

## 一、公司概况：全国首批组建的农商行，引入战略投资者的先行者

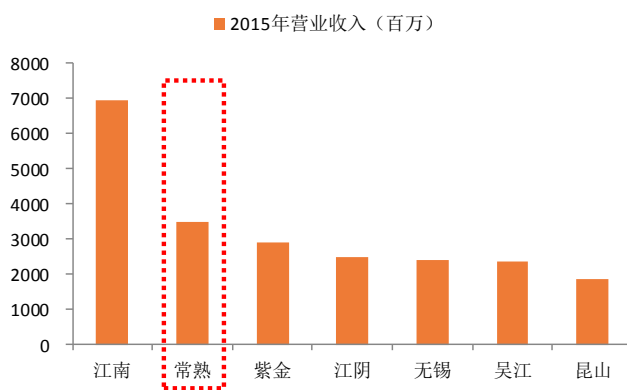
江苏常熟农村商业银行（以下简称“常熟银行”）由常熟市农村信用合作联社改制而来，是全国首批组建的股份制农村金融机构。常熟银行在努力发挥地方金融主力军作用的同时，积极致力于探索多元化的跨区发展之路，首家走出注册地开展跨区经营。截至 2015 年末，常熟银行的总资产规模达 1034 亿元，比上年增长 5%，在江苏省的农商行中排名第 3；存、贷款总额分别为 776 亿元和 532 亿元，比上年增长 8%、16%。2015 年实现营业收入 35 亿元，归母净利润 9.7 亿元；不良率 1.48%，拨备覆盖率 213.79%，拨贷比 3.16%。

图表1 常熟银行在江苏农商行中资产规模第三



资料来源：各公司年报、平安证券研究所

图表2 常熟银行在江苏农商行中收入规模第二



资料来源：各公司年报、平安证券研究所

根据《银行家》杂志 2016 年度全球 1000 家大银行排名中，常熟银行一级资本名列 578 位，在国内农商行中排名 13。

图表3 常熟银行一级资本在国内农商行中位列第 13 位（2016）

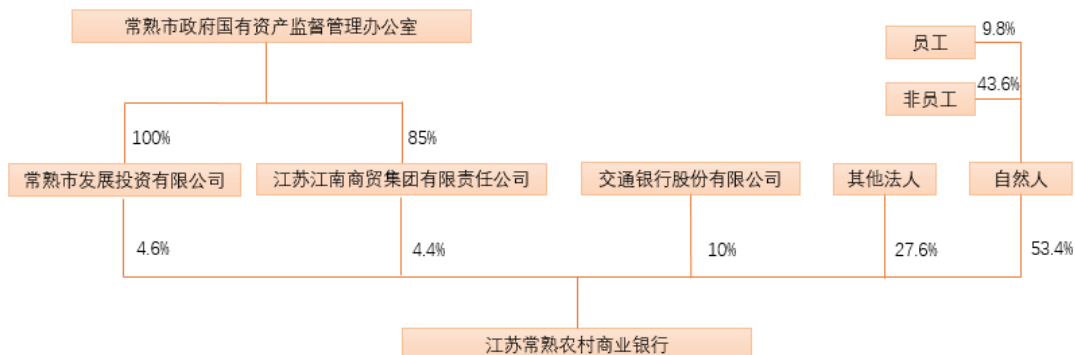
序号	名称	国内银行排名	《银行家》榜单排名	序号	名称	国内银行排名	《银行家》榜单排名
1	重庆农村商业银行	22	170	13	常熟农村商业银行	82	578
2	上海农商银行	26	194	14	江阴农商银行	88	615
3	北京农商银行	27	201	15	大连农村商业银行	89	616
4	广州农商银行	29	203	16	张家港农村商业银行	95	638
5	成都农商银行	34	224	17	无锡农村商业银行	96	639
6	东莞农商银行	41	292	18	江苏吴江农村商业银行	103	672
7	天津农商银行	44	307	19	紫金农村商业银行	104	697
8	深圳农村商业银行	52	370	20	厦门农商银行	105	700
9	武汉农村商业银行	54	372	21	新会农村商业银行	112	799
10	青岛农村商业银行	61	414	22	昆山农村商业银行	116	830
11	江南农村商业银行	62	421	23	药都农村商业银行	118	917
12	天津滨海农村商业银行	71	502				

资料来源：《银行家》、平安证券研究所

常熟银行是全国农村中小金融机构中首家成功引进战略投资者的公司，其战略投资者——交通银行（持股 10%）是中国第一家全国性的国有股份制商业银行，在香港、上海证券交易所挂牌上市，目前交通银行资产规模仅次于四大银行，2015 年列《银行家》杂志全球千家最大银行一级资本排名第 17 位。

截至 2016 年 7 月 22 日，常熟银行股东总户数为 3126 户。自然人股东 3088 户，合计持股比例为 53.4%；法人股东 38 户，持股合计 46.6%，其中交通银行持股 10%，2 家国有股东持股合计 9%，其他法人持股合计 27.6%。

图表4 常熟银行股权结构



资料来源：公司报告、平安证券研究所

## 二、 业务特色：专注于县域经济，为小微企业提供服务

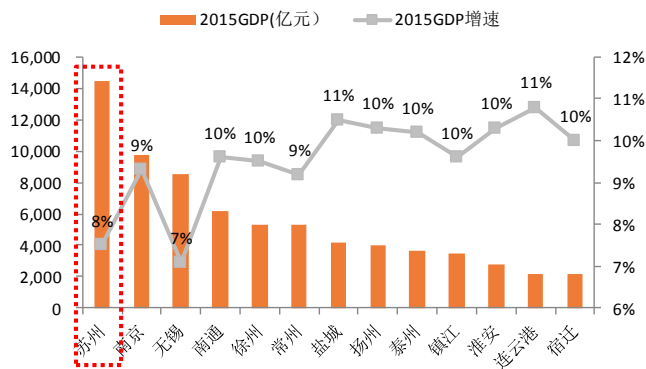
### 2.1 地区经济：县域经济强大，本土优势明显

#### ■ 隶属于经济基础优越的苏州市，县域经济强大

常熟地处经济发达的长三角地带，隶属于苏州市，被上海、苏州、无锡、常州等工商业发达的大中型城市环抱，拥有巨大的市场潜力。常熟港作为国家对外开放一类口岸，居全国十大内河港口之列。随着苏通长江大桥及沿江铁路等重大项目的完工，常熟逐渐成为华东地区重要的交通枢纽。

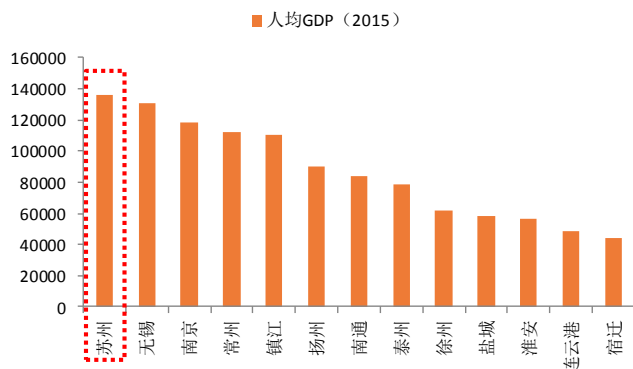
苏州市经济发达，居民富裕，2015 年 GDP、人均 GDP 分别为 14504 亿元、13.6 万元，均位列江苏省第一；但 GDP 增速有所放缓，2015 年苏州市 GDP 同比增长 7.5%，高于全国（6.9%），低于江苏（8.5%），和江苏省其他市相比，处于倒数第二。

图表5 苏州市 GDP 总量第一，增速倒数第二



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表6 苏州市人均 GDP 位列江苏第一



资料来源：Wind、平安证券研究所

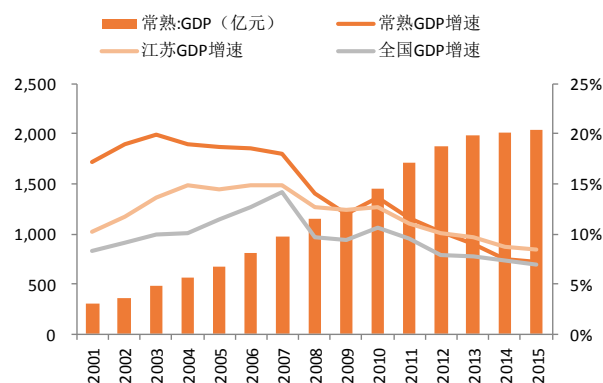
中国城市竞争力研究会发布的“2016 中国县域综合竞争力百强排行榜”中常熟市位列第 4。2015 年常熟市 GDP 为 2045 亿元，增速 7.2% 逐年放缓。常熟市经济以第二产业占比最高，第三产业占比逐年上升，2015 年一、二、三产业占比为 2%、52%、46%。

图表7 常熟市在全国县域竞争力排行第四

排名	城市
1	江苏昆山市
2	江苏江阴市
3	江苏张家港市
4	江苏常熟市
5	福建晋江市
6	江苏宜兴市
7	浙江慈溪市
8	江苏太仓市
9	浙江义乌市
10	内蒙古准格尔旗

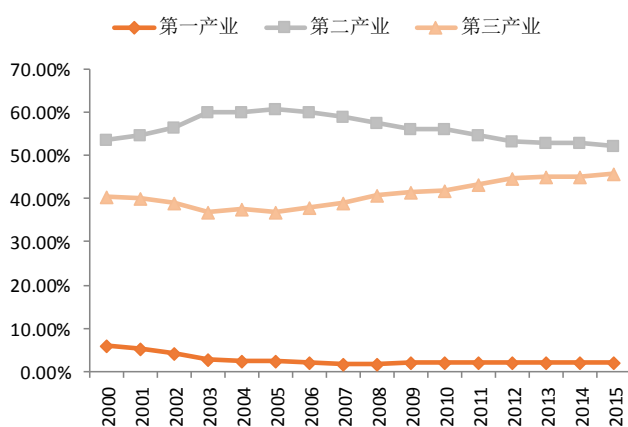
资料来源：中国城市竞争力研究会、平安证券研究所

图表8 常熟市 GDP 增速放缓



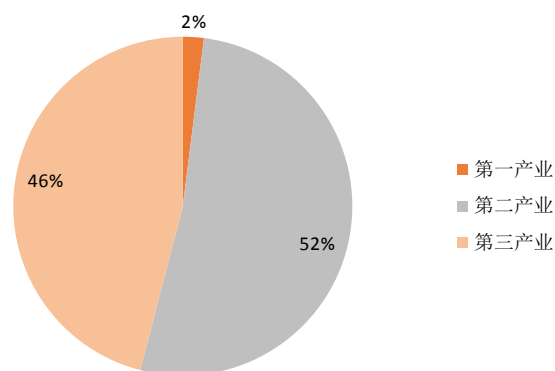
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表9 常熟市第三产业占比逐年提高



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表10 常熟市 2015 年产业结构

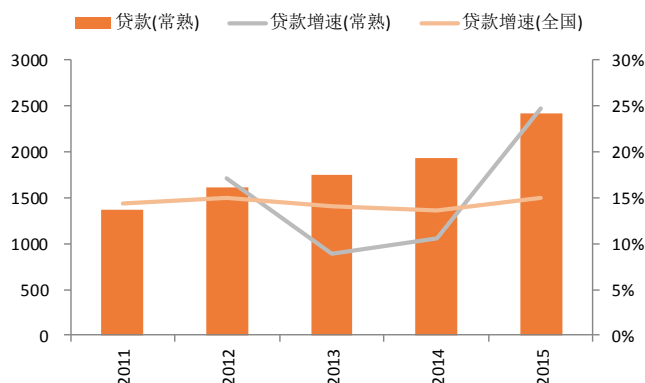


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 常熟市金融机构存贷款增速出现回升，常熟银行具有本地优势

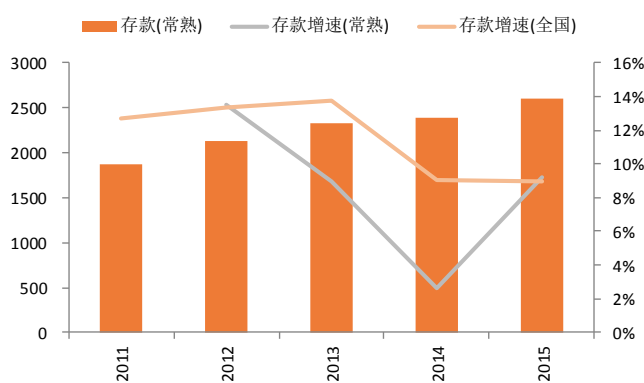
2015 年常熟市金融机构存贷款规模增速出现回升，2015 年末，常熟市存款规模为 2605 亿，同比增长 9%，贷款规模为 2418 亿，同比增长 25%，增速高于全国平均水平。

图表11 15年常熟市金融机构贷款规模增速高于全国 (亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

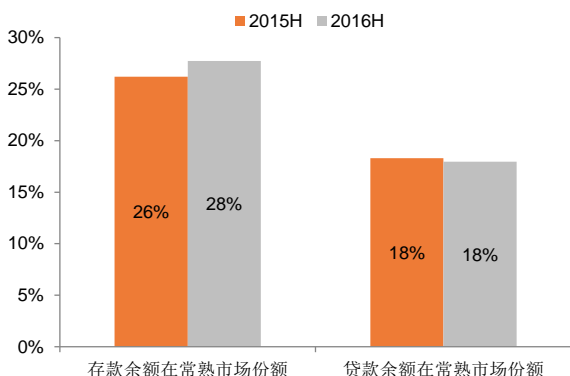
图表12 15年常熟金融机构存款规模快增 (亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

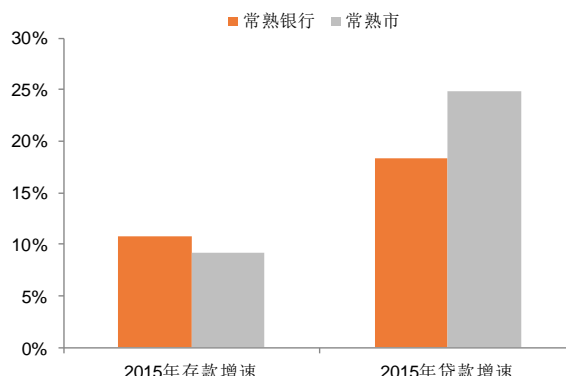
常熟市优越的经济环境吸引了包括四大行、政策性银行、全国股份制银行在内的 26 家商业银行在当地开展业务, 市场竞争较为充分。常熟银行深耕本地, 凭借本土优势和对县域经济的深刻了解, 确立了领先的市场地位。截至 2016 年 6 月 30 日, 常熟银行在常熟市拥有 108 家分支机构, 在当地网点数量位居第一。常熟银行存、贷款余额占常熟市场总额的比例分别为 27.74%、17.95%, 均位居第一。

图表13 常熟银行本地市场份额领先



资料来源: 公司报告、平安证券研究所

图表14 常熟银行存款规模增长高于常熟市总体水平



资料来源: 公司报告、平安证券研究所

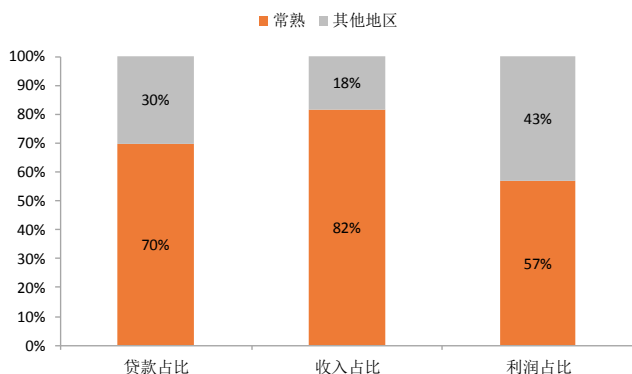
## 2.2 拓展异地经营, 专注服务小微企业

### ■ 异地经营领先于其他农商行

常熟银行业务主要分布于常熟当地, 2015 年公司的贷款余额、主营业务收入、主营业务利润中常熟地区占总体的比例分别为 70%、82%、57%。同时, 公司跨区域经营持续推进, 2015 年末异地机构达到 32 家, 存、贷款规模占比分别提升至 12%、30%, 异地经营的进展较江苏省其他两家上市农商行更快。

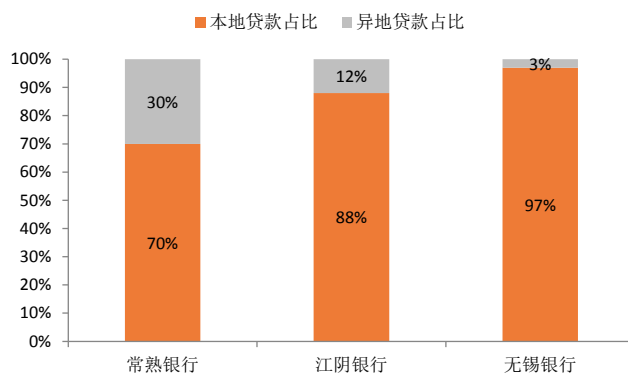


图表15 常熟银行业务主要在常熟当地



资料来源：公司报告、平安证券研究所

图表16 常熟银行异地经营开展进程较领先

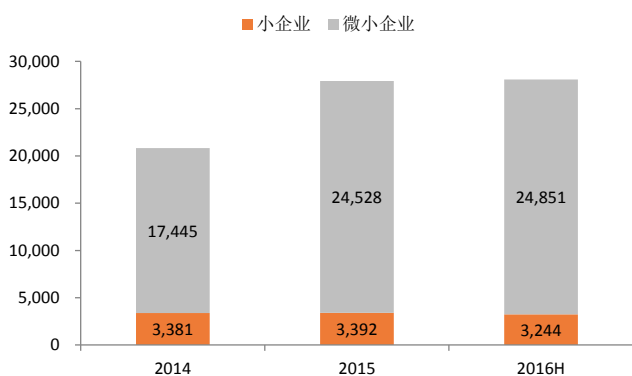


资料来源：公司报告、平安证券研究所

■ 致力于服务农村中小微企业

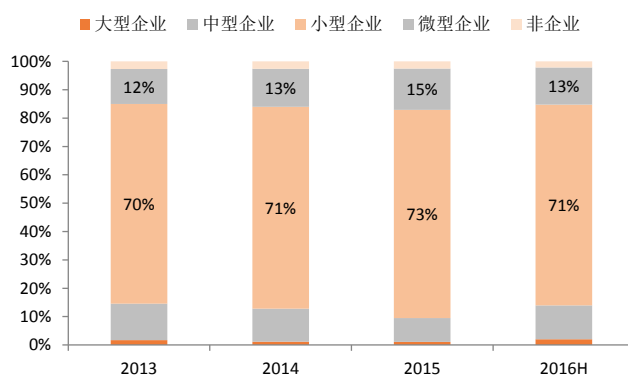
常熟银行自 2001 年组建以来便致力于小企业贷款业务，以农村小型企业（包括个体工商户）为主。截止 2016 年 6 月末，常熟银行小企业客户数达 28095 户，其中微小企业客户数 24815 户，小微企业贷款余额达 272.6 亿元，占企业贷款比重为 84%。

图表17 常熟银行小企业客户（户）



资料来源：公司报告、平安证券研究所

图表18 常熟银行贷款以小微企业为主



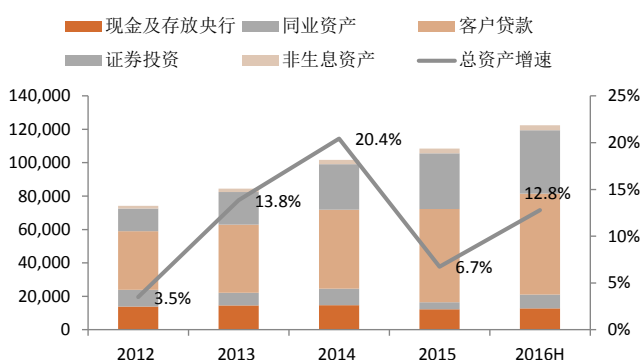
资料来源：公司报告、平安证券研究所

### 三、 财务分析：息差靓丽，资产质量表现逊于同业，业务结构有待进一步改善

#### 3.1 规模快速扩张，对贷款的依赖程度高于同业

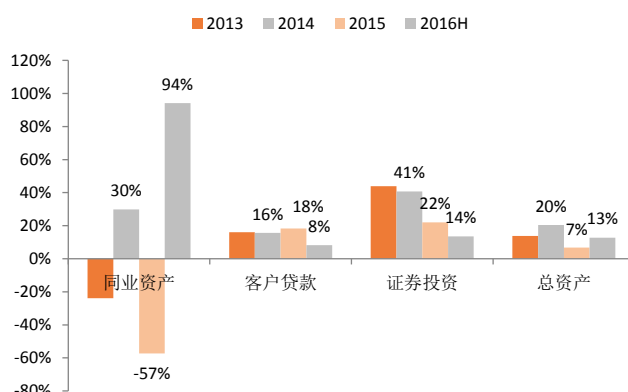
2016年上半年公司规模快速扩张。2016年6月末公司总资产达1224亿元，较年初增长12.8%，增速高出15年全年增速6个百分点，主要得益于16年上半年同业资产的高速增长，16年6月末同业资产较年初增长94%，而15年末同业资产较年初则压缩57%，拖累15年总资产增速。2016年上半年贷款和证券投资增速则基本维持稳定，其中贷款上半年增长8%（VS15年18%），证券投资上半年增14%（VS15年22%）。

图表19 16年上半年资产扩张快速（百万）



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

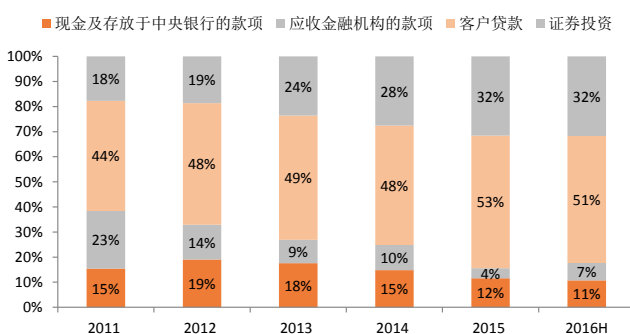
图表20 常熟银行各项资产增速



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

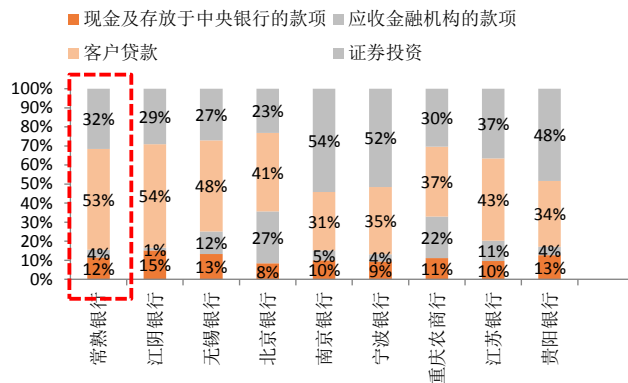
常熟银行贷款占生息资产比重位于对标行高位。截止2016年6月末，常熟银行贷款总额达624亿元，占生息资产的比重为51%，与对标行相比，仅低于江阴银行1个百分点，高于同区域的无锡银行（48%）、江苏银行（43%）和南京银行（31%）。

图表21 常熟银行资产结构



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表22 常熟银行贷款占总资产比重处于对标行高位

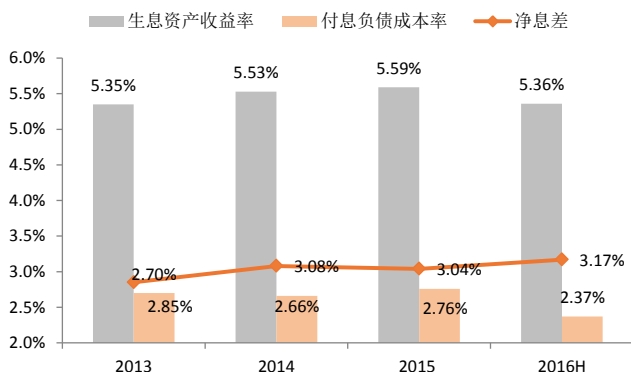


资料来源：招股说明书、平安证券研究所 注：截止2015年末

### 3.2 净息差逆势提高 13bps，净息差优势凸显

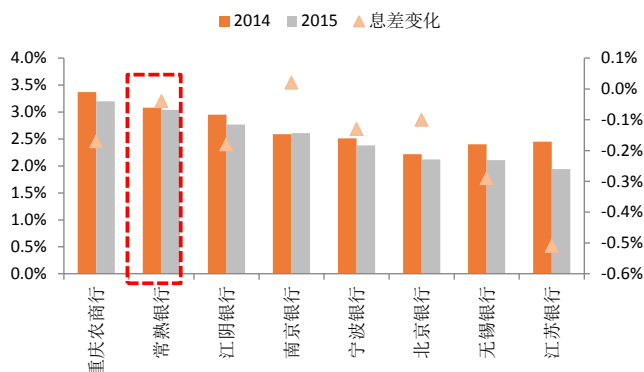
上半年公司净息差逆势提高 13bps，绝对水平位于同业高位。2016 年上半年公司净息差为 3.17%，环比 15 年提高 13bps。公司 2015 年 3.04% 的净息差水平处于行业较高水平，仅低于重庆农商行（3.20%），高于同区域江阴银行（2.77%）、南京银行（2.61%）、无锡银行（2.11%）和江苏银行（1.94%）。

图表23 常熟银行上半年净息差逆势上涨 13bps



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表24 常熟银行净息差处于对比行高位

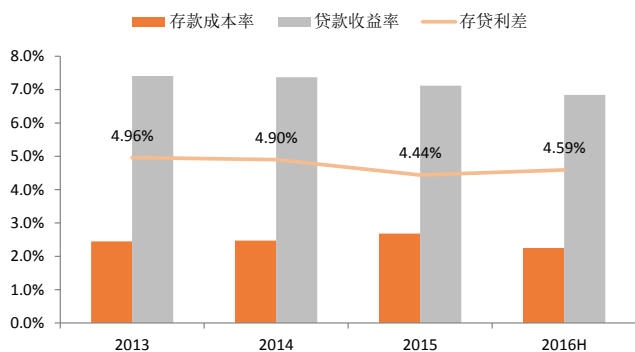


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

2016 年上半年常熟银行净息差逆势上涨 13bps 主要得益于贷款结构改善带来的存贷利差扩大，上半年存贷利差提高 15bps。其中，

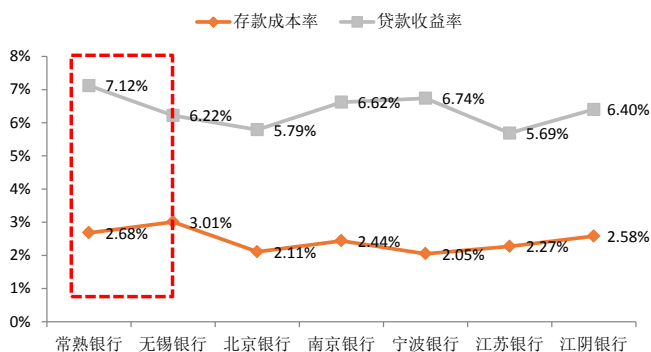
- 1) 贷款端收益率仅收窄 28bps，主要是公司加大了高收益个人消费贷款和经营性贷款的投放，个人贷款平均余额占比环比 15 年提高 4 个百分点至 33%，其中高收益的消费贷款和经营性贷款占个人贷款总额比重环比 15 年提高 4 个百分点至 80%，低收益的住房按揭贷款减少了 4 个百分点，个人贷款结构的优化带来个人贷款收益率环比 15 年上升 5BP 至 8.25%；
- 2) 存款成本率收窄 43bps，主要是受利率市场化及公司存款结构改变的影响，2016 年 6 月末公司活期存款占比环比提高 3 个百分点至 40%，拉低存款成本。

图表25 常熟银行上半年存贷利差提高 15bps



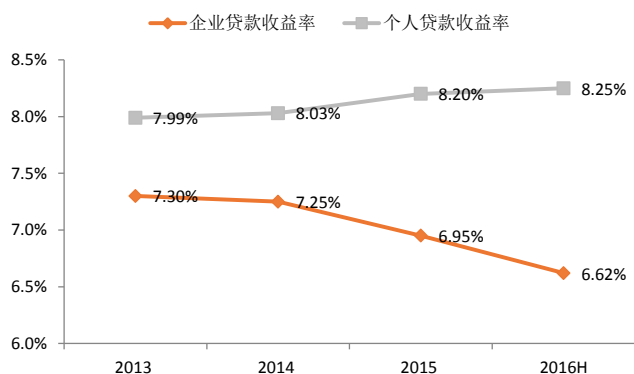
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表26 常熟银行贷款收益率处于高位



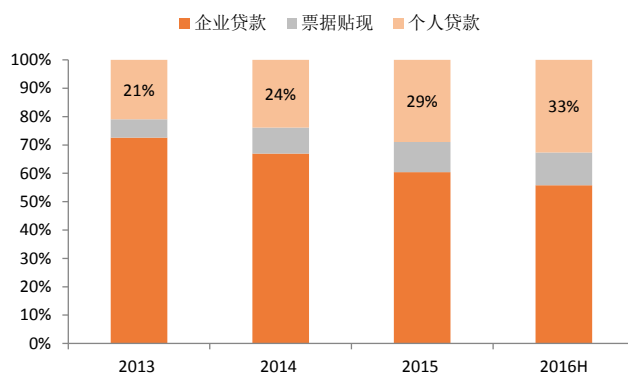
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表27 个人贷款收益率持续提高



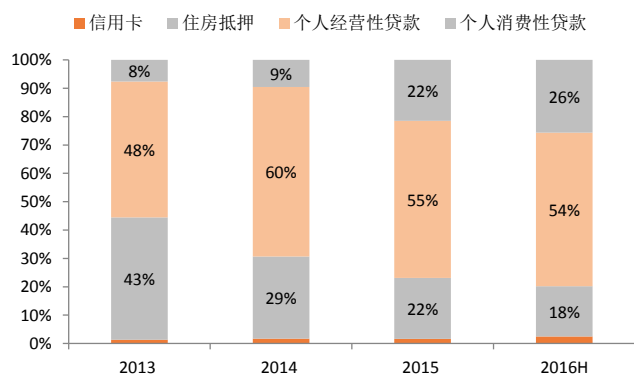
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表28 个人贷款平均余额占比逐步提升



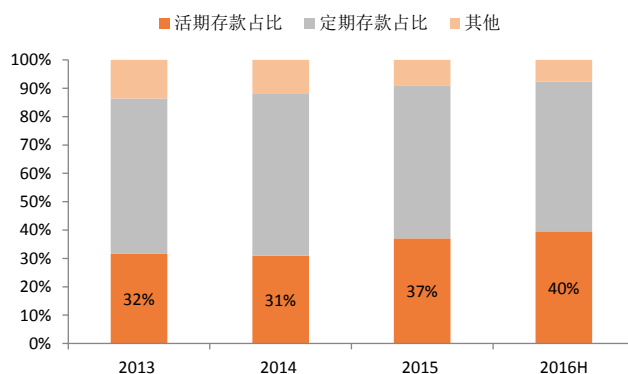
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表29 公司减少了低收益的按揭贷款投放



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表30 常熟银行活期存款占比提升

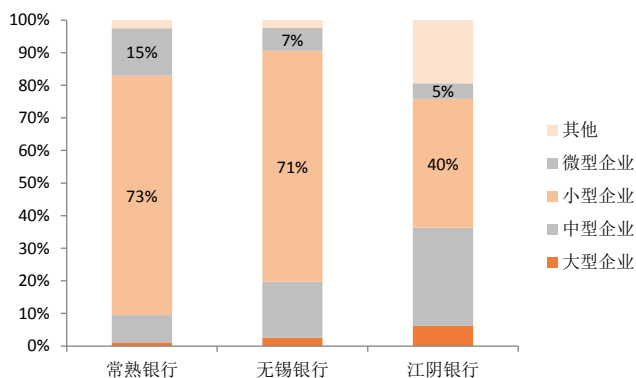


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

公司净息差处于高位主要得益于贷款结构带来的高收益率。公司贷款端收益率一直处于同业高位，主要得益于两方面，

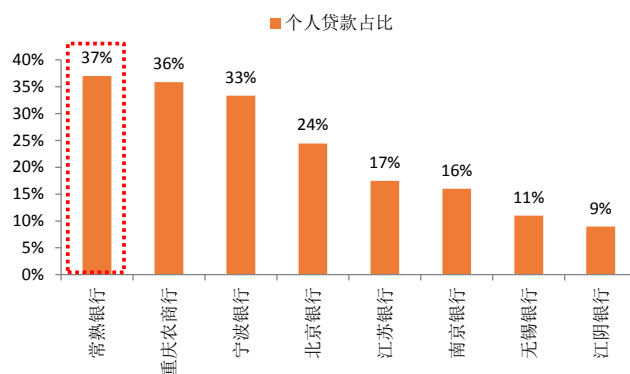
- 1) 公司小微企业贷款占企业贷款比例高于同业。2015年常熟银行小微企业贷款占比为88%，高于无锡银行（78%）和江阴银行（45%）；
- 2) 常熟银行高收益的个人贷款占比一直处于同业领先水平。2015年常熟银行个人贷款占总贷款的比重为37%，高于同区域的江苏银行（17%）、南京银行（16%）、无锡银行（11%）和江阴银行（9%）。

图表31 常熟银行小微企业贷款占比高于对比行



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表32 个人贷款占比处于对比行高位

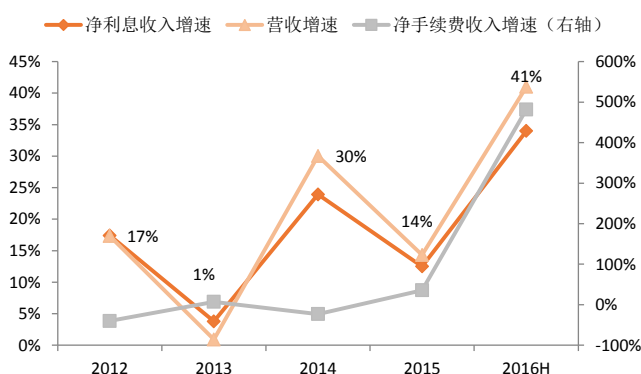


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

### 3.3 上半年营收增速回暖，手续费收入表现亮眼

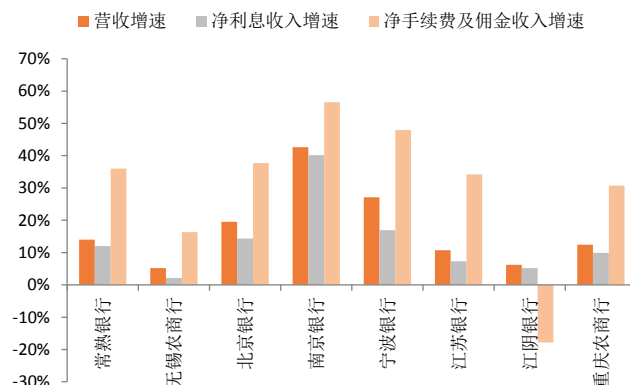
公司 16 年上半年营收同比增 41%，主要得益于规模快速扩张及净息差的提升带来净利息收入同比增 34%。常熟银行净利息收入占营收的比重维持在 90%及以上，2016 年上半年常熟银行手续费及佣金收入高增（同比增 482%）带来手续费及佣金收入占比较 15 年提高 5 个百分点至 6%，但仍处于行业低位，需进一步改善。

图表33 16 年上半年收入增速回暖



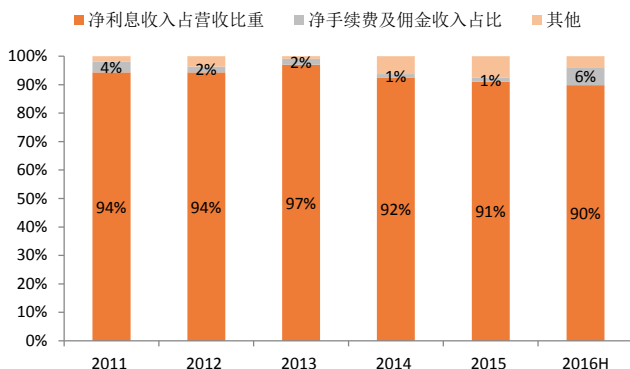
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表34 15 年营收增速好于已上市农商行



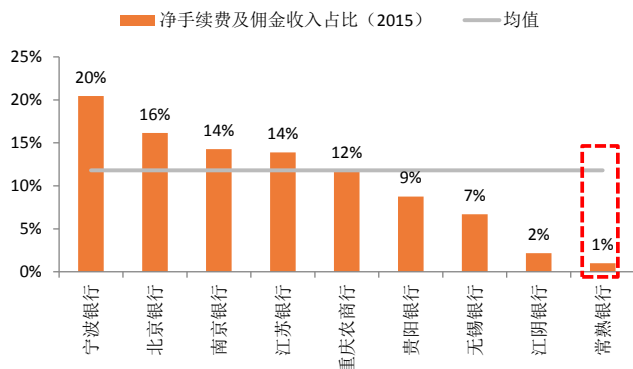
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表35 常熟银行净利息收入占营收比高于90%



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

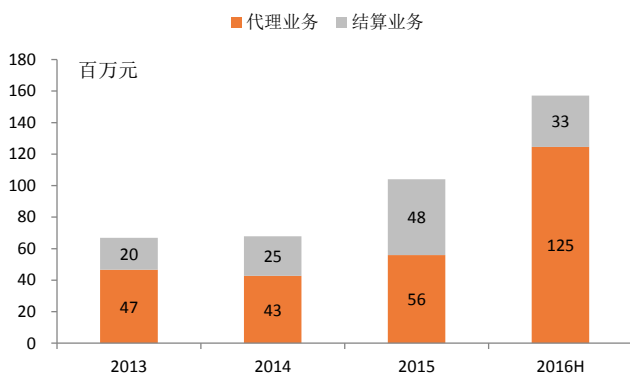
图表36 公司净手续费收入占比处于对比行低位



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

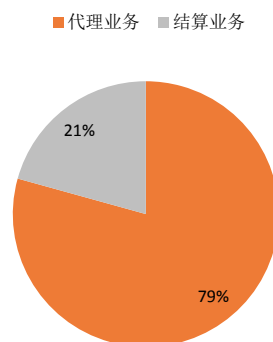
2016年上半年常熟银行手续费收入高增一方面前期手续费收入基数低，另一方面是公司中间业务快速发展。2015年上半年公司手续费收入仅0.4亿元，2016年上半年公司实现手续费1.58亿元，其中代理业务手续费贡献79%，结算业务贡献21%，代理业务手续费收入增长快速。

图表37 公司手续费收入增长快速



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

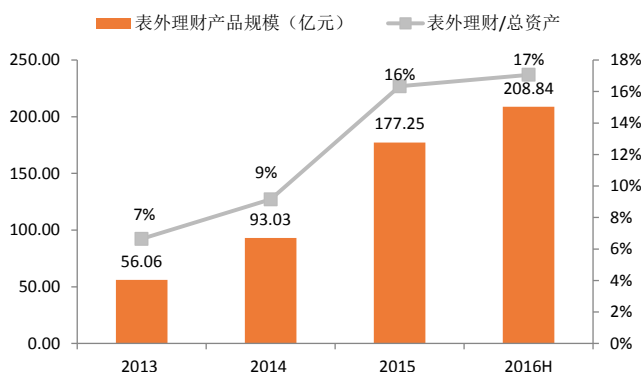
图表38 2016年上半年手续费收入结构



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

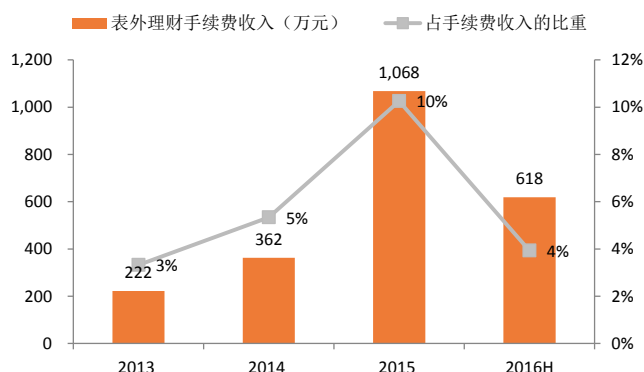
表外理财规模快速扩张贡献手续费收入。表外理财业务方面，截止2016年6月末，公司表外理财余额达209亿元，较2014年末的93亿元增长了125%，表外理财与表内资产的比值由2014年的9%提高到2016年6月末的17%。2015年表外理财实现的手续费1068万元，占手续费收入的10%，较14年提高5个百分点。

图表39 公司表外理财快速扩张



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表40 表外理财带来手续费收入高增



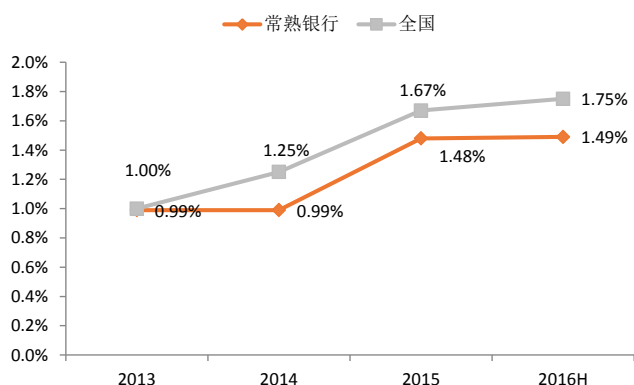
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

### 3.4 不良生成小幅放缓，但资产质量整体表现逊于同业，

#### ■ 15年以来公司不良生成小幅放缓，可持续性存疑

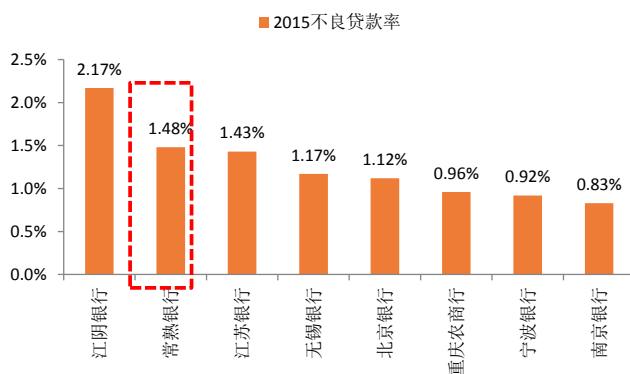
不良生成小幅放缓，当仍处于行业高位。2015年和2016年不良率维持1.50%左右（VS2014年0.99%）。2015年常熟银行不良率低于江阴银行（2.17%），高于同区域的江苏银行（1.43%）、无锡银行（1.17%）和南京银行（0.83%）。加回核销及处置后2016年公司不良生成率环比2015年下降10BP至1.72%，但不良生成速度明显高于同区域的南京银行（1.62%）、江阴银行（1.23%）、江苏银行（1.06%）和无锡银行（0.47%）。我们认为公司不良加速暴露主要还是与农商行以小微企业为主的客户结构有关，在经济下行周期中小微企业更容易受到冲击；另外，常熟银行近两年地区经济承压的情况下逆势快速扩张，资产质量承压。考虑到公司目前关注类贷款比率处于对比行高位，逾期与不良贷款比例近两年快速增长至高位，我们认为公司不良生成速度放缓可持续性存疑。

图表41 2015年以来公司不良加速暴露



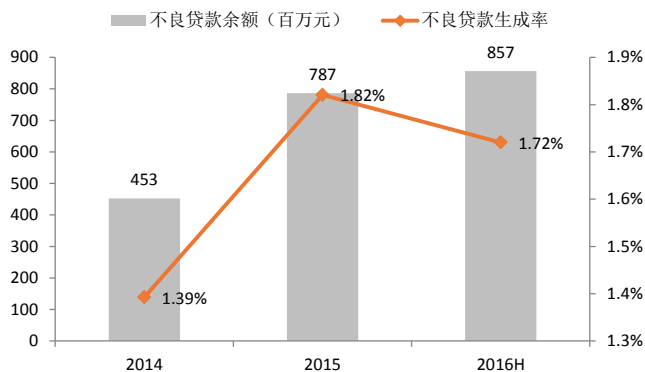
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表42 常熟银行不良率处于对标行高位



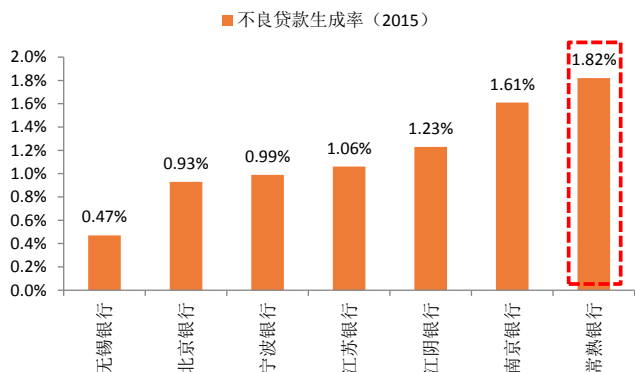
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表43 常熟银行不良贷款生成率



资料来源：招股说明书、平安证券研究所  
注：16H为年化不良生成率

图表44 常熟银行不良贷款生成速度快于同业

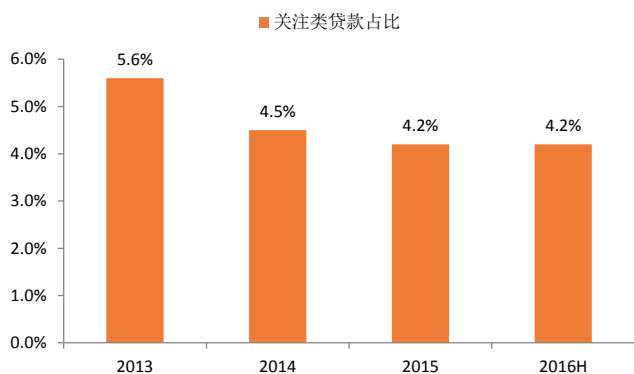


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

**常熟银行关注类贷款呈下行趋势但仍处于行业高位。**常熟银行关注类贷款占总贷款的比率呈持续下降态势，关注类贷款比率由2013年的5.6%下降到2016年6月末的4.2%，但同对标行相比，公司关注类贷款率处于高位，2015年同区域的江苏银行、江阴银行、南京银行和无锡银行关注贷款率为3.12%、3.03%、1.9%和1.4%。

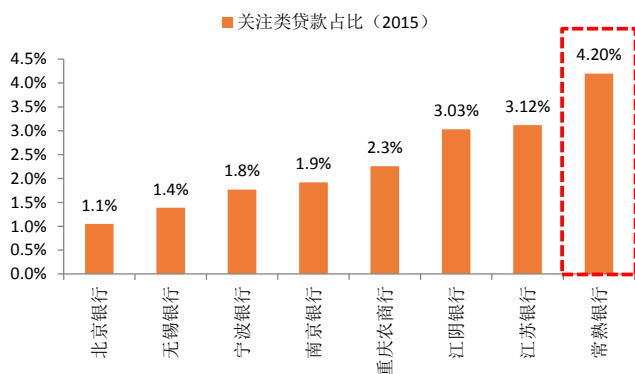
**2015年以来逾期与不良贷款比例上升至高位，不良认定有所放松。**公司2015年和2016年1季度90天以上逾期贷款比不良上升到106%的水平，较14年上升了60个百分点。与对标行相比，2015年公司90天以上逾期贷款比不良比例处于中游，低于同区域的江阴银行（189%）和江苏银行（153%），高于同区域的无锡银行（96%）和南京银行（67%）。

图表45 关注类贷款占比下降



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

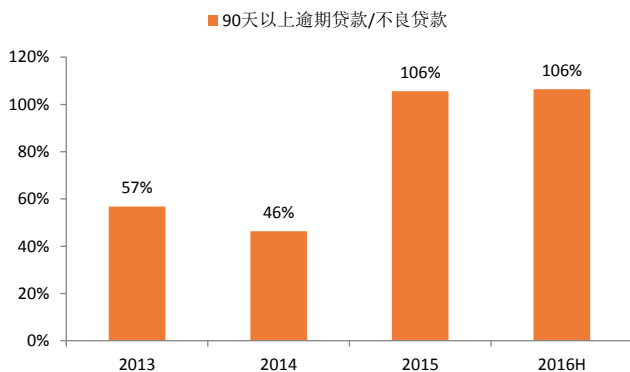
图表46 关注类贷款占比位于同业高位



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

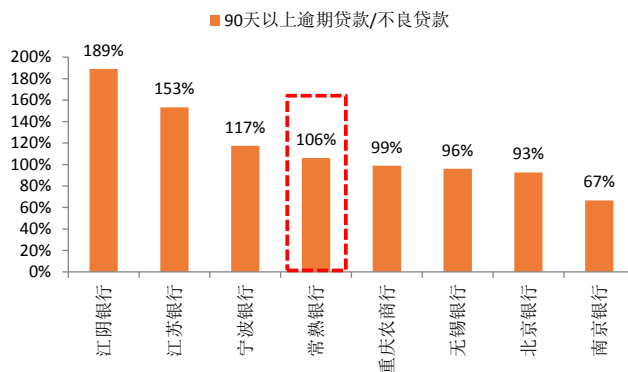


图表47 90天以上逾期贷款与不良比例



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表48 常熟 90天以上逾期贷款/不良处于中游



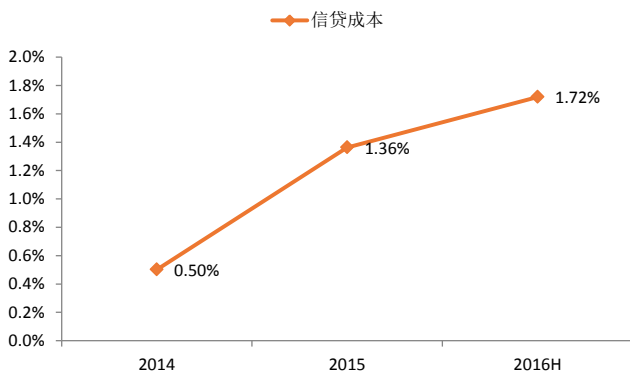
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

■ 公司拨备计提压力仍存

公司 15 年以来持续加大了拨备计提力度，2015 年信贷成本为 1.36%，较 14 年提高了 86 个 BP，2016 年上半年信贷成本较 15 年再次提高 36 个 BP 至 1.72%。但在不良加速暴露的情况下，公司 15 年拨备覆盖率较 14 年下降了 96 个百分点至 214%，16 年上半年小幅提高 2 个百分点至 216%。

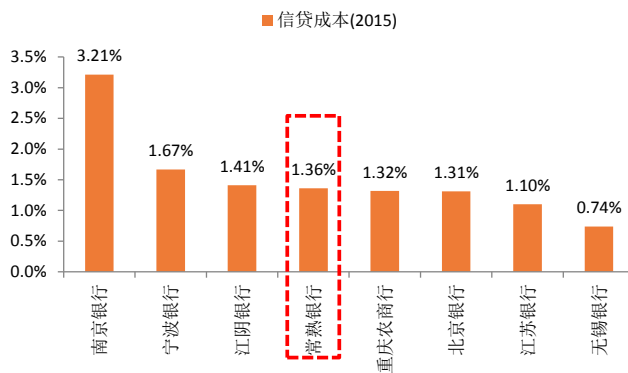
和同业相比，常熟银行 2015 年拨备覆盖率处于对标行中位，高于同区域的江苏银行（192%）和江阴银行（170%），低于同区域的南京银行（431%）和无锡银行（228%）。考虑到公司不良率仍处于上行趋势，公司拨备计提压力仍存。

图表49 公司信贷成本小幅提高



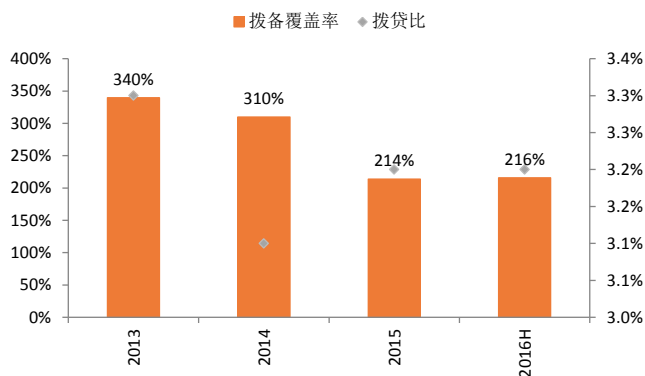
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表50 公司信贷成本处于可比行中位



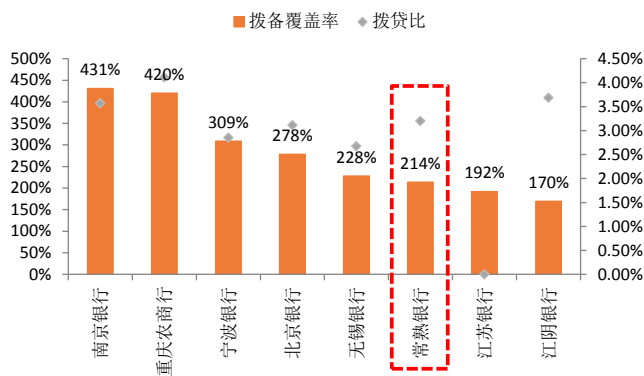
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表51 2015年以来公司拨备覆盖率大幅下滑



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表52 公司拨备覆盖率处于对比行中位

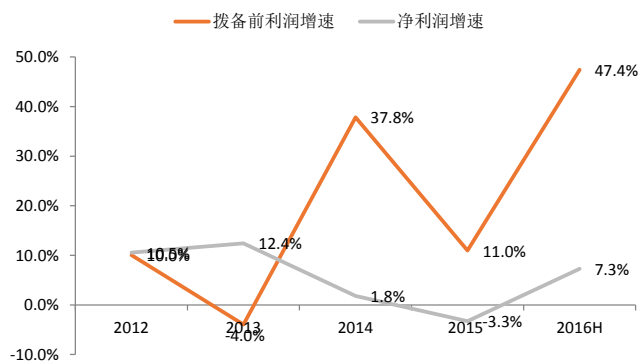


资料来源：招股说明书、平安证券研究所 注：截止2015年末

### 3.5 净利润增速扭转下行趋势，盈利能力在同区域银行中表现较好

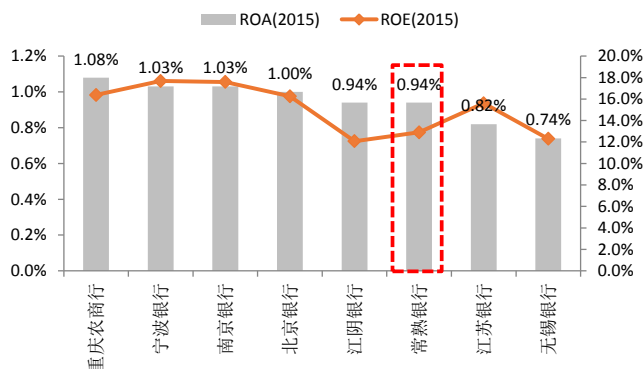
常熟银行 16 年上半年净利润增速为 7.3% (VS15 年-3.3%)，拨备前利润同比高增 47.4%，主要得益于净利息收入的快速增长 (同比增 34%)。公司 2015 年 ROA 为 0.94%，低于同区域的南京银行 (1.03%)，与江阴银行 (0.94%) 接近，高于江苏银行 (0.82%) 和无锡银行 (0.74%)，盈利能力在同区域银行中表现较好。

图表53 上半年净利润增速增速扭转下行趋势



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表54 公司盈利能力处于偏下水平



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

## 四、盈利预测及估值

### 4.1 预测模型基本假设

我们认为常熟银行未来的盈利增长点将来仍主要由利息收入贡献，但非息收入贡献的比重将不断提升，我们预计常熟银行 2016、2017、2018 年的利润增速分别为 7.9%/11.5%/14.4%，对应 IPO 摊薄后 EPS 为 0.47/0.52/0.60 元。其中核心假设如下：

- **存贷款增速假设：**常熟银行 2016 年 6 月末贷款余额 604 亿元，环比年初增长 8.3%，我们认为公司主要以当地中小企业为主的客户结构的影响，考虑到国内经济增速呈下行趋势，贷款有效需求改善幅度有限，预计 2016-2018 年贷款增速分别是 15%/14%/13%。公司 16 年 6 月末存款余额为 879 亿，环比年初增长 7%，我们预计常熟银行未来三年存款增速分别是 12%/11%/10%。
- **同业投资和证券投资类资产增速假设：**常熟银行 2016 年 6 月末应收金融机构款项较年初增长 94%，主要是受 2015 年压缩了同业资产规模（2015 年压缩了 57%）拉低了基数的影响，我们预计未来难以保持目前的增速，预计 16-18 年的增速分别是 35%/15%/15%。16 年 6 月末公司证券投资类资产环比年初增长 14%（VS2015 年 22%），我们预计下半年将保持持续高增，此后由于基数效应，公司应收款项类资产增速将有所放缓，预计 16-18 年增速分别是 30%/20%/18%。
- **净息差假设：**2016 年上半年常熟银行净息差为 3.17%，环比年初上升 13 个 bps，主要得益于公司加大了高收益个人消费贷款和经营性贷款的投放，考虑到利率市场化下同业竞争加剧，我们认为下半年息差很可能会小幅下滑，预计全年净息差水平约在 3.14%，较 15 年提高 10bps，17/18 年净息差为 3.09%/3.06%。
- **非利息收入增长假设：**2016 年上半年常熟银行净手续费及佣金净收入同比增 482%，手续费高增受益于中间业务的快速发展和 2015 年上半年手续费净收入低基数，我们认为未来提升手续费收入的贡献将会是公司重要的发力方向，但考虑到基数的不断提高，我们认为 16-18 年公司手续费收入增速分别是 380%/35%/35%。
- **费用收入比假设：**2016 年上半年，常熟银行的费用收入比为 36%，较 15 年上升 1 个百分点。我们预计随着收入的增长以及公司对于成本收入管控力度的加大，常熟银行 2016-18 年的成本收入比预计在 32%-34%之间。
- **信贷成本：**2015 年常熟银行的信贷成本是 1.72%，我们预计随着风险的逐渐暴露，常熟银行的 2016-2018 年的信贷成本在 1.98%-2.30%之间。
- **分红率：**常熟银行 2013-2014 年分红率分别是 19.37%和 18.26%。我们认为公司上市后，分红率将维持在目前农商行 25%左右的分红水平。

### 4.2 公司估值

我们主要运用相对估值法对常熟银行进行估值，得到常熟银行的合理估值对应 2016 年 PB0.90x-1.00x 之间，对应股价在 3.96-4.40 元。作为新股，我们参考 A 股区域性银行上市后短期涨幅空间的平均水平，结合考虑常熟银行基本面情况，给予常熟银行 100%-120%的溢价空间，对应股价 8.80-9.68 元，对应 16 年 PB2.00-2.20x。我们认为目前常熟银行业绩表现逊于已上市城商行，但略好于同区域已上市农商行，公司均衡化发展能力有待提升，资产质量风险较大。考虑到作为新股题材短期存在一定获利空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

### ■ 相对估值法

我们主要运用可比公司法,参考 A 股上市三家城商行的估值水平(其他上市区域性银行均为次新股,股指不具备参考价值)并考虑 H 股上市的重庆农商行估值对常熟银行进行定价,目前 A 股上市三家城商行北京、南京、宁波 2016 年动态 PB 为 1.10x/1.08x/1.30x,我们认为考虑到常熟银行从成长性(地域局限性)与资产质量(不良压力大于对标行)均不及 A 股已上市城商行,我们认为其合理估值应对应 16 年 PB 在 0.90x-1.0x 区间,而作为目前 H 股上市的农商行,目前重庆农商行的动态 PB 为 0.72x,考虑 H 股银行较 A 股 20%左右的折价水平,对应 A 股 PB 为 0.90x,综合两者我们认为常熟银行的合理估值对应 16 年 PB 在 0.90x-1.00x 区间,对应股价 3.96-4.40 元。

图表55 银行可比公司估值

	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
<b>A股上市城商行</b>						
北京银行	8.21	7.66	6.95	1.24	1.10	0.99
南京银行	8.72	7.39	6.13	1.30	1.08	0.96
宁波银行	9.11	8.02	7.02	1.49	1.30	1.14
平均值	8.68	7.69	6.70	1.34	1.16	1.03
中位数	8.72	7.66	6.95	1.30	1.10	0.99
<b>H股上市城商行&amp;农商行(上市超过一年)</b>						
徽商银行	6.19	6.19	5.95	0.90	0.82	0.76
重庆银行	5.44	5.46	5.52	0.81	0.79	0.71
重庆农村商业银行	5.28	4.96	4.61	0.79	0.72	0.66
哈尔滨银行	5.10	4.60	4.10	0.67	0.62	0.57
盛京银行	5.59	5.69	5.14	0.97	0.89	0.80
平均值	5.52	5.38	5.06	0.83	0.77	0.70
中位数	5.48	5.42	5.10	0.82	0.78	0.71

资料来源: Wind、平安证券研究所

### ■ 新股溢价率估算

从 A 股区域性银行上市后的历史表现来看,作为次新股短期均能够获得比较明显的获益空间,我们参考 A 股区域性银行上市后短期涨幅空间的平均水平,结合考虑常熟银行基本面情况,给予常熟银行 100%-120%的溢价空间,对应股价 8.80-9.68 元,对应 16 年 PB2.00-2.20x。

图表56 区域性银行新股短期上市表现统计

	北京银行	宁波银行	南京银行	江苏银行	贵阳银行	江阴银行	无锡银行	平均
发行价格	12.50	9.20	11.00	6.27	8.49	4.64	5.64	
上市时间	2007-09-19	2007-07-19	2007-07-19	2016-08-02	2016-08-16	2016-09-02	2016-09-23	
上市一周涨幅	71%	212%	115%	94%	132%	132%	NA	126%
上市一月涨幅	76%	186%	95%	92%	NA	NA	NA	112%
上市一年涨幅	-38%	13%	-2%	NA	NA	NA	NA	-9%
上市后最高涨幅	97%	242%	124%	129%	145%	254%	52%	149%

资料来源: Wind、平安证券研究所

图表57 公司盈利预测

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E		2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标 (RMB)</b>						<b>经营管理 (%)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.50	0.43	0.47	0.52	0.60	贷款增长率	15.3%	18.3%	15.0%	14.0%	13.0%
BVPS (摊薄/元)	4.68	4.04	4.40	4.76	5.17	生息资产增长率	20.3%	6.5%	19.9%	15.6%	14.4%
每股股利	0.12	0.00	0.12	0.13	0.15	总资产增长率	20.4%	6.7%	19.9%	15.6%	14.4%
分红率	18.3%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%	存款增长率	11.1%	10.8%	12.0%	11.0%	10.0%
<b>资产负债表 (Rmb mn)</b>						付息负债增长率	20.3%	6.1%	20.3%	16.0%	14.5%
贷款总额	48,596	57,485	66,108	75,363	85,160	净利息收入增长率	23.9%	12.5%	21.5%	15.7%	13.8%
证券投资	27,353	33,371	43,382	52,058	61,429	手续费及佣金净收入增长率	-23.1%	35.6%	380.0%	30.0%	30.0%
应收金融机构的款项	9,969	4,259	5,749	6,612	7,604	营业收入增长率	30.0%	14.3%	19.1%	16.5%	14.8%
生息资产总额	99,166	105,652	126,672	146,477	167,520	拨备前利润增长率	37.8%	11.0%	19.7%	19.0%	16.6%
资产合计	101,670	108,504	130,092	150,432	172,042	税前利润增长率	8.5%	-6.4%	8.8%	11.5%	14.4%
客户存款	74,287	82,291	92,166	102,305	112,535	净利润增长率	1.8%	-3.3%	7.9%	11.5%	14.4%
计息负债总额	91,796	97,357	117,129	135,824	155,537	非息收入占比	1.2%	1.5%	5.9%	6.6%	7.5%
负债合计	94,302	100,077	119,896	139,389	160,046	成本收入比	30.0%	34.8%	34.4%	33.0%	32.0%
股本	1,520	2,000	2,223	2,223	2,223	信贷成本	-1.36%	-1.72%	-1.98%	-2.20%	-2.30%
股东权益合计	7,118	8,077	9,772	10,584	11,498	所得税率	-23.1%	-19.4%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
<b>利润表 (Rmb mn)</b>						<b>盈利能力 (%)</b>					
净利息收入	2,816	3,168	3,848	4,452	5,068	NIM	3.08%	3.04%	3.14%	3.09%	3.06%
净手续费及佣金收入	38	51	245	319	414	拨备前 ROAA	2.06%	2.03%	2.14%	2.16%	2.19%
营业收入	3,044	3,480	4,145	4,828	5,543	拨备前 ROAE	29.6%	28.0%	28.6%	29.8%	32.0%
营业税金及附加	-122	-154	-183	-213	-245	ROAA	1.07%	0.92%	0.87%	0.83%	0.82%
拨备前利润	1,920	2,130	2,549	3,035	3,537	ROAE	15.4%	12.7%	11.7%	11.4%	12.0%
计提拨备	-618	-912	-1,224	-1,556	-1,846	<b>流动性 (%)</b>					
税前利润	1,301	1,219	1,326	1,478	1,691	分红率	18.3%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	999	966	1,043	1,163	1,330	贷存比	65.4%	69.9%	71.7%	73.7%	75.7%
<b>资产质量</b>						贷款/总资产	52.9%	59.0%	56.44%	55.49%	54.75%
NPL ratio	0.99%	1.48%	1.55%	1.65%	1.75%	债券投资/总资产	29.8%	34.3%	37.04%	38.33%	39.49%
NPLs	453	787	1,025	1,243	1,490	银行同业/总资产	9.8%	3.9%	4.42%	4.40%	4.42%
拨备覆盖率	310%	214%	195%	198%	206%	<b>资本状况</b>					
拨贷比	3.07%	3.16%	3.03%	3.27%	3.61%	核心一级资本充足率2	11.58%	10.89%	11.17%	10.56%	10.14%
一般准备/风险加权	2.41%	2.42%	2.40%	2.56%	2.79%	资本充足率	12.71%	12.16%	12.22%	11.48%	10.94%
不良贷款生成率	1.39%	1.82%	1.85%	1.85%	1.85%	加权风险资产-一般法	58,241	69,396	83,204	96,212	110,034
不良贷款核销率	-1.28%	-1.19%	-1.46%	-1.54%	-1.54%	% RWA/总资产	57.3%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%

资料来源: Wind、平安证券研究所

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033