

# 常熟银行 (601128.SH) 银行业

评级：中性 首次评级

公司深度研究

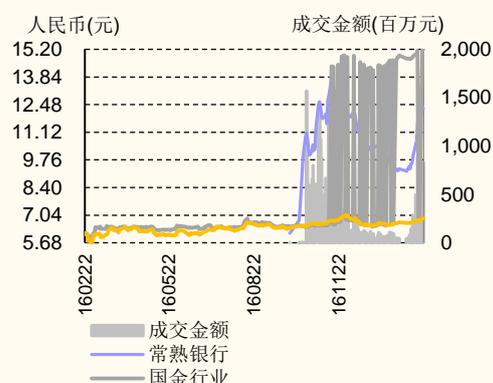
市场价格 (人民币): 12.27 元

## 专注小微金融；异地复制展空间

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	222.27
总市值(百万元)	27,272.87
年内股价最高最低(元)	13.77/6.16
沪深 300 指数	3482.82
上证指数	3253.33



刘志平 分析师 SAC 执业编号: S1130516080004  
(8621)61038229  
liuzhiping@gjzq.com.cn

### 投资看点

- **首批试点成立的农商行，交行为公司的战投及第一大股东。**公司成立于 2001 年 12 月，是全国首批试点成立的农村商业银行。截至 2016 年 6 月 30 日，公司共设有 140 家分支机构，在常熟当地银行业金融机构网点数量排名中位居第一。2007 年公司引入交通银行作为战略投资者。自 2007 年引入交行战略入股后，交行始终为公司的第一大股东。公司位列“2016 农商银行综合影响力排行榜”综合排名第十位。
- **小微企业和个体工商户的明确客户定位，“大零售”战略驱动业务发展。**截止 2016 年 6 月末，常熟银行小微企业客户贷款占企业总贷款的比重为 84%，涉农贷款余额占总贷款的 87.4%。近年来，公司以“普惠金融”的发展理念和“下沉式”业务拓展思路为实践准绳，大力推进大零售战略。截止 2016 年 6 月末，个人存贷款规模占比分别为 53.78% 和 37.90%，明显高于对标行。个人业务对全行的营业利润贡献度大幅提高。
- **异地分支的业务贡献率高；引入战投提升自身潜力。**截止 2016 年 6 月末，常熟银行共设立了 3 家异地分行、14 家异地支行（含 2 家二级支行），并发起设立了 30 家村镇银行。2015 年末，常熟银行 30% 的贷款来自常熟以外的地区，异地业务贡献营业收入的 18%，贡献主营业务利润的 43%。异地分支的业务扩展好于对标行。交行作为战略投资者的引进有助于公司引进先进的公司治理、经营管理技术和手段，提升公司的整体竞争力。
- **净息差逆势上升，源于对目标客群的专注服务以及大零售战略的推进。**2016 年上半年公司的净息差在同业均明显下行的趋势下环比提高 13bps 至 3.17%，处于对标行最高水平。公司净息差表现靓丽主要是因为贷款收益率处于高位带来存贷利差优势明显。公司表现优异的贷款收益率主要在于：1) 深入渗透小微企业，且公司不断优化小微贷款审批流程，贷款议价能力提高。2) 近年来，常熟银行大力推进大零售战略，高收益率的个人贷款比重持续提升且个人贷款结构逐步优化。

### 盈利预测和估值

- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母净利润同比分别增长 6.7%、12%。我们认为公司有以下几个看点：1) 作为次新股，公司的流通市值仅有 26 亿，享受流动性估值溢价；2) 本地市场的渗透力强，大零售战略的推进稳固公司的定价能力；3) 公司异地拓展较快，小微业务的复制性强，未来的发展还有较大空间。我们预计 2016-2017 年公司实现归母将利润同比分别增长 6.7%、12%，目前股价对应 2017 年 PB 为 2.6 倍。首次覆盖，考虑到目前估值较高，暂给予公司中性投资评级。

### 风险

- 经济持续低迷，信用风险集中爆发；公司运营风险等。

## 内容目录

公司基本情况.....	4
首批试点成立的农商行，交行为公司的战投及第一大股东.....	4
深耕本地市场，在常熟地区存贷款的市占率位居第一.....	5
投资要点.....	6
据“长三角”经济带的中心；乘农商行快速发展的东风.....	6
小微企业和个体工商户的明确客户定位，“大零售”战略驱动业务发展.....	8
异地分支的业务贡献率高；引入战投提升自身潜力.....	10
净息差逆势上升，源于对目标客群的专注服务以及大零售战略的推进.....	11
不良上升态势趋缓，资产质量在对标行中较好.....	12
盈利预测和投资建议.....	15

## 图表目录

图表 1：交行为公司的战投及第一大股东.....	4
图表 2：公司位列农商行中综合竞争力排名前十.....	4
图表 3：公司位列 2016 年中国前 100 家银行排名榜单第 91 位.....	4
图表 4：常熟市的银行市场竞争较为充分.....	5
图表 5：公司在常熟市中小银行中的存贷款市场的优势非常明显.....	5
图表 6：公司的资产规模位列江苏农商行第三位.....	5
图表 7：常熟市 GDP 复合增长率为 12.4%.....	6
图表 8：常熟市贡献了苏州地区 14% 以上的 GDP 总量.....	6
图表 9：农商行的资产规模的年均复合增长率超 34%.....	7
图表 10：农商行占银行业资产规模的比例明显攀升.....	7
图表 11：江苏省农村中小金融机构总资产快速扩张.....	7
图表 12：江苏省农村中小金融机构总资产占比持续提升.....	7
图表 13：金融机构的涉农贷款规模快速增长.....	7
图表 14：不同类型金融机构涉农贷款的比重.....	7
图表 15：农商行占农村金融机构总资产的比重超 60%.....	8
图表 16：农商行的利润占农村金融机构的比重为 66%.....	8
图表 17：常熟银行的小微企业贷款占比超过 80%.....	9
图表 18：常熟银行小微贷款比重高于对标行（2015 年）.....	9
图表 19：常熟银行个人贷款占全部贷款比重逐步提高.....	9
图表 20：常熟银行个人存贷款占比高于对标行.....	9
图表 21：常熟银行个人业务营业利润的贡献显著提升.....	9
图表 22：常熟银行个人业务资产总额占比提升明显.....	9
图表 23：公司的业务分部的营业利润结构（2016H）.....	10
图表 24：公司的业务部分的资产结构（2016H）.....	10
图表 25：常熟银行的异地扩张较快，业务贡献显著提升.....	10

图表 26: 常熟银行的异地贷款占比高于对标行 .....	10
图表 27: 常熟银行净息差逆势提升且处于对标行高位 .....	11
图表 28: 公司的存贷利差提升且高于对标行 .....	11
图表 29: 2016H 公司的存款成本下降幅度超过贷款 .....	11
图表 30: 常熟银行贷款收益率高于对标行 .....	11
图表 31: 常熟银行的存款成本率与同业相近 .....	12
图表 32: 常熟银行的个贷收益率持续提升 .....	12
图表 33: 常熟银行的个人贷款规模快速增长 .....	12
图表 34: 公司的个人贷款以经营贷和消费贷为主 .....	12
图表 35: 常熟银行不良贷款情况呈现缓和态势 .....	13
图表 36: 常熟银行不良率在同业中处于较低水平 .....	13
图表 37: 常熟银行的关注类贷款比率企稳 .....	13
图表 38: 常熟银行关注类贷款比率处于对标行较低水平 .....	13
图表 39: 公司 2015 年 90 天以上逾期贷款与不良贷款的比例大幅提升, 不良确认有所放松 .....	14
图表 40: 常熟银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款比率处于对标行较高水平 ...	14
图表 41: 常熟银行的企业不良贷款率有所下降, 但个贷不良明显提升 .....	14
图表 42: 常熟银行持续优化企业贷款的结构 .....	14
图表 43: 个人经营性不良占总不良贷款的比重大幅提高 .....	14
图表 44: 个人经营性不良贷款率大幅提高 .....	14
图表 45: 常熟银行拨备计提较为充足 .....	15
图表 46: 公司拨备覆盖率高于同业 .....	15
图表 47: 发行融资前公司的资本充足水平较高, 但低于其他农商行 .....	16
图表 48: 公司 ROE 水平处于较低水平, 但高于其他农商行 .....	16
图表 49: 农商行的权益倍数较低 .....	16
图表 50: 农商行的成本收入比较高 .....	16
图表 51: 常熟银行总资产规模及增速 .....	16
图表 52: 常熟银行手续费及佣金收入增速及占营收比重 .....	16

## 公司基本情况

### 首批试点成立的农商行，交行为公司的战投及第一大股东

- 公司成立于 2001 年 12 月，是经《中国人民银行关于常熟市农村商业银行开业的批复》批准，在原常熟市农村信用合作社联合社基础上吸收部分社会法人、自然人股东改制设立而成的股份有限公司，是全国首批试点成立的农村商业银行。截至 2016 年 6 月 30 日，公司共设有 140 家分支机构：拥有 1 家总行营业部、37 家本地支行、3 家异地分行、14 家异地支行（含 2 家二级支行）、85 家分理处。在常熟市共拥有 108 家分支机构，在常熟当地银行业金融机构网点数量排名中位居第一。
- 2007 年公司引入交通银行作为战略投资者。2007 年，公司与交通银行签署了《认购及战略合作协议》及《补充协议》，成为全国首家引入境内战略投资者的农村商业银行。交通银行与公司的战略合作主要体现在交行向公司提供技术支持以及双方开展业务合作两方面。自 2007 年引入交行战略入股后，交行始终为公司的第一大股东。
- 综合竞争力在农商行中排名前十。公司位列“2016 农商银行综合影响力排行榜”综合排名第十位、产品创新力排名第 4 位、品牌影响力排名第 8 位。在中国银行业协会首次发布的“2016 年中国前 100 家银行排名榜单”中，农商银行共占居 21 席，超过五分之一。公司排名第 91 位，全部农商行中排第 19 名，是江苏省 2 家入围的农商行之一。

图表 1：交行为公司的战投及第一大股东

十大股东	发行前	发行后
交通银行股份有限公司	10%	9%
常熟市发展投资有限公司	4.64%	3.66%
江苏江南商贸集团有限责任公司	4.37%	3.45%
常熟市苏华集团有限公司	3.95%	3.55%
江苏隆力奇集团有限公司	2.86%	2.58%
江苏白雪电器股份有限公司	2.31%	2.08%
常熟风范电力设备股份有限公司	1.37%	1.23%
江苏灵丰纺织集团有限公司	1.37%	1.23%
常熟华联厦商有限责任公司	1.21%	1.09%
江苏梦兰集团有限公司	1.16%	1.04%

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 2：公司位列农商行中综合竞争力排名前十

农村商业银行	综合排名	渠道建设力 (网银手机 银行等)	产品创新力 (贷款理财 等)	特色服务力 (三农、普 惠金融)	品牌影响力 (品牌责任 文化)
重庆农村商业银行	1	2	1	1	1
北京农商银行	2	5	2	2	3
深圳农村商业银行	3	1	9	10	5
成都农商银行	4	4	13	8	4
张家港农商银行	5	3	5	21	6
漳州农商银行	6	7	3	15	12
上海农商银行	7	15	6	7	16
武汉农村商业银行	8	10	17	3	7
厦门农商银行	9	6	28	13	2
<b>常熟农商银行</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>19</b>	<b>8</b>

来源：国金证券研究所

图表 3：公司位列 2016 年中国前 100 家银行排名榜单第 91 位

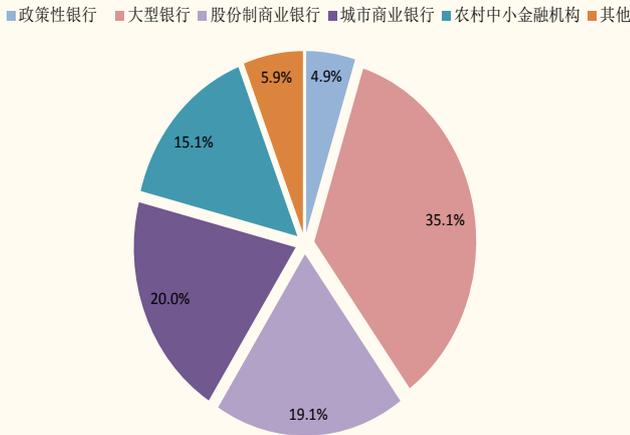
单位：亿元	排名	核心一级资本净额	资产规模	净利润
重庆农村商业银行	22	470.69	7168.05	72.28
上海农商银行	26	397.52	5870.14	58.07
北京农商银行	27	357.95	6282.83	51.95
广州农商银行	29	350.31	5828.07	50.00
成都农商银行	34	309.47	6445.96	42.97
顺德农商银行	39	226.14	2260.36	29.69
东莞农村商业银行	41	208.28	2996.26	38.19
天津农商银行	43	200.81	2559.59	26.35
深圳农村商业银行	53	152.04	1843.14	28.35
武汉农村商业银行	56	150.23	1705.12	23.33
青岛农商银行	62	132.95	1648.86	18.51
江苏江南农村商业银行	63	131.43	2343.29	15.96
杭州联合农村商业银行	69	118.52	1433.17	17.43
南海农商银行	70	115.15	1324.64	19.92
萧山农商银行	73	108.40	1196.50	7.50
吉林九台农村商业银行	76	106.56	1419.53	14.02
天津滨海农村商业银行	80	99.13	1299.17	8.09
陕西秦农农村商业银行	84	97.58	926.72	10.67
<b>江苏常熟农村商业银行</b>	<b>91</b>	<b>82.73</b>	<b>1085.04</b>	<b>9.83</b>
大连农商银行	98	75.11	1009.49	3.26
江苏江阴农村商业银行	99	74.81	904.78	8.15

来源：银行业协会、国金证券研究所

**深耕本地市场，在常熟地区存贷款的市占率位居第一**

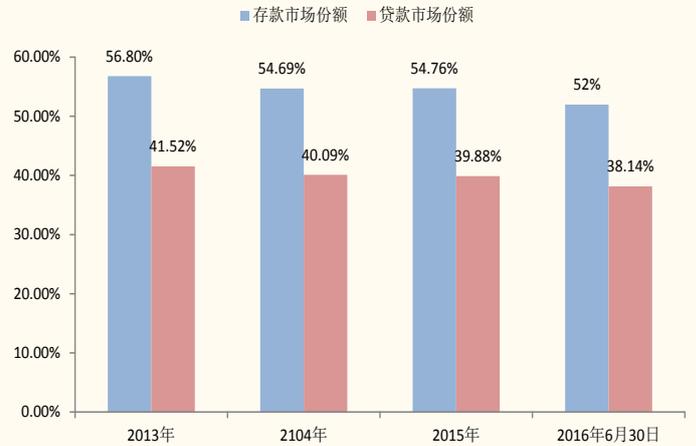
- **常熟市的银行市场竞争较为充分。**江苏省内银行金融机构中大中小型金融机构的结构较为均衡，截止 2016 年底，大型、股份制、城商行、农村金融机构的资产规模占比分别 35%、19%、20%、15%，当地的城商行和农商行法人的资产占比超过 30%。江苏省共有 62 家农商行，公司的资产规模位列第三位。目前常熟市吸引了包括 4 个大型国有商业银行、政策性银行、全国性股份制银行在内的 26 家商业银行（不包括中国农业发展银行）在当地设立分支机构，常熟市的银行市场竞争较为充分。
- **在常熟地区存贷款的市占率位居第一。**公司发放的贷款主要集中于常熟市。截至 2016 年 6 月 30 日，公司 65.05% 的贷款集中于常熟市；公司的本外币存款余额占常熟市场总额的比例为 27.74%，在常熟市金融机构中位居第一；本外币贷款余额占比 17.95%，在常熟市金融机构中位居第一。在常熟市所有中小银行的存贷款市场份额分别为 52%、38%，市场优势非常明显。

**图表 4：常熟市的银行市场竞争较为充分**



来源：银行业协会、国金证券研究所

**图表 5：公司在常熟市中小银行中的存贷款市场的优势非常明显**



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

**图表 6：公司的资产规模位列江苏农商行第三位**

排名	名称	资产总额（亿）（2015年底）	增长率
1	江南农商行	2343.29	20.2%
2	无锡农商行	1154.91	10.6%
3	常熟农商行	1084.98	6.7%
4	江苏紫金农商行	1017.86	43.8%
5	江阴农商行	904.78	8.2%
6	张家港农商行	823.54	14.4%
7	吴江农商行	714.53	15.4%
8	昆山农商行	635.39	15.7%
9	江苏海安农商行	508.17	17.7%
10	江苏宜兴农商行	454.88	5.5%

来源：银行业协会、国金证券研究所

## 投资要点

### 据“长三角”经济带的中心；乘农商行快速发展的东风

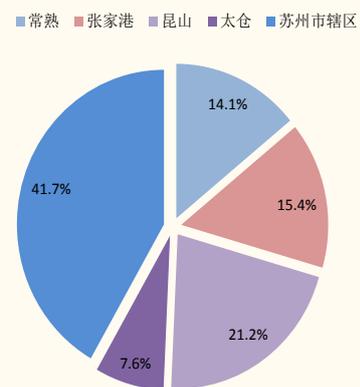
- **常熟地处中国经济最具活力的“长三角”经济带中心。**常熟市地处我国县域经济最为发达的苏南地区，民营经济发达，制造业发达，城乡一体化程度较高，2004-2015年常熟市地区生产总值的年均复合增长率为12.4%。常熟市的民营经济在江苏省保持领先地位，常熟市贡献了苏州地区14%以上的GDP总量。2015年福布斯中国大陆最佳县级城市30强，常熟位列第四。
- **农商行是农村金融机构的领跑者。**农村商业银行前身为农村信用社。1996年国务院颁布《国务院关于农村金融体制改革的决定》开始，农村的金融机构经历了一系列改革。农村商业银行作为农村金融改革的产物，成为农村金融市场的领跑者，2015年末农商行占农村金融机构的资产总额已经超过60%。2013年，农村商业银行的资产规模和家数呈现了爆发性增长，截至2015年末，农村商业银行的总家数由2012年末的337家增加至820家，资产总额从2012年末的6.3万亿元增加至15.2万亿元，年均复合增长率达34.4%。截至2015年末，农村商业银行的总资产占国内银行业金融机构总资产的7.6%，而五年前该比例只有2.9%。江苏省内的农村中小金融机构的资产增速一直保持15%左右的增速；占江苏省银行业金融机构资产总额的比例超过15%。
- **农商行在农村金融领域具有极大的发展空间。**党的十七大将农村金融问题列入统筹城乡发展，推进社会主义新农村建设的重要内容，强调要大力推进农村金融体制的改革和创新。2005年以来多个中央一号文件强调县域金融机构农业和农村经济发展的支持作用。根据中国银行业协会统计，截至2015年末，银行业金融机构涉农贷款余额为26.4万亿元，占各项人民币贷款比重为28.1%，同比增长11.7%，比全部贷款增速高2.2个百分点，涉农新增贷款在全年新增贷款中占比为32.9%，新增贷款中超过1/3的款项投向了“三农”发展，继续保持较快增长。随着我国新农村建设的不断发展、农村金融改革的不断深化以及国家对社会主义新农村建设的投入不断增加，农村商业银行凭借体制及在客户市场的优势，在农村金融领域具有极大的发展空间。

图表 7：常熟市 GDP 复合增长率为 12.4%



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 8：常熟市贡献了苏州地区 14% 以上的 GDP 总量



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 9：农商行的资产规模的年均复合增长率超 34%



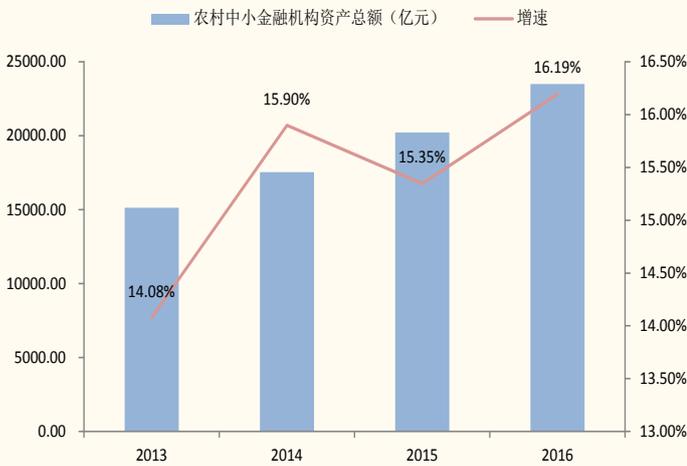
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 10：农商行占银行业资产规模的比例明显攀升



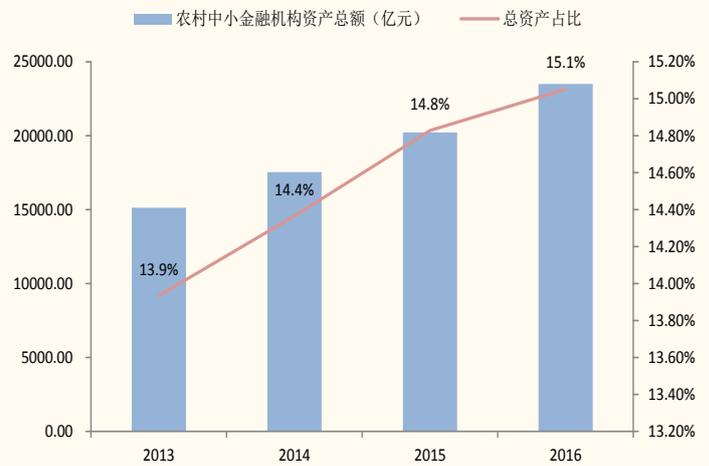
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 11：江苏省农村中小金融机构总资产快速扩张



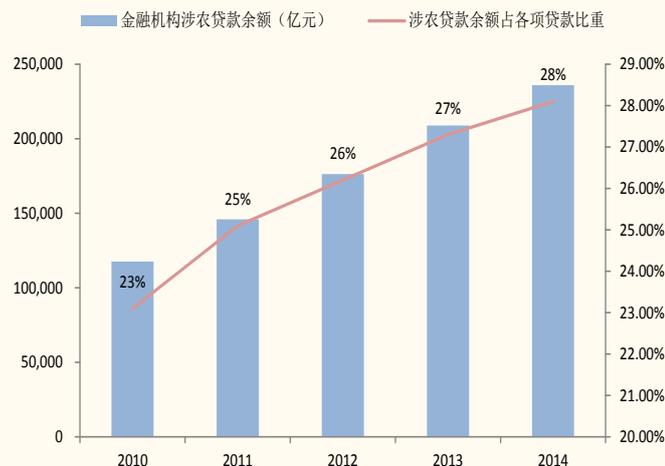
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 12：江苏省农村中小金融机构总资产占比持续提升



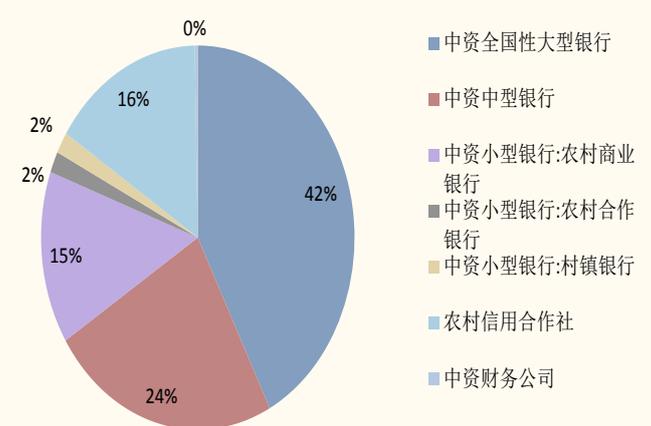
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 13：金融机构的涉农贷款规模快速增长



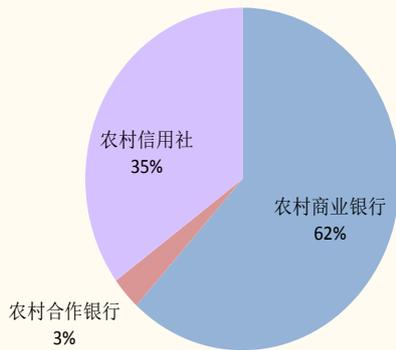
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 14：不同类型金融机构涉农贷款的比重

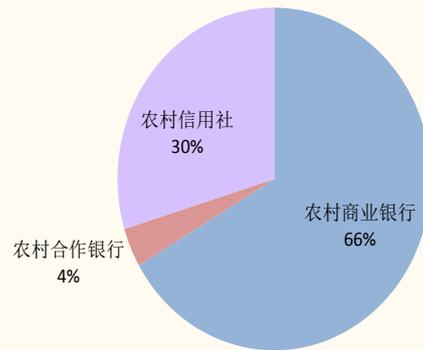


来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 15：农商行占农村金融机构总资产的比重超 60%



图表 16：农商行的利润占农村金融机构的比重为 66%



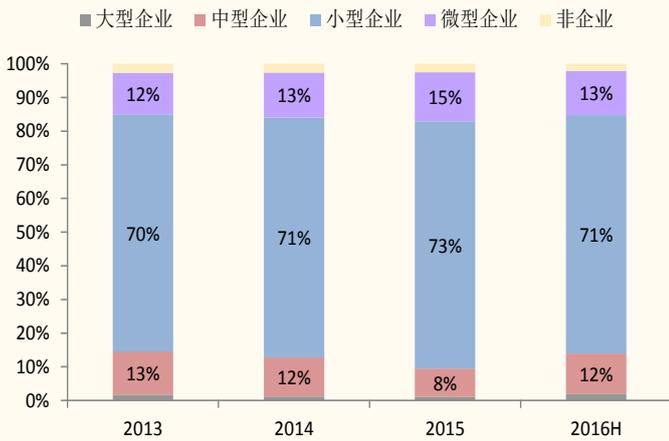
来源：WIND 资讯，国金证券研究所

来源：WIND 资讯，国金证券研究所

#### 小微企业和个体工商户的明确客户定位，“大零售”战略驱动业务发展

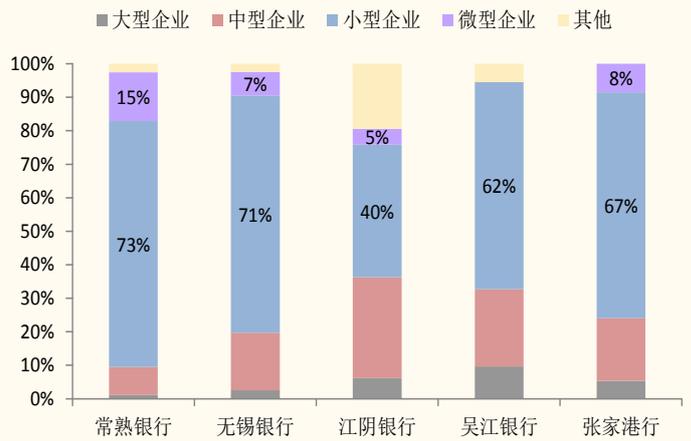
- 公司的企业贷款的目标客户一直以农村小型企业（包括个体工商户）为主，小微企业占比超 80%。自 2001 年组建以来公司便致力于小企业贷款业务。截止 2016 年 6 月末，公司的企业贷款客户数量 5,532 户，其中：中小型企业客户数量 5,322 户，占比 96.2%；制造型企业客户和服务业客户数量 4,655 户，占比 84.1%，其中制造业占比超过 50%；“三农”企业客户数量 4,920 户，占比 88.9%。针对小企业客户众多的特点，常熟农商行设立小微金融总部，专职负责小企业贷款管理工作。公司小微企业贷款占企业贷款总额的比重长期保持在 80% 以上的高位，截止 2016 年 6 月末，常熟银行小微企业客户贷款占企业总贷款的比重为 84%，涉农贷款余额占总贷款的 87.4%。
- 公司致力于推进“大零售”战略，个人业务快速发展。近年来，公司以“普惠金融”的发展理念和“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，设置了以零售银行部、家庭金融部、小微金融总部、电子银行部及银行卡部为组成部分的“大零售业务”主体，大力推进大零售战略。通过与中小企业客户业主的交叉销售，不断扩展个人客户，截止 2016 年 6 月末，公司个人贷款客户总量为 14,988 户，个人存款客户 1,896,876 户，个人存贷款规模占比分别为 53.78% 和 37.90%，明显高于对标行。个人业务对全行的营业利润贡献度大幅提高，2016 年上半年个人业务营业利润占比为 37.98%，较 13 年全年提高了近 22 个百分点。

图表 17: 常熟银行的小微企业贷款占比超过 80%



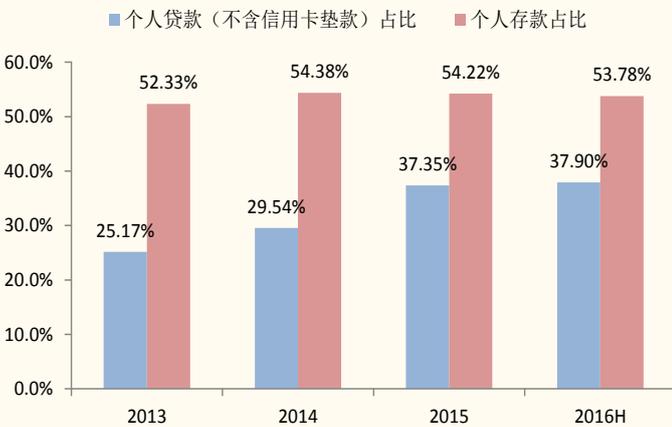
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 18: 常熟银行小微贷款比重高于对标行 (2015 年)



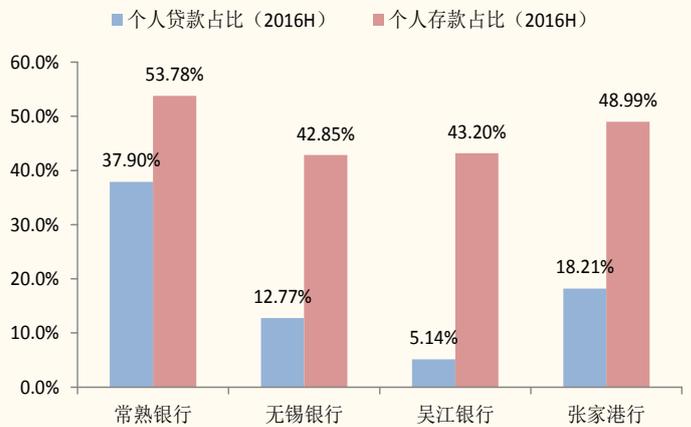
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 19: 常熟银行个人贷款占全部贷款比重逐步提高



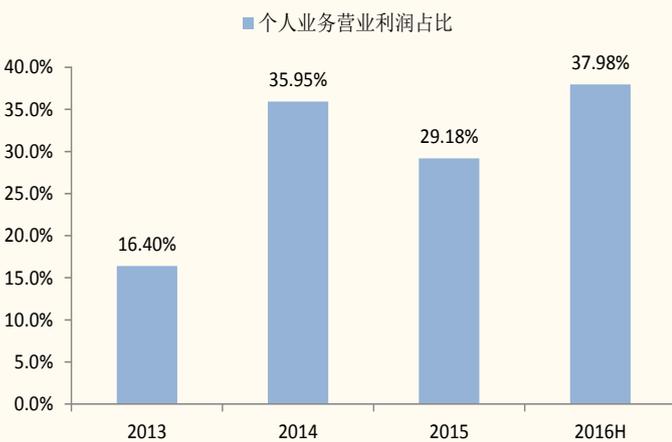
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 20: 常熟银行个人存贷款占比高于对标行



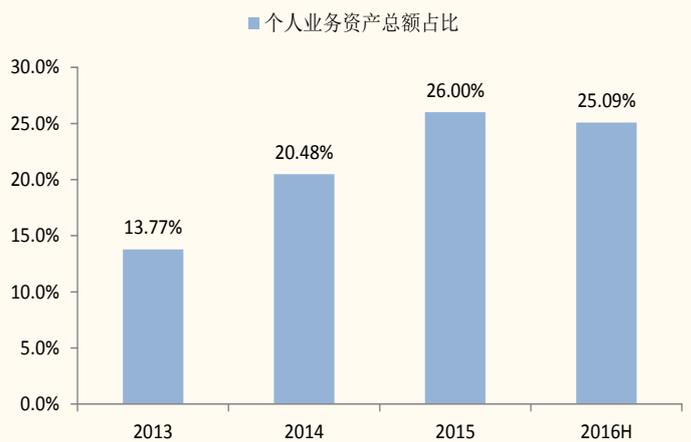
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 21: 常熟银行个人业务营业利润的贡献显著提升



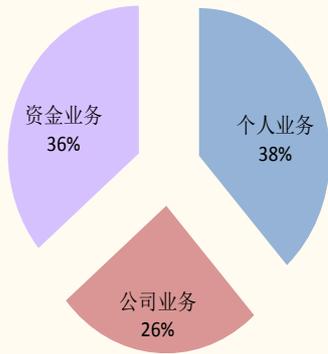
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 22: 常熟银行个人业务资产总额占比提升明显

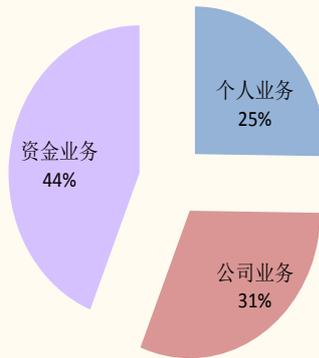


来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 23: 公司的业务分部的营业利润结构 (2016H)



图表 24: 公司的业务部分的资产结构 (2016H)



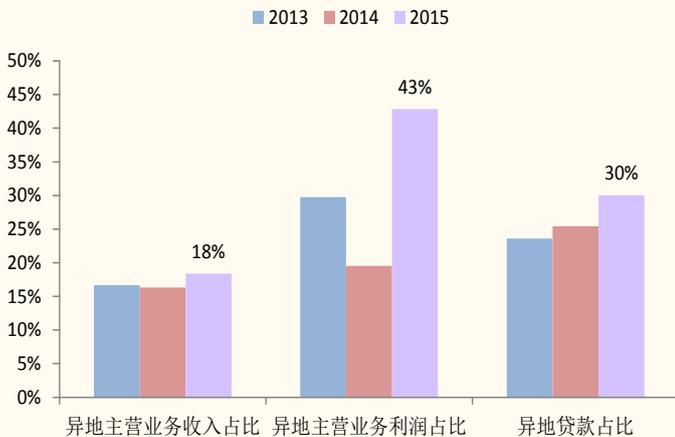
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

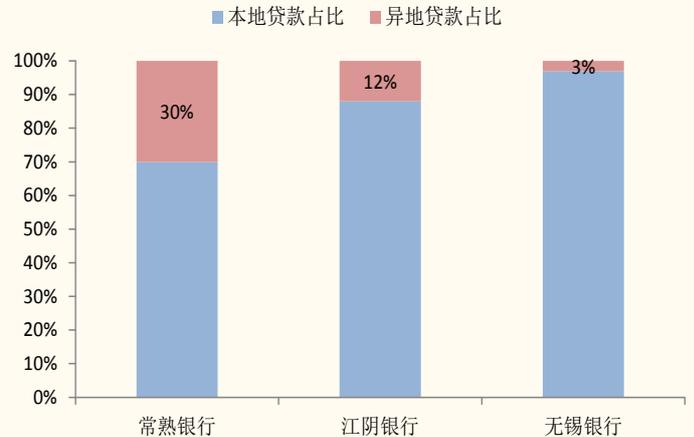
### 异地分支的业务贡献率高; 引入战投提升自身潜力

- **异地分支机构的利润贡献率高。**通过设立异地支行以及参股、控股的方式, 公司实现经营空间上的拓展。2007 年 8 月, 根据银监会《关于放宽农村地区银行业金融机构准入政策更好支持建设社会主义新农村建设的若干意见》的精神, 公司在湖北恩施设立咸丰常农商村镇银行有限责任公司, 成为国内首家设立村镇银行的县(市)级农村商业银行, 迈出了跨区域发展的第一步。截止 2016 年 6 月末, 常熟银行共设立了 3 家异地分行、14 家异地支行(含 2 家二级支行), 并发起设立了 30 家村镇银行, 村镇银行分布于云南、河南、湖北等地区。截止 2015 年末, 常熟银行 30% 的贷款来自常熟以外的地区, 异地业务贡献营业收入的 18%, 贡献主营业务利润的 43%。异地分支的业务扩展好于对标行。
- **引入战投提升自身潜力。**2007 年经银监会(银监复[2007]589 号)文批准, 公司向交通银行增发 10% 的股份, 成为国内首家引进境内战略投资者的农村商业银行。交通银行作为公司的战略投资者将向公司提供部分业务的技术支持并在相关领域开展业务合作。战略投资者的引进, 有助于公司引进先进的公司治理、经营管理技术和手段, 提升公司的整体竞争力。

图表 25: 常熟银行的异地扩张较快, 业务贡献显著提升



图表 26: 常熟银行的异地贷款占比高于对标行



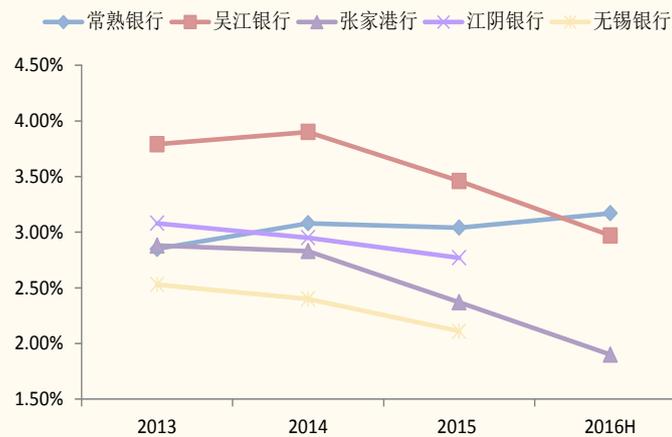
来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司招股说明书、公司公告、国金证券研究所

净息差逆势上升，源于对目标客群的专注服务以及大零售战略的推进

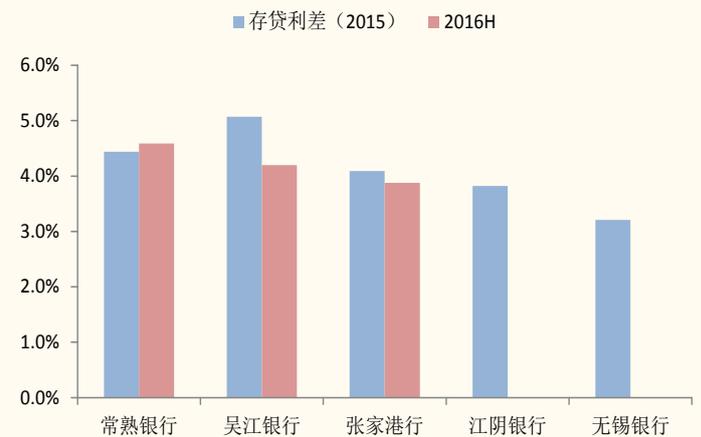
- 近年来公司的净息差走出了异于同业的趋势。2016 年上半年公司的净息差在同业均明显下行的趋势下环比提高 13bps 至 3.17%，超越之前息差最高的吴江银行，处于对标行最高水平（VS 吴江银行 2.97%，张家港行 1.90%）。公司净息差表现靓丽主要是因为贷款收益率处于高位带来存贷利差优势明显，2016 年上半年公司存贷利差为 4.59%，较 2015 年提高 15bps，处于对标行高位（VS 吴江银行 4.20%，张家港行 3.88%）。
- 2016 年上半年常熟银行贷款收益率为 6.84%，处于行业较高水平（VS 吴江银行 5.93%，张家港行 5.95%）。公司表现优异的贷款收益率主要在于：**1) 深入渗透小微企业，且公司不断优化小微贷款审批流程，贷款议价能力提高。**公司位于民营经济发达的长江以南地区，活跃的地域经济特点和公司超过 80% 的小微企业服务客户结构决定了一方面公司对当地小微企业的服务渗透远超同业，客户的粘性高；另一方面公司针对常熟地区小微企业的特点，制定了专门的小微企业贷款审批流程，加强了客户的粘性同时提升了议价能力。**2) 近年来，常熟银行大力推进大零售战略，高收益率的个人贷款比重持续提升且个人贷款结构逐步优化。**截止 2016 年 6 月末，常熟银行个人贷款余额 236.5 亿元，占总贷款的 38%，远高于其他农商行；个人贷款结构方面，常熟银行压缩低收益的按揭贷款，加大高收益的个人经营性贷款和个人消费贷款的投放，2016 年 6 月末个人经营性贷款占个人贷款总额的 54%，个人消费贷款占比 26%，两者合计占个人贷款的 80%，个人贷款结构的调整带来个人贷款收益率的持续上行。

图表 27：常熟银行净息差逆势提升且处于对标行高位



来源：公司招股说明书，公司公告、国金证券研究所

图表 28：公司的存贷利差提升且高于对标行

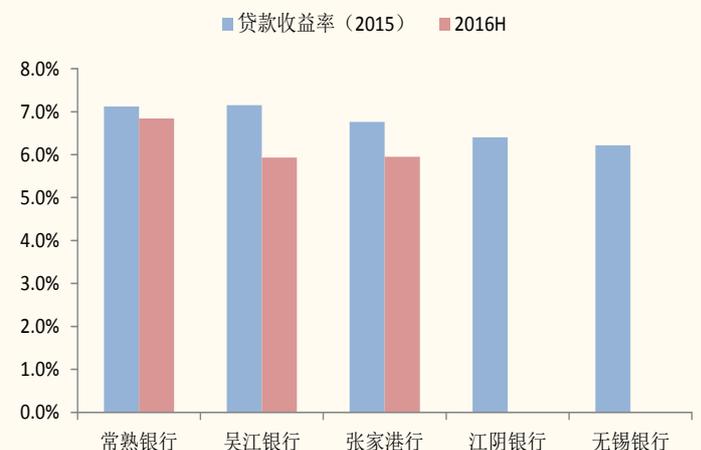


来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 29：2016H 公司的存款成本下降幅度超过贷款

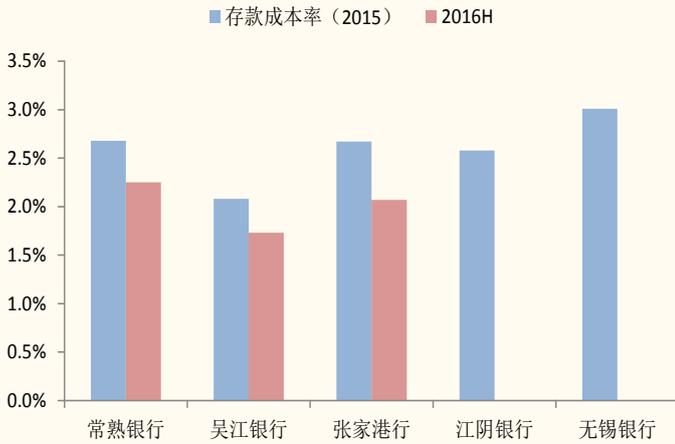


图表 30：常熟银行贷款收益率高于对标行



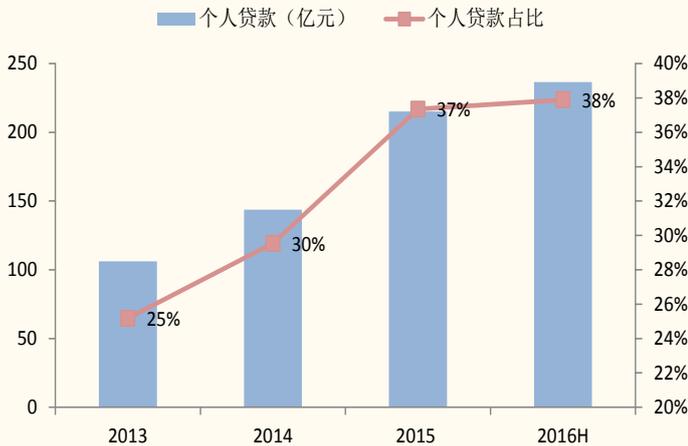
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 31：常熟银行的存款成本率与同业相近



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

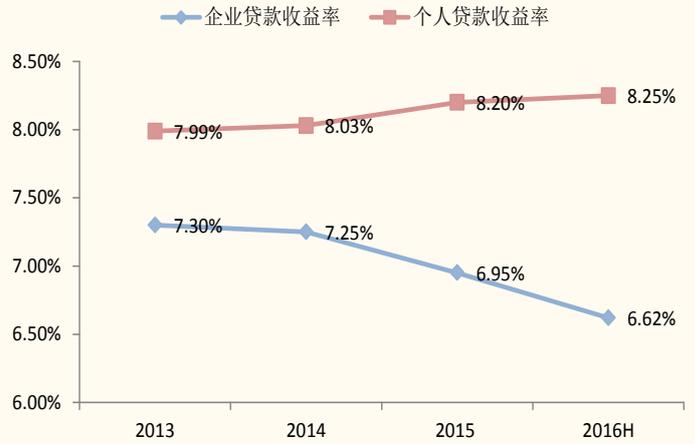
图表 33：常熟银行的个人贷款规模快速增长



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

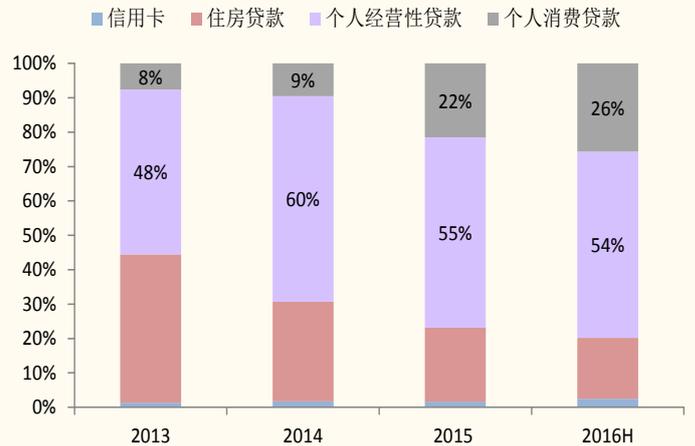
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 32：常熟银行的个贷收益率持续提升



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 34：公司的个人贷款以经营贷和消费贷为主



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

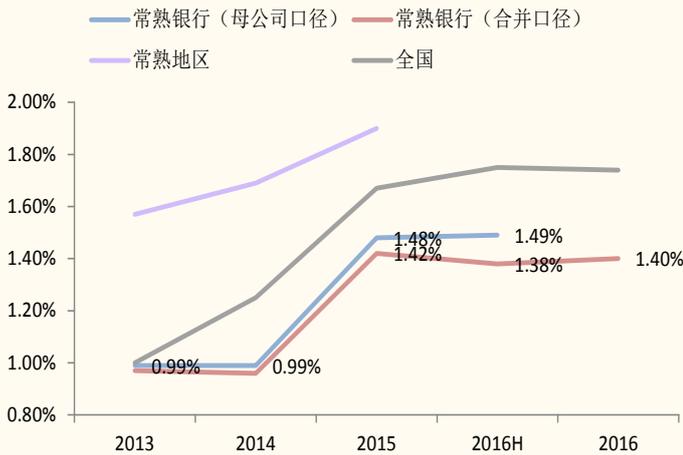
不良上升态势趋缓，资产质量在对标行中较好

- 2015 年公司的不良加速暴露，按照母公司口径不良贷款率来看，2015 年末公司不良贷款率环比上行 49bps 至 1.48%，2016 年上半年环比 15 年末小幅上行 1bp 至 1.49%。与上市的农商行相比，公司不良率高于无锡银行，但低于吴江银行、张家港行和江阴银行。另外，据公司 16 年业绩快报披露的数据（按照合并口径）来看，2016 年末常熟银行不良率为 1.40%，较 15 年末下降了 2bps，公司的资产质量现企稳态势。
- 资产质量压力不大。关注类贷款方面，常熟银行关注类贷款比率呈下行趋势且在对标行中处于较低水平，2016 年 6 月末公司的关注类贷款比率为 4.2%，与 2015 年末持平，绝对水平高于无锡银行（1.4%），但低于张家港行（8.3%）和吴江银行（19.6%）。2015 年公司 90 天以上逾期贷款与不良贷款的比例大幅上升 60 个百分点至 106%，2016 年上半年也没有明显改善，公司在不良认定上或有所放松；与对标行相比，常熟银行逾期 90 天

以上贷款与不良贷款的比例处于较高水平。考虑到长三角地区当前经济企稳态势，公司未来资产质量大幅恶化的概率较小。

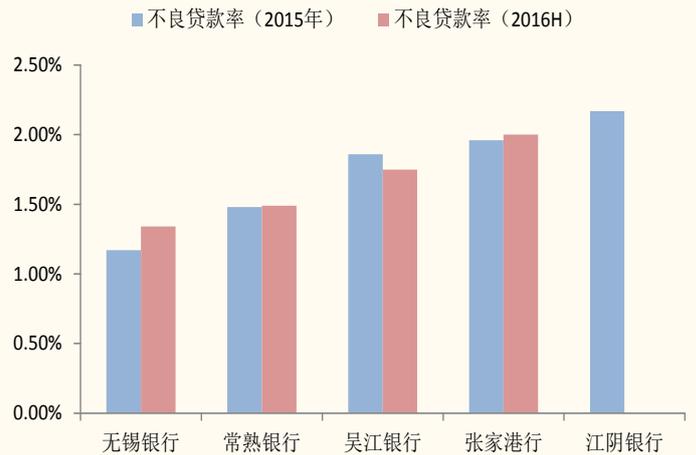
- **公司持续优化企业贷款结构且加强风险识别和管理，企业贷款不良率下降；但个贷的资产质量有下降。**公司结合常熟地区产业结构调整的步伐，积极调整企业贷款结构：收紧纺织服装、有色金属等行业信贷政策；将贷款逐步引导至需求稳定的第一产业、消费活跃的餐饮、商业服务等产业，企业贷款结构得以优化。另外，公司在简化小企业贷款审批流程的同时，有针对性的加强了风险识别和管理。截止 2016 年 6 月末，公司的企业贷款不良率为 2.02%，环比年初下降了 19bps。个人不良贷款率则提升明显，截止 2016 年 6 月末公司的个人贷款不良率为 1.03%，环比 15 年末提高了 35bps，主要是因为个人经营性贷款不良率上升较快，该类贷款主要针对小微型企业、个体经营户，截止 2016 年 6 月末，个人经营性贷款不良率环比 15 年末提高 66 个 BP 至 1.65%，个人经营性不良贷款占总不良贷款的比重提高 7.6 个百分点至 19.8%。但整体上个贷不良率在对标行中处于中等水平。
- **拨备覆盖率明显下行但仍处于对标行高位。**由于 2015 年以来公司不良加速暴露，公司虽加大了拨备计提力度，但拨备覆盖率仍大幅下行，截止 2016 年 6 月末，公司拨备覆盖率为 216%，环比 2014 年末下降了 94 个百分点。与对标行相比，公司的拨备覆盖率仍处于较高水平，考虑到常熟地区不良上升态势呈企稳态势，公司未来拨备计提压力不大。

图表 35：常熟银行不良贷款情况呈现缓和态势



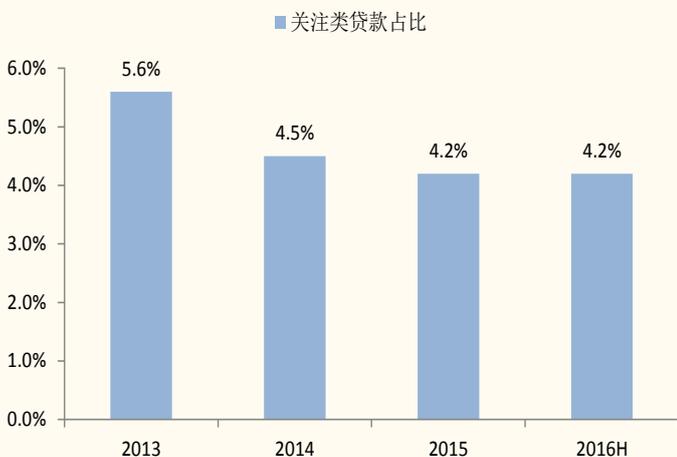
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 36：常熟银行不良率在同业中处于较低水平



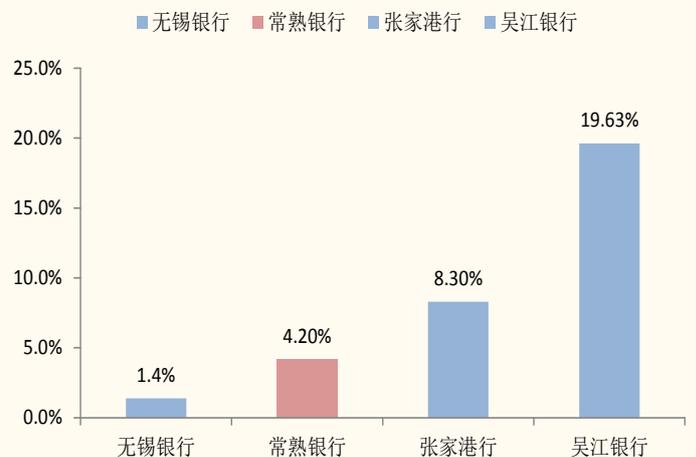
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 37：常熟银行的关注类贷款比率企稳



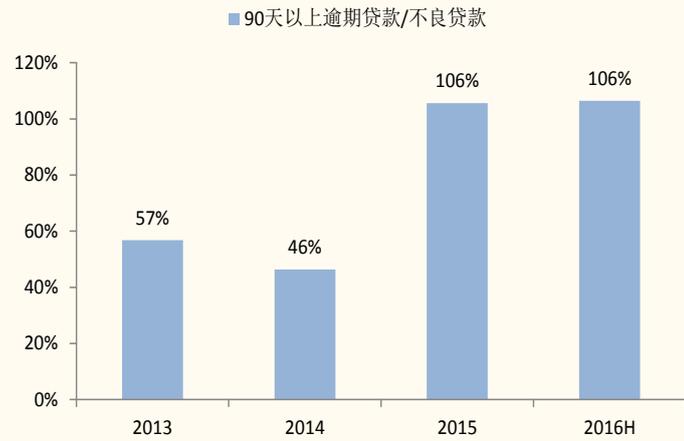
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 38：常熟银行关注类贷款比率处于对标行较低水平



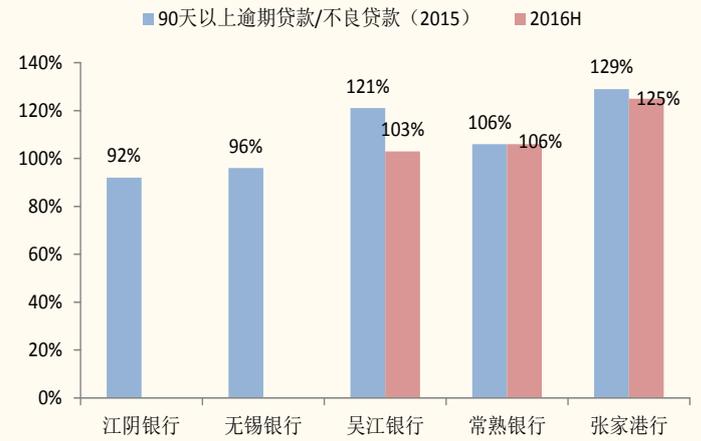
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 39: 公司 2015 年 90 天以上逾期贷款与不良贷款的比例大幅提升, 不良确认有所放松



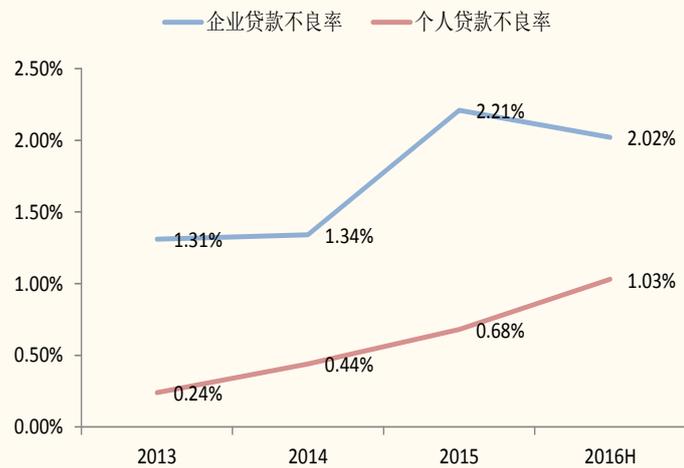
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 40: 常熟银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款比率处于对标行较高水平



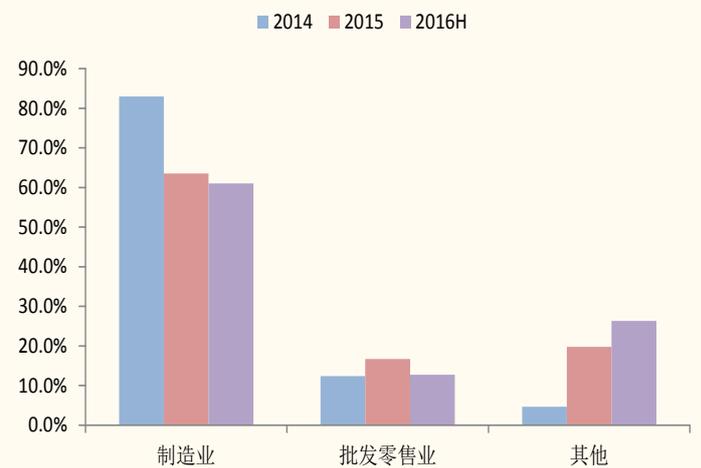
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 41: 常熟银行的企业不良贷款率有所下降, 但个人不良明显提升



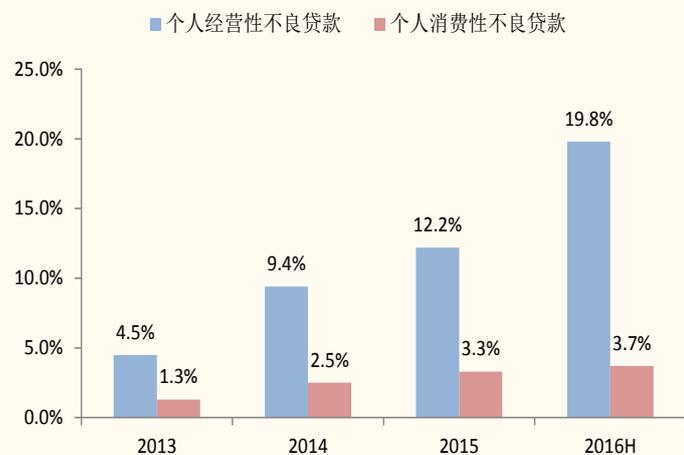
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 42: 常熟银行持续优化企业贷款的结构



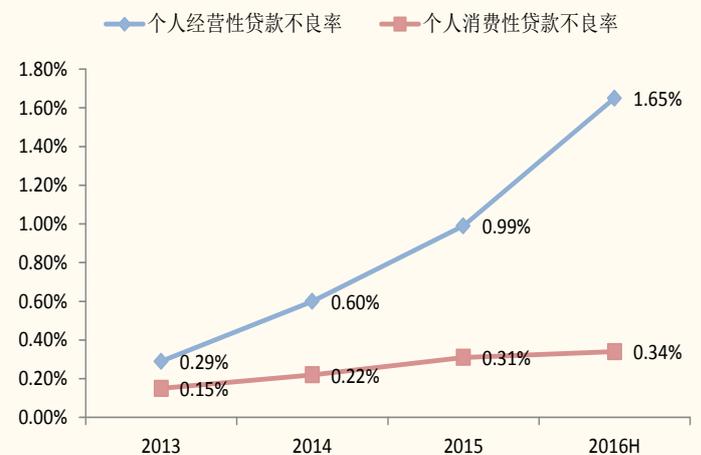
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 43: 个人经营性不良占总不良贷款的比重大幅提高



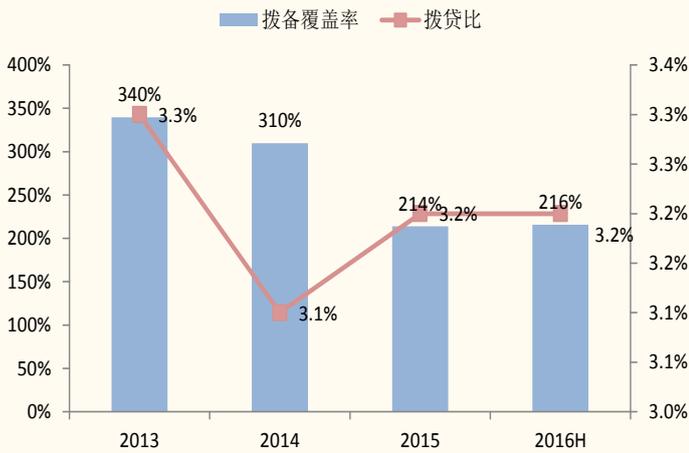
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 44: 个人经营性不良贷款率大幅提高



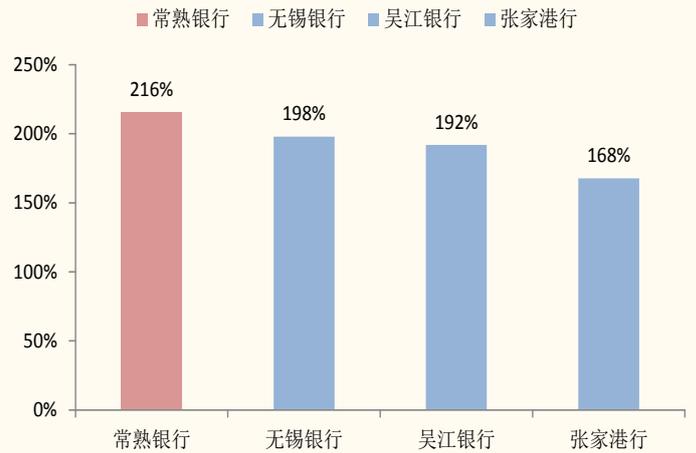
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 45：常熟银行拨备计提较为充足



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 46：公司拨备覆盖率高于同业



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

### 盈利预测和投资建议

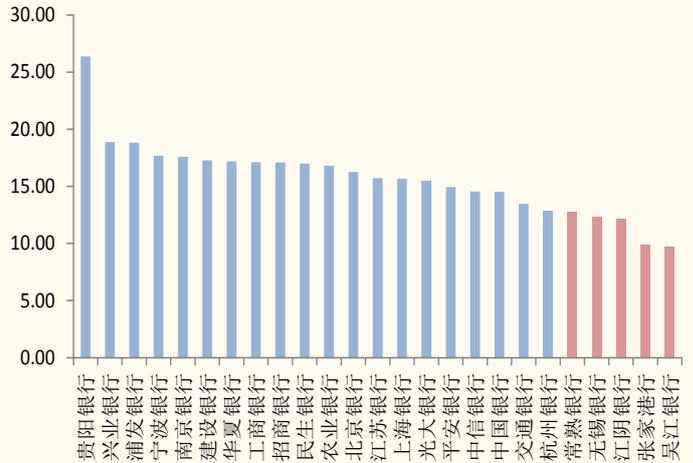
- **ROE 处于对标行高位，IPO 融资将助力公司大零售的转型。**公司 IPO 的融资方案为以每股 4.28 元的价格募集资金约 9.5 亿元补充资本金。发行前公司的资本充足率相对较高，2016 年 6 月末公司的核心一级资本充足率为 10.57%，处于行业较高水平，但低于其他上市农商行。常熟银行当前的 ROE 水平处于行业较低水平，主要是农商行较低的权益乘数以及较高的成本收入比，但公司较高的息差致使 ROE 高于其他上市农商行。此次上市发行融资将助力公司大零售的业务转型，改善盈利结构和提升盈利效率。
- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母将利润同比分别增长 6.7%、12%。投资逻辑方面，我们认为公司有以下几个看点：1) 首先作为次新股，公司的流通市值仅有 26 亿，享受流动性估值溢价；2) 其次，本地市场的渗透力强，大零售战略的推进稳固公司的定价能力；3) 公司异地拓展较快，小微业务的复制性强，未来的发展还有较大空间。我们预计 2016-2017 年公司实现归母将利润同比分别增长 6.7%、12%，目前股价对应 2017 年 PB 为 2.6 倍。首次覆盖，考虑到目前估值较高，暂给予公司中性的投资评级。

图表 47: 发行融资前公司的资本充足水平较高, 但低于其他农商行



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 48: 公司 ROE 水平处于较低水平, 但高于其他农商行



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 49: 农商行的权益倍数较低



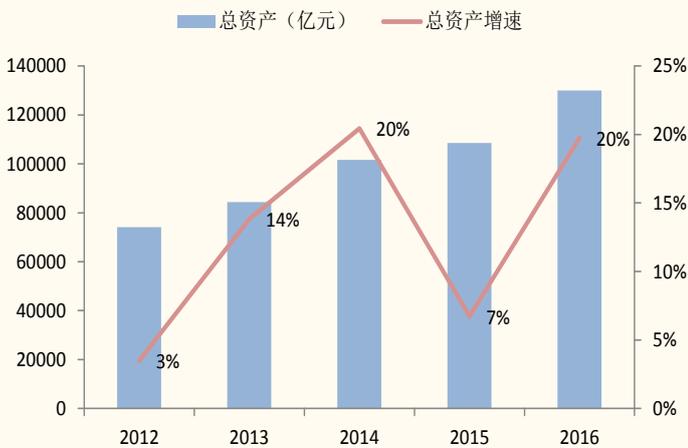
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 50: 农商行的成本收入比较重



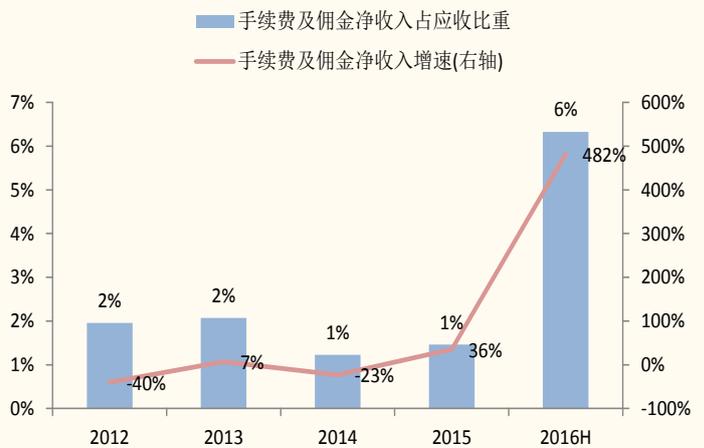
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 51: 常熟银行总资产规模及增速



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 52: 常熟银行手续费及佣金收入增速及占营收比重



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

<b>利润表</b>						<b>指标和估值</b>					
百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元：元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
平均生息资产	92,345	104,204	117,906	138,236	160,043	ROAA (%)	1.07	0.92	0.87	0.83	0.83
净息差	3.08	3.04	3.07	3.10	3.11	ROAE (%)	15.41	12.71	11.58	11.34	11.92
利息收入	4,972	5,680	5,868	7,167	8,560	每股净资产	4.68	4.04	4.37	4.79	5.27
利息支出	2,156	2,512	2,580	3,265	4,020	EPS	0.66	0.48	0.46	0.52	0.60
净利息收入	2,816	3,168	3,288	3,902	4,539	股利	182.41	0.00	206.09	230.76	266.38
贷款减值准备	618	912	924	1,193	1,411	DPS	0.12	0.00	0.09	0.10	0.12
非息收入						股息支付率	18.26	0.00	20.00	20.00	20.00
手续费和佣金收入	38	51	103	170	307	发行股份	1520	2000	2223	2223	2223
交易性收入	54	5	5	5	5	<b>业绩数据</b>					
其他收入	10	11	11	11	11	<b>增长率 (%)</b>					
非息总收入	252	324	376	443	580	净利息收入	23.9	12.5	3.8	18.7	16.3
非息费用						非利息收入	172.5	28.7	16.0	17.8	30.8
业务管理费	1,015	1,209	1,234	1,443	1,717	非利息费用	17.0	18.5	3.7	17.8	19.5
营业税金及附加	122	154	179	223	275	净利润	1.8	(3.3)	6.7	12.0	15.4
非息总费用	1,160	1,375	1,426	1,680	2,008	平均生息资产	17.0	12.8	13.1	17.2	15.8
税前利润	1,301	1,219	1,327	1,486	1,713	总付息负债	20.1	2.2	15.0	15.6	15.7
所得税	301	236	296	332	381	风险加权资产	17.9	19.2	11.6	16.6	18.3
净利润	999	966	1,030	1,154	1,332	<b>营业收入分解 (%)</b>					
<b>资产负债表数据</b>						净利息收入占比	91.8	90.7	89.7	89.8	88.7
总资产	101,670	108,504	128,880	148,682	171,545	佣金手续费收入占比	1.2	1.5	2.8	3.9	6.0
贷款总额	48,669	57,611	68,322	80,959	95,973	<b>营业效率 (%)</b>					
客户存款	74,287	82,291	92,166	104,148	117,687	成本收入比	33.1	34.6	33.7	33.2	33.5
其他付息负债	9,440	17,329	14,331	23,058	29,813	<b>流动性 (%)</b>					
股东权益	7,118	8,077	9,716	10,639	11,705	贷款占生息资产比	49.2	51.0	53.4	54.0	55.3
<b>资产质量</b>						期末存贷比	65.5	70.0	74.1	77.7	81.5
不良贷款	453	787	955	1,118	1,310	<b>资本 (%)</b>					
不良率	0.93	1.37	1.40	1.38	1.36	核心一级资本充足率	11.6	10.9	11.8	11.0	10.2
贷款损失拨备	1,475	1,808	1,958	2,404	3,208	一级资本充足率	11.6	10.9	11.8	11.0	10.2
拨备覆盖率	326	230	205	215	245	资本充足率	12.7	12.0	13.6	12.8	12.1
拨贷比	3.03	3.14	2.87	2.97	3.34						
信用成本 (%)	1.36	1.63	1.47	1.60	1.60						

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD