

常熟银行 (601128)

小微零售业务优势带动息差逆势提升，资产质量压力改善

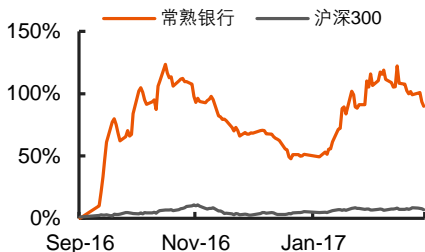
中性 (下调)

现价: 11.69 元

主要数据

行业	
公司网址	www.csrcbank.com
大股东/持股	交通银行/9.00%
实际控制人/持股	交通银行/%
总股本(百万股)	2,223
流通 A 股(百万股)	222
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	259.84
流通 A 股市值(亿元)	25.98
每股净资产(元)	4.43
资产充足率(%)	13

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

王思敏 一般从业资格编号
S1060115120019
02120660384
WANGSIMIN134@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

事项: 常熟银行公布 16 年年报，2016 年净利润同比增 7.71%。总资产 1300 亿元 (+19.8%，YoY/+3.56%,QoQ)。其中贷款+15.3%YoY/+4.01%QoQ;存款+7.92%YoY/+1.96%QoQ。营业收入同比增长 28.2%，净息差 3.22%(+18bps, YoY),手续费净收入同比增 484%。成本收入比 37.4% (+2.43pct, YoY)。不良贷款率 1.40% (-1bps,QoQ)。拨贷比 3.30% (-3bps,QoQ)，拨备覆盖率 235% (-1.66pct,QoQ)。公司核心一级资本充足率 10.9%,资本充足率 13.2%，ROE11.9%。公司分红率为 38.5%，公司 2016 年拟每 10 股派发现金股利人民币 1.80 元 (含税)。

平安观点:

■ 营收表现靓丽，手续费增长强劲

常熟银行 16 年净利润同比增 7.7%，营收同比增 28%，其中净利息收入同比增 27%，主要来自息差与规模同步扩张拉动。公司手续费收入同比增 484%，增速十分强劲，其中代理业务增长近 4 倍，主要来自投投资管理相关业务增长贡献。公司理财业务 16 年增长保持高速，表外理财规模同比提升 56%至 276 亿，基数较小，占表内资产比重不到 1/5，未来仍有持续提升空间，但需关注年内可能落地的资管理财监管新规带来的影响。目前公司手续费收入占营收比重为 7%，未来仍有较大的提升潜力。

在公司营收快速增长的情况下，仅录得小幅个位数增长的原因在于两方面：1) 公司费用支出增长较快，同比增速达到 38%，主要来自人员、科技、网点改造投入的增加，带动收入成本比提升 2.6 个百分点至 37%；2) 公司拨备计提有所增加，信贷成本同比提升 61BP 至 2.33%。

■ 小微零售业务优势带动息差逆势提升，存款表现有待改善

常熟银行 16 年末净息差为 3.22%，同比提升 18BP，息差水平领跑上市银行。公司在常熟本地市场深耕多年，信贷工厂化小微零售贷款业务模式运行成熟并积累了一定客户基础。公司 16 年在信贷结构上继续向零售贷款倾斜，零售贷款同比增速达到 38%，占总贷款比重较 15 年提升 7 个百分点至 45%，其中超 80% 为经营贷和消费贷。公司零售贷款收益率在 8%左右，占比的提升拉高公司贷款整体收益率水平 (综合贷款利率 6.75%)。

相较于资产端 20%的增速水平，常熟银行 16 年存款仅增 8%，增长略显乏力。从负债结构来看，同业负债及同业存单占比提升，两者合计占总负债比重从 15 年 15%提升至 16 年 22%，考虑到 16 年末以来资金市场利率上行较快，需关注同业负债占比提升对息差的负面影响。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,480	4,475	5,226	6,011	6,899
YoY(%)	14.3	28.6	16.8	15.0	14.8
净利润(百万元)	966	1,041	1,190	1,422	1,681
YoY(%)	-3.3	7.7	14.4	19.5	18.2
ROE(%)	12.7	11.6	11.7	13.0	14.1
EPS(摊薄/元)	0.43	0.47	0.54	0.64	0.76
P/E(倍)	26.90	24.97	21.84	18.27	15.46
P/B(倍)	2.90	2.64	2.47	2.27	2.08

■ **不良生成小幅改善，资产质量压力缓释**

常熟银行 16 年末不良率为 1.4%，同比下降 3BP，环比降 1BP。我们测算公司 16 年加回核销不良生成率为 1.75%，同比下降 7BP。公司 16 年末关注类贷款占比 3.42%，同比下降 62 个百分点，逾期 90 天与不良剪刀差下降 36pct 至 91%，受益长三角地区区域经济环境改善，公司资产质量压力缓释。在不良生成下行及公司拨备计提力度的提升的情况下，常熟银行 16 年末拨备覆盖率同比提升 21pct 至 235%，拨贷比提升 23BP 至 3.29%，未来拨备计提压力不大。

■ **投资建议：下调评级至“中性”**

作为此批新上市银行中最优成长性标的之一，常熟银行深耕当地县域经济和小微企业，本土优势和小微企业的经营差异化明显，较快的规模增速和亮眼的息差是公司业绩增长的根本动力，预计未来业绩表现将领跑上市农商行。我们预测公司 17/18 年净利润增速为 14%/20%，对应 PE22x/18x，PB2.5x/2.3x，尽管公司基本面良好，但受次新股概念上涨影响，股价已达到我们之前预期的短期目标价，中长期存在向行业均值回归的趋势，下调评级由“推荐”至“中性”。

■ **风险提示：同业负债成本提升使得息差大幅收窄，资产质量下滑**

图表1 上市银行盈利预测

	2015A	2016	2017E	2018E	2019E		2015A	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	0.43	0.47	0.54	0.64	0.76	贷款增长率	18.3%	15.5%	15.0%	14.0%	13.0%
BVPS (摊薄/元)	4.04	4.43	4.74	5.14	5.62	生息资产增长率	6.5%	19.6%	16.5%	14.3%	13.9%
每股股利	0.00	0.18	0.16	0.19	0.23	总资产增长率	6.7%	19.8%	16.5%	14.3%	13.9%
分红率	0.0%	38.5%	30.0%	30.0%	30.0%	存款增长率	10.8%	7.9%	12.0%	12.0%	12.0%
资产负债表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
贷款总额	57,485	66,419	76,382	87,076	98,395	付息负债增长率	6.1%	19.5%	16.6%	15.7%	16.2%
证券投资	33,371	41,243	50,317	59,374	70,061	净利息收入增长率	12.5%	26.7%	14.2%	14.5%	14.1%
应收金融机构的款项	4,259	6,684	7,686	8,070	8,474	手续费及佣金净收入增	35.6%	484.2%	60.0%	25.0%	25.0%
生息资产总额	105,652	126,395	147,195	168,172	191,570	营业收入增长率	14.3%	28.6%	16.8%	15.0%	14.8%
资产合计	108,504	129,982	151,371	172,943	197,005	拨备前利润增长率	11.0%	29.3%	24.2%	16.7%	14.7%
客户存款	82,291	88,810	99,467	111,403	124,772	税前利润增长率	-6.4%	7.6%	15.0%	19.5%	18.2%
计息负债总额	97,357	116,384	135,683	156,959	182,375	净利润增长率	-3.3%	7.7%	14.4%	19.5%	18.2%
负债合计	100,077	119,551	140,223	160,852	183,792	非息收入占比	1.5%	6.7%	9.1%	9.9%	10.8%
股本	2,000	2,223	2,223	2,223	2,223	成本收入比	34.8%	37.4%	34.0%	33.0%	33.0%
股东权益合计	8,077	9,854	10,532	11,423	12,483	信贷成本	1.72%	2.33%	2.68%	2.68%	2.64%
利润表 (Rmb mn)						流动性 (%)					
净利息收入	3,168	4,014	4,585	5,252	5,991	所得税率	19.4%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净手续费及佣金收入	51	298	477	596	746	资本状况					
营业收入	3,480	4,475	5,226	6,011	6,899	NIM	3.04%	3.22%	3.12%	3.10%	3.10%
营业税金及附加	-154	-71	-52	-60	-69	拨备前 ROAA	2.03%	2.31%	2.43%	2.46%	2.47%
拨备前利润	2,130	2,755	3,421	3,992	4,578	拨备前 ROAE	28.0%	30.7%	33.6%	36.4%	38.3%
计提拨备	-912	-1,444	-1,914	-2,190	-2,448	ROAA	0.92%	0.87%	0.85%	0.88%	0.91%
税前利润	1,219	1,312	1,508	1,802	2,130	ROAE	12.7%	11.6%	11.7%	13.0%	14.1%
净利润	966	1,041	1,190	1,422	1,681	流动性 (%)					
资产质量						分红率	0.0%	38.45%	30.00%	30.00%	30.00%
NPL ratio	1.43%	1.40%	1.50%	1.58%	1.64%	贷存比	69.9%	74.79%	76.79%	78.16%	78.86%
NPLs	787	933	1,146	1,376	1,614	贷款/总资产	53.0%	51.10%	50.46%	50.35%	49.95%
拨备覆盖率	214%	235%	274%	306%	333%	债券投资/总资产	30.8%	31.73%	33.24%	34.33%	35.56%
拨贷比	3.06%	3.29%	4.11%	4.84%	5.45%	银行同业/总资产	3.9%	5.14%	5.08%	4.67%	4.30%
一般准备/风险加权资产	2.42%	2.38%	2.93%	3.44%	3.85%	资本状况					
不良贷款生成率	1.82%	1.75%	1.65%	1.65%	1.65%	核心一级资本充足率2	10.89%	10.90%	10.14%	9.69%	9.35%
不良贷款核销率	-1.19%	-1.51%	-1.35%	-1.37%	-1.39%	资本充足率	12.16%	13.22%	12.13%	11.43%	10.88%
						加权风险资产—一般法	69,396	91,889	107,011	122,261	139,271
						% RWA/总资产	64.0%	70.7%	70.7%	70.7%	70.7%

资料来源：银监会、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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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股份有限公司（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。

平安证券股份有限公司 2017 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