



Research and  
Development Center

# 首次覆盖：三农两小特色发展，农商行的领跑者

——常熟银行（601128.SH）深度报告

2017年9月5日

王小军 金融行业分析师

关竹 研究助理

## 证券研究报告

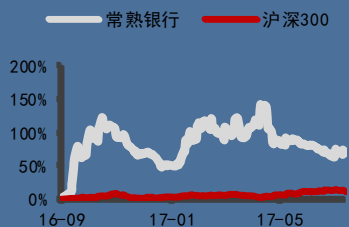
### 公司研究——首次覆盖

#### 常熟银行 (601128.SH)



首次评级

#### 常熟银行相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2017.9.4)

收盘价	10.91
52周最高价/最低价	15.01 / 6.16
近一个月涨跌幅	-2.24%
总股本(亿股)	22.23
流通股比例	10%
总市值	242.50

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

王小军 金融行业分析师

执业编号：S1500512040003

联系电话：+86 10 83326865

邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

关竹 研究助理

联系电话：+86 10 83326871

邮箱：guanzhu@cindasc.com

## 三农两小特色发展，农商行的领跑者

### 常熟银行首次覆盖

2017年9月5日

#### 本期内容提要：

- ◆ **三农两小特色发展，农商行的领跑者。** 公司发展战略、市场定位清晰明确，聚焦服务“三农两小”，加快向零售银行转型。在坚持战略定位不动摇的前提下，把技术、管理、文化等多种因素相结合，公司形成了自身的核心竞争力。与其他上市农商行相比，公司各项主要指标远超过其他银行，是行业的领跑者。截至2017年上半年，公司总资产规模1404.87亿，净资产98.82亿，营业收入23.62亿元，净利润6.05亿元，位列上市农商行第一。
- ◆ **不良充分暴露，资产质量好转。** 常熟银行与其他农商行相比，地处经济较为发达的苏南地区。2016年3、4季度苏南地区的不良率开始回落，整体资产质量开始好转。一方面，公司小微贷款起步早，业务发展转型较快，从而加速不良贷款的消化，新增的小微贷款的客户受宏观经济影响较小；另一方面，从宏观经济周期来看，目前市场的信用环境在好转，因而我们认为公司的资产质量将逐渐改善。
- ◆ **资本管理规划明确，利差优势明显。** 公司目前正在申请发行不超过30亿元的可转债用于补充资本，已经得到证监会的受理。公司2017-2019年间资本充足率目标如下：核心一级资本充足率及一级资本充足率不低于10.5%，资本充足率不低于12.5%。常熟银行依靠特色发展战略，净利差水平远超过同类农商行。公司利差相对于同行业比较高的原因在于：第一，贷款结构偏重小微企业贷款，平均利率水平在10%左右，未来会优先投放小微贷款，进一步提升小微企业在贷款结构的比重；第二，公司负债端总体稳定，存款利率的波动较小。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计常熟银行在2017年-2019年分别实现营业收入51.57亿元、56.26元和63.30亿元；归母净利润分别为11.43亿元、12.05亿元和14.06亿元，对应每股收益分别为0.51元、0.54元和0.63元。尽管农商行的ROE相对其他上市银行偏低，但是常熟银行整体排名在农商行中处于领先地位。考虑到资产规模在上市农商行中位列第一，且营业收入和净利润增速位于上市农商行前列，以及公司的资本实力和相应的资本规划，我们认为公司

在农商行中其处于龙头位置，优势明显，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险因素：** 1、宏观经济增速不达预期，影响资产质量；2、成本上升过快，影响利润水平；3、农商行涉及对象风险较高。

	2015 A	2016 A	2017 F	2018 F	2019 F
营业收入(亿元)	34.92	44.75	51.57	56.26	63.30
增长率 YoY %	13.82%	28.15%	15.24%	9.09%	12.52%
归属母公司净利润(亿元)	9.66	10.41	11.43	12.05	14.06
增长率 YoY%	-1.70%	7.32%	9.83%	5.38%	16.71%
毛利率%	34.91%	29.32%	28.09%	27.13%	28.14%
净资产收益率 ROE%	12.45%	11.19%	11.07%	10.85%	11.21%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.51	0.51	0.54	0.63
市盈率 P/E(倍)	22.59	21.55	21.21	20.13	17.24
市净率 P/B(倍)	2.70	2.46	2.41	2.11	1.88

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 9 月 4 日收盘价

## 目 录

公司背景	2
公司亮点	3
三农两小特色发展，农商行的领跑者	3
不良充分暴露，资产质量好转	4
资本管理规划明确，利差优势明显	5
公司分析	6
盈利模式：区域优势明显，贷款收入为主	6
发展战略：专注发展小微贷款和金融市场业务	8
盈利能力：利差水平领先其他银行	9
资产质量：受益于地区经济好转，不良率好于同业	9
盈利预测、估值与投资评级	10
盈利预测及假设	10
贷款业务：净息差收紧程度有所放缓	10
同业业务：监管趋严下，占比或进一步下降	11
投资业务：应收款项类投资资产占比将趋于稳定	11
中间业务：非息收入不是公司重要发力点	12
利润预测	12
监管指标：均在合理范围内	12
估值与投资评级	13
风险因素	14

## 表 目 录

表 1：常熟银行主要业务比率预测	11
表 2：上市农商行各项指标	14

## 图 目 录

图 1：常熟银行组织架构	2
图 2：2015-2017H1 上市农商行营业收入（亿元）	3
图 3：2015-2017H1 上市农商行净利润（亿元）	3
图 4：2015-2017H1 上市农商行总资产（亿元）	4
图 5：2015-2017H1 上市农商行净资产（亿元）	4
图 6：2014-2017Q2 江苏地区不良率	5
图 7：2015-2017H1 上市农商行净利差水平	6
图 8：2014-2017H1 上市银行贷款规模（亿元）及其增速	7
图 9：2015-2017H1 上市银行非息收入占比	7
图 10：2015-2017H1 常熟银行贷款存量结构（单位：亿元）	8
图 11：2014-2017H1 上市银行净利差（单位：%）	9
图 12：上市农商行 2015-2016 年不良贷款率和非正常贷款率	10

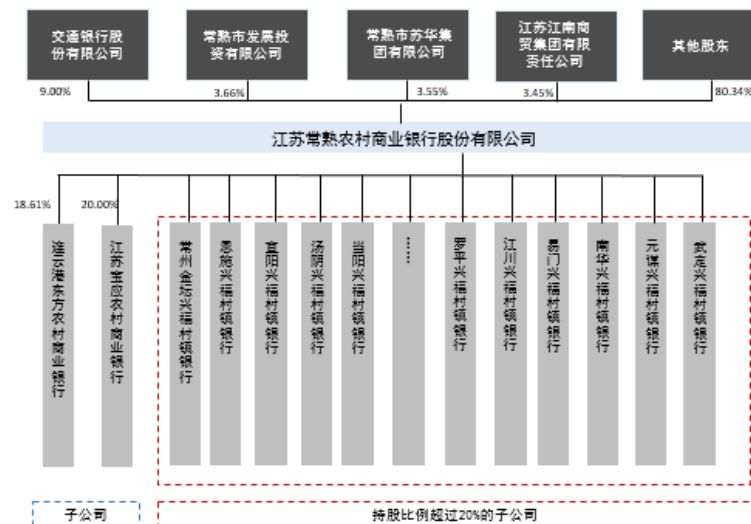
## 公司背景

常熟农村商业银行在 1996 年以前和农行合作办公，2001 年改制成农商行，2007 年实现业务多元化发展，2016 年公司上市 A 股。截至 2016 年年底，公司拥有 37 家本地支行，5 家异地分行，13 家异地支行。2007 年，公司以增资扩股的方式引入交通银行战略入股，同时交通银行也是公司第一大股东，目前持股比例为 9%。公司 2007 年开始规划 IPO，2016 年实现上市，目前总股本为 22.23 亿股。

公司股权结构较为分散，目前持股 3% 以上的股东共有四家，分别是交通银行（9%）、常熟市发展投资有限公司（3.66%）、常熟市苏华集团有限公司（3.55%）和江苏江南商贸集团有限责任公司（3.45%）。

公司目前主要子公司和参股公司共有 32 家，其中有 1 家联营企业，31 家子公司。子公司中有 30 家村镇银行，分布在云南、湖北、河南、江苏四个省，村镇银行大多分布在江苏省内，村镇银行目前规模业务还不大。

图 1：常熟银行组织架构



资料来源：截至 2017 年 6 月 30 日，公司公告，信达证券研发中心

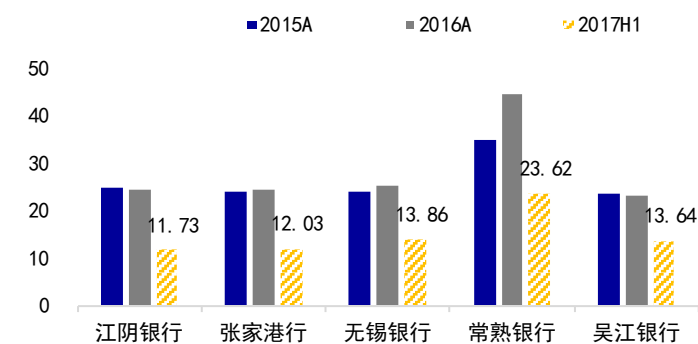
## 公司亮点

### 三农两小特色发展，农商行的领跑者

公司发展战略、市场定位清晰明确，聚焦服务“三农两小”，加快向零售银行转型。在坚持战略定位不动摇的前提下，把技术、管理、文化等多种因素相结合，公司形成了自身的核心竞争力。

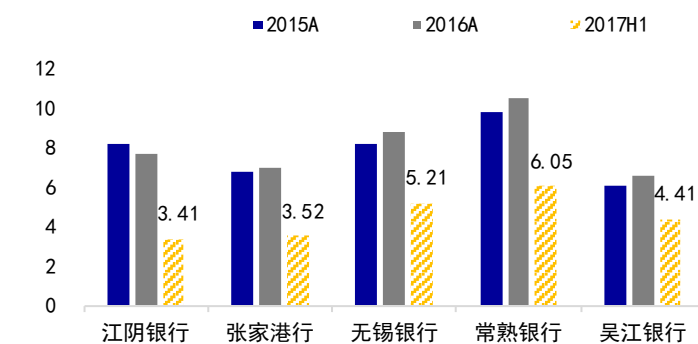
与其他上市农商行相比，公司各项主要指标远超其他银行，是行业的领跑者。截至2017年上半年，公司总资产规模1404.87亿，净资产98.82亿，营业收入23.62亿元，净利润6.05亿元，位列上市农商行第一。

图 2: 2015-2017H1 上市农商行营业收入 (亿元)

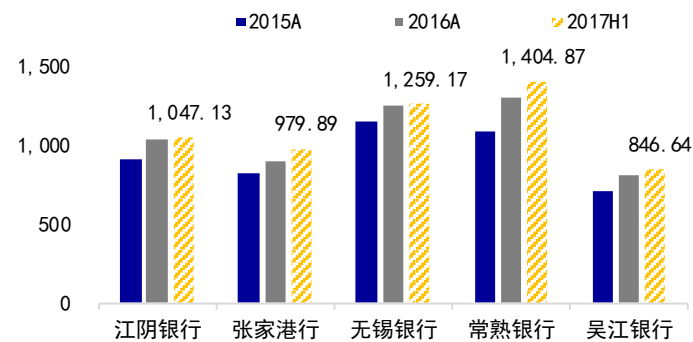


资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

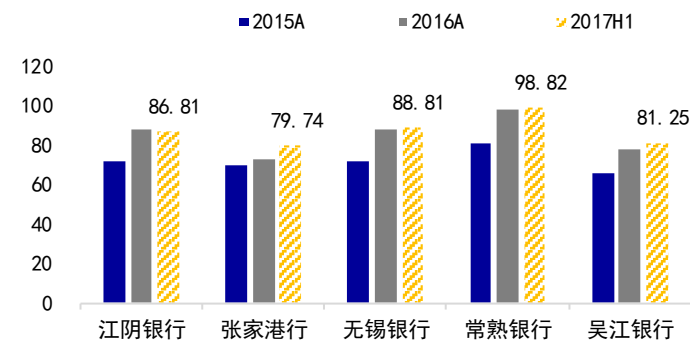
图 3: 2015-2017H1 上市农商行净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

**图 4：2015-2017H1 上市农商行总资产（亿元）**


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

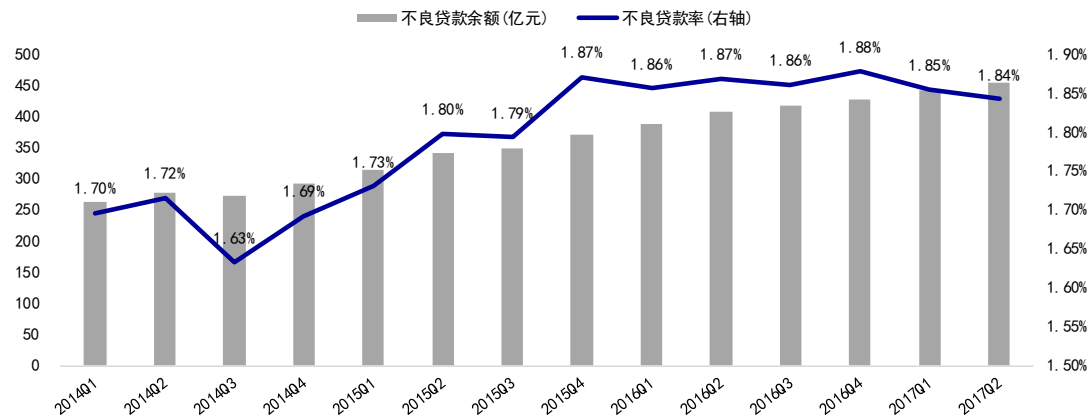
**图 5：2015-2017H1 上市农商行净资产（亿元）**


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

### 不良充分暴露，资产质量好转

常熟银行与其他农商行相比，地处经济较为发达的苏南地区。2016 年 3、4 季度苏南地区的不良率开始回落，整体资产质量开始好转。一方面，公司小微贷款起步早，业务发展转型较快，从而加速不良贷款的消化，新增的小微贷款的客户受宏观经济影响较小；另一方面，从宏观经济周期来看，目前市场的信用环境在好转，因而我们认为公司的资产质量将逐渐改善。

公司贷款业务的特色是小微信贷，风控尤为重要。公司对风控体系做了调整，将传统公司业务条线的审批权集中到总部，以应对实体经济下行的风险。针对财务资料完整的企业，主要通过对财务报表的审核，看未来的现金流、担保等判断其是否具备偿还能力；而对于资料不全的乡镇企业，但依靠公司职员扎根基层，依据对企业法人的了解等非财务信息给予定性的判断。公司过去几年非正常类贷款迁徙率下降幅度明显，2017 年上半年公司关注类、次级类和可疑类贷款迁徙率分别为 21.10%、0.81%和 7.38%，累计为 29.29%，较年初下降 2.85 个百分点，可见公司对于贷款的风险控制效果较好。

**图 6：2014-2017Q2 江苏地区不良率**


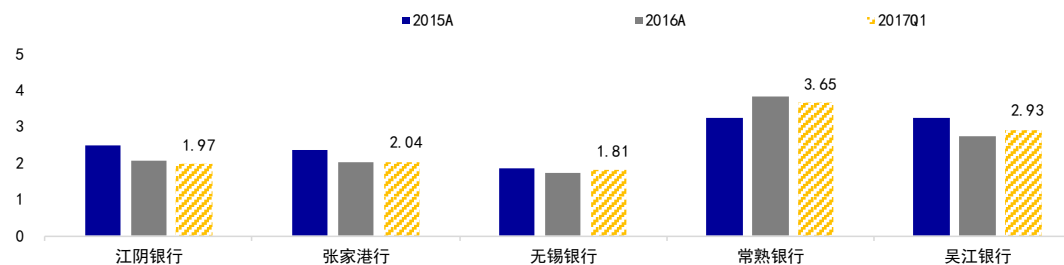
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

### 资本管理规划明确，利差优势明显

公司目前正在申请发行不超过 30 亿元的可转债用于补充资本，已经得到证监会的受理。公司 2017-2019 年间资本充足率目标如下：核心一级资本充足率及一级资本充足率不低于 10.5%，资本充足率不低于 12.5%。可见，公司在资本管理方面规划较为明确，选择可转债进行补充资本，一方面有助于公司获得加强资本实力，另一方面避免了股权的稀释。

截至 2017 年 6 月底，A 股共有 5 家上市农商行，均集中在江苏地区，即常熟银行、无锡银行、张家港银行、吴江银行和江阴银行。常熟银行依靠特色发展战略，净利差水平远超过同类农商行。公司利差相对于同行业比较高的原因在于：第一，贷款结构偏重小微企业贷款，平均利率水平在 10% 左右，未来会优先投放小微贷款的需求，进一步提升小微在贷款结构的比重；第二，公司负债端总体稳定，存款利率的波动较小。



**图 7：2015-2017H1 上市农商行净利差水平**


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

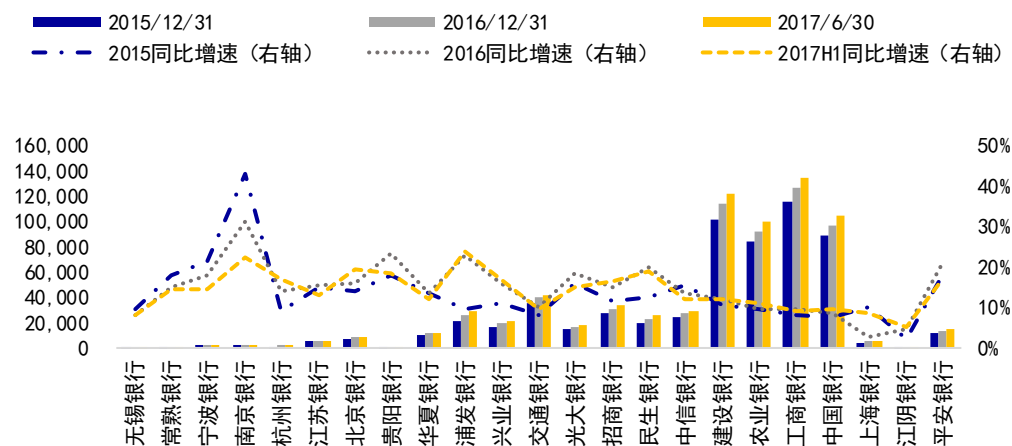
## 公司分析

### 盈利模式：区域优势明显，贷款收入为主

公司主要经营业务分为零售银行、公司银行和金融市场三大板块。零售银行业务主要包括储蓄存款、小微贷款、信用卡业务等。公司银行业务主要包括企业存贷款业务、三农信贷业务、国际业务等。金融市场业务主要包括同业业务、资金业务、投行业务、资产管理和票据业务等。

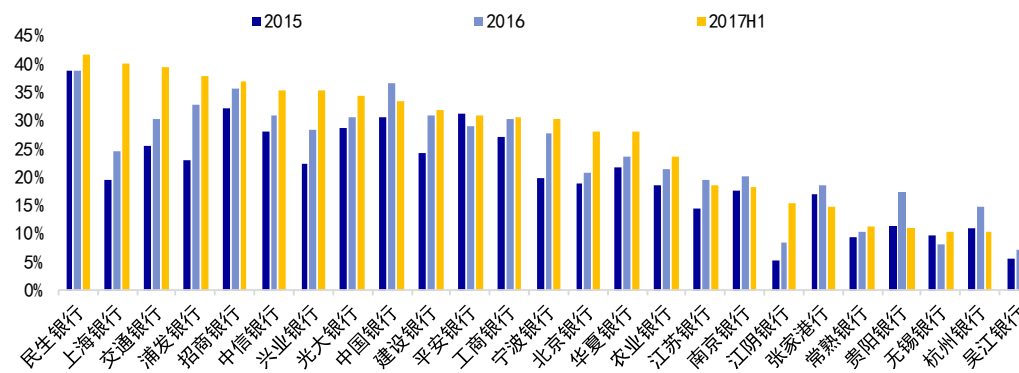
截至 2017 年上半年，公司营业收入集中度较高：56.19% 的收入来自于常熟地区，34.22% 来自常熟以外的江苏省内地区，仅有 9.59% 来自江苏省外地区。贷款仍然是公司主要的收入来源，占比为 61.9%；公司整体贷款总额 717.47 亿元，同比增加 8.02%。从贷款对象来看，个人贷款占比为 45.45%；行业分布上，制造业以 27.94% 的比重位列第一。

利率市场化背景下，商业银行亟需提高中间业务收入比重来应对息差收窄。从上市银行来看，所有银行非息收入比重均快速上升，其中国有银行和股份制银行依靠业务多元化和网点分布广泛性而普遍排名靠前，具有农商行无法比拟的优势。因此，常熟银行非息收入排名相对靠后，截至 2017 年 6 月底，常熟银行非息收入达到 2.67 亿元，同比上升 24.51%。

**图 8: 2014-2017H1 上市银行贷款规模 (亿元) 及其增速**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

非息收入方面, 公司非息收入规模较小, 占收入比重相对较低: 2017年上半年司非息收入比重 11.30%, 上市银行中排名 24 位, 农商行中位列第 4 位, 仅排在吴江银行前面。

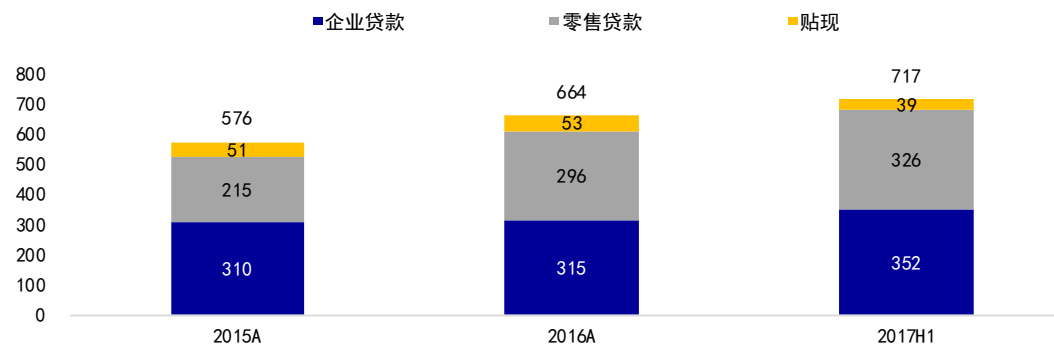
**图 9: 2015-2017H1 上市银行非息收入占比**


资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

### 发展战略：专注发展小微贷款和金融市场业务

公司发展战略定位于三农服务与小微贷款服务，即“三农两小”。公司在 2016 年年度报告投资者交流会议上表示，2017 年常熟银行将坚持服务三农、两小的市场定位，继续向零售银行转型。计划新增信贷 100 亿，其中 50%投向小微业务，40%投向公司业务，其余投向民生、消费。2017 年上半年公司贷款总额 717 亿元，新增贷款 53 亿元，其中企业贷款新增 37 亿元，零售贷款新增 30 亿元，贴现降低 14 亿元。

图 10：2015-2017H1 常熟银行贷款存量结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

小微贷款业务方面，采取本异地同步发展战略。从管理方式看，对本异地业务采取同样的管理机制，针对不同地区的机构，因地制宜，采取差异化的经营策略。从组织制度看，公司对微贷业务实行事业部制管理，采取工厂化管理。虽然同批发业务相比，零售业务的人均创利水平相对较低，但利润来源稳定，受经济周期影响小，风险可控。

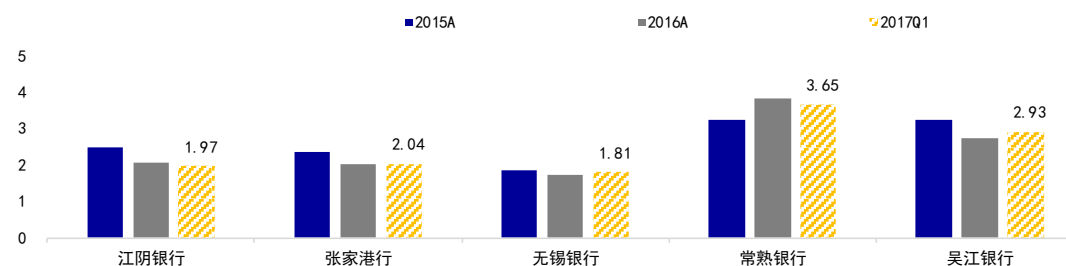
金融市场业务方面，2016 年公司成功发行同业存单，丰富同业融资渠道；推出“常乐”系列理财产品，满足各类投资者的理财需求；成立票据业务事业部，成为上海票据交易所首批成员和首单交易农商行。资产配置方面，公司以债券类资产为主，截至 2017 年 6 月底公司通过可供出售类资产、持有至到期资产等配置了 85.58%的债券资产，7.3%的基金和股权类投资，6.81%的同业理财资产和 0.3%的其他类资产。

### 盈利能力：利差水平领先其他银行

利率市场化背景下，整体银行业面临利差息差收窄的压力。从上市银行的净利差水平来看，多数银行在 2016 年净利差水平出现下滑，仅有常熟银行净利差降幅同比出现改善。同时，银行业净利差水平分化较明显，农商行由于地区优势明显好过全国股份制银行和国有大行，常熟银行 2017 年上半年净利差水平为 3.66%，位列上市银行第一位。

生息资产规模方面，截至 2017 年 6 月底公司生息资产规模（母公司口径）达到 1.21 万亿，同比增速 10.22%。公司生息资产结构中以贷款为主，贷款规模达到 7,175 亿元，占比 58.85%，可供出售金融资产位列第二位，占比 13.88%；应收款项类资产位列第三位，占比 12.06%。值得注意的是，生息资产中买入返售下降较快，主要是票据规模下滑；交易性金融资产和应收款项类资产规模增加较快，前者主要以债券为主，后者则是资产管理计划和信托计划。

图 11：2014-2017H1 上市银行净利差（单位：%）

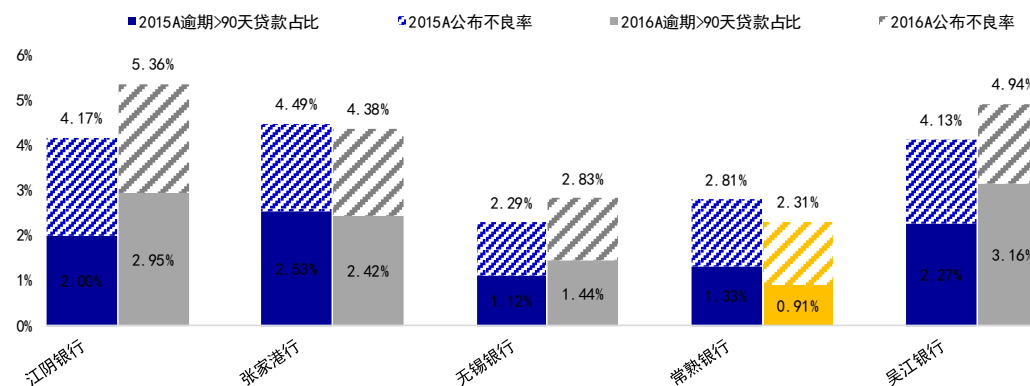


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

### 资产质量：受益于地区经济好转，不良率好于同业

截至 2017 年 6 月底，公司不良贷款余额为 9.27 亿元，不良贷款比例 1.29%，较年初下降 0.11 个百分点。从行业看，公司新增的不良贷款主要分布于纺织服装和批发零售业。从区域看，异地机构新增不良高于本地机构。从不良贷款生成的原因看，主要有以下几方面：一是受宏观经济环境影响；二是受互保联保影响；三是企业自身盲目投资扩张。

与其他上市农商行相比，公司不论是不良贷款率还是非正常贷款率（逾期大于 90 天贷款比例）均处于行业较低水平，这背后的原因一方面来自于公司贷款结构中个贷比重较高，另一方面则在于苏南地区经济的好转，在 2016 年年末不良率已经开始出现回落，区域不良水平好于全国平均水平。至 2017 年 2 季度，江苏地区不良贷款率下降至 1.84%，较年初下降 0.04 个百分点。

**图 12: 上市农商行 2015-2016 年不良贷款率和非正常贷款率**


资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

按照是否占用银行自有资金可将收入划分为利息收入和非利息收入,前者包括贷款业务收入、存放中央银行业务收入、同业业务收入、投资业务收入和其他收入;后者则主要为手续费和佣金收入。

### 贷款业务: 净息差收紧程度有所放缓

贷款业务的规模主要受当年存款以及存贷比的影响。公司近年来存款增速有所下滑,这主要是因为互联网金融的渗透率快速提升,以及江苏地区银行竞争加剧所致。考虑到地区竞争已经较为充分,加之公司发展战略中客户的优势,公司 2017 年存款增速将进一步扩张,未来存款增速或逐步趋稳。2015 年央行放开存贷比监管后,银行贷款业务发展获得发展空间。常熟银行近年来存贷比稳中有升,考虑到常熟银行在贷款客户方面的优势,预计未来几年存贷比在近几年基础上小幅上升。

我们预计未来贷款收益率收窄程度将有所放缓。主要基于两点原因:第一,根据 2017 年国务院金融工作会议提出的“维持稳定的货币政策”,因而我们认为整体货币环境难现宽松状态;第二,江苏地区银行业的竞争激烈程度已经十分激烈,未来竞争加剧的可能性不大。综上,我们认为,贷款收益率收窄空间将有所放缓。

### 同业业务：监管趋严下，占比或进一步下降

广义的同业资产包括存放同业、拆出资金、买入返售资产，同业资产的规模主要取决于流动性，2017年3月以来，银监会针对行业内乱象发文治理，直指银行同业业务，未来同业业务发展将受到严格监管。

近年来常熟银行同业资产占总资产比重相对较低，整体比重下降较快。公司同业资产中以存放同业款项为主，而拆出资金、买入返售等资产受行业环境影响下降较快。考虑到公司当前同业资产占资产比重已经相对较低，我们认为同业资产占总资产的比重下调空间较小，监管趋严下，占资产比重会出现小幅下滑，公司2017-2019广义同业资产/总资产比重将维持在4.2%左右。

此外，随着资本市场不断放开，资金来源渠道拓宽，同业业务的收益率将会有所降低，短期内资金拆借利率仍将维持当前水平，未来略微下行。

### 投资业务：应收款项类投资资产占比将趋于稳定

投资资产主要包括交易性金融资产、持有至到期投资、可供出售资产、长期股权投资和应收款项类投资。从结构来看，前四项占总资产比重较为稳定，而应收款项类投资规模则出现快速增长。近年来常熟银行持有至到期投资、可供出售资产、长期股权投资占总资产比重较为稳定，应收款项类投资资产/总资产的比值稳定增长。

应收款项类资产快速增长有两方面原因：一方面是利率市场化背景下，息差收窄迫使银行寻找稳定的收益源，应收款项类投资主要投资政府债、金融债以及资管计划和信托计划等，收益率普遍比贷款息差更高也更稳定；另一方面，2014年《关于规范金融机构同业业务的通知》出台，使得商业银行通过同业业务对接非标资产并进行监管套利的模式被遏制。银行资产结构发生变化，增量的非标资产从银行的买入返售和同业拆借项下转移至应收款项类投资、持有至到期金融资产等投资类资产项下。

表 1：常熟银行主要业务比率预测

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
净利息收入增速	12.51%	26.72%	18.28%	8.05%	11.31%
净手续费收入增速	34.21%	484.31%	22.95%	21.36%	26.97%

发放贷款及垫款增速	18.24%	15.10%	17.00%	11.00%	8.00%
吸收存款增速	10.77%	7.92%	12.60%	7.60%	7.70%
拨备前利润增速	11.05%	29.28%	13.11%	9.09%	12.52%
净利润增速	-1.70%	7.32%	9.83%	5.38%	16.71%
<b>盈利能力</b>					
ROE	12.45%	11.19%	11.07%	10.85%	11.21%
ROA	0.94%	0.88%	0.82%	0.75%	0.80%
生息率	5.64%	5.91%	6.13%	6.29%	6.14%
付息率	2.57%	2.66%	2.27%	2.33%	2.37%
净息差	3.3%	3.8%	3.9%	3.7%	3.8%
净利差	2.9%	3.1%	3.1%	3.0%	3.1%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

### 中间业务：非息收入不是公司重要发力点

在行业内来看，公司非息收入规模较小，占收入比重相对较低：2017年上半年公司非息收入比重 11.3%，上市银行中排名 21 位，农商行中排名第 4 位，仅排在吴江银行前面。2011-2015 年公司非息收入占比较为稳定，近年来在 10% 左右。考虑到公司发展战略的影响，我们预计未来三年这一比重会有小幅增长，但占整体收入比重仍然不高，即 2017 年-2019 年净手续费收入业务比重将达到 6% 到 8%，整体非息收入比重在 8% 到 10% 左右。

### 利润预测

综合以上各项业务预测，我们预计常熟银行在 2017 年-2019 年分别实现营业收入 51.57 亿元、56.26 元和 63.30 亿元；归母净利润分别为 11.43 亿元、12.05 亿元和 14.06 亿元，对应每股收益分别为 0.51 元、0.54 元和 0.63 元。

### 监管指标：均在合理范围内

从公司资产质量来看，受益于区域经济的好转以及公司的发展战略，公司不良率出现好转，2017 年上半年公司不良率 1.29%，较年初改善 0.11 个百分点。我们预计，随着区域经济的进一步好转，加之公司风控体系逐渐搭建成型，公司不良率将进一步



下降，2017-2019 年公司不良率在 1.3%-1.29%之间。

从公司资本状况来看，截至 2017 年 6 月 30 日，公司合并报表口径下核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 9.68%、9.71%、11.88%。鉴于日趋严格的监管要求，公司目前正在申请发行 30 亿元的可转债，并提出了 2017-2019 年间资本充足率目标：核心一级资本充足率及一级资本充足率不低于 10.5%，资本充足率不低于 12.5%。我们认为，公司未来将借助资本市场实现资本的补充，加之资产质量好转后对于拨备占用的减少，预计未来三年公司资本净额增速保持在 15%左右，对应资本充足率在 12.98%-13.80%。

自 2016 年 9 月 30 日成功登陆上交所，公司的经营发展迈上新台阶。从具体业务监管指标来看，中国银监会在今年 4 月下发的《关于开展银行业不当创新、不当交易、不当激励、不当收费专项治理工作的通知》（53 号文）中，要求“机构自查若将商业银行发行的同业存单计入同业融入资金余额，是否超过银行负债总额的三分之一。”截至 2017 年 6 月底，常熟银行发行同业存单 180.02 亿元，公司纳入同业存单后的同业融入资金余额占负债总额的 21.92%，比重不足 1/3，在银监会要求的监管指标范围内。我们认为，公司同业存单发行规模相对于其负债总额并不大，发行量上仍有一定的空间。

## 估值与投资评级

市值方面，常熟银行市值在上市农商行中位列第二，总市值达到 242 亿元，仅落后于张家港行。估值方面，常熟银行市盈率（TTM）和市净率（LF）分别为 22.38 和 2.45，在上市城商行中估值水平相对较高，但与其它几家上市农商行相比较低，市盈率和市净率分别位列上市农商行第四位和第二位。

资产规模方面，常熟银行作为农商行无法与上市城商行相比较，但是在农商行中规模最大。公司总资产和净资产在 2017 年上半年分别达到 1404.87 亿元和 98.82 亿元，在上市农商行中排名第一。

盈利能力方面，农商行整体 ROE 不及国有银行、城商行和全国股份制银行，主要是由于农商行和其他银行发展环境有天然的不同，网点和面向的服务群体都不同。尽管农商行板块的 ROE 不如其他上市银行，但是常熟银行在农商行板块中 ROE 水平处于领先地位。

成长能力方面，常熟银行营业收入和净利润同比增速在农商行中居于中游，在行业内位居中上。2017 年上半年公司营业收入同比增速达到 12.29%，净利润同比增速为 9.64%，与其他上市农商行相比，排名相对靠前。值得注意的是，公司营业收入同比增速超过江苏、南京等城商行，整体增长较快。

资本实力方面，截至 2017 年上半年，常熟银行净资产 123.93 亿元，在上市农商行中排名第一。同时，公司积极实施资本补充计划，根据公司公告披露，公司 2017-2019 年间资本充足率目标如下：核心一级资本充足率及一级资本充足率不低于 10.5%，资本充足率不低于 12.5%。



尽管农商行的 ROE 相对其他上市银行偏低，但是常熟银行整体排名在农商行中处于领先地位。考虑到资产规模在上市农商行中位列第一，且营业收入和净利润增速相对靠前，以及公司的资本实力和相应的资本规划，我们认为在农商行中其处于龙头位置，优势明显，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2: 上市农商行各项指标

名称	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	市净率 (LF)	总资产 (2017H1, 亿元)	净资产 (2017H1, 亿元)	ROE 2017H1	营业收入 同比增速	净利润 同比增速
江阴银行	197.24	25.66	2.27	1,047.13	86.81	4.06%	-0.88%	-5.75%
张家港行	268.06	37.86	3.36	979.89	79.74	4.41%	1.26%	3.86%
无锡银行	210.69	22.37	2.37	1,259.17	88.81	5.88%	12.86%	11.12%
<b>常熟银行</b>	<b>242.50</b>	<b>22.38</b>	<b>2.45</b>	<b>1,404.87</b>	<b>98.82</b>	<b>5.78%</b>	<b>12.29%</b>	<b>9.64%</b>
吴江银行	175.51	25.20	2.18	846.64	81.25	5.39%	19.10%	11.18%

资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

注: 总市值、市盈率和市净率均以 2017 年 9 月 4 日收盘价为基准; 营业收入同比增速、净利润同比增速、总资产同比增速及净资产同比增速为 2017 年上半年数据

## 风险因素

- 1、宏观经济增速不达预期，影响资产质量；
- 2、成本上升过快，影响利润水平；
- 3、农商行涉及对象风险较高。

财务报表 (亿元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					
营业收入	34.92	44.75	51.57	56.26	63.30
利息收入	56.80	64.42	76.50	84.16	90.48
利息支出	25.12	24.28	29.02	32.86	33.38
净利息收入	31.68	40.14	47.48	51.30	57.11
净手续费收入	0.51	2.98	3.66	4.45	5.65
其他经营净收益	2.61	1.63	0.43	0.51	0.55
营业支出	22.86	31.88	37.09	40.99	45.49
营业税金及附加	1.54	0.71	0.81	0.89	1.00
业务及管理费	12.09	16.74	19.60	21.38	24.06
资产减值损失	9.12	14.44	16.68	18.73	20.44
营业外净收入	0.13	0.24	0.00	0.00	0.00
拨备前利润	21.31	27.55	31.16	33.99	38.25
利润总额	12.19	13.12	14.48	15.26	17.81
所得税	2.36	2.57	2.90	3.05	3.56
净利润	9.83	10.55	11.59	12.21	14.25
归属于母公司净利润	9.66	10.41	11.43	12.05	14.06
<b>资产负债表</b>					
总资产	1,085.04	1,299.82	1,533.62	1,702.32	1,838.50
现金及存放央行	122.19	142.40	167.83	180.59	194.49
存放同业和其他金融机构	30.69	41.64	51.49	66.16	77.05
贷款总额	558.03	642.29	751.47	834.14	900.87
贷款减值准备	18.08	21.91	25.55	28.36	30.63
贷款净值	539.95	620.38	725.92	805.78	870.24
应收款项类资产	76.69	129.63	171.34	205.79	237.09
买入返售类资产	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他资产	295.44	343.87	391.48	415.65	429.00
总负债	1,000.77	1,195.51	1,428.57	1,582.36	1,704.20
同业和其他金融机构存放	48.96	81.16	92.86	99.69	103.96
存款总额	822.91	888.10	1,000.00	1,076.00	1,158.85
应付债券	29.88	69.91	80.39	90.04	99.04
其他负债	99.01	156.34	255.32	316.63	342.34
股东权益	84.27	104.31	105.05	119.96	134.31
归属于母公司股东权益	80.77	98.54	100.69	114.98	128.73

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
净利息收入增速	12.5%	26.7%	18.3%	8.1%	11.3%
净手续费收入增速	34.2%	484.3%	23.0%	21.4%	27.0%
发放贷款及垫款增速	18.2%	15.1%	17.0%	11.0%	8.0%
吸收存款增速	10.8%	7.9%	12.6%	7.6%	7.7%
拨备前利润增速	11.0%	29.3%	13.1%	9.1%	12.5%
净利润增速	-1.7%	7.3%	9.8%	5.4%	16.7%
<b>盈利能力</b>					
ROE	12.4%	11.2%	11.1%	10.9%	11.2%
ROA	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
生息率	5.6%	5.9%	6.1%	6.3%	6.1%
付息率	2.6%	2.7%	2.3%	2.3%	2.4%
净息差	3.3%	3.8%	3.9%	3.7%	3.8%
净利差	2.9%	3.1%	3.1%	3.0%	3.1%
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
拨备覆盖率	-	234.8%	242.3%	198.9%	203.9%
拨贷比	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
<b>资本状况</b>					
资本充足率	12.51%	13.22%	12.98%	13.19%	13.80%
核心资本充足率	11.31%	10.90%	11.07%	11.47%	12.17%
存贷比	67.81%	72.32%	75.15%	77.52%	77.74%
<b>每股指标</b>					
每股拨备前利润 (元)	1.07	1.24	1.40	1.53	1.72
EPS (元)	0.48	0.51	0.51	0.54	0.63
BVPS (元)	4.04	4.43	4.53	5.17	5.79

## 研究团队简介

**王小军**，金融行业分析师。9年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

**关竹**，研究助理。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究支持。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。