

# 常熟银行 (601128)

## 深耕小微贷款，异地扩张先行可比同业

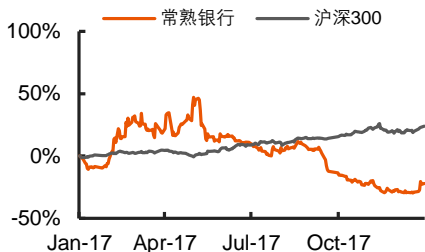
### 推荐 (上调)

现价: 7.59 元

#### 主要数据

行业	银行
公司网址	www.bankgy.cn
大股东/持股	贵阳市国有资产投资管理公司 /14.40%
实际控制人	
总股本(百万股)	2,299
流通 A 股(百万股)	1,208
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	323.41
流通 A 股市值(亿元)	169.91
每股净资产(元)	10.25
资产负债率(%)	94.40

#### 行情走势图



#### 证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号  
S1060517100002  
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

王思敏 一般从业资格编号  
S1060115120019  
021-20660384  
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。

#### ■ 上市农商行中基本面最优的银行，深耕小微息差优势亮眼

常熟银行长期以来深耕当地以及以小微企业为主的经营模式形成了明显的竞争优势，保持高息差的同时实现规模的较快扩张。从公司基本面来看，1) 区域竞争优势明显，当地存贷款市场份额较高。常熟银行深耕本地市场，在当地存贷市场份额最高，存贷款市场份额分别约为 28% 和 18%；2) 息差表现亮眼。按照期初期末余额测算，2017 年 3 季度常熟银行净息差 3.6%，在上市银行中处于较高水平。3) 资产质量在对标行中较好。公司 3 季末不良贷款率 1.23%，较年初下降 17bp，不良率有所下降，并且低于 1.7% 的农商行平均不良率。截止至 3 季末拨备覆盖率为 302.7%，拨备水平充足无虞。基于以上因素，在农商行中常熟银行的净利增速、ROE 等均处于较高水平，是上市农商行中基本面最优的银行。

#### ■ 积极拓展异地发展空间，常熟银行扩张相对较快

通过设立异地支行以及参股、控股的方式，常熟银行实现经营空间上的拓展。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。目前常熟银行共设立了 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。2017 年半年末，常熟银行异地贷款占比达到 43%，异地业务贡献主营业务收入占比 44%，主营业务利润的 44%，高于对标农商行。

#### ■ 投资建议：

常熟银行深耕当地县域经济和小微企业，在当地市场的存贷款份额稳定，同时在人员和服务产品等集中覆盖下，在客户定位上建立了一定的门槛，形成了专注小微企业贷款的经营差异化特色。同时之前公布 2017 年度业绩预告，预计 17 年净利同比增 21.71%，营收增 10.57%，业绩增速超出预期。目前公司股价对应 17/18 年 PE14.09x/11.67x，对应 PB1.57x/1.42x。考虑到公司从客户定位到经营策略上的专注，以及异地扩张对当地市场边际增速下降的补充，我们上调常熟银行 17/18 年净利润增速至 16%/20.8% (原为 8.9%/12%)，但公司作为次新股仍有解禁的风险，综合考虑将公司评级由“中性”上调至“推荐”。

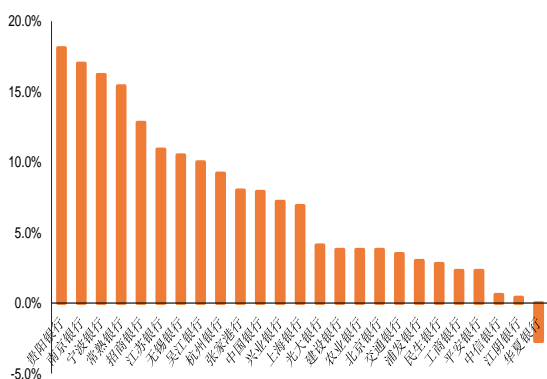
#### ■ 风险提示：资产质量下滑超预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3492	4475	5045	5829	6743
YoY(%)	13.8	28.2	12.7	15.5	15.7
净利润(百万元)	966	1,041	1,207	1,458	1,793
YoY(%)	-3.3	7.7	16.0	20.8	23.0
ROE(%)	12.71	11.61	11.68	12.78	14.12
EPS(摊薄/元)	0.48	0.47	0.54	0.66	0.81
P/E(倍)	15.7	16.2	14.1	11.7	9.5
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3

## 一、上市农商行中的基本面最优的银行

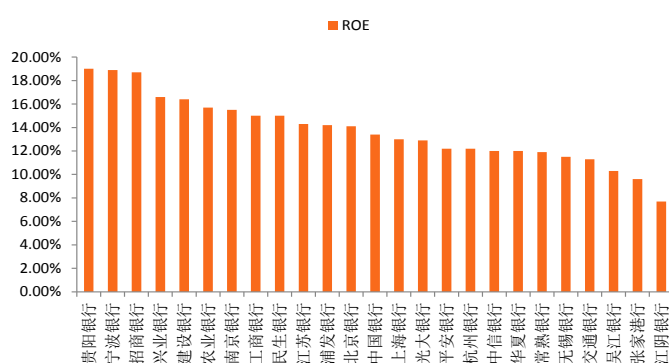
在上市农商行中，常熟银行是基本面最优的银行。我们认为主要原因有：1) 区域竞争优势明显，存贷款占比稳定。常熟银行深耕本地市场，在当地存贷市场份额最高，存贷款市场份额分别约为 28% 和 18%；2) 息差表现亮眼。17 年常熟银行的净息差虽然有所下降，但仍然保持在 2.9% 左右，在上市银行中处于较高水平。3) 资产质量在对标行中较好。公司 3 季末不良贷款率 1.23%，较年初下降 17bp,不良率有所下降，并且低于 1.7% 的农商行平均不良率。截止至 3 季末拨备覆盖率为 302.7%，拨备水平充足无虞。基于以上因素，在农商行中常熟银行的净利增速、ROE 等均处于较高水平。

图表1 常熟银行净利增速相对较高 (17Q3)



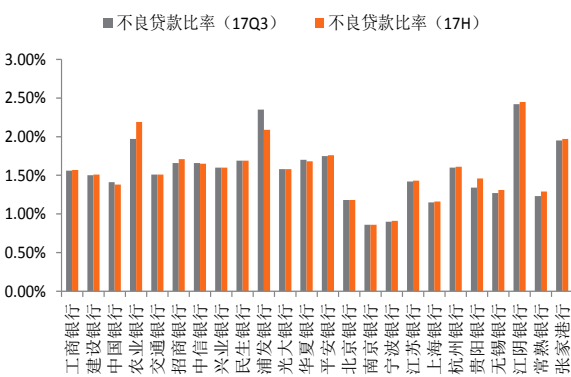
资料来源: wind、平安证券研究所

图表2 常熟银行 ROE 在农商行中处于较高水平



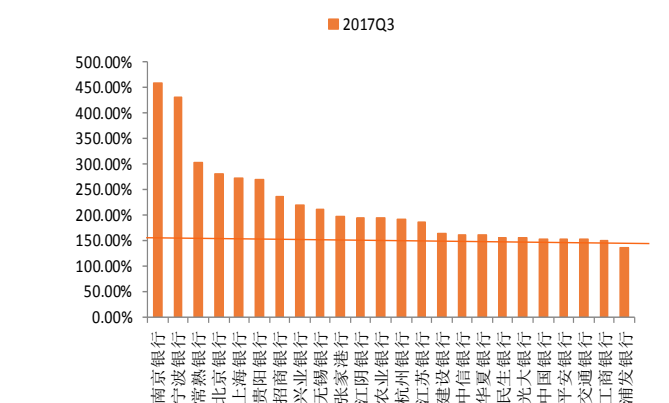
资料来源: wind、平安证券研究所

图表3 常熟银行不良贷款率在农商行中相对较低



资料来源: wind、平安证券研究所

图表4 常熟银行拨备覆盖率较高 (17Q3)



资料来源: wind、平安证券研究所

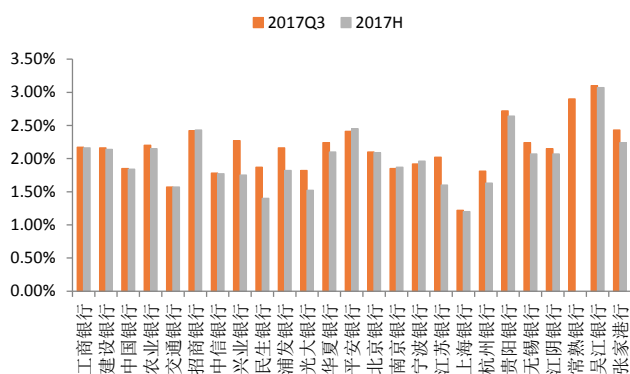
## 二、净息差优势明显，异地扩张早于可比同业

### 2.1 贷款以高收益小微企业为主，同业负债扩张较快至息差环比下降

按照期初期末余额测算，2017 年 3 季度常熟银行净息差 2.95%，在上市银行中处于较高水平。常熟银行的净息差领先，我们认为主要由于：1) 致力于服务农村中小微企业，客户以农村小型企业（包

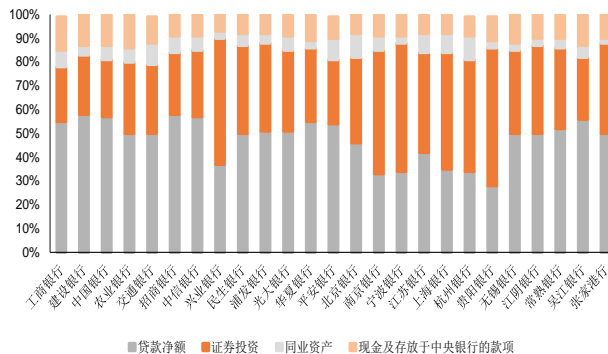
括个体工商户)为主。目前小微企业贷款占企业贷款比重约为85%以上,资产端收益较高;2)存款占比较高且存款结构优异,存款在负债中占比达到75%,在上市银行中处于较高水平,较高的存款占比有利于公司应对同业监管和资金价格波动的冲击。

图表5 常熟银行净息差在农商行中处于领先



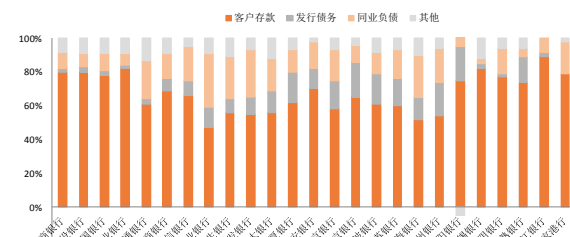
资料来源:wind、平安证券研究所

图表6 常熟银行贷款占比约为52%



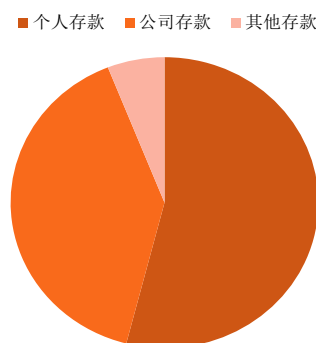
资料来源:wind、平安证券研究所

图表7 存款在常熟银行负债中占比大概75%



资料来源:wind、平安证券研究所

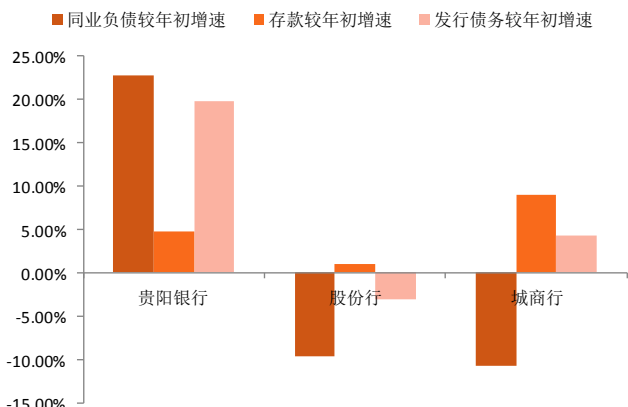
图表8 个人存款是常熟银行的主要存款来源(17H)



资料来源:wind、平安证券研究所

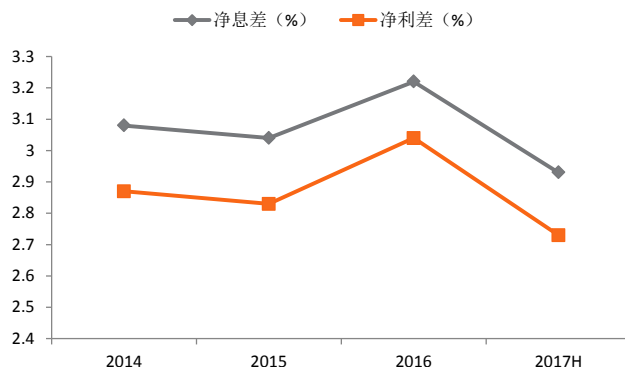
从历史来看,常熟银行的息差环比下降。根据公司公布的净息差数据,截止至17年上半年末净息差为2.93%,我们认为主要是由于同业负债扩张过快的影响。截止17年3季度末,公司同业负债较年初增长175.61%,同业负债的快速扩张提高了负债成本,拉低了净息差水平。展望未来,预计18年资金价格上升幅度边际趋缓,有利于公司负债成本的改善。

图表9 同业负债和发行债券是主要的资金来源（17Q3）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表10 17年常熟银行净息差有所下降

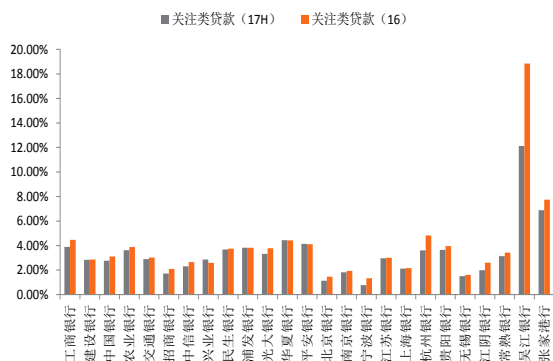


资料来源：wind、平安证券研究所

## 2.2 资产质量出现积极变化，拨备水平较为充足

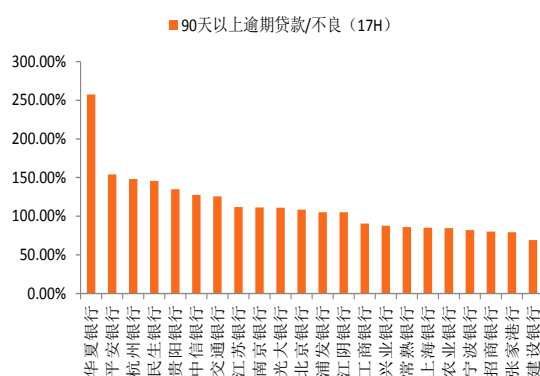
公司资产质量出现积极变化，呈现转好趋势。截止 17 年 3 季末不良贷款率 1.23%，环比 2 季末下降 6BP，环比 1 季度下降 13BP，不良率连续下降。根据我们测算公司年化不良生成率仅为 1.28%，受益于地区经济企稳，资产质量企稳向好。从关不良现行指标来看，截止 17 年 2 季度末常熟银行关注类贷款占比 3.14%，较 16 年末下降 28BP；90 天以上逾期/不良为 86%，较年初小幅下降 5pct。从拨备水平看，3 季末拨备覆盖率为 302.7%，环比提升 36pct，拨备水平充足无虞。

图表11 常熟银行关注类贷款下降



资料来源：wind、平安证券研究所

图表12 常熟银行 90 天以上/不良余额为 86% (17H)

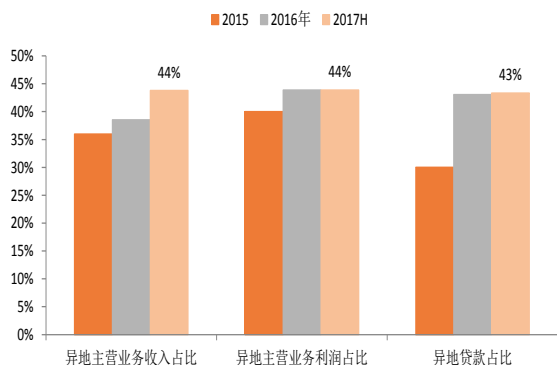


资料来源：wind、平安证券研究所

## 2.3 异地扩张战略先行可比同业，贡献度明显提升

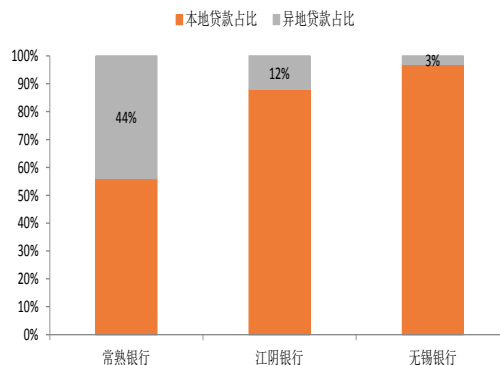
积极拓展异地发展空间，常熟银行扩张相对较快。通过设立异地支行以及参股、控股的方式，常熟银行实现经营空间上的拓展。公司在湖北恩施设立咸丰常农商村镇银行有限责任公司，成为国内首家设立村镇银行的县（市）级农村商业银行，迈出了跨区域发展的第一步。截止目前常熟银行共设立了 3 家异地分行、14 家异地支行（含 2 家二级支行），并发起设立了 30 家村镇银行，村镇银行分布于云南、河南、湖北等地区。2017 年半年末，常熟银行异地贷款占比达到 43%，异地业务贡献主营业务收入占比 44%，主营业务利润的 44%，高于对标农商行。

图表13 常熟银行异地贡献度不断提升



资料来源: wind、平安证券研究所

图表14 常熟银行的异地贷款占比高于对标行



资料来源: wind、平安证券研究所

### 三、投资建议

常熟银行深耕当地县域经济和小微企业,在当地市场的存贷款份额稳定,同时在人员和服务产品等集中覆盖下,在客户定位上建立了一定的门槛,形成了专注小微企业贷款的经营差异化特色。同时之前公布 2017 年度业绩预告,预计 17 年净利同比增 21.71%,营收增 10.57%,业绩增速超出预期。目前公司股价对应 17/18 年 PE14.09x/11.67x,对应 PB1.57x/1.42x。考虑到公司从客户定位到经营策略上的专注,以及异地扩张对当地市场边际增速下降的补充,我们上调常熟银行 17/18 年净利润增速至 16%/20.8% (原为 8.9%/12%),但公司作为次新股仍有解禁的风险,综合考虑将公司评级由“中性”上调至“推荐”。

图表15 银行盈利预测表

利润表						指标和估值					
百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	百万元; 元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
平均生息资产	104,204	118,205	139,096	161,567	187,325	ROAA (%)	0.92	0.87	0.86	0.90	0.96
净息差	3.04	3.22	3.18	3.12	3.09	ROAE (%)	12.71	11.61	11.68	12.78	14.12
利息收入	5,680	6,442	7,682	9,209	10,987	每股净资产	4.04	4.43	4.87	5.39	6.04
利息支出	2,512	2,428	3,283	4,196	5,223	EPS	0.48	0.47	0.54	0.66	0.81
净利息收入	3,168	4,014	4,398	5,013	5,764	股利	0.00	400.09	241.42	291.52	358.69
贷款减值准备	912	1,444	1,579	1,603	1,614	DPS	0.00	0.18	0.11	0.13	0.16
非息收入						股息支付率	0.00	38.45	20.00	20.00	20.00
手续费和佣金收入	51	298	483	652	816	发行股份	2000	2223	2223	2223	2223
交易性收入	5	-8	-8	-8	-8	<b>业绩数据</b>					
其他收入	11	7	7	7	7	<b>增长率 (%)</b>					
非息总收入	324	461	646	815	979	净利息收入	12.5	26.7	9.6	14.0	15.0
非息费用						非利息收入	28.7	42.3	40.1	26.2	20.0
业务管理费	1,209	1,674	1,858	2,193	2,553	营业收入	13.8	28.2	12.7	15.5	15.7
营业税金及附加	154	71	141	205	289	净利润	(3.3)	7.7	16.0	20.8	23.0
非息总费用	1,375	1,744	1,999	2,398	2,843	平均生息资产	12.8	13.4	17.7	16.2	15.9
税前利润	1,219	1,312	1,491	1,852	2,311	总付息负债	2.2	15.4	15.5	16.4	15.8
所得税	236	257	284	395	517	总资产	6.7	19.8	15.2	15.9	15.3
净利润	966	1,041	1,207	1,458	1,793	<b>营业收入分解 (%)</b>					
<b>资产负债表数据</b>						净利息收入占比	90.7	89.7	87.2	86.0	85.5
总资产	108,504	129,982	149,683	173,493	200,043	佣金手续费收入占比	1.5	6.7	9.6	11.2	12.1
贷款总额	57,611	66,419	77,513	91,136	107,358	<b>营业效率 (%)</b>					
客户存款	82,291	88,810	97,691	108,437	120,365	成本收入比	34.6	37.4	36.8	37.6	37.9
其他付息负债	17,329	14,331	26,271	35,968	47,699	<b>流动性 (%)</b>					
股东权益	8,077	9,854	10,819	11,986	13,420	贷款占生息资产比	51.0	52.5	51.7	52.2	53.0
<b>资产质量</b>						期末存贷比	70.0	74.8	79.3	84.0	89.2
不良贷款	787	933	1,023	1,159	1,279	<b>资本 (%)</b>					
不良率	1.37	1.40	1.32	1.27	1.19	核心一级资本充足率	11.3	10.9	10.8	10.2	9.9
贷款损失拨备	1,808	2,191	2,812	3,488	4,322	一级资本充足率	11.3	10.9	10.8	10.2	9.9
拨备覆盖率	230	235	275	301	338	资本充足率	12.5	13.2	13.3	12.7	12.5
拨贷比	3.14	3.30	3.63	3.83	4.03						
信用成本 (%)	1.63	2.01	2.19	1.90	1.63						

数据来源: 公司财报、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他人。

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 2018 版权所有。保留一切权利。



## 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