

常熟银行 (601128)

证券研究报告
2018年04月09日

净息差高位略降，不良持续改善下 ROE 反转回升

事件：

3月31日常熟银行公布2017年年报：实现归母净利润12.64亿，YoY+21.5%；营收49.97亿，YoY+11.7%。ROE 12.52%，YOY+61bps；17年净息差2.91%，同比下降31bps；17年末，总资产达1458.2亿，较年初增12.2%；不良率1.14%，较年初下降26bps，环比下降9bps；拨备覆盖率325.9%，环比上升23个百分点，核心一级资本充足率9.88%。拟现金分红0.18元/股，现金分红率32%。

点评：

盈利高增，规模增长和计提压力下降是主因。全年盈利增速21.5%，预计在可比农商行中处于较高增速，符合我们预期。全年盈利高增的主要贡献来自规模增长和拨备计提压力下降。公司生息资产规模较年初增长12.1%，其中，贷款较年初增长17.2%（对公和个贷分别较年初增长10%和25%，小微业务持续发力，预计未来仍可维持15%左右的较高增速）；拨备计提同比下降0.1%，反映公司在资产质量持续改善之下，拨备计提压力转降。

净息差高位略降，18年有望平稳略上行。净息差虽同比下行31bps，但仍在2.91%的较高水平，主要归因于公司精耕小微经营性贷款业务，资产端议价能力较高，生息资产收益率达5.24%的较高水平，加之负债端成本在可比农商行中相对较低。预计18年负债端结构优化，资产端仍维持较高收益率，公司净息差有望平稳略上行。

不良双降，资产质量持续改善。不良双降，不良贷款余额环比下降3.7%，不良率环比下行9bps至1.14%。不良压力改善明显，加回核销不良生成率1.01%，同比下降80bps。不良确认趋严，90天以上逾期/不良指标下行至74%。资产质量相关指标全面向好，关注贷款率、逾期贷款率均较年中大幅下行，资产质量改善可持续。

拨备覆盖率升至326%的较高水平，拨备充足。17年信用成本1.64%，同比下降37bps，在资产质量改善之下，公司拨备计提压力转降，拨备覆盖率提升90pct至326%，预计为可比农商行较高水平。

投资建议：小微业务特色鲜明发展空间仍大，维持“买入”评级

(1) 公司经营管理更趋精细化，在区域经济复苏和严格的风控体系之下，资产质量有望持续改善，拨备计提压力持续下降，或推升ROE水平；我们预计未来两年ROE有望提升至近14%的较高水平，显著领先其它上市农商行（ROE约11%）；预计18/19年盈利增速分别为25.1%/20.2%，对应BVPS分别为5.41/6.25元/股；(2) 常熟银行小微业务经营特色鲜明，本土及省内发展空间仍大；应享有估值溢价，当前农商行平均估值为1.3倍18年PB，给予常熟银行1.6倍18年PB，对应目标价8.65元/股，较当前约有30%上行空间，维持“买入”评级。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量恶化；监管趋严超预期影响市场情绪等。

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.85元
目标价格	8.65元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,222.73
流通A股股本(百万股)	997.00
A股总市值(百万元)	15,225.69
流通A股市值(百万元)	6,829.43
每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	92.38
一年内最高/最低(元)	15.80/6.58

作者

廖志明 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

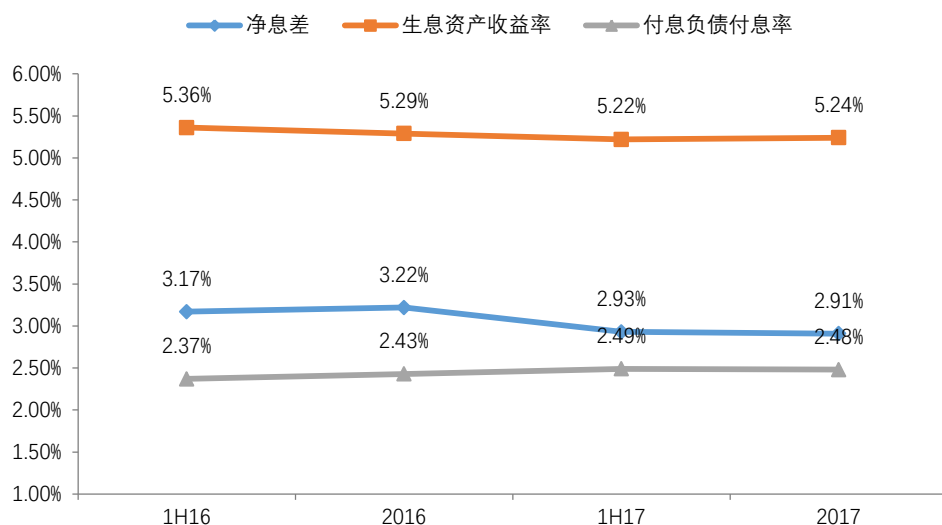
1 《常熟银行-首次覆盖报告:大零售业务特色鲜明，盈利渐高的精品农商行》
2018-02-25

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2019E
营业收入(亿元)	45	50	57	66	76
增长率(%)	28.2	11.7	13.7	15.4	15.8
归属母公司股东净利润(亿元)	10	13	16	19	23
增长率(%)	7.7	21.5	25.1	20.2	19.5
每股收益(元)	0.47	0.57	0.71	0.86	1.02
市盈率(P/E)	14.6	12.0	9.6	8.0	6.7
市净率(P/B)	1.5	1.5	1.3	1.1	0.9

资料来源：wind，天风证券研究所

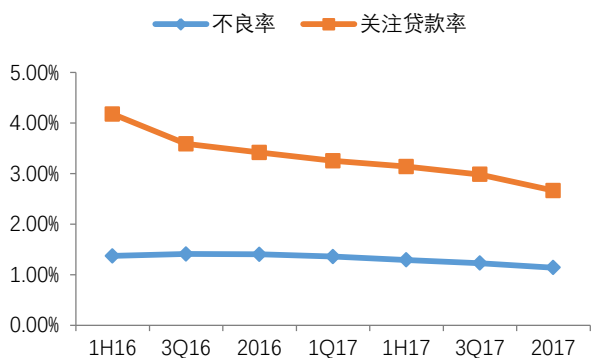


图 1：净息差高位略降，生息资产收益率高达 5.24%



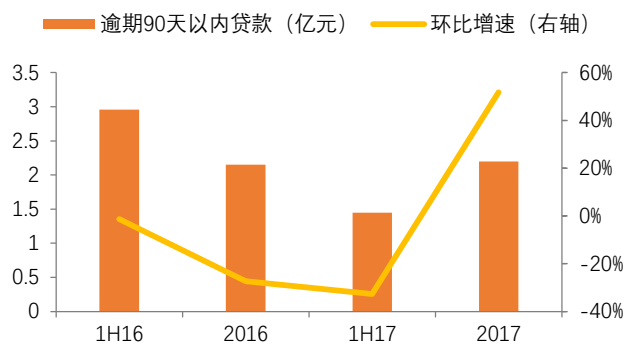
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：不良率与关注贷款率持续下行



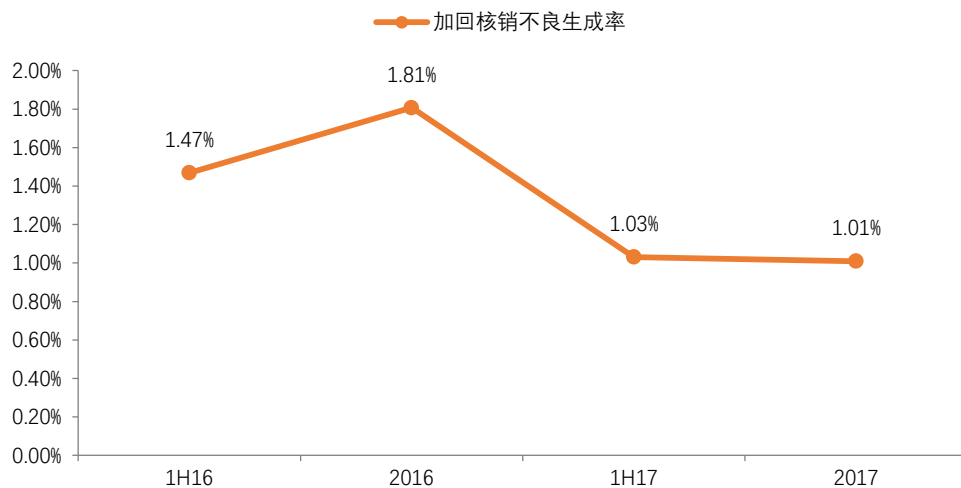
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：逾期 90 天内逾期贷款规模略有上行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：加回核销不良生成率同比下行 80bps 至 1.01%



资料来源：公司财报，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						收入增长				
净利息收入	40	43	49	57	66	净利润增速	21.5%	25.1%	20.2%	19.5%
手续费及佣金	3	4	5	5	6	拨备前利润增速	13.6%	13.9%	16.3%	16.9%
其他收入	2	2	3	4	4	税前利润增速	27.4%	19.0%	20.2%	19.5%
营业收入	45	50	57	66	76	营业收入增速	11.7%	13.7%	15.4%	15.8%
营业税及附加	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	净利息收入增速	7.7%	13.5%	15.5%	16.0%
业务管理费	(17)	(19)	(21)	(24)	(27)	手续费及佣金增速	42.3%	10.0%	15.0%	12.0%
拨备前利润	27	31	35	41	48	营业费用增速	10.8%	14.0%	14.0%	14.0%
计提拨备	(14)	(14)	(16)	(17)	(20)	规模增长				
税前利润	13	17	20	24	29	生息资产增速	-100.0%	14.8%	15.5%	15.0%
所得税	(3)	(3)	(3)	(4)	(5)	贷款增速	17.2%	17.0%	16.0%	15.0%
净利润	10	13	16	19	23	同业资产增速	-65.8%	0.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	16.9%	15.0%	18.0%	18.0%
贷款总额	664	778	910	1056	1214	其他资产增速	26.0%	-11.8%	-37.8%	-59.8%
同业资产	67	23	23	24	25	计息负债增速	12.5%	13.4%	13.5%	13.3%
证券投资	412	482	554	654	772	存款增速	11.5%	11.0%	10.0%	9.0%
生息资产	1279	1434	1646	1901	2186	同业负债增速	-55.0%	0.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	42	53	47	29	12	股东权益增速	6.5%	14.5%	15.6%	16.1%
总资产	1300	1458	1658	1887	2147	存款结构				
客户存款	888	990	1099	1209	1318	活期	42.2%	42.24%	42.24%	42.24%
其他计息负债	276	319	386	477	593	定期	52.0%	51.98%	51.98%	51.98%
非计息负债	32	38	45	54	65	其他	5.8%	5.78%	5.78%	5.78%
总负债	1196	1347	1530	1740	1976	贷款结构				
股东权益	104	111	127	147	171	企业贷款(不含贴现)	46.3%	42.34%	42.34%	42.34%
每股指标						个人贷款	47.8%	52.76%	52.76%	52.76%
每股净利润(元)	0.47	0.57	0.71	0.86	1.02	资产质量				
每股拨备前利润(元)	1.23	1.40	1.59	1.85	2.16	不良贷款率	1.14%	1.10%	1.06%	1.01%
每股净资产(元)	4.43	4.71	5.41	6.25	7.27	正常	96.19%	97.39%	97.44%	97.49%
每股总资产(元)	58.48	65.61	74.58	84.91	96.58	关注	2.66%	2.61%	2.56%	2.51%
P/E	14.6	12.0	9.6	8.0	6.7	次级	1.09%			
P/PPOP	5.6	4.9	4.3	3.7	3.2	可疑	0.04%			
P/B	1.5	1.5	1.3	1.1	0.9	损失	0.01%			
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	拨备覆盖率	325.93%	352.64%	381.31%	416.37%
利率指标						资本状况				
净息差(NIM)	3.42%	3.19%	3.19%	3.20%	3.22%	资本充足率	12.97%	11.94%	11.08%	10.36%
净利差(Spread)	3.04%	2.76%	2.76%	2.78%	2.80%	核心资本充足率	9.88%	9.30%	8.82%	8.43%
贷款利率	7.71%	6.57%	6.57%	6.62%	6.67%	资产负债率	92.38%	92.32%	92.21%	92.04%
存款利率	2.24%	1.97%	1.87%	1.87%	1.87%	其他数据				
生息资产收益率	0.00%	5.24%	5.24%	5.26%	5.28%	总股本(亿)	22.23	22.23	22.23	22.23
计息负债成本率	0.00%	2.48%	2.48%	2.50%	2.52%					
盈利能力										
ROAA	0.88%	0.96%	1.06%	1.12%	1.17%					
ROAE	11.61%	12.44%	14.06%	14.67%	15.12%					
拨备前利润率	2.29%	2.25%	2.27%	2.32%	2.38%					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com