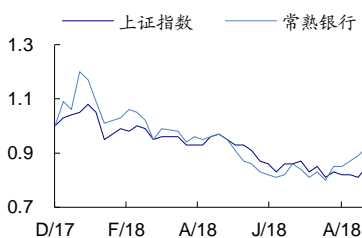


证券研究报告—深度报告
金融
银行
常熟银行(601128)
增持

合理估值: 6.8~8.7 元 昨收盘: 6.11 元 (首次评级)

2018年10月11日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,223/997
总市值/流通(百万元)	13,470/6,043
上证综指/深圳成指	2,721/8,046
12个月最高/最低(元)	8.71/5.49

证券分析师: 王剑

 电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

联系人: 陈俊良

 电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

聚焦小微有望提升中长期 ROE

● 常熟银行在资产端超额收益显著

就历史数据来看, 通过服务小微企业、从事个人经营性贷款业务, 常熟银行获得了远高于行业的收益率。在剔除风险损失、高额管理成本后, 公司依然有着高于行业的风险溢价, 在资产端获得超额收益。

● 聚焦小微有望进一步提升公司资产端超额收益

随着个人经营性贷款业务投入力度加大, 我们认为常熟银行资产端超额收益将进一步增加, 从而带来更高的 ROE。我们认为作为县域农商行, 受规模制约, 常熟银行很难在负债成本、手续费收入、同业业务等方面与大中型银行匹敌, 因此提升贷款收益率是提升 ROE 的不二之选。我们认为专注于非标准化的个人经营性贷款业务, 通过加大人力资源投入来减少信息不对称、有效控制信用风险, 有望帮助常熟银行避开与大中型银行的正面交锋, 获得在细分市场的竞争优势。随着信贷工厂模式趋于成熟, 公司从 2016 年以来逐渐加大了对个人经营性贷款业务的投入力度, 这部分业务占比的提升有望给公司带来更多的资产端超额收益, 从而提升中长期 ROE 水平。

● 常熟银行负债端强在个人存款业务

常熟银行的负债结构较为传统, 存款占比很高。但公司存款结构中的个人定期存款占比远高于行业, 且成本高于行业平均水平, 一方面显示出其个人存款业务较强, 但也导致存款成本偏高。

● 公司合理估值在 6.8~8.7 元

我们用绝对估值和相对估值相结合, 得到公司股票合理估值在 6.8~8.7 元之间, 相对于 2018 年归属于普通股股东的每股净资产, 动态 PB 为 1.3~1.7x, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

规模扩大之后管理难度上升可能对公司业务扩张产生一定影响; 估值的假设中有部分存在主观判断。

盈利预测和财务指标

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,475	4,997	5,553	6,224	6,878
(+/-%)	28.2%	11.7%	11.1%	12.1%	10.5%
净利润(百万元)	1,055	1,322	1,563	1,848	2,192
(+/-%)	7.3%	25.3%	18.3%	18.2%	18.6%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.57	0.68	0.81	0.96
总资产收益率(ROA)	0.87%	0.95%	1.02%	1.09%	1.18%
净资产收益率(ROE)	11.0%	12.3%	13.1%	14.3%	15.3%
市盈率(PE)	12.9	10.7	8.9	7.5	6.3
P/PPoP	4.9	4.3	4.1	3.7	3.4
市净率(PB)	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

估值与投资建议	4
绝对估值方法: 6.9~8.7 元	4
相对估值方法: 6.8~7.3 元	5
投资建议	6
杜邦分析: 重点关注贷款业务	6
资产端: 聚焦小微, 竞争优势有望持续增强	7
负债端: 强在个人存款业务	11
盈利预测	12
风险提示	13

图表目录

图 1: 全球 100 家大上市银行 PB-ROE 关系	5
图 2: 常熟银行近五年半 ROA 低于行业	6
图 3: ...杠杆也低于行业	6
图 4: 常熟银行相对于行业的杜邦分析	7
图 5: 常熟银行信贷工厂业务流程	8
图 6: 常熟银行个人经营性贷款增长经历了摸索和加速的阶段	8
图 7: 2016 年以来常熟银行新增个人经营性贷款投放占比明显提高	9
图 8: 2018 年 6 月末常熟银行个人经营性贷款占比 31%，有望进一步提升	9
图 9: 常熟银行资产端超额收益显著	10
图 10: 常熟银行负债结构跟行业差别不大	11
图 11: ...但存款成本高于行业	11
图 12: 常熟银行对公活期存款成本和个人定期存款成本高于同业	11
图 13: 常熟银行存款中，高成本的个人定期存款占比高于同业	12
图 14: 农商行以及四大行的个人定期存款占比普遍较高	12
表 1: DDM 模型相关参数（单位：百万元）	4
表 2: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果（单位：元）	5
表 3: 贷款结构改变对资产端收益率的影响（基于 2017 年数据）	10
表 4: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析	13

估值与投资建议

我们采用绝对和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值方法：6.9~8.7 元

我们对常熟银行的分析如下，我们后面将基于此给出长期 ROE 假设。我们认为：

- 常熟银行在资产端超额收益显著。就历史数据来看，通过服务小微企业、从事个人经营性贷款业务，常熟银行获得了远高于行业的收益率。在剔除风险损失、高额管理成本后，公司依然有着高于行业的风险溢价；
- 随着个人经营性贷款业务投入力度加大，我们认为其资产端超额收益将进一步增加，从而带来更高的 ROE。我们认为作为县域农商行，受规模制约，常熟银行很难在负债成本、手续费收入、同业业务等方面与大中型银行匹敌，因此提升贷款收益率是提升 ROE 的不二之选。我们认为专注于非标准化的个人经营性贷款业务，通过加大人力资源投入来减少信息不对称、有效控制信用风险，有望帮助常熟银行避免与大中型银行的正面交锋，获得在细分市场的竞争优势。随着小微信贷工厂模式趋于成熟，公司从 2016 年以来逐渐加大了对个人经营性贷款业务的投入力度，这部分业务占比的提升有望给公司带来更多的超额收益，从而提升中长期 ROE 水平；
- 常熟银行负债端强在个人存款业务。常熟银行的负债结构较为传统，存款占比很高。但公司存款结构中的个人定期存款占比远高于行业，且成本高于行业平均水平，显示出其个人存款业务较强，但也导致存款成本偏高。

整体来看，我们认为常熟银行是一家存贷款基础业务优异的小型银行，其定位于个人经营性贷款的小微业务独具特色，在小型银行中独树一帜。

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），接下来 10 年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定主要估值假设：

- 我们假设折现率为 10%，假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%；
- 我们认为个人经营性贷款占比的提升将提高公司超额收益水平，使其 ROE 高于行业。但考虑到人力投入导致的管理成本率提升幅度存在不确定性，我们谨慎假设其中长期 ROE 水平提升至略高于行业的水平，假设提升至 11.0%；

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 6.9~8.7 元。

表 1：DDM 模型相关参数（单位：百万元）

绝对估值：DDM		估值结果				
估值参数假设		第一阶段				1550
估值日	2018/12/31	第二阶段				4911
COE	10.0%	永续期				10466
		公司价值				16927
		每股价值				7.6 元

	第一阶段		第二阶段		永续期
	2018E	2019E	2020E	(2021-2030)E	
净息差	3.20%	3.26%	3.30%	3.30%	3.30%

非息收入占比	14%	14%	13%	15%	15%
营业成本/营业收入	41%	42%	43%	45%	45%
资产减值损失/总资产	0.81%	0.74%	0.62%	0.90%	0.90%
所得税率	20.8%	20.8%	20.8%	21.0%	21.0%
生息资产/总资产	97%	97%	97%	97%	97%
权益乘数	13	13	13	12	12
股利支付率	32%	32%	32%	45%	55%
ROA	1.02%	1.09%	1.18%	0.93%	0.93%
ROE	13.1%	14.3%	15.3%	11.0%	11.0%
净利润增速	19.1%	18.9%	19.2%	6.1%	5.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (单位: 元)

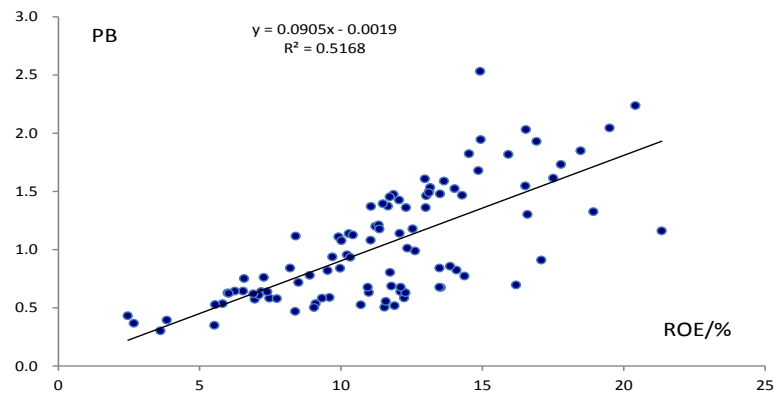
		折现率								
		10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%	12.50%	13.00%	13.50%	14.00%
6.50%		17.9	13.6	10.9	9.2	8.0	7.0	6.3	5.7	5.2
永 6.00%		15.5	12.4	10.4	8.9	7.8	7.0	6.3	5.7	5.3
续 5.50%		14.0	11.6	9.9	8.7	7.7	6.9	6.3	5.7	5.3
增 5.00%		13.0	11.1	9.6	8.5	7.6	6.9	6.3	5.8	5.3
长 4.50%		12.3	10.7	9.4	8.4	7.5	6.9	6.3	5.8	5.4
率 4.00%		11.8	10.3	9.2	8.3	7.5	6.8	6.3	5.8	5.4
3.50%		11.4	10.1	9.0	8.2	7.4	6.8	6.3	5.8	5.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相对估值方法: 6.8~7.3 元

我们认为我国银行板块整体被低估, 所以将可比公司放到全球进行比较。根据全球总资产规模最大的 100 家上市银行的 PB-ROE 关系, 常熟银行 2018 年预测 ROE 所对应的 PB 为 1.2x, 但考虑到常熟银行未来 ROE 提升的潜力, 我们给予其 10~15% 的估值溢价, 认为常熟银行的合理 PB 应在 1.3~1.4x, 对应的合理价格为 6.8~7.3 元。

图 1: 全球 100 家大上市银行 PB-ROE 关系



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注 1: ROE 为彭博一致预测 ROE (2018 年), PB 为彭博一致预测 PB (2018 年)。样本选取不存在数据缺失的前 100 家银行 (按总资产规模排序, 货币单位设为美元)。注 2: 上述数据为截止 2018 年 10 月 9 日收盘数据。

投资建议

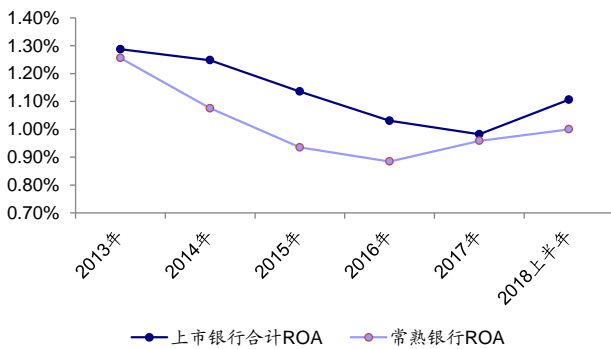
综合上述两种估值方法，我们认为公司股票合理估值在 6.8~8.7 元之间，相对于 2018 年归属于普通股股东的每股净资产，动态 PB 为 1.3~1.7x，首次覆盖给予“增持”评级。

杜邦分析：重点关注贷款业务

常熟银行在原常熟市联社的基础上重组改制而来，于 2001 年底开业，2007 年引入交通银行作为战略投资者，2016 年 9 月在 A 股上市。考虑到详细数据的可得性，我们的杜邦分析从 2013 年开始。

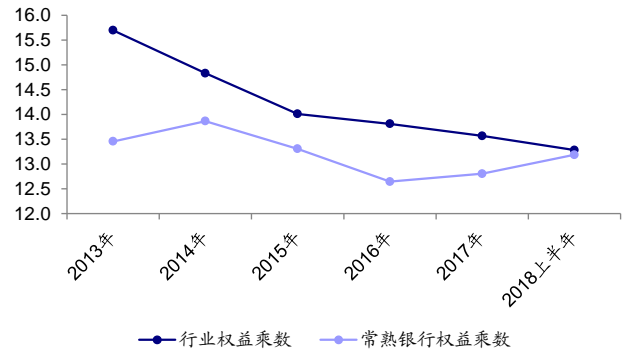
从近五年半的杠杆以及 ROA 来看，常熟银行都低于行业整体水平，因此 ROE 也落后行业。较低的杠杆使得公司抗风险能力更强，常熟银行 2018 年二季末的核心一级资本充足率为 9.72%，远高于监管要求的最低水平。公司的 ROA 落后于行业，主要是因为其作为农商行，手续费收入较少（这是小型银行的普遍特征），但资产收益率没有达到足够高的水平加以弥补。

图 2：常熟银行近五年半 ROA 低于行业...



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

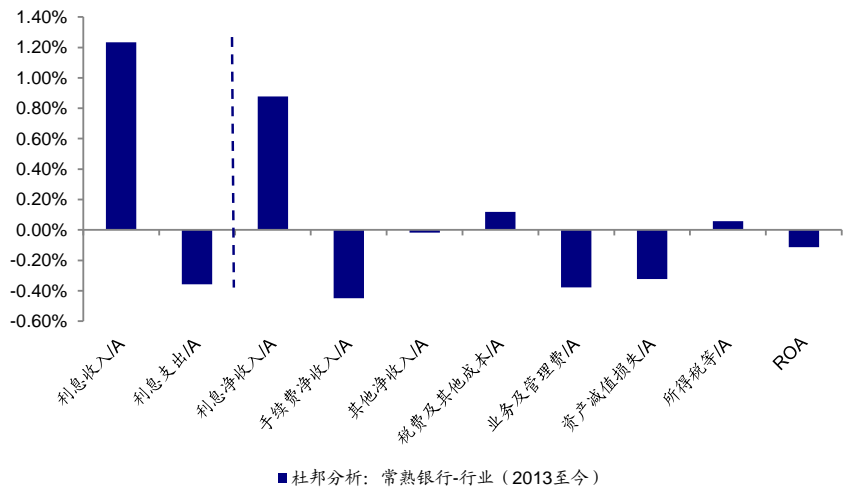
图 3：...杠杆也低于行业



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从杜邦分析来看，作为区域性银行，常熟银行在 ROA 上的表现与其他农商行有很大的相似性：利息收入/平均资产高于行业（贷款客户下沉）、利息支出/平均资产高于行业（负债成本没有优势）、手续费净收入/平均资产低于行业（个人和对公的综合化业务少）、业务及管理费/平均资产和资产减值损失/平均资产高于行业（贷款客户下沉，通过加大人力投入控制风险导致管理成本偏高，但风险损失整体仍然要高于行业）。

图 4：常熟银行相对于行业的杜邦分析



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注 1：杜邦分析各项指标的分母使用期初期末平均资产（或净资产）计算，下同。注 2：这里的 A 指平均资产。

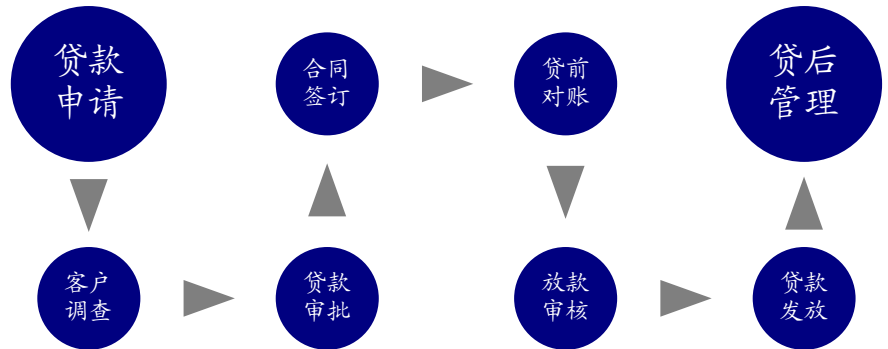
对于常熟银行来讲，我们最关注的是它的贷款业务。主要是考虑到如下几点：一是作为县域农商行，受监管取向影响，我们并不期待常熟银行能够通过金融市场业务加杠杆来提升 ROE；二是大型银行的负债成本优势往往来自较多的个人活期存款和更高的信用等级所带来的低同业融资成本，而作为区域性银行，在品牌、结算便利性以及信用等级等方面无法与人行有效竞争，因此也很难通过进一步降低负债成本来提升盈利；三是人行通过综合化业务、银行卡业务获取不菲的手续费收入，中小银行这块业务相对欠缺，也是服务客群不同所致。前述几点跟银行的规模相关性很强，是先天特征，难以通过后天的管理优化或战略调整来改变，因此区域性的小银行要想获得超额收益，几乎只有一条路可走：专注于非标准化的小微企业和个人经营性贷款业务，通过加大人力资源投入来减少信息不对称、有效控制信用风险，以此建立起细分市场的竞争优势，获得超额利润。从财务数据来看，这一业务模式一般反映为长期远高于行业平均水平的利息收入/平均资产、高于行业的业务及管理费/平均资产，以及高于或者持平于行业平均水平的资产减值损失/平均资产（与信用风险的管理有关），即“高收益、高成本（有时还可能高风险）”的“两高”或“三高”之路。

资产端：聚焦小微，竞争优势有望持续增强

与政府或监管部门（行业口径）所定义的小微不同，常熟银行自身所定义的小微业务（本行口径），主要指户均贷款较少的个人经营性贷款业务。其目标客群是个体工商户等，户均贷款仅有几十万元。在行业口径上，这类业务称为“微贷”，而常熟银行的其他对公业务则大多对应行业口径的小微。我们后文所说的小微业务均指常熟银行本行口径的小微业务。

常熟银行从事小微业务，采取的是信贷工厂模式，大大增强了业务的可复制性。这一模式由客户经理负责前端信息采集并形成标准化模板，然后交由后台集中审批，最后由客户经理负责贷后管理。“半自动化”的信贷工厂模式大大缩短了客户经理的培养周期，增强了小微业务的可复制性，但前提条件是数据采集及处理的可靠性要经过时间的检验，结合实际情况不断地摸索、修正其处理模型。

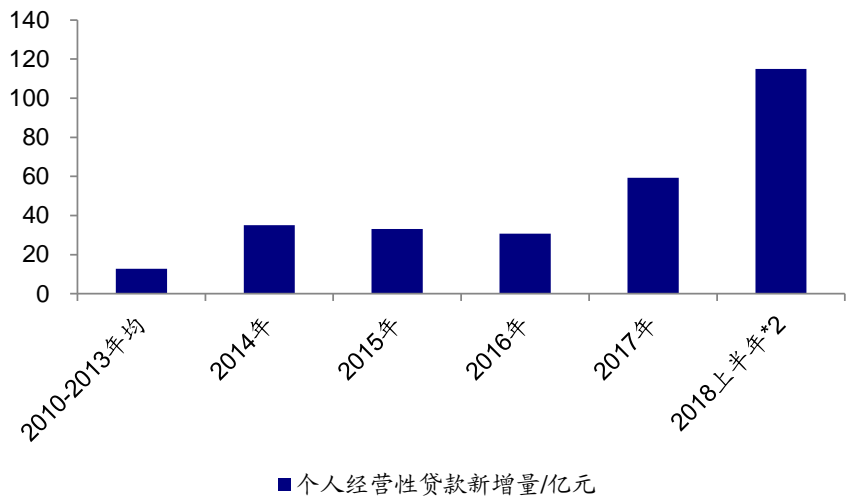
图 5：常熟银行信贷工厂业务流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

从业务发展历程来看，常熟银行的小微业务也确实经历了一个探索的过程，在技术成熟之后才加快推广。常熟银行从 2009 年开始设立小微金融总部开展小微业务，个人经营性贷款余额到 2013 年末才达到 51 亿元，发展很慢；2014-2016 年每年新增量都在 30 亿元左右，发展速度加快，显示出这一技术逐渐走向成熟；2017 年新增量接近 60 亿元，2018 年上半年便已经达到 58 亿元，发展明显提速（而根据最近的监管取向，下半年的信贷投放力度甚至可能超过上半年）。

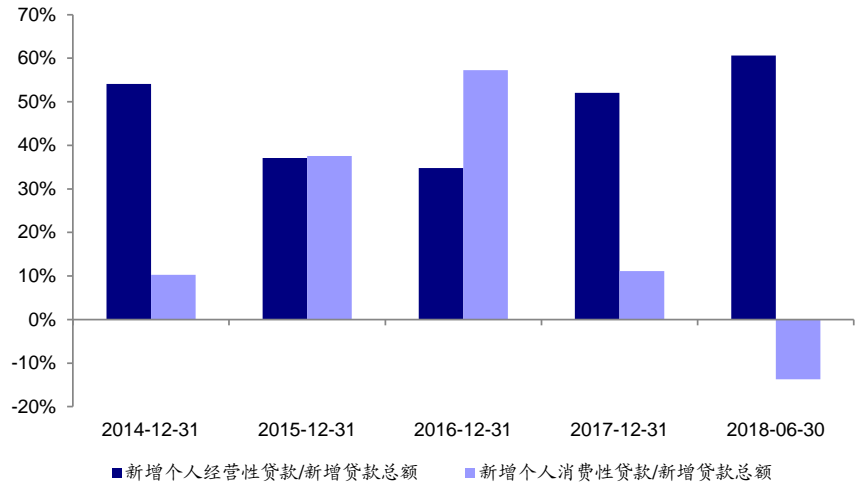
图 6：常熟银行个人经营性贷款增长经历了摸索和加速的阶段



资料来源：常熟银行招股书、定期报告，国信证券经济研究所整理

此外，公司一度在 2015-2016 年加大个人消费性贷款的投放力度，但 2017 年以来战略方向调整，更加聚焦于个人经营性贷款业务。我们认为这也从侧面显示出小微业务的成绩在公司内部得到一致认可。

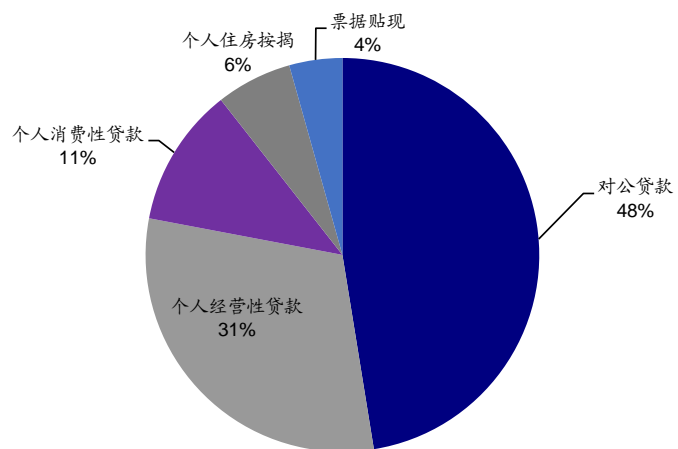
图 7：2016 年以来常熟银行新增个人经营性贷款投放占比明显提高



资料来源：常熟银行招股书、定期报告，国信证券经济研究所整理

我们认为将公司资源战略性聚焦于个人经营性贷款业务，有助于增强常熟银行的竞争优势。作为一家小型银行，比较适合采取集中化、差异化的公司战略。而放眼全球来看，由于大中型银行不愿涉足，小微市场本身的竞争程度远没有大中型企业贷款市场那么激烈。其中的主要原因在于小微业务需要较多的人力资源投入，对大中型银行而言管理起来十分困难，这给了管理半径短的小银行机会。与同样需要大量人力投入的个人消费性贷款业务相比，小微业务标准化程度低，风险管理要求也要高于消费类贷款，因此我们看到很多大中型银行可以通过承担高管理成本主营零售业务甚至依靠零售业务获得超额收益，但没有见过主营小微业务且较为成功的大中型银行。这意味着对于小银行来说，从事小微业务比个人消费贷款业务面临的竞争更少。随着公司将贷款更多地投向个人经营性贷款业务，我们认为其竞争优势将进一步增强。而且常熟银行已将小微业务模式输出至异地分行和村镇银行，初步验证了这一模式的跨区域可复制性。

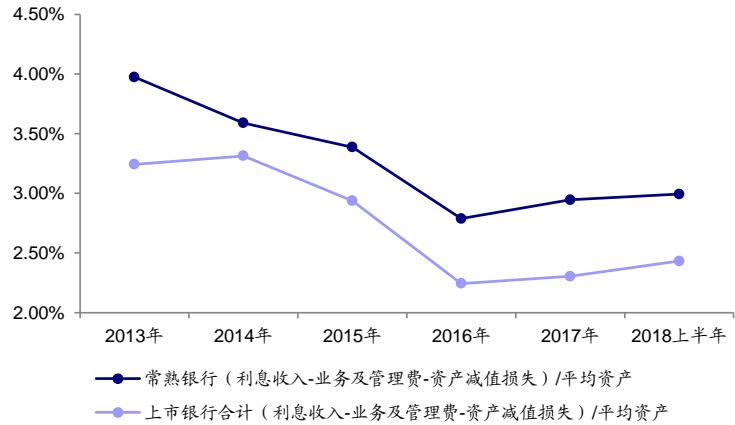
图 8：2018 年 6 月末常熟银行个人经营性贷款占比 31%，有望进一步提升



资料来源：常熟银行 2018 年中报，国信证券经济研究所整理

常熟银行在资产端已经获得了明显的超额收益，未来有望进一步增加。从（利息收入-业务及管理费-资产减值损失）/平均资产来看，常熟银行多年持续高于同业，反映出其在资产端已经获得了超额收益。随着资源更多投向个人经营性贷款业务、竞争优势增强，其超额收益有望进一步增加。

图 9：常熟银行资产端超额收益显著



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ROA 和 ROE 将提升到何种水平，主要取决于管理成本的上升幅度。以 2017 年数据为例，常熟银行 2017 年期初期末平均个人经营性贷款占到全部贷款的 27%。个人经营性贷款的收益率高于其他类型的贷款，加大个人经营性贷款的投放力度将有效提升公司资产端收益率。

常熟银行 2017 年期初期末平均的贷款收益率为 6.9%，我们假设常熟银行个人经营性贷款业务的收益率能达到 9.4%（小微业务出色的台州银行、泰隆银行贷款收益率可达 8.86%、9.98%，我们取其平均值），则其他类型贷款的合计收益率可倒算出为 6.0%。因此个人经营性贷款占比每提高 1 个百分点，贷款收益率可提升 3.4bps。我们接下来进行一个情景分析：假设常熟银行将贷款中的个人经营性贷款占比从 27% 提高到 40%/50%/60%，则以 2017 年数据测算，贷款收益率可以提升 45/79/113bps。由于贷款占到总资产的一半，因此利息收入/平均资产可提升 22/39/57bps。当然，业务模式的转变必定引起业务及管理费/平均资产的上升，抵消贷款收益率提升的正面影响，具体抵消幅度取决于管理成本上升的幅度，这一点有待观察（根据前文分析，由于公司进入一个竞争程度稍低的市场，因此 ROA 的提升是大概率事件，只是提升幅度不确定）。

表 3：贷款结构改变对资产端收益率的影响（基于 2017 年数据）

	占比	收益率			
全部贷款	100%	6.9%			
其中：个人经营性贷款	27%	9.4%			
其他贷款	73%	6.0%			
假设个人经营性贷款占比提升到：		40%	50%	60%	70%
合计贷款收益率		7.35%	7.69%	8.03%	8.37%
贷款收益率较当前水平提升：		0.45%	0.79%	1.13%	1.47%
贷款占总资产一半，资产端收益率可提升：		0.22%	0.39%	0.57%	0.74%

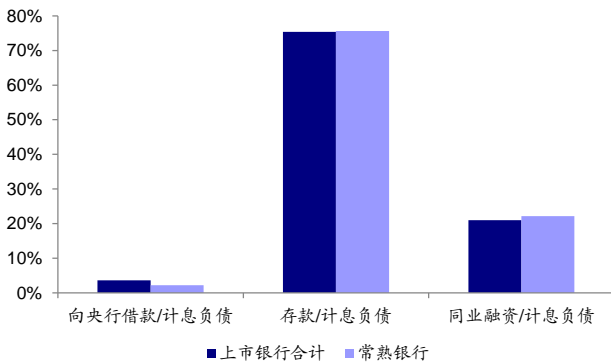
资料来源：常熟银行定期报告，国信证券经济研究所整理

负债端：强在个人存款业务

我们接下来分析常熟银行的负债端，以便更加全面地了解这家银行。

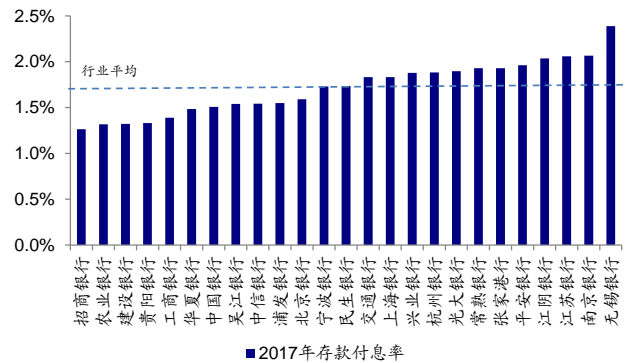
常熟银行存款成本偏高导致负债成本高于行业。常熟银行的负债成本略高于行业，主要是受到利率因素拖累，即常熟银行的存款成本要高一些。常熟银行的负债结构跟行业整体相差不大，存款占比较高。

图 10：常熟银行负债结构跟行业差别不大...



资料来源：各上市银行 2017 年报，国信证券经济研究所整理

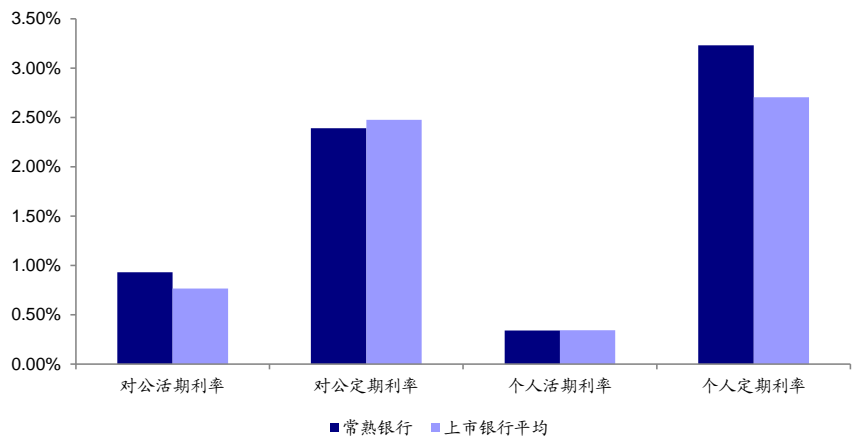
图 11：...但存款成本高于行业



资料来源：各上市银行 2017 年报，国信证券经济研究所整理

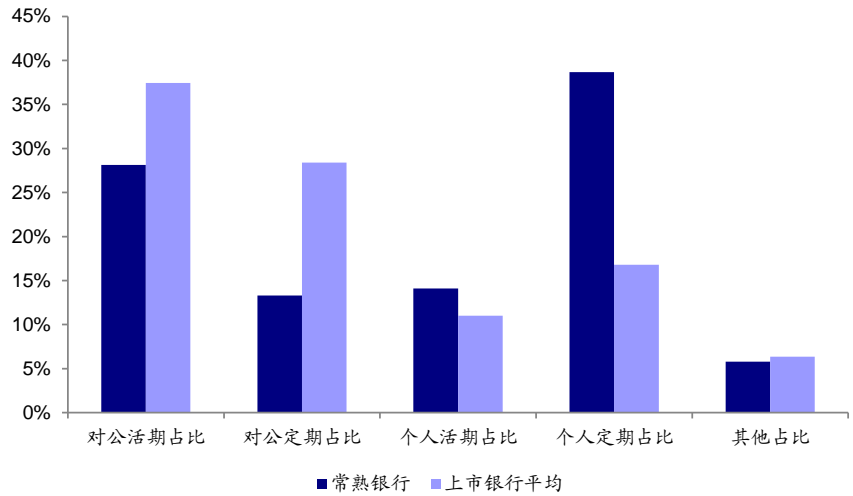
存款成本偏高是因为个人定期存款成本高，且个人定期存款在存款中的占比高（后者也显示出常熟银行的个人存款业务较强）。常熟银行存款成本高，主要是两方面：利率因素来看，对公活期存款成本和个人定期存款成本高于行业（尤其是后者）；结构因素来看，活期存款占比低于行业，高成本的个人定期存款占比高于行业。之所以会有这种存款结构，主要跟常熟银行网点下沉，县域客户的理财理念滞后、仍有普遍的定期储蓄存款习惯有关，这一点我们在《四大行竞争力比较分析：竞争优势与估值对比》中已经分析过（农业银行以及五家上市农商行的个人定期存款占比都很高）。考虑到县域客户的理财理念较为滞后，这一个人定期存款业务的优势在中短期内仍可以维持，但长期来看随着县域客群理财意识觉醒，可能会对存款增长产生一定不利影响。

图 12：常熟银行对公活期存款成本和个人定期存款成本高于同业



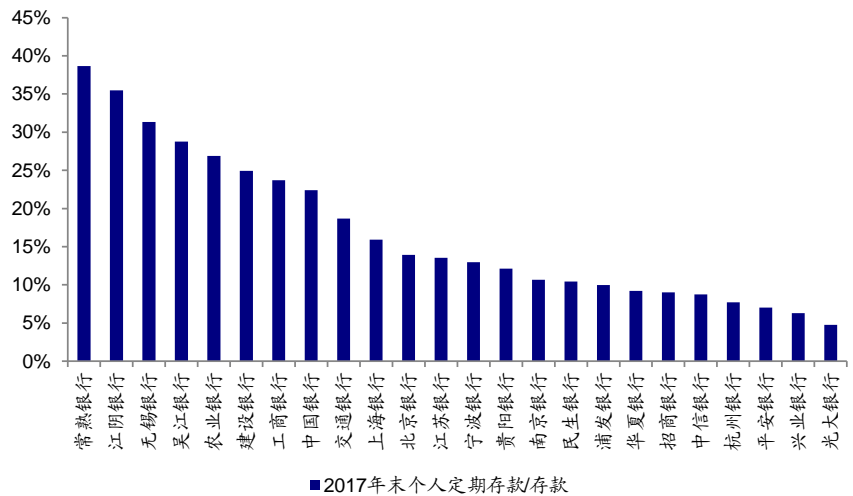
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13: 常熟银行存款中, 高成本的个人定期存款占比高于同业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 农商行以及四大行的个人定期存款占比普遍较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 张家港行未披露该项数据。

盈利预测

我们预计常熟银行 2018-2020 年净利润同比增长 18.3%、18.2%、18.6%。盈利增长的关键驱动因素假设如下:

- 总资产增长率: 我们假设 2018-2020 年总资产同比增速分别为 10.6/9.9/9.2%。其中 2018 年总资产同比增速较 2017 年回落约 3 个百分点, 主要考虑到行业整体资产增速回落;
- 净息差: 我们假设 2018-2020 年净息差分别为 3.20/3.26/3.30%。净息差

逐年回升，主要是基于未来利率保持平稳这一假设，根据重定价结构数据测算而来。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，以及重定价未考虑贷款结构变动情况，可能存在较大误差，我们在表 4 中对净息差做了敏感性分析；

- 资产质量：我们认为公司资产质量仍然处在改善通道，我们假设公司 2018-2020 年不良生成率稳定在 0.90%，较 2017 年小幅下降；我们假设 2018-2020 年不良贷款率保持在 1.00%，拨备覆盖率分别上升至 397/425/442%。

表 4：净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
净息差 (+5bps)	22.7%	22.4%	22.4%	13.8%	14.8%	15.7%
基准情形	18.3%	18.2%	18.6%	13.4%	14.3%	15.3%
净息差 (-5bps)	13.8%	14.1%	14.7%	12.9%	13.8%	14.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

常熟银行这一商业模式所面临的问题，在于其规模不断扩大之后，管理难度会上升（这正是阻碍大中型银行进入小微市场的最大因素）。目前来看，常熟银行的资产规模仅有 1600 亿元，经营地域也基本上都位于江苏省内（2018 年 6 月末 90% 的贷款位于江苏省内），短期内我们显然并不需要为此担忧。长期来看，假设随着规模扩张成为制约因素，加大分红亦可以维持较高的 ROE 水平，但净利润增速会下降。

我们对于常熟银行内在价值的判断依赖很多假设，部分假设存在主观性。比如我们对银行业长期 ROE 和长期利润增速的判断，是假设银行业长期 ROE 回归到全社会股权回报率平均水平（也就是折现率），假设银行业长期利润增速与名义 GDP 增速相同，并进一步假设名义 GDP 增速为 5%（大约对应 3% 的实际增速和 2% 的通货膨胀）。

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	10.7	8.9	7.5	6.3	净利息收入	4,324	4,784	5,371	5,955
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	利息收入	7,360	8,440	9,458	10,456
P/PPoP	4.3	4.1	3.7	3.4	利息支出	3,036	3,656	4,088	4,501
市值/总资产(A股)	9.2%	8.4%	7.6%	7.0%	资产准备支出	1,443	1,300	1,309	1,191
股息收益率(税后)	3.0%	3.5%	4.2%	5.0%	拨备后净利息收入	2,881	3,484	4,062	4,764
					手续费净收入	424	520	604	674
每股指标 (元)					其他经营净收益				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	0.57	0.68	0.81	0.96	营业净收入	4,997	5,553	6,224	6,878
BVPS	4.71	5.21	5.80	6.50	营业费用	1,896	2,291	2,594	2,931
PPoPPS	1.39	1.47	1.63	1.78	营业外净收入	10	10	10	10
DPS	0.18	0.21	0.25	0.30	拨备前利润	3,101	3,262	3,631	3,946
盈利驱动					总利润				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
存款增长	11.5%	10.0%	9.0%	9.0%	所得税	346	409	484	574
贷款增长	17.2%	15.0%	13.0%	10.0%	少数股东利润	58	58	58	58
存贷比	79%	82%	85%	86%	净利润	1,322	1,563	1,848	2,192
盈利资产增长	12.4%	10.6%	9.9%	9.2%	资产负债表 (百万元)				
贷款收益率	6.90%	6.96%	7.00%	7.01%		2017A	2018E	2019E	2020E
债券收益率	4.38%	4.60%	4.66%	4.73%	现金及存放同业	2,989	3,306	4,724	6,355
资产生息率	5.42%	5.64%	5.74%	5.79%	央行准备金	15,633	17,197	18,744	20,431
存款成本率	1.93%	2.02%	2.02%	2.02%	拆放金融企业	332	367	525	706
负债付息率	4.77%	5.20%	5.25%	5.25%	贷款	74,919	85,934	96,823	106,316
净息差(NIM)	3.19%	3.20%	3.26%	3.30%	贷款拨备	-2,892	-3,549	-4,292	-4,911
净利差(SPREAD)	3.00%	2.99%	3.05%	3.08%	债券投资	48,197	50,261	51,778	54,654
非利息收入比重	13%	14%	14%	13%	固定资产	1,331	1,343	1,349	1,352
费用收入比(含税金及附加)	37.9%	41.3%	41.7%	42.6%	递延税款净额	542	542	542	542
拨备支出/平均贷款	2.07%	1.62%	1.43%	1.17%	其他资产	1,881	2,266	2,670	3,086
有效所得税率	21%	21%	21%	21%	盈利资产	142,071	157,064	172,594	188,464
					总资产	145,825	161,215	177,155	193,444
					金融企业存放	11,587	11,913	11,799	11,567
					存款	99,005	108,905	118,707	129,391
					应付款项	3,767	4,165	4,574	4,985
					发行债券	20,357	23,959	28,490	32,348
					付息负债	130,949	144,778	158,995	173,305
					总负债	134,716	148,943	163,569	178,290
					实收资本	2,223	2,223	2,223	2,223
					公积金	694	694	694	694
					一般准备	2,735	3,165	3,677	4,288
					未分配利润	1,790	2,035	2,325	2,672
					少数股东权益	641	698	698	698
					所有者权益	11,109	12,272	13,586	15,154
收入盈利增长					贷款结构				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收入增长	7.7%	10.6%	12.3%	10.9%	企业贷款	46%			
手续费收入增长	42.2%	22.7%	16.2%	11.5%	票据贴现	6%			
营业净收入增长	11.7%	11.1%	12.1%	10.5%	个人贷款	48%			
拨备前利润增长	13.5%	5.2%	11.3%	8.7%					
净利润增长	25.3%	18.3%	18.2%	18.6%	存款结构				
资产盈利能力						2017A	2018E	2019E	2020E
	2017A	2018E	2019E	2020E	企业活期	28%			
RoAE	12.3%	13.1%	14.3%	15.3%	企业定期	13%			
RoAA	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	储蓄活期	14%			
RoAA(拨备前)	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	储蓄定期	39%			
RoRWA	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	其他存款	6%			
资产质量									
	2017A	2018E	2019E	2020E	资本				
不良资产率	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%		2017A	2018E	2019E	2020E
拨备覆盖率	326%	397%	425%	442%	资本充足率	13%	13%	13%	13%
拨备余额/全部贷款	3.7%	4.0%	4.2%	4.4%	一级资本充足率	10%	10%	10%	10%
					财务杠杆(倍)	13.1	13.1	13.0	12.8
					风险加权资产比重	74%	75%	75%	75%
					核心一级资本充足率	9.9%	10.0%	10.1%	10.3%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032