



601128.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 6.73

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.9)	1.4	12.4	(7.3)
相对上证指数	18.8	0.6	17.8	14.7

发行股数(百万)	2,223
流通股(%)	45
流通股市值(人民币 百万)	6,711
3个月日均交易额(人民币 百万)	143
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
交通银行股份有限公司	9

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年11月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

\*林颖颖为本报重要贡献者

## 常熟银行

### 专注“三农两小”，存款优势凸显

公司率先引进战略投资者，经营管理水平较为领先，且公司股权结构均衡，经营灵活。近年来公司加速大零售战略布局，个人存贷规模增长稳健。公司吸储优势有利于应对存款市场竞争。随着区域经济表现的向好，公司资产质量持续改善，拨备水平保持较高水平，盈利能力有望进一步改善。首次覆盖给予买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **率先引入战略投资者，股权结构均衡。**常熟银行是全国首批试点成立的农商行，公司于2007年引入交通银行作为战略投资者，与交行的全面战略合作，奠定了公司零售转型布局基础。公司股权结构均衡，截至半年末，前十大股东中，公司战略投资者、国资委持股占比为9%、7%，当地民营企业持股占比近13%，有助于公司灵活经营。
- **零售布局加速，存款优势凸显。**常熟银行深耕当地，坚持服务“三农两小”，在小微零售领域积累丰富的管理经验，并且常熟当地市场存贷份额稳定。近几年公司加快零售布局，个人存贷款占比不断提升。2018年3季末，个人贷款占贷款比重较年初(47.8%)进一步提升至49.2%；个人存款占总存款比重为52.76%，居上市农商行较高水平。公司吸储能力强，3季度存款规模环比增15.8%，低成本存款占比的进一步提升(75.4%，2018Q3)有助于维持负债端成本的相对稳定。
- **资产质量居同业较优水平，拨备充足无虞。**公司3季末不良贷款率/关注类贷款率分别较年初下降1BP/5bps至1.00%/2.12%，3季度加回核销的年化不良生成率环比下行35BP至0.52%，资产质量表现优于同业。受益于资产质量的改善，3季末拨备覆盖率/拨贷比环比提升21pct/17BP至407%/4.07%，拨备水平居行业前列。

#### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

#### 估值

- 我们预计常熟银行18/19年净利润同比增速为25.3%/20.8%，当前股价对应18/19年PE9.71x/8.04x，PB1.35x/1.22x，首次覆盖给予买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	4,475	4,996	5,505	6,141	6,849
变动(%)	28.59	11.64	10.19	11.56	11.52
净利润	1,041	1,264	1,584	1,912	2,280
变动(%)	7.71	21.51	25.26	20.75	19.23
净资产收益率(%)	11.61	12.44	14.48	15.94	17.17
每股收益	0.47	0.57	0.71	0.86	1.03
市盈率(倍)	14.78	12.17	9.71	8.04	6.75
市净率(倍)	1.56	1.47	1.35	1.22	1.10

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标(RMB)</b>					
EPS(摊薄/元)	0.47	0.57	0.71	0.86	1.03
BVPS(摊薄/元)	4.43	4.71	5.13	5.66	6.29
每股股利	0.18	0.18	0.23	0.27	0.32
分红率(%)	38.45	31.65	31.65	31.65	31.65
<b>资产负债表(Rmb bn)</b>					
贷款总额	66	78	89	100	113
证券投资	41	48	54	61	68
应收金融机构的款项	7	3	3	4	4
生息资产总额	126	142	160	180	202
资产合计	130	146	165	185	208
客户存款	89	99	110	122	135
计息负债总额	116	131	146	164	184
负债合计	120	135	153	172	193
股本	2	2	2	2	2
股东权益合计	10	10	11	13	14
<b>利润表(Rmb bn)</b>					
净利息收入	4.01	4.32	4.71	5.20	5.74
净手续费及佣金收入	0.30	0.42	0.55	0.69	0.86
营业收入	4.48	5.00	5.51	6.14	6.85
营业税金及附加	(0.07)	(0.04)	(0.04)	(0.05)	(0.05)
拨备前利润	2.76	3.11	3.43	3.82	4.26
计提拨备	(1.44)	(1.44)	(1.36)	(1.32)	(1.28)
税前利润	1.31	1.67	2.07	2.50	2.98
净利润	1.04	1.26	1.58	1.91	2.28
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.40	1.14	1.08	1.00	1.00
NPLs	0.93	0.89	0.96	1.00	1.13
拨备覆盖率(%)	235	326	367	396	384
拨贷比(%)	3.29	3.72	3.96	3.96	3.84
一般准备/风险加权资(%)	2.38	2.66	2.87	2.88	2.81
不良贷款生成率(%)	1.75	0.96	0.96	0.96	0.96
不良贷款核销率(%)	(1.51)	(1.03)	(0.88)	(0.92)	(0.84)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营管理(%)</b>					
贷款增长率	15.54	17.15	14.00	13.00	13.00
生息资产增长率	19.63	12.40	12.97	12.27	12.36
总资产增长率	19.79	12.19	12.97	12.27	12.36
存款增长率	7.92	11.48	11.00	11.00	11.00
付息负债增长率	19.54	12.51	11.87	12.00	12.14
净利息收入增长率	26.71	7.73	8.83	10.59	10.28
手续费及佣金净收入增长率	484.16	42.16	30.00	25.00	25.00
营业收入增长率	28.59	11.64	10.19	11.56	11.52
拨备前利润增长率	29.35	12.91	10.15	11.52	11.49
税前利润增长率	7.62	27.19	24.08	20.75	19.23
净利润增长率	7.71	21.51	25.26	20.75	19.23
非息收入占比	6.66	8.49	10.01	11.22	12.57
成本收入比	37.40	37.14	37.14	37.14	37.14
信贷成本	2.33	2.00	1.63	1.40	1.20
所得税率	19.58	20.75	20.00	20.00	20.00
<b>盈利能力(%)</b>					
NIM	3.22	2.91	2.81	2.76	2.71
拨备前ROAA	2.31	2.26	2.21	2.19	2.17
拨备前ROAE	30.73	30.62	31.32	31.86	32.09
ROAA	0.87	0.92	1.02	1.09	1.16
ROAE	11.61	12.44	14.48	15.94	17.17
<b>流动性(%)</b>					
分红率	38.45	31.65	31.65	31.65	31.65
贷存比	74.79	78.59	80.72	82.17	83.65
贷款/总资产	51.10	53.36	53.85	54.20	54.51
债券投资/总资产	31.73	33.05	33.06	32.98	32.88
银行同业/总资产	5.14	2.28	2.12	1.98	1.85
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	10.90	9.88	9.63	9.52	9.48
资本充足率	13.22	12.97	12.37	11.97	11.66
加权风险资产-一般法	92	109	123	138	155
% RWA/总资产(%)	70.69	74.44	74.44	74.44	74.44

资料来源: 公司数据及中银证券预测