

常熟银行 (601128)

证券研究报告
2019年03月19日

转债转股补充资本，有利于业务更好扩张

事件：

3月18日晚间，常熟银行发布关于已触发可转债赎回条款，提前赎回“常熟转债”的公告。

点评：

首家触发赎回条款，后续可转债转股高峰可期

根据可转债募集说明书，公司股票连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%，即触发赎回条款。在已发行可转债并进入转股期的银行中，常熟银行是首家触发赎回条款的。我们预计在板块估值提升、分红除权等带来转股价逐步下修之下，银行可转债将陆续转股，在未来1-2年进入转股高峰期。

常熟转债推进尚待交行转股获批

根据常熟银行公告，截至18年12月末，尚未转股的常熟转债占发行总量的92.31%。多数尚未转股预计将在“赎回登记日”前陆续转股。“赎回登记日”预计在交行转股获监管批准后披露。

转股摊薄短期ROE，有利中长期发展

转债转股前，其权益属性的部分，约占转债20%左右的比例计入其他权益，转股后全部计入核心一级资本工具。根据常熟银行1H18中报，约6.5亿可转债计入其他权益工具（占转债总额的22%）。我们测算，若可转债全部转股，增厚资本，摊薄19年ROE约1个百分点至12.4%。

当前公司资本较为充足，转债转股后进一步提升核心一级资本充足率约2.4个百分点，有利于其业务更好地扩张。公司小微金融业务模式较为成熟，亦符合监管导向，有望逐步向江苏省内常熟市以外地区辐射，且小微业务风险定价能力较强，有望带来较高盈利增速，提升公司中长期ROE水平。

投资建议：短期摊薄ROE，有利于业务扩张和持续特色化经营

公司一直以来坚持特色化经营和精细化管理，是小微金融的领跑者。在可比同业中，其经营管理水平较为领先，在各项经营指标中也有所体现。我们维持19/20年22.7%/24.0%的净利润增速预测。

在18年全年盈利增速较前三季度有所压低的情况下，其ROE仍维持上行。预计伴随小微金融业务的深化和扩张，信贷结构向小微继续倾斜，收入有望维持高增；风险管控能力持续优秀，较能经受周期考验；当前拨备安全垫充足；中长期ROE有望上行。我们维持买入评级，给予上市农商行龙头1.6倍19年PB目标估值，BVPS为6.36元，对应股价10.18元/股。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；负债成本抬升风险等。

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	7.95元
目标价格	10.18元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,262.75
流通A股股本(百万股)	1,037.21
A股总市值(百万元)	17,988.86
流通A股市值(百万元)	8,245.83
每股净资产(元)	5.46
资产负债率(%)	92.21
一年内最高/最低(元)	8.92/5.42

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-公司点评:ROE持续上行，拨备进一步提升》2019-03-04
- 2 《常熟银行-季报点评:高盈利彰显特色化经营成果，拨备大幅提升》2018-10-23
- 3 《常熟银行-半年报点评:盈利超预期高增，资产质量持续改善》2018-08-24

财务数据和估值	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(亿元)	45	50	58	67	79
增长率(%)	28.2	11.7	16.2	15.5	18.3
归属母公司股东净利润(亿元)	10	13	15	18	23
增长率(%)	7.7	21.5	18.1	22.7	24.0
每股收益(元)	0.47	0.57	0.66	0.68	0.84
市盈率(P/E)	16.98	13.98	12.05	11.73	9.46
市净率(P/B)	1.79	1.69	1.40	1.28	1.13

资料来源：wind，天风证券研究所



图 1: 提前赎回“常熟转债”公告

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]2315 号文核准, 江苏常熟农村商业银行股份有限公司(以下简称“公司”)于 2018 年 1 月 19 日公开发行了 3,000 万张可转换公司债券(以下简称“常熟转债”), 每张面值 100 元, 发行总额 30 亿元, 自 2018 年 7 月 26 日起进入转股期。

根据公司《公开发行 A 股可转换公司债券募集说明书》(以下简称《募集说明书》)的约定, 在可转债的转股期内, 如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%(含 130%), 公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

公司股票自 2019 年 2 月 25 日至 2019 年 3 月 18 日期间, 有十五个交易日的收盘价格不低于“常熟转债”当期转股价格(5.76 元/股)的 130%(7.49 元/股), 根据《募集说明书》的约定, 已触发可转债的赎回条款。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						收入增长					
净利息收入	40.1	43.2	48.9	54.6	64.4	净利润增速	7.7%	21.5%	18.1%	22.7%	24.0%
手续费及佣金	3.0	4.2	5.9	7.4	9.3	拨备前利润增速	28.2%	13.6%	17.8%	16.4%	20.8%
其他收入	1.6	2.5	3.3	5.0	5.6	税前利润增速	7.6%	27.4%	19.7%	19.7%	19.4%
营业收入	44.8	50.0	58.0	67.0	79.3	营业收入增速	28.2%	11.7%	16.2%	15.5%	18.3%
营业税及附加	(0.7)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	净利息收入增速	26.7%	7.7%	13.0%	11.8%	17.9%
业务管理费	(16.7)	(18.6)	(21.2)	(24.1)	(27.5)	手续费及佣金增速	484.3%	42.3%	40.0%	25.0%	25.0%
拨备前利润	27.3	31.0	36.5	42.5	51.3	营业费用增速	38.5%	10.8%	14.0%	14.0%	14.0%
计提拨备	(14.4)	(14.4)	(20.7)	(18.8)	(23.0)	规模增长					
税前利润	13.1	16.7	20.0	23.9	28.5	生息资产增速	19.8%	12.9%	14.9%	18.7%	16.6%
所得税	(2.6)	(3.5)	(4.4)	(4.8)	(4.8)	贷款增速	15.3%	17.2%	19.3%	22.0%	18.0%
净利润	10.4	12.6	14.9	18.3	22.7	同业资产增速	56.9%	-50.3%	8.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	23.6%	16.9%	10.0%	18.0%	18.0%
贷款总额	664	778	928	1132	1336	其他资产增速	21.3%	1.5%	10.8%	46.2%	-12.4%
同业资产	67	33	36	38	40	计息负债增速	19.5%	12.5%	14.3%	17.6%	15.4%
证券投资	412	482	530	626	738	存款增速	7.9%	11.5%	14.2%	18.0%	15.0%
生息资产	1279	1444	1660	1970	2297	同业负债增速	70.0%	-55.0%	0.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	42	43	48	70	61	股东权益增速	23.8%	6.5%	15.7%	36.1%	13.4%
总资产	1300	1458	1667	1990	2296	存款结构					
客户存款	888	990	1131	1335	1535	活期	40.1%	42.2%	42.24%	42.24%	42.24%
其他计息负债	276	319	366	426	498	定期	52.7%	52.0%	51.98%	51.98%	51.98%
非计息负债	32	38	45	54	65	其他	7.2%	5.8%	5.78%	5.78%	5.78%
总负债	1196	1347	1539	1815	2098	贷款结构					
股东权益	104	111	129	175	198	企业贷款(不含贴现)	47.4%	46.3%	42.34%	42.34%	42.34%
每股指标						个人贷款	44.6%	47.8%	52.76%	52.76%	52.76%
每股净利润(元)	0.47	0.57	0.66	0.68	0.84	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.23	1.40	1.61	1.57	1.90	不良贷款率	1.40%	1.14%	0.97%	0.85%	0.88%
每股净资产(元)	4.43	4.71	5.68	6.19	7.01	正常	95.18%	96.19%	97.93%	97.98%	98.03%
每股总资产(元)	58.48	65.61	73.67	73.65	84.98	关注	3.42%	2.66%	2.07%	2.02%	1.97%
P/E	16.98	13.98	12.05	11.73	9.46	次级	1.35%	1.09%			
P/PPOP	6.47	5.70	4.92	5.05	4.18	可疑	0.05%	0.04%			
P/B	1.79	1.69	1.40	1.28	1.13	损失	0.00%	0.01%			
P/A	0.14	0.12	0.11	0.11	0.09	拨备覆盖率	235.05%	325.93%	450.01%	510.15%	521.58%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	3.22%	2.91%	3.01%	3.01%	3.02%	资本充足率	13.22%	12.97%	11.89%	11.00%	10.30%
净利差(Spread)	3.04%	2.76%	2.76%	2.78%	2.80%	核心资本充足率	10.90%	9.88%	9.25%	8.75%	8.37%
贷款利率	7.71%	6.57%	6.57%	6.62%	6.67%	资产负债率	91.97%	92.38%	92.29%	91.21%	91.36%
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	22.63	27.02	27.02
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%	1.00%	1.05%	1.10%						
ROAE	11.61%	12.44%	12.80%	12.39%	12.74%						
拨备前利润率	2.29%	2.25%	2.34%	2.33%	2.40%						

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