

证券研究报告—动态报告

常熟银行(601128)

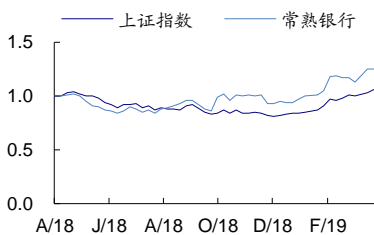
增持

2018 年报报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 26 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)	2,509/1,284
总市值/流通(百万元)	19,170/9,806
上证综指/深圳成指	3,124/9,908
12 个月最高/最低(元)	8.92/5.42

相关研究报告:

《常熟银行-601128-2018 年三季报点评: 净息差上行, 资产质量改善》——2018-10-23
《常熟银行-601128-聚焦小微有望提升中长期 ROE》——2018-10-11

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码: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

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。

财报点评

加大小微投放, 净息差持续改善

● ROA 同比改善, 净息差上升贡献最大

公司 2018 年 ROE12.8%, 同比上升 0.5 个百分点, 主要是 ROA 回升带动(平均权益乘数是下降的)。2018 年 ROA1.00%, 同比上升 5bps。从杜邦分析来看, 利息净收入/平均资产、其他非息收入/平均资产对 ROA 回升贡献 12、5bps, 手续费/平均资产下降则产生 7bps 的不利影响。其中利息净收入/平均资产回升, 我们认为具有可持续性; 其他非息收入/平均资产回升系处置金融资产导致, 属一次性因素; 手续费/平均资产下降系理财业务收入减少导致, 属于行业性因素, 我们预计不会持续拖累 ROA。

● 净息差上升, 预计仍将持续

2018 年常熟银行日均净息差同比上升 9bps 至 3.00%, 对 ROA 提升贡献显著。从母行口径数据来看, 全年负债成本保持稳定, 而资产端收益率同比上升 11bps。资产端收益率上升得益于两点: 结构因素来看, 主要是贷款占比提升, 而贷款收益率比其他类别资产收益率要高; 利率因素来看, 受益于贷款收益率上升, 主要是高收益的个人经营性贷款占比提升导致(年末集团口径个人经营性贷款占比较年初提高 6 个百分点至 33%)。

从半年度数据看, 下半年计息负债付息率较上半年回落 10bps, 主要受益于货币市场利率下行, 存款利率稳定; 下半年生息资产收益率较上半年上升 13bps, 主要是贷款占比提升的结构性因素导致; 利率方面, 对公贷款收益率有所下降, 零售贷款收益率较上半年上升了 7bps。

● 资产质量保持稳定

从不良贷款主要指标来看: 年末不良贷款率 0.99%, 环比三季度末下降 1bp; 关注率 2.08%, 环比三季度末下降 4bps; 逾期率 1.19%, 较年中上升 13bps; 不良/逾期 90 天以上贷款 150%, 较年中下降 11 个百分点; 下半年不良生成率 0.61%, 同比下降 30bps。逾期率有所增加, 但整体资产质量保持稳定。

● 投资建议

公司表现符合预期, 维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济形势持续走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

盈利预测和财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,997	5,824	6,593	7,329	8,115
(+/-%)	11.7%	16.5%	13.2%	11.2%	10.7%
净利润(百万元)	1,322	1,585	1,841	2,164	2,517
(+/-%)	25.3%	19.9%	16.2%	17.5%	16.3%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.66	0.77	0.91	1.07
总资产收益率(ROA)	0.95%	1.00%	1.03%	1.06%	1.11%
净资产收益率(ROE)	12.3%	12.8%	12.6%	13.9%	14.6%
市盈率(PE)	13.7	11.6	9.9	8.4	7.1
P/PPoP	5.6	4.7	4.2	3.8	3.4
市净率(PB)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.0

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

公司资产增速、净息差、资产质量三大重要驱动因素的相关指标变化情况如下：

表 1：关键驱动因素相关指标变化

	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31
生息资产同比增速	13.4%	12.4%	10.4%	16.4%	15.9%	14.2%
净息差（单季，期初期末值）	3.13%	3.28%	3.13%	3.18%	3.41%	3.42%
不良贷款率	1.23%	1.14%	1.08%	1.01%	1.00%	0.99%
拨备覆盖率	303%	326%	350%	387%	407%	445%

	2016/6/30	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31
关注贷款率	0.00%	3.42%	3.14%	2.66%	2.17%	2.08%
逾期率	1.93%	1.61%	1.31%	1.12%	1.06%	1.19%
不良/逾期 90 天以上贷款	NA	110%	116%	135%	161%	150%
不良生成率（半年度，年化）	0.00%	0.00%	1.03%	0.91%	0.76%	0.61%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表 2：估值表

收盘日：	收盘价	ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2019/4/25	(元)	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
601288.SH 农业银行	3.74	14.0%	13.0%	12.1%	4.9%	5.1%	4.4%	0.97	0.82	0.75	6.9	6.6	6.3
601988.SH 中国银行	3.89	12.0%	11.8%	11.2%	4.8%	4.5%	3.9%	0.82	0.76	0.70	6.9	6.6	6.4
—													
600036.SH 招商银行	35.43	16.3%	15.8%	16.0%	13.0%	14.8%	14.3%	2.00	1.77	1.56	12.7	11.3	9.9
601166.SH 兴业银行	19.25	14.5%	14.0%	13.5%	6.2%	8.7%	6.4%	1.02	0.91	0.82	7.2	6.6	6.2
600016.SH 民生银行	6.38	13.7%	12.3%	11.2%	4.1%	1.0%	0.2%	0.76	0.68	0.62	5.7	5.4	5.4
600000.SH 浦发银行	11.54	13.7%	12.5%	11.6%	2.2%	3.1%	2.5%	0.86	0.77	0.70	6.4	6.3	6.1
601998.SH 中信银行	6.27	10.8%	10.6%	10.1%	2.3%	4.6%	4.2%	0.84	0.76	0.70	7.4	7.1	6.8
000001.SZ 平安银行	14.13	10.9%	10.8%	10.6%	2.6%	7.0%	6.9%	1.20	1.10	1.00	10.9	10.1	9.5
601818.SH 光大银行	4.19	11.6%	10.8%	10.7%	4.0%	6.7%	6.0%	0.82	0.77	0.70	7.3	6.8	6.4
600015.SH 华夏银行	8.35	12.4%	11.4%	8.9%	0.7%	5.2%	3.3%	1.01	0.76	0.61	7.9	7.5	7.2
—													
601169.SH 光大银行	6.30	12.2%	10.9%	10.6%	5.2%	6.8%	6.2%	0.85	0.76	0.70	7.4	6.9	6.5
601009.SH 南京银行	8.64	15.0%	15.2%	15.4%	17.0%	13.7%	11.8%	1.27	1.13	0.99	7.9	6.9	6.2
002142.SZ 宁波银行	22.72	17.5%	16.9%	15.3%	19.5%	19.9%	17.9%	2.35	1.83	1.57	13.0	10.8	9.1
600919.SH 江苏银行	7.11	13.0%	11.2%	11.2%	11.9%	10.6%	9.5%	0.90	0.80	0.72	6.9	6.3	5.7
—													
601128.SH 常熟银行	7.64	12.3%	12.8%	12.6%	21.5%	17.5%	17.3%	1.65	1.41	1.28	13.7	11.6	9.9
平均		13.2%	12.6%	12.0%	7.4%	7.9%	7.2%	1.11	0.97	0.87	8.3	7.6	7.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)	2017	2018	2019	2020	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	10.5	8.5	7.1	6.0	净利息收入	4,324	4,911	5,517	6,120
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	利息收入	7,360	8,567	9,605	10,621
P/PPoP	4.3	4.0	3.6	3.3	利息支出	3,036	3,656	4,088	4,501
市值/总资产(A股)	8.7%	7.8%	7.1%	6.5%	资产准备支出	1,443	1,300	1,307	1,184
股息收益率(税后)	3.0%	3.7%	4.4%	5.3%	拨备后净利息收入	2,881	3,611	4,210	4,936
					手续费净收入	424	520	604	674
					其他经营净收益	249	249	249	249
					营业净收入	4,997	5,679	6,371	7,043
					营业费用	1,896	2,343	2,654	2,999
					营业外净收入	10	10	10	10
					拨备前利润	3,101	3,337	3,717	4,044
					总利润	1,668	2,047	2,420	2,870
					所得税	346	425	502	596
					少数股东利润	58	58	58	58
					净利润	1,322	1,623	1,918	2,274
					资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
					现金及存放同业	2,989	3,341	4,790	6,455
					央行准备金	15,633	17,197	18,744	20,431
					拆放金融企业	332	371	532	717
					贷款	74,919	85,934	96,824	106,32
					贷款拨备	-2,892	-3,549	-4,291	-4,904
					债券投资	48,197	50,279	51,810	54,703
					固定资产	1,331	1,343	1,349	1,352
					递延税款净额	542	542	542	542
					其他资产	1,881	2,267	2,673	3,091
					盈利资产	142,07	157,12	172,70	188,63
					总资产	145,82	161,27	177,26	193,61
					金融企业存放	11,587	11,913	11,799	11,567
					存款	99,005	108,90	118,70	129,39
					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	130,94	144,77	158,99	173,30
					总负债	134,71	148,94	163,56	178,29
					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	3,182	3,714	4,348
					未分配利润	1,790	2,060	2,361	2,722
					少数股东权益	641	698	698	698
					所有者权益	11,109	12,331	13,696	15,324
					贷款结构	2017A	2018E	2019E	2020E
					企业贷款	46%			
					票据贴现	6%			
					个人贷款	48%			
					存款结构	2017A	2018E	2019E	2020E
					企业活期	28%			
					企业定期	13%			
					储蓄活期	14%			
					储蓄定期	39%			
					其他存款	6%			

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