

常熟银行 (601128)

证券研究报告
2019年04月26日

业绩延续高增长，农商行之标杆

事件：4月25日晚间，常熟银行披露18年年报及1Q19季报。18年实现营收58.2亿，YoY +16.55%；实现归属于股东净利润14.86亿，YoY +17.5%。1Q19营收15.4亿元，YoY +19.25%；归母净利润4.47亿元，YoY +20.96%。截至19年3月末，资产规模1706亿元，不良贷款率0.96%，拨贷比4.39%。

点评：
业绩延续高增长，农商行之领跑者

业绩延续高增长。18年营收、净利润以及PPOP同比增速分别高达16.55%、17.5%、17.5%；1Q19则分别为19.3%、21.0%、19.3%，延续高增长。18Q4单季度净利润同比增速仅-1.3%，与同期营收增速相差较大。

农商行之领跑者。18年加权平均ROE12.62%，为上市农商行最高；净利润增速亦为领跑者，不良贷款率则为上市农商行最低。各项主要指标均明显好于同业平均，为领跑者。

净息差维持较高，资产规模稳健扩张

净息差维持较高。18年净息差3.0%，同比上升9BP；其中，贷款收益率达6.76%，延续上行，随着信贷向小微进一步倾斜，或进一步上升；负债成本率2.47%，保持平稳。

资产规模稳健扩张。1Q19资产规模1706亿元，同比增长12.2%，增速较18年末略微走低。1Q19贷款同比增速18.0%，明显高于资产规模增速，资产结构优化；负债端中存款同比增速15.4%，存款增长较快。

资产质量持续向好，拨备充足

资产质量保持优异。18年末不良贷款率0.99%，同比下降15BP；1Q19不良贷款率0.96%，延续下降趋势。1Q19关注贷款率仅1.95%，较17年末下降71BP；18年末逾期贷款率仅1.19%，保持较低水平。

拨备充足。1Q19拨备覆盖率达459%，拨贷比达4.39%，拨备充足，风险抵御能力较强。

投资建议：小微金融之领跑者，给予1.6倍19PB目标估值

常熟银行多年来坚持特色化经营和精细化管理，是小微金融的领跑者，农商行之标杆。依托其本土化的德国IPC小微风控技术，较高的贷款利率与较低的不良率兼而有之，并通过设立分支机构向省内其他区域拓展以及借助投资管理型村镇银行来实现跨省扩张，成长性亦可看好。

随着小微金融业务的深化和扩张，信贷结构向小微继续倾斜，资产质量保持优异，ROE有望持续上行。考虑到普惠金融政策等影响，将19/20年营收增速预测由之前的15.5%/18.3%略微下调至11.6%/14.5%。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，对应目标价10.05元/股。

风险提示：经济超预期下行；小微贷款利率受政策等影响出现大幅下降等。

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	7.64元
目标价格	10.05元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,509.10
流通A股股本(百万股)	1,283.56
A股总市值(百万元)	19,169.55
流通A股市值(百万元)	9,806.43
每股净资产(元)	5.86
资产负债率(%)	90.96
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

股价走势



资料来源：贝格数据

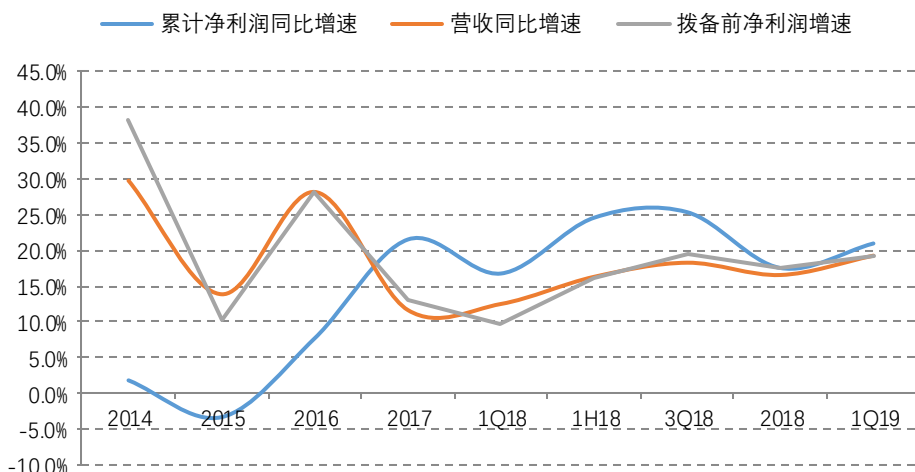
相关报告

- 《常熟银行-公司点评:转债转股补充资本，有利于业务更好扩张》 2019-03-19
- 《常熟银行-公司点评:ROE持续上行，拨备进一步提升》 2019-03-04
- 《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

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	50	58	65	74	84
增长率(%)	11.7	16.5	11.6	14.5	13.6
归属母公司股东净利润(亿元)	13	15	18	22	25
增长率(%)	21.5	17.5	21.0	20.8	16.6
每股收益(元)	0.57	0.66	0.67	0.80	0.94
市盈率(P/E)	13.43	11.63	11.48	9.50	8.15
市净率(P/B)	1.62	1.41	1.22	1.11	1.03

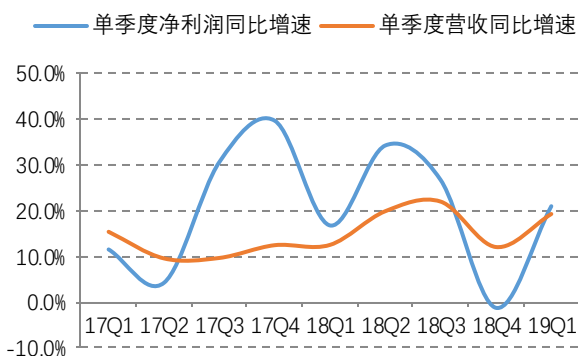
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：常熟银行近年来业绩持续较高增长



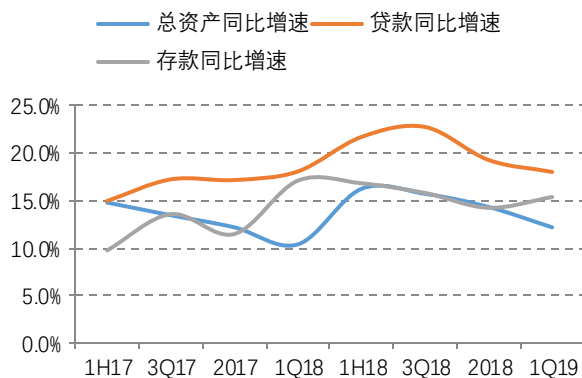
资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 2：常熟银行 18Q4 或是主动压低净利润增速



资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 3：常熟银行资产规模稳健增长



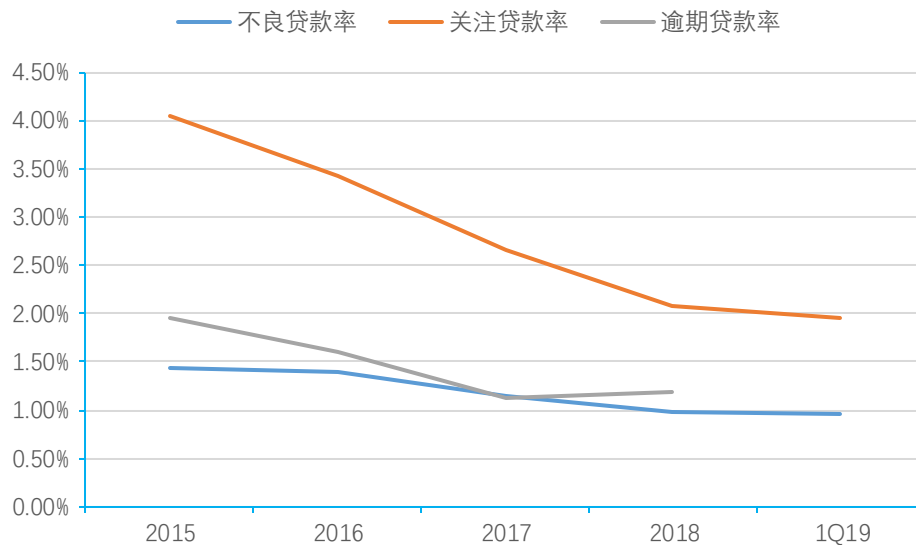
资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 1：常熟银行净息差情况

	2014	2015	2016	2017	2018
净息差	3.07%	3.04%	3.22%	2.91%	3.00%
净利差	2.87%	2.83%	3.04%	2.76%	2.89%
贷款利率	7.37%	7.12%	7.71%	6.57%	6.76%
存款利率	2.47%	2.68%	2.24%	1.97%	2.00%
生息资产收益率	5.53%	5.59%		5.24%	5.36%
计息负债成本率	2.66%	2.76%		2.48%	2.47%

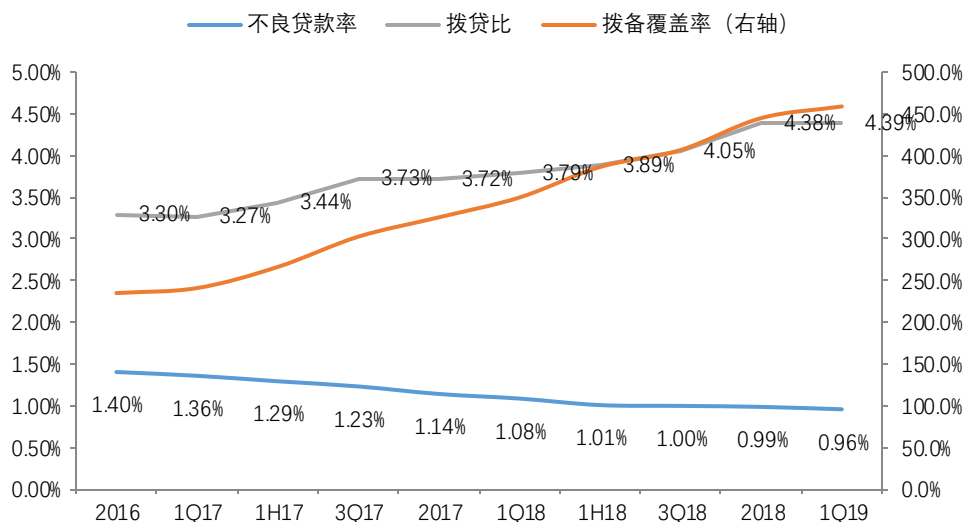
资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 4：常熟银行 1Q19 资产质量保持优异



资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 5：常熟银行拨备充足，抵御风险能力较强



资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 2：常熟银行为农商行之标杆

	18 年末不良率	18 年末拨贷比	18 年净利润同比增速	ROE
江阴银行	2.15%	5.03%	6.06%	8.92%
无锡银行	1.24%	2.91%	10.11%	10.65%
常熟银行	0.99%	4.4%	17.5%	12.62%
张家港行	1.47%		9.57%	9.42%
苏农银行	1.31%	3.26%	9.71%	9.08%

资料来源：WIND，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长					
净利息收入	43.2	51.0	55.2	63.1	72.1	净利润增速	21.5%	17.5%	21.0%	20.8%	16.6%
手续费及佣金	4.2	3.7	4.0	4.4	4.9	拨备前利润增速	13.6%	18.0%	12.6%	14.7%	13.4%
其他收入	2.5	3.6	5.7	6.8	7.5	税前利润增速	27.4%	18.6%	21.2%	16.4%	16.8%
营业收入	50.0	58.2	65.0	74.4	84.5	营业收入增速	11.7%	16.5%	11.6%	14.5%	13.6%
营业税及附加	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	净利息收入增速	7.7%	17.9%	8.3%	14.4%	14.2%
业务管理费	(18.6)	(21.3)	(23.4)	(26.7)	(30.4)	手续费及佣金增速	42.3%	-13.4%	10.0%	10.0%	10.0%
拨备前利润	31.0	36.6	41.2	47.3	53.6	营业费用增速	10.8%	14.6%	10.0%	14.0%	14.0%
计提拨备	(14.4)	(16.8)	(17.2)	(19.3)	(21.0)	规模增长					
税前利润	16.7	19.8	24.0	27.9	32.6	生息资产增速	12.9%	14.9%	14.7%	14.1%	14.3%
所得税	(3.5)	(3.9)	(4.8)	(4.7)	(5.5)	贷款增速	17.2%	19.3%	17.0%	16.0%	16.0%
净利润	12.6	14.9	18.0	21.7	25.3	同业资产增速	-50.3%	-26.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	16.9%	12.7%	16.0%	15.0%	15.0%
贷款总额	778	928	1086	1259	1461	其他资产增速	1.5%	13.8%	33.3%	-21.3%	-50.2%
同业资产	33	24	24	24	24	计息负债增速	12.5%	13.5%	13.0%	12.9%	13.0%
证券投资	482	543	630	725	833	存款增速	11.5%	14.2%	13.0%	12.0%	12.0%
生息资产	1444	1659	1903	2171	2482	同业负债增速	-55.0%	87.8%	5.0%	10.0%	10.0%
非生息资产	43	49	65	51	26	股东权益增速	6.5%	21.8%	35.5%	9.2%	8.0%
总资产	1458	1667	1918	2162	2437	存款结构					
客户存款	990	1131	1278	1431	1603	活期	42.2%	39.3%	39.34%	39.34%	39.34%
其他计息负债	319	356	403	466	540	定期	52.0%	54.8%	54.80%	54.80%	54.80%
非计息负债	38	45	54	65	78	其他	5.8%	5.9%	5.86%	5.86%	5.86%
总负债	1347	1532	1734	1962	2221	贷款结构					
股东权益	111	135	183	200	216	企业贷款(不含贴现)	46.3%	48.3%	48.32%	48.32%	48.32%
每股指标						个人贷款	47.8%	47.4%	47.44%	47.44%	47.44%
每股净利润(元)	0.57	0.66	0.67	0.80	0.94	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.40	1.62	1.53	1.75	1.98	不良贷款率	1.14%	0.99%	0.94%	0.92%	0.91%
每股净资产(元)	4.71	5.41	6.28	6.86	7.41	正常	96.19%	96.50%	97.63%	97.68%	97.73%
每股总资产(元)	65.61	73.67	70.98	80.03	90.21	关注	2.66%	2.42%	2.37%	2.32%	2.27%
P/E	13.43	11.63	11.48	9.50	8.15	次级	1.09%	1.01%			
P/PPOP	5.48	4.72	5.01	4.37	3.85	可疑	0.04%	0.07%			
P/B	1.62	1.41	1.22	1.11	1.03	损失	0.01%	0.01%			
P/A	0.12	0.10	0.11	0.10	0.08	拨备覆盖率	325.93%	445.02%	490.69%	518.04%	526.38%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.91%	3.00%	3.10%	3.10%	3.10%	资本充足率	12.97%	15.12%	14.06%	13.41%	12.87%
净利差(Spread)	2.76%	2.89%	2.91%	2.93%	2.95%	核心资本充足率	9.88%	10.49%	10.03%	9.85%	9.72%
贷款利率	6.57%	6.76%	6.81%	6.86%	6.91%	资产负债率	92.38%	91.88%	90.44%	90.74%	91.12%
存款利率	1.97%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	其他数据					
生息资产收益率	5.24%	5.36%	5.38%	5.40%	5.42%	总股本(亿)	22.23	22.63	27.02	27.02	27.02
计息负债成本率	2.48%	2.47%	2.49%	2.51%	2.53%						
盈利能力											
ROAA	0.96%	1.02%	1.07%	1.14%	1.18%						
ROAE	12.44%	13.09%	12.32%	12.24%	13.14%						
拨备前利润率	2.25%	2.34%	2.30%	2.32%	2.33%						

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