

常熟银行 (601128)

零售结构持续调整保障息差行业领先，审慎经营打造农商行标杆

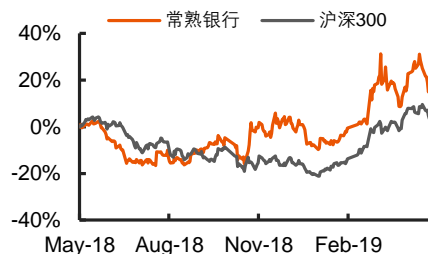
强烈推荐 (维持)

现价: 7.78 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.csrcbank.com
大股东/持股	交通银行/7.97%
实际控制人	
总股本(百万股)	2,509
流通 A 股(百万股)	1,284
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	195.21
流通 A 股市值(亿元)	99.86
每股净资产(元)	5.86
资产负债率(%)	91

行情走势图



相关研究报告

- 《常熟银行*601128*业绩继续高增，三季度净息差表现靓丽》 2018-10-23
- 《常熟银行*601128*上半年业绩明显提速，基本面全面夯实前进》 2018-08-24
- 《常熟银行*601128*深度下沉县域零售，估值底部上调评级》 2018-07-02

证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号
S1060517100002

LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

研究助理

李晴阳 一般从业资格编号
S1060118030009

LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

常熟银行公布18年年报和19年一季度，2018A、2019Q1净利润分别同比增长17.53%、20.96%。2018A净息差3% (+9bps, YoY)；2018A、2019Q1不良贷款率分别为0.99%、0.96%，拨备覆盖率分别为445.02%、459.03%；18年贷款增速19.26%，存款增速14.24%，19Q1贷款较上年末增2.80%，存款较上年末增12.38%。公司18年拟每股现金分红0.18元，现金分红比例31.74%。

平安观点:

■ ROE 持续回升，息差贡献度较 17 年转负为正

17 年以来常熟银行业绩增速整体保持上行态势。18 全年营收、拨备前利润分别增长 16.55%、17.99%，较 17 年提升 4.89pct、4.45pct，在四季度增速略有放缓的情况下，19Q1 两项增速环比延续提升。18 年和 19Q1 ROA、ROE 持续提升，盈利能力逐步修复。资本充足性行业居前，转债的转股进一步补充核心资本。**业绩贡献度：**1) 18A 和 19Q1 规模增长正贡献度分别为 6.5%和 9.1%，呈触底回升态势，外部信贷政策的宽松以及小微和普惠等结构性投放的政策性鼓励给了公司较大的投放空间；2) 息差贡献度明显较 17 年转负为正，由利润最大拖累因素转为正贡献 6.5%，主要是贷款收益率正贡献拉动；3) 拨备计提贡献度下行，19Q1 转正为负，是主动计提叠加新会计准则影响。

- **经营亮点：**1) **精耕小微客群，零售业务高回报保障息差行业领先。**公司 18 年净息差收录 3%，同比提升 9BP，领跑上市银行。高息差来自于较高的生息资产收益率，18 年高达 5.36%，稳居上市银行首位。占比超 5 成的零售贷款中高收益的个人经营贷占比较 17 年持续大幅提升 8pct 至 64.3%，拉动零售贷款利率至 8.04%，远超可比同业。2) **村镇银行集约化管理，村镇管理行新牌照提升经营效率。**公司获全国首张村镇管理银行牌照，有利于依托海南自贸区优势，对旗下村镇银行进行集约化管理，公司长期深耕三农业务，已形成成熟可复制的村镇银行小微业务发展体系，流程化经营模式有助于业务突破地域限制快速铺开。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4997	5824	6352	6704	7454
YoY(%)	11.7	16.5	9.1	5.5	11.2
净利润(百万元)	1,264	1,486	1,739	2,011	2,288
YoY(%)	21.5	17.5	17.0	15.7	13.8
ROE(%)	12.44	12.75	12.29	12.45	12.96
EPS(摊薄/元)	0.50	0.59	0.69	0.80	0.93
P/E(倍)	15.44	13.14	11.23	9.71	8.35
P/B(倍)	1.86	1.52	1.26	1.16	1.06

- **财务分析：1) 营收和 PPOP 增速一直保持较高的稳定性，手续费收入对营收有一定扰动。**公司利润增速整体高于营收和 PPOP 增速，优异的资产质量和高拨备保障业绩释放。18 年利润增速边际回落低于 PPOP 增速，主要是新会计准则下强化拨备计提，Q4 净利润增速由正转负。公司营收的 87% 来自利息收入，18 年非息收入占比回落主要是手续费收入扰动。**2) 信贷投放集中零售业务，一季度存款放量多增夯实负债。**资产摆布持续向高收益信贷资产倾斜，18 年贷款总额同比增 19.3%，增速延续上行；其中零售贷款同比增 27.4%，资产端占比首次过半。存款同比扩增 14.2%，负债端存款强化助力负债成本率压降，19Q1 规模环比大增 14.65%，远超贷款增速。**3) 零售贷款收益率再攀高峰，存款夯实、流动性充裕缓释负债端压力。**息差提升主要源于资产端收益大幅上行 12BP，叠加负债成本率降低 1BP：一方面贷款量价齐升，另一方面同业负债和债券利率压降，对冲了存款利率上行，同时低息存款高增，置换高成本率的债券。**4) 18 年拨覆盖率大幅提升至高位，一季度不良和关注类贷款双降。**19Q1 不良率延续下行 3BP 至 0.96%，18 年不良偏离度同比降 7pct 至 66.8%，拨覆盖率提升超 100pct，19Q1 受新会计准则影响环比再增 14pct 至 459%。

■ 投资建议

常熟银行深耕县域农户和小微企业，赛道的差异化保障了公司的业务优势和持续发展能力。业绩上，较快的规模增速和亮眼的息差是公司业绩增长的动力。从 19 年业绩趋势来看，公司小微零售业务布局还在逐步深化，虽然行业面临息差压力，但公司较高的零售贷款定价能力，叠加负债端夯实存款，息差仍保持比较优势；资产质量方面，不良偏离度同业最低，拨覆盖率高增提供安全边际保障业绩释放，预计未来业绩表现仍将持续领跑可比农商行。据公司年报公布业绩，考虑到 19 年行业息差压力，我们下调公司盈利预测，19/20 年净利增速预测为 17%/15.7%（原为 20.7%/24%）。目前股价对应 19/20 年 PB 为 1.26x/1.16x，PE 为 11.23x/9.71x，尽管年初以来公司估值整体修复 14%，但绝对估值仍处于低位，结合公司独特的业务优势，我们维持公司“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

- 1) **资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。**银行业与国家宏观经济发展息息相关，若宏观经济超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响公司利润增速。
- 2) **政策调控力度超预期。**在去杠杆、防风险背景下，行业监管广度和深度不断加强，资管新规等政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业和公司经营稳定造成不利影响。
- 3) **市场下跌出现系统性风险。**银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动行业股价下跌，从而影响公司股价表现。

正文目录

一、 ROE 持续回升，息差贡献度较 17 年转负为正	5
1.1 整体业绩表现	5
1.2 业绩分拆	6
二、 经营亮点	6
2.1 精耕小微客群，零售业务高回报保障息差行业领先	6
2.2 村镇银行集约化管理，村镇管理行的新牌照提升经营能力	8
三、 财务分析	9
3.1 营收和 PPOP 增速一直保持较高的稳定性，手续费收入对营收有一定扰动	9
3.2 信贷投放集中零售业务，一季度存款放量多增夯实负债	10
3.3 零售贷款收益率再攀高峰，存款夯实、流动性充裕缓释负债端压力	12
3.4 18 年拨覆率大幅提升至高位，一季度不良和关注类贷款双降	12
四、 投资建议	14
五、 风险提示	15

图表目录

图表 1	公司业绩增速趋势上行	5
图表 2	归母净利润增速居已披露年报上市银行前列	5
图表 3	ROE ROA 企稳回升	5
图表 4	资本充足率整体抬升	5
图表 5	常熟银行净利润增速拆解	6
图表 6	净息差同比提升 9BP	7
图表 7	净息差领跑上市银行	7
图表 8	生息资产收益率远高于可比同业	7
图表 9	贷款中零售贷款占比整体提升	7
图表 10	零售贷款压降按揭，增配高收益经营性贷款	8
图表 11	零售业务营收贡献度持续提升	8
图表 12	贷款区域分布：常熟以外占比提升	9
图表 13	上市农商行 2018 年参控股银行情况	9
图表 14	18 年业绩增速稳健，1Q19 延续上行	9
图表 15	18 年四季度利润增速转负	9
图表 16	手续费收入负增拖累业绩增速	10
图表 17	代理业务萎缩，结算业务收入占比提升	10
图表 18	利息收入贡献营收的 87%	10
图表 19	成本收入比略有回升	10
图表 20	风险加权资产增速持续高于总资产增速	11
图表 21	贷款配置比例整体上行	11
图表 22	一季度贷款投放环比提速	11
图表 23	Q4 对公贷款投放放缓，Q1 回归正增	11
图表 24	19Q1 存款占比大幅提升	11
图表 25	公司存款规模环比回落	11
图表 26	常熟银行资产负债价格汇总	12
图表 27	不良率延续下行，不良生成率略有提升	13
图表 28	不良率持续低于可比同业	13
图表 29	关注类贷款双降	13
图表 30	逾期贷款规模和占比略有提升	13
图表 31	逾期 90+/不良环比微升但仍处绝对低位	13
图表 32	不良认定审慎度行业居前	13
图表 33	拨备逐季提升至高位	14
图表 34	拨备覆盖率高于可比同业	14
图表 35	年初至今公司估值有所修复	14
图表 36	公司估值在 A 股上市银行中居前列（截至 4.27）	14
图表 37	常熟银行盈利预测	16

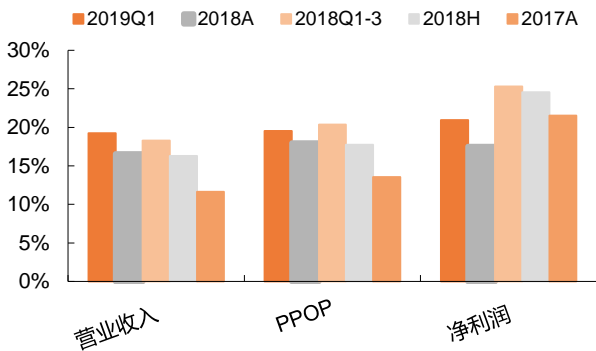
一、ROE 持续回升，息差贡献度较 17 年转负为正

1.1 整体业绩表现

17 年以来常熟银行业绩增速整体保持上行态势。18 全年营收、拨备前利润分别实现 16.55% 和 17.99% 的增速，较 17 年全年提升了 4.89pct、4.45pct，在四季度增速略有放缓的情况下，19Q1 两项增速环比再提升至 19.25%、19.55%。公司净利润增速全年收录 17.53%，较 17 年降低 4 个百分点，一方面是手续费收入负增的影响，另一方面来自年末加大拨备计提对利润的拖累（具体参见后文 3.1 章节的详细分析），19Q1 净利润增速企稳回升 3.4pct 至 20.96%。公司 18 年 ROA、ROE 延续提升 0.05pct/0.1pct 至 1.01%/12.62%，公司盈利能力逐步修复，19Q1 未年化的 ROA、ROE 分别为 1.15%、13.4%，较 18 年同期分别提升 0.14、0.12 个百分点。

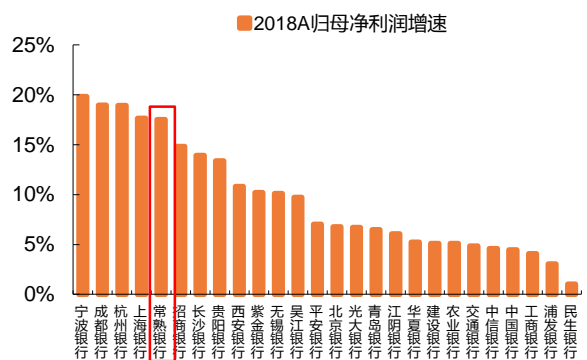
18 年常熟银行风险加权资产增速为 15.8%，略高于总资产增速 14.3%，但受益于较强的内生资本补充能力以及转债的逐步转股，公司资本充足性整体上行。18 年资本充足率和核心一级资本充足率分别较 17 年提升 2.15pct 和 0.61pct 至 15.12%、10.49%，19Q1 资本充足率和核心一级资本充足率分别为 15.02%、11.45%，较 18 年末分别变动-0.1、0.96 个百分点，整体处于可比上市城商行前列。

图表1 公司业绩增速趋势上行



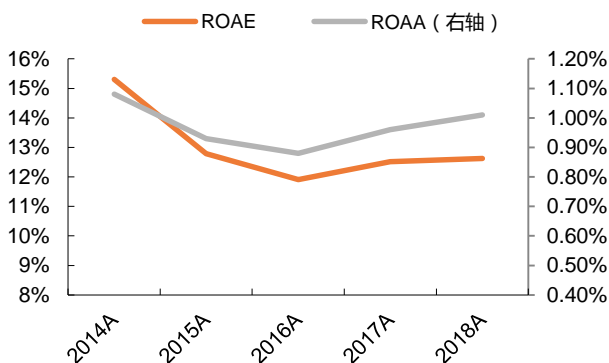
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 归母净利润增速居已披露年报上市银行前列



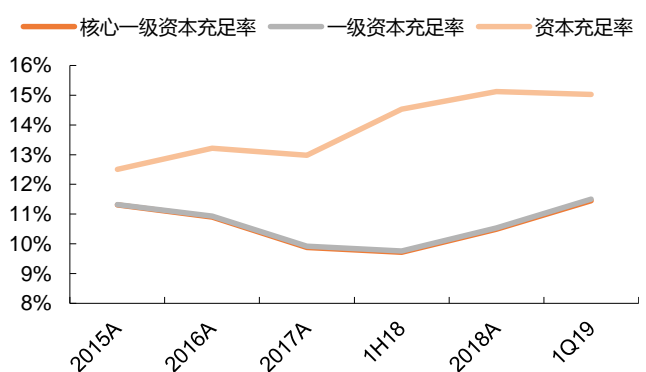
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 ROE ROA 企稳回升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 资本充足率整体抬升



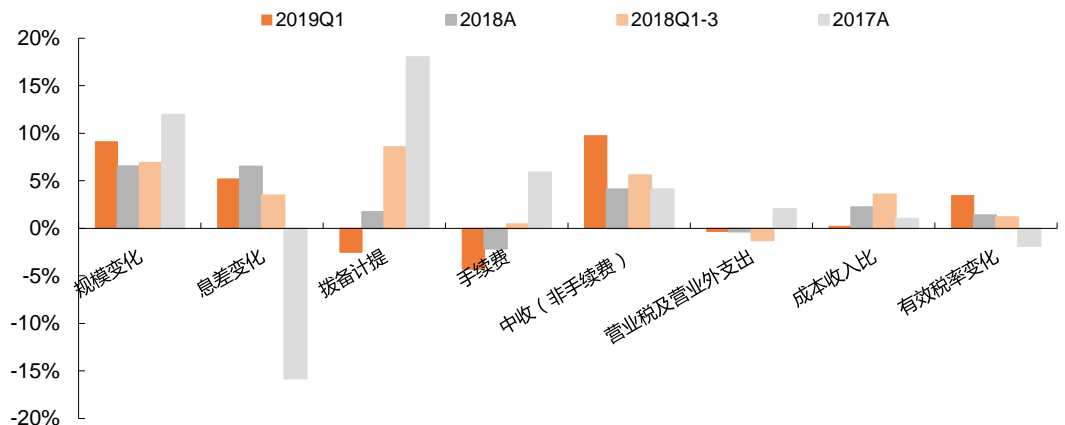
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 业绩分拆

公司 18 年和 19 年一季度净利润增速中，显著的正贡献因子有规模变化、息差、中收（非手续费）和有效税率。趋势来看：

- 1) 18A 和 19Q1 规模增长正贡献度分别为 6.5%和 9.1%，18 年全年呈现触底回升态势，外部信贷政策的宽松以及小微和普惠等结构性投放的政策性鼓励给了公司较大的投放空间。
- 2) 息差变化表现亮眼，贡献度明显较 17 年转负为正，由利润的最大拖累因素转为 18 年正贡献 6.5%，并较 18Q1-3 再提升 3 个百分点，进一步拆分来看主要是贷款收益率正贡献 8.8%弥补了存款成本率负贡献 4.3%；19 年一季度的息差贡献度略回落至 5.2%，由于一季报数据披露有限，结合其他非息收入一季度贡献大幅上升，我们认为边际放缓更多是 IFRS9 的会计层面的影响，息差贡献度整体处于高位。
- 3) 拨备计提贡献度呈现显著的下行趋势，19Q1 转正为负，一方面是公司不断强化不良资产处置、加大拨备计提力度，信贷成本提升削弱利润增速；另一方面 IFRS9 新准则对金融资产的减值处理由“已发生损失法”变为“预期损失法”，提升了拨备计提的要求。
- 4) 手续费净收入贡献度下滑且较 17 年转为负值，主要是监管影响下的代理类业务手续费收入缩减。

图表5 常熟银行净利润增速拆解



资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：规模、利差变化采用生息资产和计息负债期初期末平均余额估算。

二、经营亮点

2.1 精耕小微客群，零售业务高回报保障息差行业领先

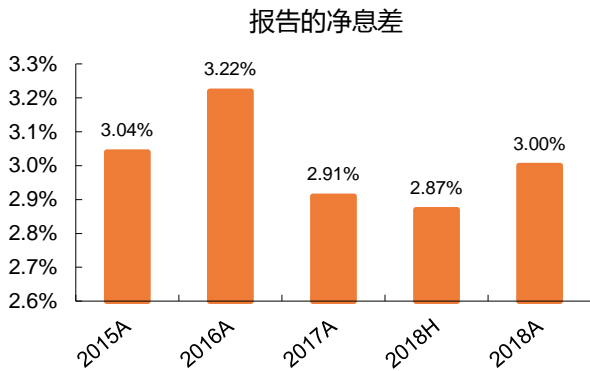
常熟银行一直以精准的经营性零售贷款的业务定位和高息差为竞争优势，公司 18 年净息差收录 3%，同比提升 9BP，息差水平领跑已披露年报的上市银行。高息差主要来自于较高的生息资产收益率，18 年高达 5.36%，稳居上市银行首位。

具体看资产端的高收益主要来自结构和定价两个方面。资产结构上，常熟银行在小微业务上持续下沉，表现在资产配置上持续向零售倾斜，18 年末零售贷款占贷款总额的比例达 51%，较 17 年提升 3.2 个百分点，同时在零售贷款中超 80%为经营贷和消费贷，尤其是高收益的个人经营贷占比较 17 年持续大幅提升 8 个百分点至 64.3%。公司零售贷款收益率在 8%左右，占比的提升拉高公司贷款整体收益率水平。另一方面，小微以及个体工商户的独特客群和区域的定位赋予公司较强的议价能

力，18年公司零售贷款平均利率高达8.04%，带动贷款总体平均利率高达6.76%，远超可比同业，是公司业绩稳健增长的主要驱动因素。

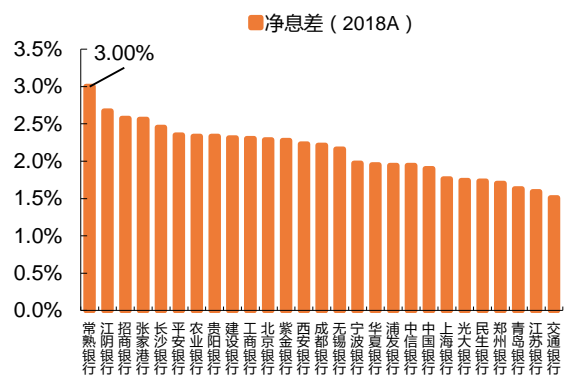
常熟银行坚持支农支小市场定位，18年继续深化向现代零售银行战略转型。根据年报，公司更加突出零售资产服务经营性领域的发展定位，在科技引领下加大对小微企业主、个体工商户群体的金融支持，公司2018年零售业务实现营收24.2亿元，同比增长21.24%，在总营收中贡献度达41.5%，较17年提升1.6个百分点。

图表6 净息差同比提升9BP



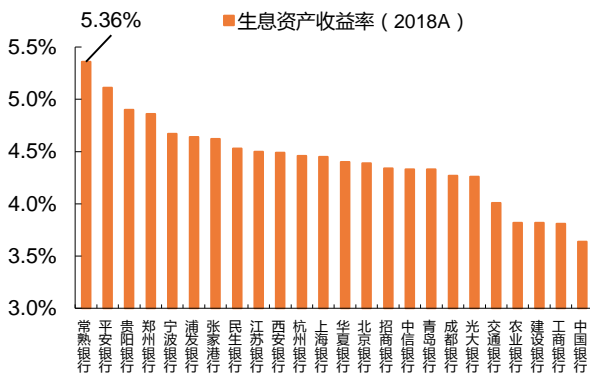
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 净息差领跑上市银行



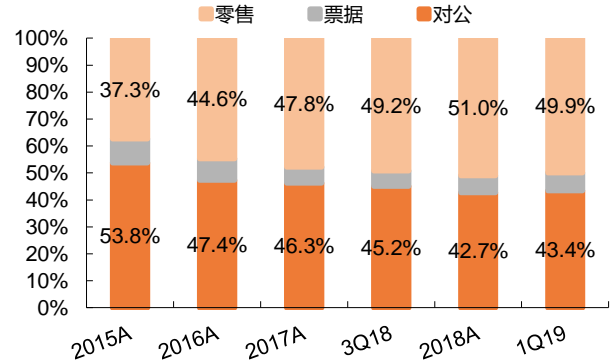
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 生息资产收益率远高于可比同业



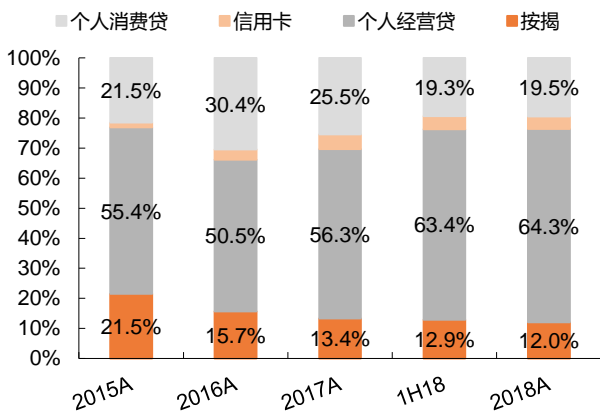
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 贷款中零售贷款占比整体提升



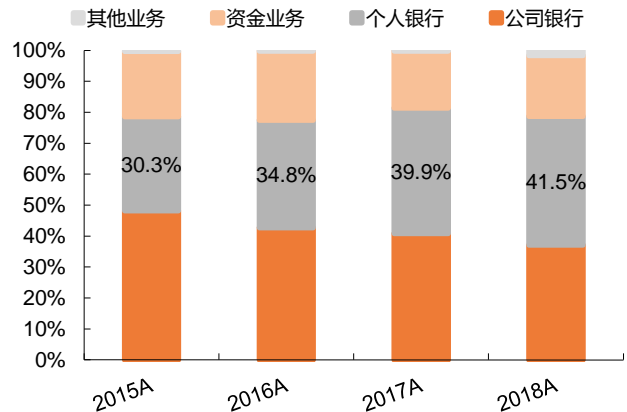
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 零售贷款压降按揭，增配高收益经营性贷款



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 零售业务营收贡献度持续提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 村镇银行集约化管理，村镇管理行的新牌照提升经营能力

公司深耕地方金融的同时，业务区域向常熟以外其他地区纵深拓展，其中一大特色就是公司的村镇银行模式。自2010年设立第一家村镇银行——恩施兴福村镇银行起，至今常熟银行旗下直接控股村镇银行数量已达到30家，18年村镇银行贡献了公司总营收的16.8%，较17年提升3.63pct。

19年4月公司获得全国首张村镇管理银行牌照，获准在海口筹建兴福村镇银行，利于公司依托海南自贸区位优势，对旗下村镇银行进行集约化管理，以及后续推进村镇银行的兼并收购。村镇银行经营痛点在于：1) 业务体量小，受信用评级和资本限制，创新业务发展空间较小；2) 随着大行聚焦普惠三农，业务渠道下沉，村镇银行竞争环境日趋激烈；3) 村镇银行普遍位于欠发达地区，风控管理压力较大等。但常熟银行作为一家市场领先的农商行，长期深耕三农业务，有明确的业务定位，已经形成了一套成熟可复制的村镇银行小微业务发展体系，流程化的经营模式有助于业务突破地域限制快速铺开，同时公司审慎的风控态度和风控体系，也保证了村镇业务资产质量可控。

综上所述我们认为，一方面村镇银行是常熟银行突破地域限制的重要抓手，通过在异地设立村镇银行，可以使渠道充分下沉，从而争取广阔的农村市场；另一方面，在监管强调完善金融精准扶贫，加大信贷资源和政策措施倾斜力度的政策引领下，村镇银行承担着支农服务的重要任务，也将享受到政策倾斜的红利。常熟银行作为第一家拿到村镇投资牌照的银行，未来将具有更加显著的业务优势，村镇银行对母行的贡献度也将更加突出。

图表12 贷款区域分布：常熟以外占比提升

	2018A (百万)	占比	2017A (百万)	占比	2016A (百万)	占比
常熟地区	44,888	48.4%	41,952	53.9%	37,818	56.9%
常熟以外的江苏省内地区	38,024	41.0%	28,332	36.4%	23,702	35.7%
其中：异地分支机构	33,908	36.5%	25,194	32.4%	-	-
村镇银行	4,117	4.4%	3,139	4.0%	-	-
江苏省外地区（村镇银行）	9,883	10.7%	7,527	9.7%	4,899	7.4%
贷款和垫款总额	92,795	100.0%	77,811	100.0%	66,419	100.0%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 上市农商行 2018 年参控股银行情况

	控股村镇银行数量 (家)	参股农商行数量 (家)
常熟银行	30	8
江阴银行	5	2
无锡银行	2	2
苏农银行	2	6
张家港行	2	5
紫金银行	0	2

资料来源：公司公告，平安证券研究所

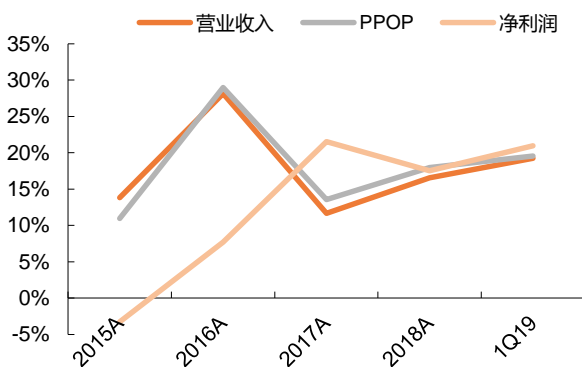
三、 财务分析

3.1 营收和 PPOP 增速一直保持较高的稳定性，手续费收入对营收有一定扰动

常熟银行业绩增速一直保持高稳定性，虽然四季度各指标略有回落，但 19Q1 增速延续上行。从增速来看，17 年以来公司利润增速整体位于营收和 PPOP 增速之上，优异的资产质量和高拨备水平保障业绩释放。18 年利润增速边际回落低于 PPOP 增速。

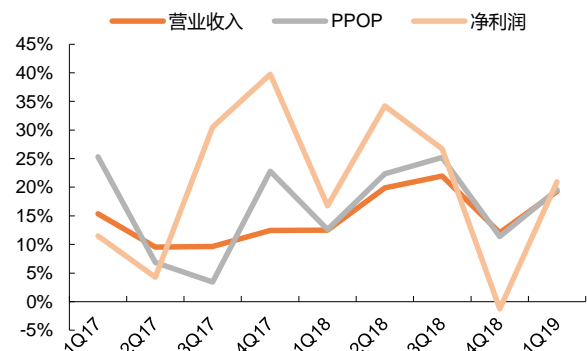
从结构来看，公司营收的 87%来自传统利息收入，18 年非息收入占比略有回落主要是手续费收入扰动，18 年占比超六成的代理业务手续费收入萎缩，导致 Q4 单季手续费净收入同比负增近 50%，拖累营收增速回落近 10 个百分点，但 19Q1 手续费负增程度已边际趋缓。公司成本收入比整体稳中有降，19Q1 略有抬升。

图表14 18 年业绩增速稳健，1Q19 延续上行



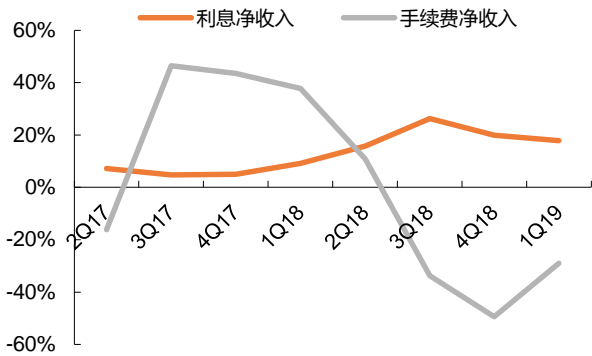
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表15 18 年四季度利润增速转负



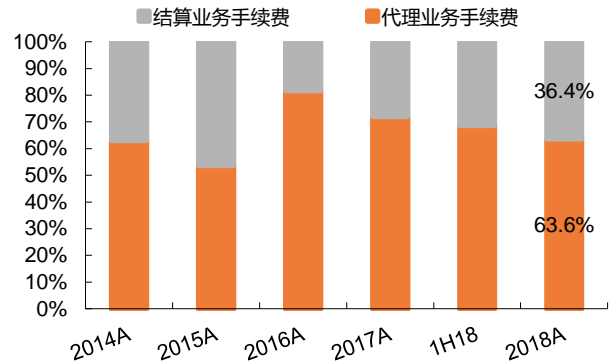
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 手续费收入负增拖累业绩增速



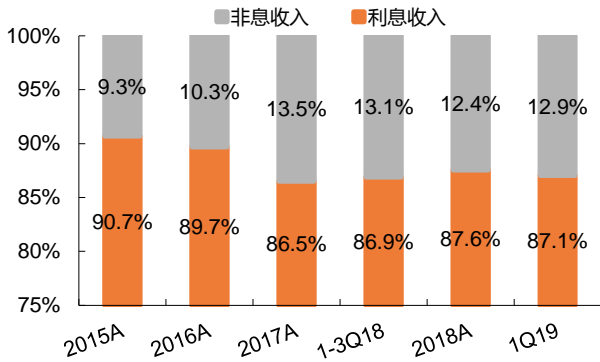
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 代理业务萎缩，结算业务收入占比提升



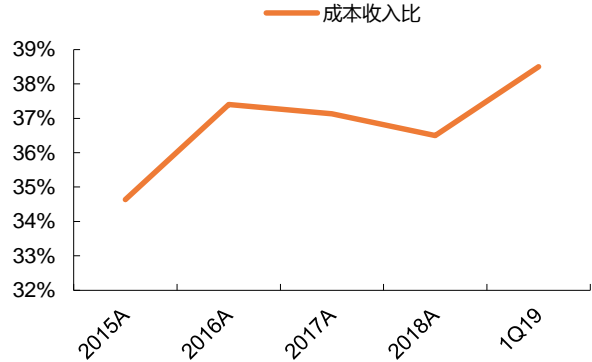
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表18 利息收入贡献营收的 87%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 成本收入比略有回升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 信贷投放集中零售业务，一季度存款放量多增夯实负债

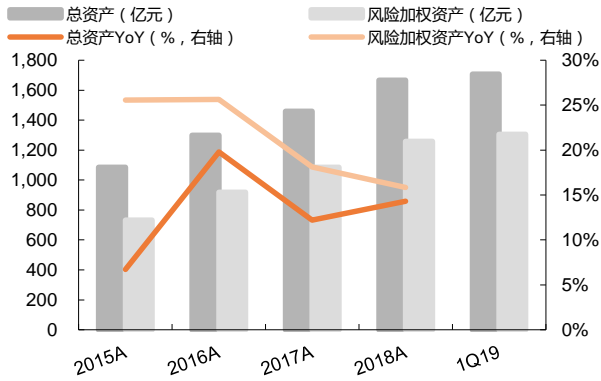
常熟银行 18 年资产增速 14.3%，较 17 年提升 2.1 个百分点，Q4 环比增长 1.17%，环比扩增的幅度较 Q3 走阔，19Q1 环比 18 年末再增 2.36%，资产增速稳步上行。加权风险资产增速整体下行至 15% 左右区间，但仍高于资产增速。结构上看，受益于额度宽松，资产摆布持续向高收益的信贷资产倾斜，18 年贷款总额同比增长 19.3%，较 17 年增速延续上行 2.1 个百分点，规模环比三季度末增 2.8%，年末信贷投放力度略有放缓，但一季度环比增速回升带动贷款净额占总资产的比例整体较 17 年提升 2.2pct 至 53.6%。

贷款投向，零售贷款 18 年同比大幅扩增 27.4%，带动资产端占比首次过半，但季度趋势来看，零售和对公贷款四季度投放均有所放缓，19Q1 对公投放力度加大 (+4.5%，QoQ)，零售规模则较 18 年末微增 0.5%。零售贷款发力的主要方向是经营性贷款，18 年增幅超 45%，贡献了零售贷款的 64%；消费贷压降集中在上半年，下半年回升达 13.3%。

负债端，18 年存款同比扩增 14.2%，较 17 年增幅提升 2.7pct，整体负债端存款强化助力负债成本率的压降。四季度环比增速略有放缓，19Q1 规模环比再大幅提升 14.65%，远超贷款增速，揽存节奏的变动主要是公司定位农村客群，储蓄的季节性更显著。截至一季度末，负债端存款占比已提升

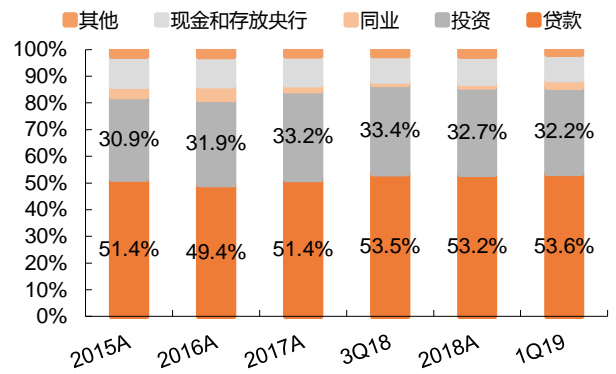
至 83.5% 高位。存款结构来看，个人存款占比持续提升，18 年末达 60.8%，较 17 年提升 2.3pct，19Q1 再增 5pct 至 65.8%。

图表20 风险加权资产增速持续高于总资产增速



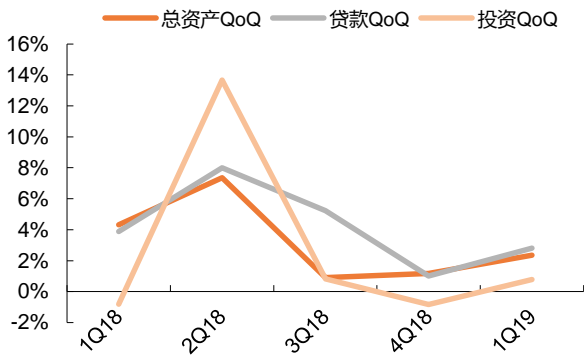
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 贷款配置比例整体上行



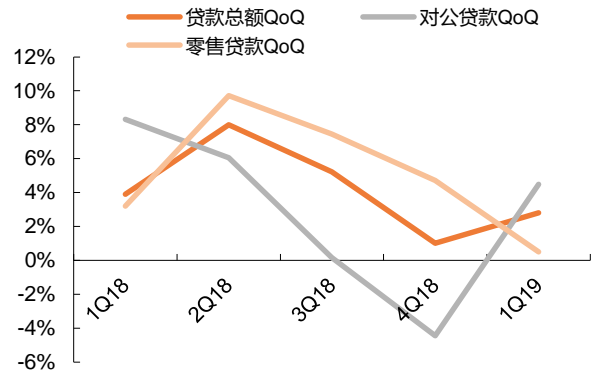
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 一季度贷款投放环比提速



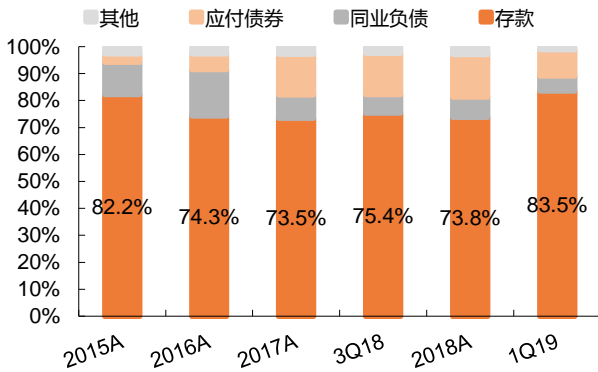
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表23 Q4 对公贷款投放放缓，Q1 回归正增



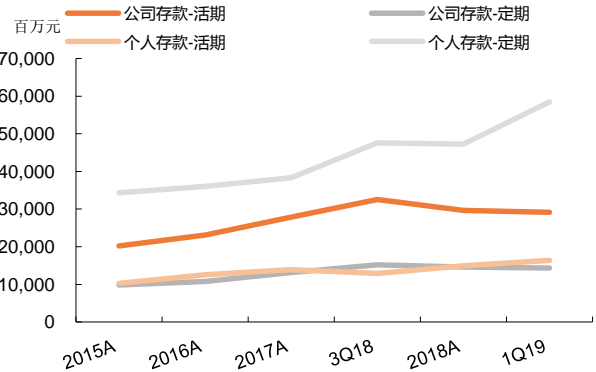
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 19Q1 存款占比大幅提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 公司存款规模环比回落



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 零售贷款收益率再攀高峰，存款夯实、流动性充裕缓释负债端压力

结合前文 2.1 分析，具体看公司披露的母行口径资产负债各细分项的增速和定价，公司息差提升主要源于资产端收益大幅上行 12BP，叠加负债成本率降低 1BP：

- 1) 贷款量价齐升，平均余额的规模增幅 15.7%，收益率较 17 年大幅提升 19BP，弥补了投资资产收益率降低 10BP，带动资产端收益率上行。
- 2) 负债端整体付息率不升反降 1BP，是价格因素和结构因素的综合作用。一方面受益于市场流动性宽松货币市场利率下行，同业负债和应付债券利率分别较 17 年压降 51BP 和 4BP，对冲了存款利率上行；另一方面，相对高息的应付债券规模大幅压降 17.8%，而低息的存款规模稳健增长 15.2%，缓释负债端成本压力。
- 3) 贷款中零售贷款表现亮眼，在规模扩增 20.3%的同时收益率大幅提升 40BP 至 8.04% 的高位。
- 4) 存款端，公司良好的负债成本管控能力下，活期存款付息率略有下行，缓释了定期存款规模和成本率的双升。整体来看，公司息差的提升既受到资产负债结构调整的影响，同时也有资产端议价能力的增强和负债成本管控的贡献。

图表26 常熟银行资产负债价格汇总

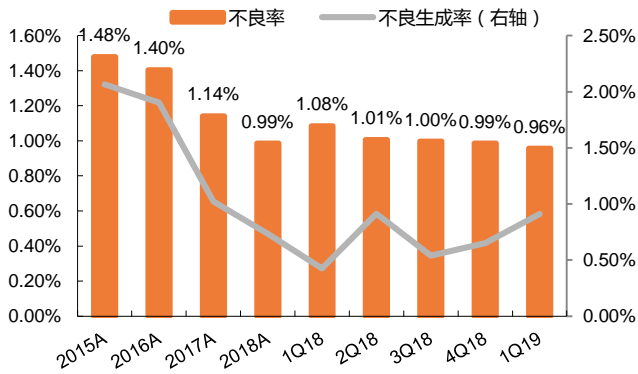
	平均余额占比 (2018A)	平均余额 增速	平均收益率 (2017A)	平均收益率 (2018A)	收益率 增量	
生息资产	一般贷款	51.7%	15.7%	6.57%	6.76%	0.19%
	投资	33.7%	8.4%	4.66%	4.56%	-0.10%
	存放央行	9.3%	10.2%	1.51%	1.56%	-0.01%
	同业资产	5.3%	1.6%	3.39%	3.42%	0.03%
	合计	100.0%	11.8%	5.24%	5.36%	0.12%
计息负债	存款	75.6%	15.2%	1.97%	2.00%	0.15%
	同业负债	8.0%	-17.8%	3.32%	2.81%	-0.51%
	应付债券	16.4%	31.1%	4.52%	4.48%	-0.04%
	合计	100.0%	13.8%	2.48%	2.47%	-0.01%
贷款	公司贷款	59.6%	12.8%	5.89%	5.89%	0.00%
	零售贷款	40.4%	20.3%	7.64%	8.04%	0.40%
	贷款和垫款	100.0%	15.7%	6.57%	6.76%	0.19%
存款	公司活期	28.8%	14.8%	0.93%	0.81%	-0.01%
	公司定期	12.9%	21.1%	2.39%	2.49%	0.10%
	零售活期	11.4%	9.8%	0.34%	0.31%	-0.03%
	零售定期	40.7%	16.7%	3.23%	3.30%	0.07%
	其他	6.1%	6.1%	0.99%	1.05%	0.06%
	存款余额	100.0%	15.2%	1.97%	2.00%	0.15%

资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：公司披露数据为母行口径

3.4 18 年拨覆率大幅提升至高位，一季度不良和关注类贷款双降

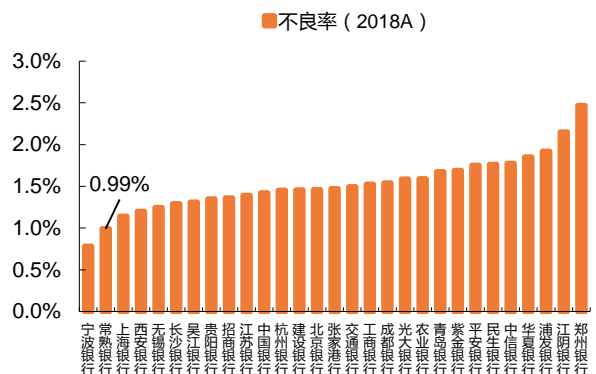
公司资产质量持续向好，一季度不良和关注类贷款实现双降。18 年末公司不良率已降至 0.99% 低位，19Q1 延续下行 3BP 至 0.96%，与已披露年报的上市银行相比，仅次于宁波银行。同时关注类贷款占比在 18 年已大幅下降 0.59pct 的基础上再降 0.13pct 至 1.95%。18 年加回核销及转出的不良生成率仅为 0.73%，较 17 年同期大幅下降 0.29pct，虽然去年三季度以来环比略有提升，但整体维持低位。逾期贷款余额和占比略有回升，新增逾期以 90 天以内为主。公司不良认定趋严，18 年逾期 90+/不良的比例较 17 年末降低 7pct 至 66.8%，环比 18 年中期略有提升，但整体认定非常审慎。在资产质量整体向好的情况下，公司拨备覆盖率逐季提升，18 全年提升超 100pct，19Q1 在新会计准则影响下，拨覆率环比再增 14pct 至 459%，居上市银行第二位。

图表27 不良率延续下行，不良生成率略有提升



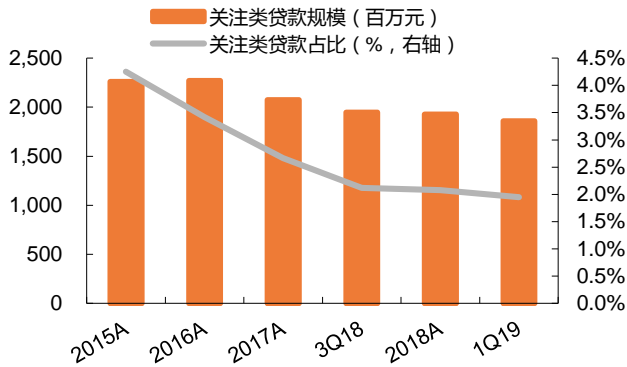
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 不良率持续低于可比同业



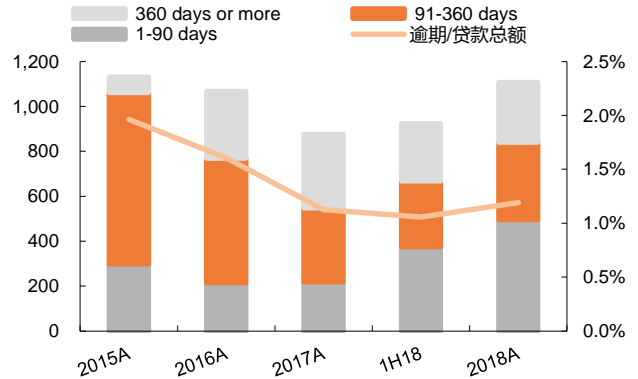
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 关注类贷款双降



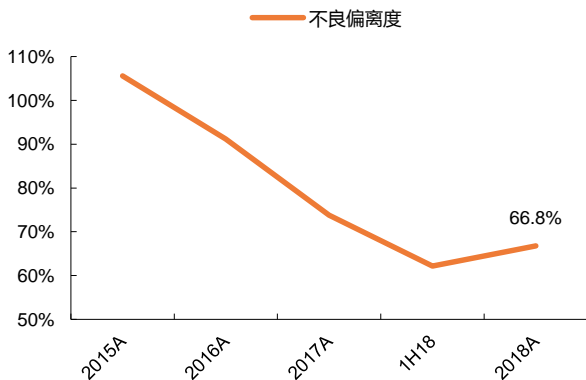
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 逾期贷款规模和占比略有提升



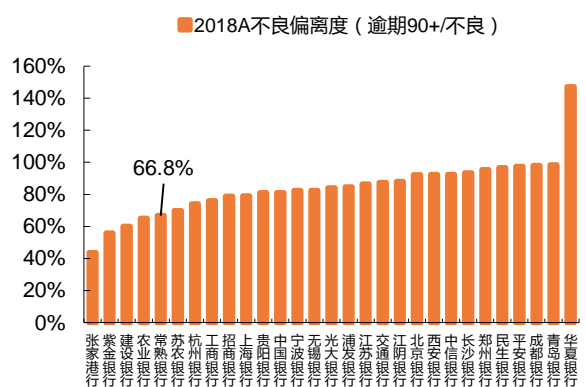
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 逾期90+/不良环比微升但仍处绝对低位



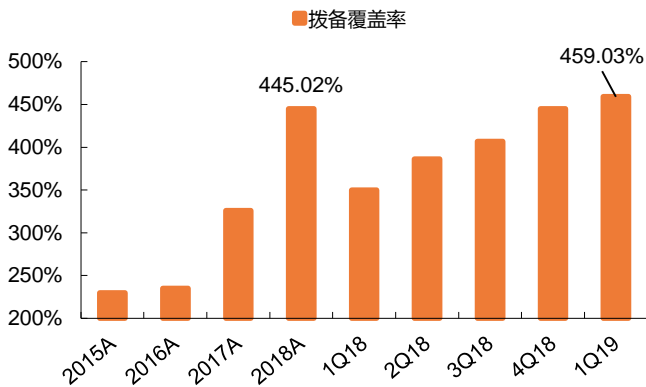
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表32 不良认定审慎度行业居前



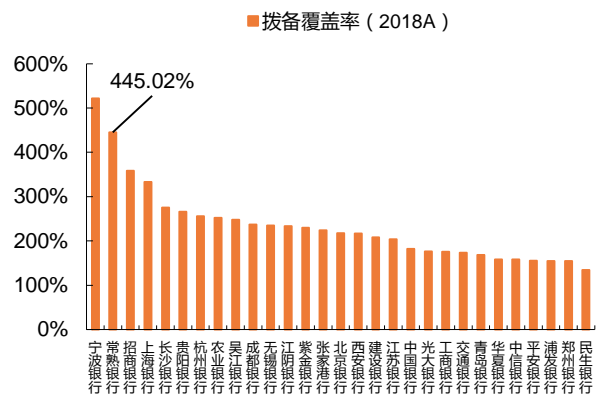
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表33 拨备逐季提升至高位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 拨备覆盖率高高于可比同业



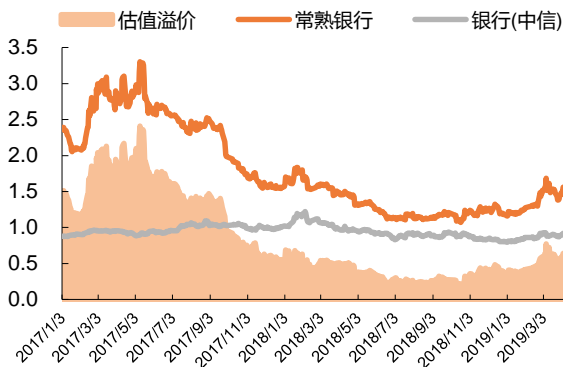
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、投资建议

常熟银行深耕县域农户和小微企业，赛道的差异化保障了公司的业务优势和持续发展能力。业绩上，较快的规模增速和亮眼的息差是公司业绩增长的动力。从19年业绩趋势来看，公司小微零售业务布局还在逐步深化，虽然行业面临息差压力，但公司较高的零售贷款定价能力，叠加负债端夯实存款，息差仍保持比较优势；规模增速稳中有升，结构持续调整，转债的转股消除资本约束；资产质量方面，不良偏离度同业最低，拨备率高增提供安全边际保障业绩释放，预计未来业绩表现仍将持续领跑可比农商行。

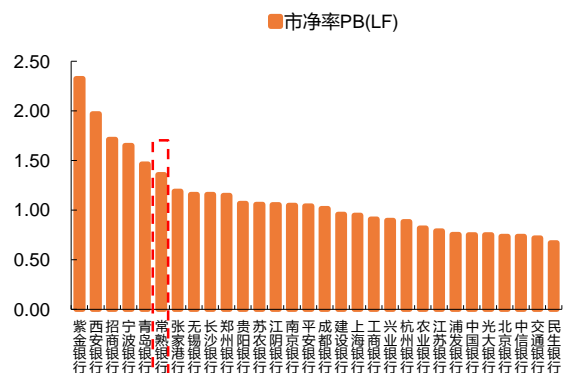
据公司年报公布业绩，考虑到19年行业息差压力，我们下调公司盈利预测，19/20年净利增速预测为17%/15.7%（原为20.7%/24%）。目前股价对应19/20年PB为1.26x/1.16x，PE为11.23x/9.71x，尽管年初以来公司估值整体修复14%，但绝对估值仍处于低位，结合公司独特的业务优势，我们维持公司“强烈推荐”评级。

图表35 年初至今公司估值有所修复



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 公司估值在A股上市银行中居前列（截至4.27）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、风险提示

1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露

银行业与国家宏观经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响公司利润增速。

2) 政策调控力度超预期

在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业和公司经营稳定性造成不利影响。

3) 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动行业股价下跌，从而影响公司股价表现。

图表37 常熟银行盈利预测

利润表						指标和估值					
百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	百万元; 元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
平均生息资产	136,988	155,895	178,574	203,359	230,222	ROAA (%)	0.92	0.95	0.98	0.99	1.00
净息差	2.91	3.65	3.54	3.30	3.25	ROAE (%)	12.44	12.75	12.29	12.45	12.96
利息收入	7,360	8,625	9,652	10,695	12,380	每股净资产	4.17	5.12	6.16	6.72	7.35
利息支出	3,036	3,525	4,037	4,767	5,764	EPS	0.50	0.59	0.69	0.80	0.93
净利息收入	4,324	5,099	5,615	5,928	6,615	股利	400.09	471.67	528.44	611.16	695.52
贷款减值准备	1,443	1,679	1,688	1,575	1,753	DPS	0.18	0.18	0.22	0.25	0.28
非息收入						股息支付率	31.65	30.39	30.39	30.39	30.39
手续费和佣金收入	424	367	385	424	488	发行股份	2223	2509	2457	2457	2457
交易性收入	-2	4	4	4	4	业绩数据					
其他收入	128	99	99	99	99	增长率 (%)					
非息总收入	673	724	737	776	839	净利息收入	7.7	17.9	10.1	5.6	11.6
非息费用						非利息收入	45.8	7.7	1.8	5.2	8.2
业务管理费	1,855	2,125	2,314	2,443	2,644	营业收入	11.7	16.5	9.1	5.5	11.2
营业税金及附加	40	38	40	44	50	净利润	21.5	17.5	17.0	15.7	13.8
非息总费用	1,896	2,165	2,356	2,489	2,696	平均生息资产	15.9	13.8	14.5	13.9	13.2
税前利润	1,668	1,977	2,306	2,638	3,002	总付息负债	(0.4)	13.2	12.6	12.7	11.9
所得税	346	392	468	528	615	总资产	12.2	14.3	13.8	13.1	12.7
净利润	1,264	1,486	1,739	2,011	2,288	营业收入分解 (%)					
资产负债表数据						净利息收入占比	86.5	87.6	88.4	88.4	88.7
总资产	145,825	166,704	189,773	214,673	241,948	佣金手续费收入占比	8.5	6.3	6.1	6.3	6.5
贷款总额	77,811	92,795	108,963	126,628	146,635	营业效率 (%)					
客户存款	99,005	113,101	126,899	142,127	159,182	成本收入比	37.1	36.5	36.4	36.4	35.5
其他付息负债	26,271	29,034	32,918	39,342	47,379	流动性 (%)					
股东权益	10,468	12,836	15,457	16,857	18,449	贷款占生息资产比	52.6	54.7	56.5	57.9	59.3
资产质量						期末存贷比	78.6	82.0	85.9	89.1	92.1
不良贷款	887	914	1,034	1,174	1,337	资本 (%)					
不良率	1.14	0.99	0.95	0.93	0.91	核心一级资本充足率	9.9	10.5	11.0	11.2	11.1
贷款损失拨备	2,892	4,069	4,986	5,743	6,617	一级资本充足率	9.9	10.5	11.1	11.2	11.2
拨备覆盖率	326	445	482	489	495	资本充足率	13.0	15.1	14.6	14.9	14.9
拨贷比	3.72	4.38	4.58	4.53	4.51						
信用成本 (%)	1.64	1.81	1.54	1.22	1.18						

资料来源: 公司财报、平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033