

2019年05月07日

常熟银行 (601128.SH)

盈利增速向上，资产质量持续改善

—常熟银行 2019 年一季报点评

■ **业绩概述:** 常熟银行 2019 年一季度营收同比增长 19.25%，净利润同比增长 20.96%，增速均略超出我们的预期。

■ 具体来看常熟最近三个季度的单季业绩增速。去年四季度，息差环比下降和非息收入增速放缓拖累了单季营收增速和 PPOP 增速。息差环比下降主要因为做了一些政府类项目，对资产收益率形成扰动；手续费收入增速放缓则是受到理财业务利差收窄的持续影响。同时因为非资产质量原因多提拨备，显著压降了当期净利润增速。

今年一季度，在息差翘尾和手续费收入增速边际改善的情况下，营收和 PPOP 增速明显恢复，利润增速也回到了正常水准。因为常熟银行是今年才开始实行 I9，一季报部分收入从利息收入挪到了非息收入，从而对两者的增速形成扰动。如果还原来看的话，一季度的净息差环比去年四季度应该是基本持平的。

■ 资产质量方面，去年四季度和今年一季度，不良率、关注率和拨备覆盖率都是持续改善的。美中不足的是，去年四季度的逾期贷款率，包括逾期 90 天以内和 90 天以上，环比均有所上升。今年一季度没有披露逾期贷款率的数据，但考虑到不良和关注率的下降幅度较大，我们倾向于认为逾期率也是边际改善的。

■ **投资建议:** 增持-A 投资评级，6 个月目标价 9 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 16.43%、17.76%、18.81%，净利润增速分别为 18.06%、18.62%、18.84%，成长性突出；首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 9 元，相当于 2019 年 1.5X PB。

■ **风险提示:** 小微贷款资产质量显著恶化、村镇银行发展不及预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,996	5,822	6,778	7,982	9,484
(+/-) %	11.64%	16.52%	16.43%	17.76%	18.81%
拨备前利润	3,111	3,635	4,287	4,964	5,894
(+/-) %	12.91%	16.85%	17.92%	15.80%	18.73%
净利润	1,264	1,486	1,754	2,081	2,473
(+/-) %	21.50%	17.54%	18.06%	18.62%	18.84%
每股净收益 (元)	0.57	0.66	0.70	0.83	0.99
每股净资产 (元)	4.71	5.67	5.99	6.61	7.34

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净资产收益率 (%)	12.44%	12.75%	12.46%	12.93%	13.90%
总资产收益率 (%)	0.92%	0.95%	1.01%	1.08%	1.14%
风险加权资产收益率 (%)	1.26%	1.18%	1.49%	1.78%	1.86%
市盈率	14.10	12.21	11.47	9.67	8.14
市净率	1.70	1.41	1.34	1.21	1.09
股息率 (%)	2.24%	2.24%	2.62%	3.10%	3.69%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

城商行

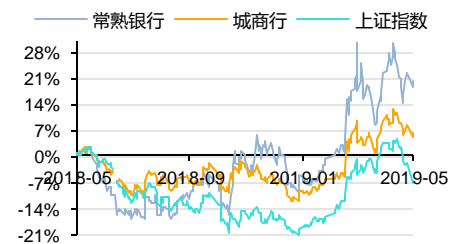
投资评级 **增持-A**  
首次评级

6 个月目标价: **9 元**  
股价 (2019-05-07) **8.02 元**

交易数据

总市值 (百万元)	20,123.01
流通市值 (百万元)	10,294.19
总股本 (百万股)	2,509.10
流通股本 (百万股)	1,283.56
12 个月价格区间	5.55/8.73 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	8.15	9.56	26.42
绝对收益	-1.72	21.33	21.09

张宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519030001  
zhangyu6@essence.com.cn

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

表 1: 常熟银行 2019 年一季度业绩概览

单位: 百万元	2018Q1	2019Q1	YoY(%)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	QoQ(%)
拨备前利润	783	933	19.3%	948	1,006	898	933	3.9%
母公司净利润	369	447	21.0%	342	409	366	447	22.1%
<b>市场预测</b>								
EPS (未年化)	0.17	0.18		0.15	0.18	0.16	0.18	
BVPS (未年化)	5.19	5.86		5.24	5.46	5.67	5.86	
净利息收入	1,136	1,338	17.8%	1,222	1,363	1,379	1,338	-2.9%
生息资产 (期初期末平均)	139,975	135,736	-3.0%	157,085	163,660	165,421	146,420	-11.5%
净息差 (期初期末口径)	3.07%	3.66%	59bp	3.11%	3.33%	3.33%	3.66%	32bp
净息差 (日均余额口径)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	152	199	31.3%	238	169	164	199	21.3%
手续费净收入	125	89	-29.0%	104	71	66	89	33.6%
其他非息收入	27	110	312.9%	134	97	98	110	13.0%
业务及管理费	497	591	19.0%	496	517	615	591	-3.9%
成本收入比	38.59%	38.47%	-0.1pc	33.99%	33.78%	39.87%	38.47%	-1.4pc
资产拨备支出	267	1	-99.7%	508	409	494	1	-99.9%
信贷拨备支出	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	115	121	5.1%	66	164	48	121	152.0%
有效税率	22.25%	12.92%	-9.3pc	15.05%	27.42%	11.81%	12.92%	1.1pc
<b>规模指标:</b>								
总资产	152,106	170,632	12.2%	163,289	164,775	166,704	170,632	2.4%
生息资产余额	151,363	126,510	-16.4%	162,807	164,512	166,331	126,510	-23.9%
其中: 贷款净额	77,771	91,541	17.7%	83,906	88,139	88,727	91,541	3.2%
同业资产	5,255	4,946	-5.9%	5,179	1,995	2,448	4,946	102.1%
债券投资	47,793	10,007	-79.1%	54,360	54,795	54,328	10,007	-81.6%
总负债	139,904	155,211	10.9%	150,957	151,943	153,169	155,211	1.3%
付息负债余额	136,604	150,924	10.5%	147,523	148,191	148,679	150,924	1.5%
其中: 吸收存款	110,173	127,103	15.4%	112,718	114,543	113,101	127,103	12.4%
同业负债	9,996	8,710	-12.9%	12,492	10,451	11,510	8,710	-24.3%
发行债券	16,436	15,111	-8.1%	22,313	23,198	24,069	15,111	-37.2%
所有者权益	11,538	14,695	27.4%	11,643	12,144	12,836	14,695	14.5%
总股本	2,223	2,509	12.9%	2,223	2,223	2,263	2,509	10.9%
<b>重点关注:</b>								
不良贷款	877	912	4.0%	879	916	914	912	-0.2%
关注贷款	1,956	1,860	-4.9%	1,894	1,949	1,927	1,860	-3.5%
逾期贷款	n.a	n.a	n.a	923	n.a	1,107	n.a	n.a
不良贷款率	1.08%	0.96%	-13bp	1.01%	1.00%	0.99%	0.96%	-3bp
不良真实生成率	0.47%	-0.33%	-80bp	1.03%	0.61%	0.57%	-0.33%	-90bp
不良核销转出率	46.17%	-32.55%	-78.7pc	94.44%	44.02%	57.56%	-32.55%	-90.1pc
不良真实生成额	92	-77	-183.2%	209	134	130	-77	-158.8%
不良核销转出额	102	-74	-172.6%	207	97	132	-74	-156.5%
拨备覆盖率	349.73%	459.03%	109.3pc	386.31%	406.74%	445.02%	459.03%	14.0pc
拨贷比	3.79%	4.39%	60bp	3.89%	4.05%	4.38%	4.39%	0bp
资本充足率	15.65%	15.02%	-63bp	14.53%	14.84%	15.12%	15.02%	-10bp
核心资本充足率	10.57%	11.50%	93bp	9.76%	10.08%	10.53%	11.50%	97bp
ROAE	13.4%	13.0%	-0.4pc	11.8%	13.7%	11.7%	13.0%	1.3pc

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 2：财务数据预测及估值汇总

财务预测(单位:百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>利润表</b>						
净利息收入	4,014	4,324	5,099	6,165	7,163	8,376
净手续费收入	298	424	367	514	719	1,007
其他非息收入	163	248	355	100	100	100
<b>营业收入</b>	<b>4,475</b>	<b>4,996</b>	<b>5,822</b>	<b>6,778</b>	<b>7,982</b>	<b>9,484</b>
税金及附加	-71	-40	-38	-119	-145	-176
业务及管理费	-1,674	-1,855	-2,125	-2,372	-2,874	-3,414
营业外净收入	25	10	-23	0	0	0
<b>拨备前利润</b>	<b>2,755</b>	<b>3,111</b>	<b>3,635</b>	<b>4,287</b>	<b>4,964</b>	<b>5,894</b>
资产减值损失	-1,444	-1,443	-1,679	-2,076	-2,341	-2,776
<b>税前利润</b>	<b>1,312</b>	<b>1,668</b>	<b>1,957</b>	<b>2,211</b>	<b>2,623</b>	<b>3,117</b>
所得税	-257	-346	-392	-433	-514	-611
<b>税后利润</b>	<b>1,055</b>	<b>1,322</b>	<b>1,565</b>	<b>1,778</b>	<b>2,109</b>	<b>2,507</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,041</b>	<b>1,264</b>	<b>1,486</b>	<b>1,754</b>	<b>2,081</b>	<b>2,473</b>
<b>资产负债表</b>						
存放央行	14,240	15,633	16,760	19,811	22,980	26,657
同业资产	6,684	3,322	2,448	2,598	2,759	2,931
贷款总额	66,419	77,811	92,795	111,354	133,625	160,350
贷款减值准备	-2,191	-2,892	-4,069	-4,940	-5,850	-6,921
贷款净额	64,229	74,919	88,727	106,414	127,775	153,429
证券投资	41,243	48,197	54,328	46,535	45,231	42,837
其他资产	3,586	3,754	4,442	4,552	5,159	5,862
<b>资产合计</b>	<b>129,982</b>	<b>145,825</b>	<b>166,704</b>	<b>179,910</b>	<b>203,904</b>	<b>231,717</b>
同业负债	20,583	11,587	11,510	12,399	13,371	14,433
存款余额	88,810	99,005	113,101	131,197	152,189	176,539
应付债券	6,991	20,357	24,069	17,000	17,000	17,000
其他负债	3,166	3,767	4,489	3,277	3,726	4,244
<b>负债合计</b>	<b>119,551</b>	<b>134,716</b>	<b>153,169</b>	<b>163,874</b>	<b>186,285</b>	<b>212,216</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>10,431</b>	<b>11,109</b>	<b>13,536</b>	<b>16,036</b>	<b>17,619</b>	<b>19,502</b>
<b>业绩增长</b>						
净利息收入增速	26.71%	7.73%	17.93%	20.89%	16.19%	16.94%
净手续费增速	484.16%	42.16%	-13.42%	40.00%	40.00%	40.00%
净非息收入增速	47.74%	45.72%	7.47%	-15.02%	33.48%	35.12%
拨备前利润增速	29.35%	12.91%	16.85%	17.92%	15.80%	18.73%
归属母公司净利润增速	7.71%	21.50%	17.54%	18.06%	18.62%	18.84%
<b>盈利能力</b>						
ROAE	11.61%	12.44%	12.75%	12.46%	12.93%	13.90%
ROAA	0.87%	0.92%	0.95%	1.01%	1.08%	1.14%
RORWA	1.13%	1.26%	1.18%	1.49%	1.78%	1.86%
生息率	7.08%	5.31%	5.44%	5.71%	5.81%	5.90%
付息率	2.95%	2.42%	2.46%	2.41%	2.35%	2.32%
净利差	4.13%	2.90%	2.97%	3.30%	3.47%	3.58%
净息差	3.40%	3.16%	3.28%	3.56%	3.72%	3.83%
成本收入比	37.40%	37.14%	36.51%	35.00%	36.00%	36.00%
<b>资本状况</b>						
资本充足率	13.22%	12.97%	15.12%	19.21%	18.37%	17.65%
核心资本充足率	10.93%	9.92%	10.53%	12.63%	12.41%	12.26%
风险加权系数	70.69%	68.83%	75.43%	61.00%	61.00%	61.00%
股息支付率	38.45%	31.65%	31.74%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>资产质量</b>						
不良贷款余额	933	887	914	1,068	1,253	1,482
不良贷款净生成率	1.88%	1.01%	0.73%	1.24%	1.24%	1.24%
不良贷款率	1.40%	1.14%	0.99%	0.96%	0.94%	0.92%
拨备覆盖率	235%	326%	445%	462%	467%	467%

拨贷比	3.30%	3.72%	4.38%	4.44%	4.38%	4.32%
<b>流动性</b>						
贷存比	74.79%	78.59%	82.05%	84.88%	87.80%	90.83%
贷款/总资产	51.10%	53.36%	55.66%	61.89%	65.53%	69.20%
平均生息资产/平均总资产	98.98%	99.18%	99.60%	100.00%	100.28%	100.40%
<b>每股指标</b>						
EPS	0.47	0.57	0.66	0.70	0.83	0.99
BVPS	4.43	4.71	5.67	5.99	6.61	7.34
每股股利	0.18	0.18	0.18	0.21	0.25	0.30
<b>估值指标</b>						
P/E	17.13	14.10	12.21	11.47	9.67	8.14
P/B	1.81	1.70	1.41	1.34	1.21	1.09
P/PP0P	6.47	5.73	4.99	4.69	4.05	3.41
股息收益率	2.24%	2.24%	2.24%	2.62%	3.10%	3.69%

资料来源: Wind、安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张宇声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034