



601128.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.88

板块评级: 强于大市

本报告要点

精耕细作小微业务, 资产质量优于同业

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	32.0	6.0	9.1	40.7
相对上证指数	11.2	3.7	9.6	33.8

发行股数(百万)	2,741
流通股(%)	55
总市值(人民币 百万)	21,159
3个月日均交易额(人民币 百万)	285
资本充足率(%) (2019Q1)	15.02
主要股东(%)	
交通银行股份有限公司	8

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

常熟银行

精耕细作小微业务, 资产质量优于同业

常熟银行率先引进战略投资者, 经营管理水平较为领先, 且公司股权结构均衡, 经营灵活。作为一家以小微业务为特色的农商行, 公司息差水平领先同业, 且逐步探索出一条独具特色的小微业务风控模式, 资产质量保持优异。在当前国家大力倡导扶持小微企业发展, 推动乡村振兴乡村战略的背景下, 常熟银行小微业务经营模式有助于其在未来分享更多的发展政策红利。维持买入评级。

支撑评级的要点

零售布局加速, 存款优势凸显。常熟银行深耕当地, 在小微零售领域积累丰富的管理经验, 并且在常熟当地市场存贷份额稳定。近几年公司加快零售布局, 个人存贷款占比提升。2019年1季末, 个人贷款占贷款比重为50.1%; 个人存款占总存款比重为58.9%, 居上市农商行较高水平。公司吸储能力强, 1季度存款规模环比增14.7%, 主要由零售存款的增长拉动, 存款优势促使公司净息差表现(2018年为3.0%)居同业前列。

服务网络下沉, 信贷审批集中。常熟小微模式以个体工商户、夫妻店和三农为主要放款对象, 平均单户金额低于20万。此类贷款由个人承担无限连带责任, 往往风险更低更分散。同时常熟银行实行总行集中审批和信贷工厂的标准化审批模式, 审批权限全部收归总行, 异地严控大额信贷, 有效把控风险。此外常熟银行是当地网点布局最广的银行, 且各分支机构仍在不断推进网点下沉到乡到镇, 充分发挥熟人熟地优势获取客户多维数据。

资产质量居同业较优水平, 拨备充足无虞。1季末公司不良率环比下降4bp至0.96%, 作为一家以小微业务为特色的农商行, 公司不良率绝对值在上市银行中仍处于较低水平, 资产质量保持优异。拨备水平居行业前列, 1季度拨备覆盖率/拨贷比环比4季度分别提升14个百分点/1BP至459%/4.39%。

估值

我们维持常熟银行2019/2020年EPS0.72/0.87元的预测, 对应净利润同比增速为21.9%/20.5%, 目前股价对应2019/2020年市盈率为10.91/9.05x, 市净率为1.33/1.22x, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	4,996	5,822	6,718	7,679	8,790
变动(%)	11.64	16.52	15.39	14.30	14.47
净利润	1,264	1,486	1,812	2,184	2,651
变动(%)	21.51	17.53	21.95	20.50	21.41
净资产收益率(%)	12.44	13.09	13.39	14.09	15.63
每股收益(元)	0.56	0.59	0.72	0.87	1.06
市盈率(倍)	14.10	13.31	10.91	9.05	7.46
市净率(倍)	1.67	1.39	1.33	1.22	1.11

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.56	0.59	0.72	0.87	1.06
BVPS (摊薄/元)	4.71	5.67	5.91	6.44	7.08
每股股利	0.18	0.21	0.23	0.28	0.34
分红率(%)	31.65	31.74	31.74	31.74	31.74
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	78	93	111	133	158
证券投资	48	54	61	68	76
应收金融机构的款项	3	2	3	3	3
生息资产总额	142	162	188	218	253
资产合计	146	167	193	224	259
客户存款	99	113	126	139	155
计息负债总额	131	149	167	187	210
负债合计	135	153	177	206	240
股本	2	2	3	3	3
股东权益合计	10	13	15	16	18
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	4.32	5.10	5.95	6.89	7.99
净手续费及佣金收入	0.42	0.37	0.37	0.39	0.40
营业收入	5.00	5.82	6.72	7.68	8.79
营业税金及附加	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.05)	(0.06)
拨备前利润	3.11	3.66	4.25	4.86	5.57
计提拨备	(1.44)	(1.68)	(1.84)	(1.95)	(2.03)
税前利润	1.67	1.98	2.42	2.91	3.53
净利润	1.26	1.49	1.81	2.18	2.65
资产质量					
NPL ratio(%)	1.14	0.99	0.93	0.90	0.90
NPLs	0.89	0.91	1.04	1.19	1.42
拨备覆盖率(%)	326	445	498	522	511
拨贷比(%)	3.72	4.41	4.63	4.70	4.60
一般准备/风险加权资(%)	2.66	3.24	3.54	3.69	3.71
不良贷款生成率(%)	0.96	0.62	0.85	0.85	0.85
不良贷款核销率(%)	(1.03)	(0.59)	(0.73)	(0.72)	(0.69)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	17.15	19.26	20.00	19.00	19.00
生息资产增长率	12.40	14.21	15.99	15.71	15.95
总资产增长率	12.19	14.32	15.99	15.71	15.95
存款增长率	11.48	14.24	11.00	11.00	11.00
付息负债增长率	12.51	13.54	11.99	12.13	12.26
净利息收入增长率	7.73	17.93	16.70	15.84	15.84
手续费及佣金净收入增长率	42.16	(13.42)	0.00	5.00	5.00
营业收入增长率	11.64	16.52	15.39	14.30	14.47
拨备前利润增长率	12.91	17.50	16.34	14.31	14.48
税前利润增长率	27.19	18.52	22.19	20.50	21.41
净利润增长率	21.51	17.53	21.95	20.50	21.41
非息收入占比	8.49	6.30	5.46	5.02	4.60
成本收入比	37.14	36.51	36.00	36.00	36.00
信贷成本	2.00	1.97	1.80	1.60	1.40
所得税率	20.75	19.84	20.00	20.00	20.00
盈利能力 (%)					
NIM	2.91	3.00	3.04	3.04	3.04
拨备前 ROAA	2.26	2.34	2.36	2.33	2.30
拨备前 ROAE	30.62	31.37	30.42	30.79	32.25
ROAA	0.92	0.95	1.01	1.05	1.10
ROAE	12.44	13.09	13.39	14.09	15.63
流动性 (%)					
分红率	31.65	31.74	31.74	31.74	31.74
贷存比	78.59	82.05	88.70	95.09	101.95
贷款/总资产	53.36	55.66	57.59	59.23	60.78
债券投资/总资产	33.05	32.59	31.47	30.46	29.42
银行同业/总资产	2.28	1.47	1.33	1.21	1.09
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	9.88	10.49	9.89	9.43	9.06
资本充足率	12.97	15.12	13.88	12.88	12.03
加权风险资产-一般法	109	126	146	169	196
% RWA/总资产(%)	74.44	75.43	75.43	75.43	75.43

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测