

证券研究报告—动态报告

金融

银行

常熟银行(601128)

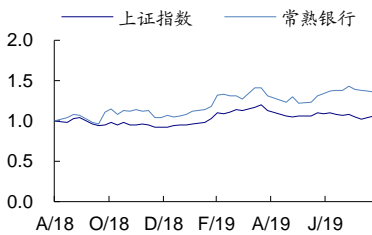
增持

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 28 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) | 2,741/1,515 |
| 总市值/流通(百万元) | 21,598/11,941 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,902/9,270 |
| 12 个月最高/最低(元) | 8.69/5.28 |

相关研究报告:

《常熟银行-601128-2019 年一季报点评: 净息差继续改善》——2019-04-26
 《常熟银行-601128-2018 年报报点评: 加大小微投放, 净息差持续改善》——2019-04-26
 《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号: 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号: 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

盈利能力持续改善

● 常熟银行披露 2019 年中报

2019 上半年实现归母净利润 8.5 亿元, 同比增长 20.2%。

● 小微业务持续增长

个人经营性贷款较年初增长 12%, 按过往经验, 常熟地区服装业上下游个体户往往在下半年生产更加活跃, 我们预计其下半年小微贷款余额有望继续发力。此外, 公司今年单户 100 万以下贷款户数接近零增长, 主要系主动压降消费贷规模导致。

● ROA 同比改善, 净息差上升贡献大

公司 2018 年加权平均 ROE 同比下降 0.4 个百分点, 但 ROA 同比上升 0.06 个百分点至 1.07%, 上升明显。从杜邦分析来看, 盈利能力同比上升主要得益于净息差上升, 以及实际所得税率下降 (后者主要是因为免税投资增多, 因此税收还原后亦可视为净息差提升)。

● 净息差同比上升, 环比略有下行

2019 上半年常熟银行母行口径日均净息差同比上升 16bps 至 3.03%, 对 ROA 提升贡献显著。具体来看, 主要是得益于同业融资成本同比大幅下降带来的负债付息率下降。从净息差环比数据来看, 今年上半年日均净息差比去年下半年下降了 13bps, 主要是免税收入影响导致, 我们测算税收还原后可比口径净息差仅下降 6bps。

● 资产质量大致稳定

从不良贷款主要指标来看: 期末不良率环比持平于 0.96%, 关注率环比下降 23bps 至 1.72%, 逾期率较年初下降 32bps 至 0.87%, 不良/逾期 90 天以上贷款较年初上升 21 个百分点至 171%。上半年不良生成率同比上升 23bps 至 0.99%, 与行业整体趋势接近。公司整体资产质量大体稳定。

● 投资建议

公司整体表现符合预期, 我们维持其“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 | 6,633 | 7,406 | 8,191 |
| (+/-%) | 11.7% | 16.5% | 13.9% | 11.7% | 10.6% |
| 净利润(百万元) | 1,322 | 1,585 | 1,861 | 2,203 | 2,580 |
| (+/-%) | 25.3% | 19.9% | 17.5% | 18.4% | 17.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.46 | 0.54 | 0.64 | 0.77 | 0.91 |
| 总资产收益率(ROA) | 0.95% | 1.00% | 1.03% | 1.07% | 1.12% |
| 净资产收益率(ROE) | 12.3% | 12.8% | 11.9% | 12.3% | 13.1% |
| 市盈率(PE) | 17.1 | 14.5 | 12.3 | 10.3 | 8.7 |
| P/PPoP | 7.0 | 5.9 | 5.2 | 4.7 | 4.2 |
| 市净率(PB) | 2.1 | 1.7 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |

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

| | 2018/3/31 | 2018/6/30 | 2018/9/30 | 2018/12/31 | 2019/3/31 | 2019/6/30 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 生息资产同比增速 | 10.4% | 16.4% | 15.9% | 14.2% | 12.9% | 8.1% |
| 净息差（单季，期初期末值） | 3.13% | 3.18% | 3.41% | 3.42% | 3.25% | 3.22% |
| 不良贷款率 | 1.08% | 1.01% | 1.00% | 0.99% | 0.96% | 0.96% |
| 拨备覆盖率 | 350% | 387% | 407% | 445% | 459% | 454% |

| | 2016/12/31 | 2017/6/30 | 2017/12/31 | 2018/6/30 | 2018/12/31 | 2019/6/30 |
|----------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| 关注贷款率 | 3.42% | 3.14% | 2.66% | 2.17% | 2.08% | 1.72% |
| 逾期率 | 1.61% | 1.31% | 1.12% | 1.06% | 1.19% | 0.87% |
| 不良/逾期 90 天以上贷款 | 110% | 116% | 135% | 161% | 150% | 171% |
| 不良生成率（半年度，年化） | 0.00% | 1.03% | 0.91% | 0.76% | 0.61% | 0.99% |

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 (元) | 普通股 ROE | | | 归母净利润同比 | | | PB | | | PE | | | |
|-----------|------------|---------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | |
| 2019/8/28 | | | | | | | | | | | | | | |
| 601398.SH | 工商银行 | 5.42 | 13.7% | 13.0% | 12.3% | 4.1% | 3.9% | 4.2% | 0.86 | 0.79 | 0.72 | 6.6 | 6.3 | 6.1 |
| 601288.SH | 农业银行 | 3.41 | 13.4% | 12.4% | 11.9% | 5.1% | 4.4% | 4.5% | 0.75 | 0.69 | 0.63 | 6.0 | 5.8 | 5.5 |
| 601988.SH | 中国银行 | 3.57 | 12.0% | 11.4% | 11.1% | 4.5% | 3.9% | 4.9% | 0.69 | 0.64 | 0.59 | 6.1 | 5.8 | 5.6 |
| — | | | | | | | | | | | | | | |
| 600036.SH | 招商银行 | 34.75 | 16.6% | 16.8% | 16.9% | 14.8% | 14.3% | 14.4% | 1.73 | 1.53 | 1.35 | 11.1 | 9.7 | 8.5 |
| 601166.SH | 兴业银行 | 18.27 | 14.2% | 13.9% | 13.4% | 6.0% | 8.6% | 8.2% | 0.86 | 0.77 | 0.70 | 6.4 | 5.9 | 5.4 |
| 600016.SH | 民生银行 | 5.82 | 13.0% | 12.3% | 11.1% | 1.0% | 3.9% | 4.8% | 0.62 | 0.57 | 0.52 | 4.9 | 4.7 | 4.5 |
| 600000.SH | 浦发银行 | 11.30 | 13.0% | 12.9% | 12.4% | 3.1% | 10.7% | 6.6% | 0.75 | 0.67 | 0.61 | 6.1 | 5.5 | 5.2 |
| 601998.SH | 中信银行 | 5.55 | 11.2% | 10.6% | 10.1% | 4.6% | 4.2% | 3.1% | 0.68 | 0.62 | 0.58 | 6.3 | 6.0 | 5.8 |
| 000001.SZ | 平安银行 | 14.31 | 11.4% | 11.1% | 10.8% | 7.0% | 6.9% | 7.1% | 1.12 | 1.01 | 0.92 | 10.3 | 9.6 | 8.9 |
| 601818.SH | 光大银行 | 3.67 | 11.7% | 11.5% | 11.1% | 6.7% | 6.0% | 5.6% | 0.66 | 0.61 | 0.56 | 6.0 | 5.6 | 5.3 |
| 600015.SH | 华夏银行 | 7.25 | 12.3% | 10.1% | 9.1% | 5.2% | 0.9% | 1.2% | 0.57 | 0.52 | 0.48 | 5.6 | 5.5 | 5.5 |
| — | | | | | | | | | | | | | | |
| 601169.SH | 北京银行 | 5.22 | 11.6% | 11.3% | 11.1% | 6.8% | 6.2% | 6.9% | 0.63 | 0.58 | 0.54 | 5.7 | 5.4 | 5.0 |
| 601009.SH | 南京银行 | 7.77 | 16.9% | 16.7% | 16.8% | 14.5% | 13.2% | 13.0% | 0.97 | 0.86 | 0.76 | 6.2 | 5.4 | 4.8 |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 23.11 | 19.0% | 18.2% | 17.8% | 19.9% | 18.2% | 16.1% | 1.88 | 1.55 | 1.34 | 11.3 | 9.6 | 8.2 |
| 600919.SH | 江苏银行 | 6.67 | 12.4% | 12.8% | 12.8% | 10.0% | 11.9% | 10.0% | 0.75 | 0.69 | 0.63 | 6.4 | 5.7 | 5.1 |
| — | | | | | | | | | | | | | | |
| 601128.SH | 常熟银行 | 7.88 | 13.3% | 12.1% | 12.3% | 17.5% | 18.6% | 19.4% | 1.68 | 1.31 | 1.20 | 14.5 | 12.3 | 10.3 |
| 平均 | | | 13.4% | 12.8% | 12.4% | 7.8% | 8.0% | 7.8% | 0.93 | 0.82 | 0.74 | 7.3 | 6.7 | 6.2 |

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) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E | 14.5 | 12.3 | 10.3 | 8.7 | 净利息收入 | 5,099 | 5,884 | 6,638 | 7,406 |
| P/B | 1.7 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 利息收入 | 8,625 | 9,769 | 10,985 | 12,157 |
| P/PPoP | 5.9 | 5.2 | 4.7 | 4.2 | 利息支出 | 3,525 | 3,885 | 4,347 | 4,751 |
| 市值/总资产(A股) | 13.0% | 11.1% | 9.9% | 8.9% | 资产准备支出 | 1,679 | 1,810 | 1,864 | 1,882 |
| 股息收益率(税后) | 2.2% | 2.6% | 3.1% | 3.6% | 拨备后净利息收入 | 3,421 | 4,074 | 4,774 | 5,523 |
| | | | | | 手续费净收入 | 367 | 391 | 411 | 428 |
| | | | | | 其他经营净收益 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 每股指标 (元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 营业净收入 | 5,824 | 6,633 | 7,406 | 8,191 |
| EPS | 0.54 | 0.64 | 0.77 | 0.91 | 营业费用 | 2,165 | 2,498 | 2,791 | 3,087 |
| BVPS | 4.68 | 6.02 | 6.59 | 7.25 | 营业外净收入 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| PPoPPS | 1.33 | 1.51 | 1.68 | 1.86 | 拨备前利润 | 3,658 | 4,135 | 4,616 | 5,104 |
| DPS | 0.17 | 0.20 | 0.24 | 0.29 | 总利润 | 1,977 | 2,322 | 2,749 | 3,218 |
| 盈利驱动 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 所得税 | 392 | 461 | 545 | 639 |
| 存款增长 | 14.2% | 14.0% | 12.0% | 12.0% | 少数股东利润 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| 贷款增长 | 19.3% | 17.0% | 14.0% | 14.0% | 净利润 | 1,585 | 1,861 | 2,203 | 2,580 |
| 存贷比 | 82% | 84% | 86% | 87% | 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 盈利资产增长 | 14.2% | 16.6% | 11.7% | 11.8% | 现金及存放同业 | 2,203 | 7,183 | 9,979 | 13,166 |
| 贷款收益率 | 7.08% | 7.01% | 6.95% | 6.88% | 央行准备金 | 16,760 | 19,106 | 21,399 | 23,967 |
| 债券收益率 | 4.15% | 4.07% | 3.91% | 3.75% | 拆放金融企业 | 245 | 798 | 1,109 | 1,463 |
| 资产生息率 | 5.58% | 5.56% | 5.49% | 5.43% | 贷款 | 88,727 | 103,435 | 117,576 | 133,897 |
| 存款成本率 | 2.00% | 2.05% | 2.05% | 2.05% | 贷款拨备 | -4,068 | -5,135 | -6,194 | -7,201 |
| 负债付息率 | 4.61% | 4.06% | 3.73% | 3.41% | 债券投资 | 54,328 | 58,640 | 61,293 | 63,799 |
| 净息差(NIM) | 3.30% | 3.35% | 3.31% | 3.31% | 固定资产 | 1,255 | 1,219 | 1,201 | 1,193 |
| 净利差(SPREAD) | 3.10% | 3.14% | 3.10% | 3.10% | 递延税款净额 | 730 | 730 | 730 | 730 |
| 非利息收入比重 | 12% | 11% | 10% | 10% | 其他资产 | 2,458 | 3,230 | 3,855 | 4,547 |
| 费用收入比(含税金及附加) | 37.2% | 37.7% | 37.7% | 37.7% | 盈利资产 | 162,262 | 189,162 | 211,355 | 236,292 |
| 拨备支出/平均贷款 | 2.05% | 1.88% | 1.69% | 1.50% | 总资产 | 166,704 | 194,341 | 217,142 | 242,761 |
| 有效所得税率 | 20% | 20% | 20% | 20% | 金融企业存放 | 11,510 | 12,058 | 12,061 | 13,509 |
| | | | | | 存款 | 113,101 | 128,935 | 144,407 | 161,736 |
| 收入盈利增长 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 应付款项 | 4,489 | 5,192 | 5,815 | 6,512 |
| 净利息收入增长 | 17.9% | 15.4% | 12.8% | 11.6% | 发行债券 | 24,069 | 30,944 | 36,102 | 40,434 |
| 手续费收入增长 | -13.4% | 6.6% | 5.0% | 4.1% | 付息负债 | 148,679 | 171,938 | 192,570 | 215,679 |
| 营业净收入增长 | 16.5% | 13.9% | 11.7% | 10.6% | 总负债 | 153,169 | 177,129 | 198,385 | 222,191 |
| 拨备前利润增长 | 18.0% | 13.0% | 11.6% | 10.6% | 实收资本 | 2,263 | 2,741 | 2,741 | 2,741 |
| 净利润增长 | 19.9% | 17.5% | 18.4% | 17.1% | 公积金 | 886 | 3,393 | 3,393 | 3,393 |
| 资产盈利能力 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 一般准备 | 3,145 | 3,631 | 4,212 | 4,896 |
| RoAE | 12.8% | 11.9% | 12.3% | 13.1% | 未分配利润 | 2,056 | 2,374 | 2,758 | 3,203 |
| RoAA | 1.0% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 少数股东权益 | 700 | 700 | 700 | 700 |
| RoAA(拨备前) | 2.3% | 2.3% | 2.2% | 2.2% | 所有者权益 | 13,536 | 17,211 | 18,757 | 20,569 |
| RoRWA | 1.3% | 1.4% | 1.4% | 1.5% | 贷款结构 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 资产质量 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 企业贷款 | 43% | | | |
| 不良资产率 | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 票据贴现 | 6% | | | |
| 拨备覆盖率 | 445% | 495% | 523% | 534% | 个人贷款 | 51% | | | |
| 拨备余额/全部贷款 | 4.4% | 4.7% | 5.0% | 5.1% | 存款结构 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 资本 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 企业活期 | 26% | | | |
| 资本充足率 | 15% | 14% | 14% | 14% | 企业定期 | 13% | | | |
| 一级资本充足率 | 11% | 12% | 12% | 11% | 储蓄活期 | 13% | | | |
| 财务杠杆(倍) | 12.3 | 11.3 | 11.6 | 11.8 | 储蓄定期 | 42% | | | |
| 风险加权资产比重 | 75% | 74% | 74% | 74% | 其他存款 | 6% | | | |
| 核心一级资本充足率 | 10.5% | 11.8% | 11.5% | 11.3% | | | | | |

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