

常熟银行 (601128)

证券研究报告
2019 年 08 月 30 日

小微标杆行，资产质量保持较优

事件：近期，常熟银行披露 1H19 业绩：营收 31.21 亿元，YoY +13.63%；归母净利润 8.54 亿元，YoY +20.16%。截至 19 年 6 月末，资产规模 1758.58 亿元，不良贷款率 0.96%。

点评：

小微标杆行，借助投资管理型村镇银行异地扩张

常熟银行是资本市场较为熟知的小微标杆行，近年来盈利增速持续领跑上市农商行。并借助投资管理型村镇银行来实现异地扩张，实现小微信贷模式的异地复制，解决未来成长性天花板问题。截至 1H19 共有村镇银行 30 家，村镇银行支行及分理处达 83 家，覆盖 4 省的 37 个县，总贷款 147.02 亿元，占比 14.2%；1H19 村镇银行净利润 1.5 亿元。

常熟银行成功之处在于依托客户经理对小微客户的了解，实现较高的贷款利率而很低的不良率，**ROE 居上市农商行前列**。不过，其本土化的 IPC 小微信贷技术依赖客户经理，2018 年末母行与子公司在职员工数高达 5563 人，人数远远高于同等规模的商业银行，使得成本收入比偏高。

拨备前利润增速下降，净息差同比改善

1H19 营收/拨备前利润/净利润增速为 13.6%/11.5%/20.2%，净利润增速与 1Q19 基本接近，而拨备前利润增速下降较明显，**盈利高增压力隐现**。盈利增长主要来自于规模扩张及息差改善。

1H19 净息差 3.03%，同比上升 16BP。**主要是市场利率下降带来负债成本率下降，而资产收益率保持相对稳定**。1H19 存款成本率 2.20%，同比上升 20BP，升幅较大。1H19 对公贷款收益率 5.75%，环比有所下行；个贷收益率 7.96%，维持高位。随着经济下行及政策引导企业贷款利率下行，预计净息差将小幅收窄，与行业趋势一致。

资产质量保持优异，拨备较充足

资产质量保持优异。1H19 不良贷款率 0.96%，较年初下降 3BP；关注贷款率 1.72%，较年初下降 36BP；逾期贷款率 0.87%，较年初下降 32BP；未来资产质量隐忧较小。1H19 不良净生成率 1.07%，同比略微上升，与行业趋势及经济走势相吻合。

拨备较充足。1H19 拨贷比 4.35%，较年初微降；拨备覆盖率 453.53%，拨备较充足，风险抵御能力较强。

投资建议：小微标杆行，维持买入评级

我们认为，常熟银行是小微标杆行，其模式逐步经受住了市场之考验，且户均贷款金额很小，与大行小微客户重合度较低，受冲击小。

与行业趋势一致，我们预计其净息差将小幅收窄，盈利高增压力隐现。我们将 19/20 年净利润增速预测由此前的 21.0%/20.8%下调至 17.6%/14.9%。维持买入评级及目标估值 1.6 倍 19 年 PB，对应目标价 9.55 元/股。

风险提示：区域经济风险；小微贷款利率政策管控等。

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	7.37 元
目标价格	9.55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,740.86
流通 A 股股本(百万股)	1,516.22
A 股总市值(百万元)	20,200.11
流通 A 股市值(百万元)	11,174.57
每股净资产(元)	5.72
资产负债率(%)	90.66
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

- 1 《常熟银行-季报点评:业绩延续高增长，农商行之标杆》 2019-04-26
- 2 《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
- 3 《常熟银行-公司点评:ROE 持续上行，拨备进一步提升》 2019-03-04

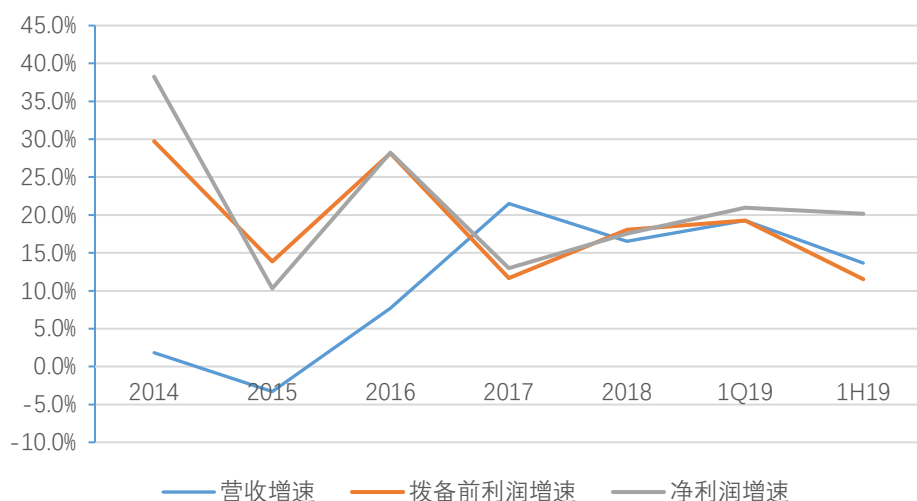
财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	50	58	63	71	78
增长率（%）	11.7	16.5	8.0	12.5	10.9
归属母公司股东净利润（亿元）	13	15	17	20	23
增长率（%）	21.5	17.5	17.6	14.9	12.2
每股收益（元）	0.57	0.66	0.64	0.73	0.82
市盈率(P/E)	13.12	11.36	11.70	10.18	9.08
市净率(P/B)	1.58	1.38	1.25	1.15	1.05

资料来源：wind，天风证券研究所



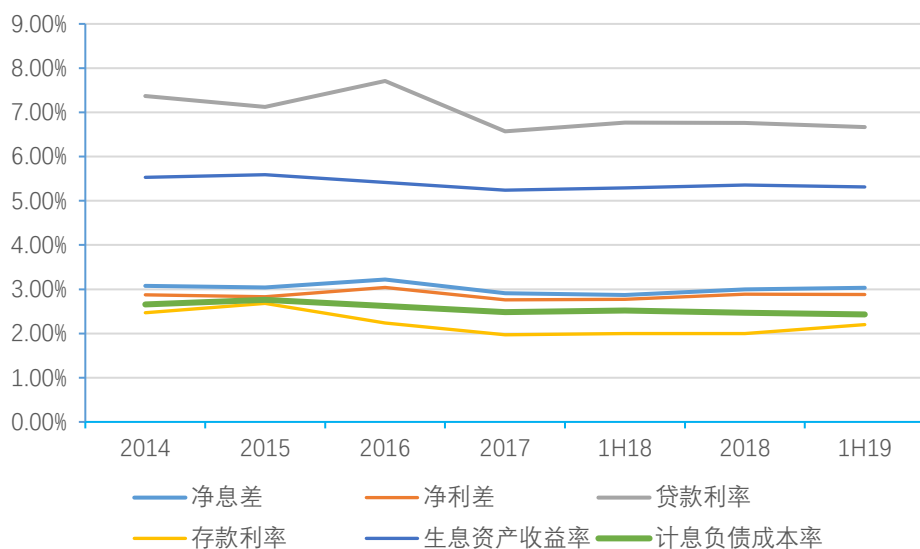
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图 1：常熟银行 1H19 营收增速有所走低，净利润增速维持较高



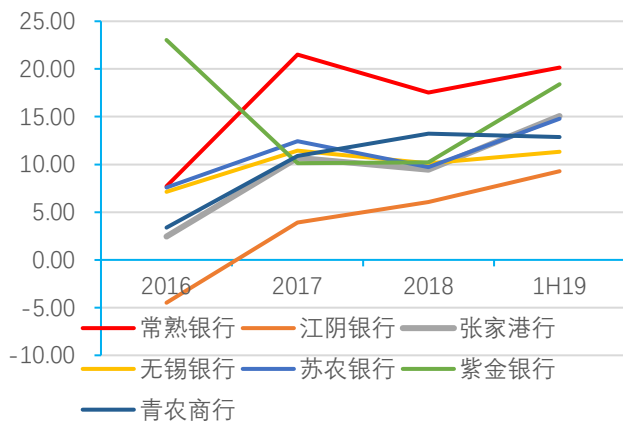
资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 2：常熟银行 1H19 净息差 3.03%，同比提升 16BP



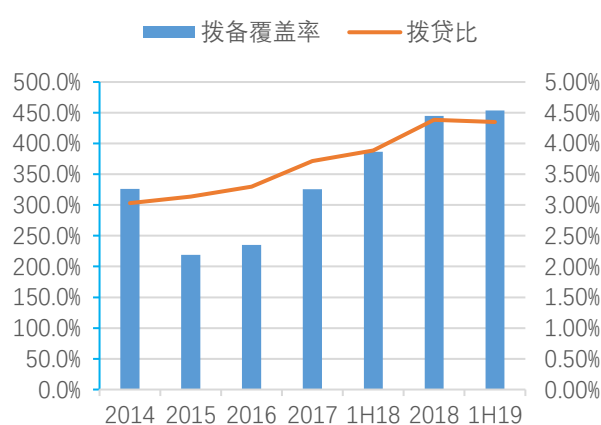
资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 3：常熟银行盈利增速领军 A 股上市农商行 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：常熟银行 1H19 拨贷比较年初微降



资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 1：常熟银行资产收益率及负债成本率情况

	2015	2016	2017	1H18	2018	1H19
发放贷款	7.12%	7.71%	6.57%	6.77%	6.76%	6.67%
对公贷款		6.07%	5.89%	5.96%	5.89%	5.75%
个人贷款		8.00%	7.64%	8.00%	8.04%	7.96%
证券投资	4.82%	3.97%	4.18%	4.21%	4.22%	4.35%
存放央行	1.56%	1.54%	1.51%	1.53%	1.56%	1.58%
存放同业	3.74%	3.37%	3.41%	3.43%	3.52%	3.15%
买入返售			3.49%	3.63%	3.34%	2.68%
生息资产	5.59%		5.24%	5.29%	5.36%	5.31%
吸收存款	2.68%	2.24%	1.97%	2.00%	2.00%	2.20%
对公活期		0.98%	0.93%	0.91%	0.81%	0.87%
个人活期		0.36%	0.34%	0.31%	0.31%	0.30%
对公定期		2.58%	2.39%	2.47%	2.49%	2.58%
个人定期		3.40%	3.23%	3.25%	3.30%	3.45%
其他		1.03%	0.99%	1.04%	1.05%	1.15%
发行债券		3.22%	4.52%	4.79%	4.48%	4.26%
同业	3.13%	2.89%	4.51%	3.35%	2.95%	1.50%
卖出回购			3.05%	2.89%	2.70%	2.36%
计息负债	2.76%		2.48%	2.52%	2.47%	2.43%
净息差	3.04%	3.22%	2.91%	2.87%	3.00%	3.03%

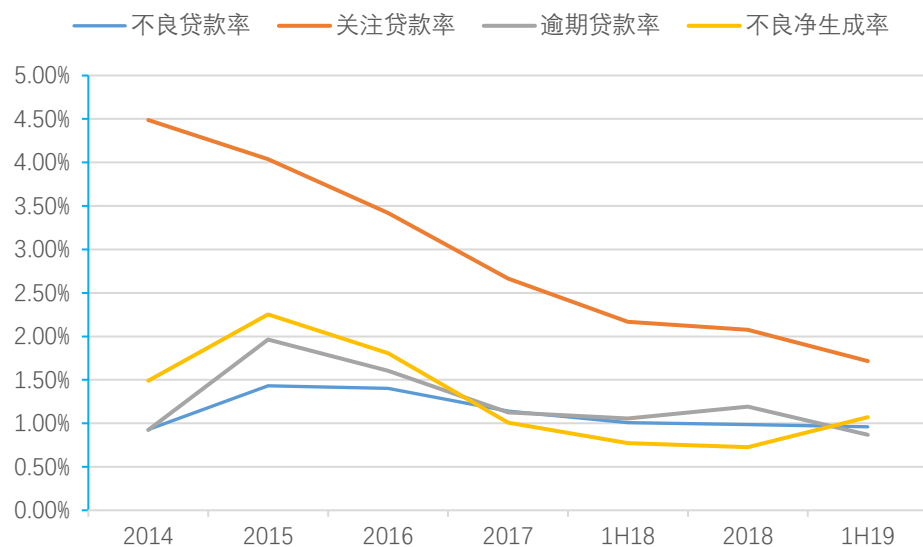
资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 2：常熟银行贷款结构

	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
制造业	43.46%	35.58%	28.03%	25.31%	23.15%	23.64%
建筑业	5.89%	5.57%	5.60%	4.71%	4.43%	4.39%
房地产业	1.10%	0.85%	1.10%	1.49%	1.54%	1.35%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.38%	0.40%	0.51%	0.92%	1.36%	1.09%
批发和零售业	6.53%	5.25%	4.00%	3.92%	3.07%	3.29%
水利、环境和公共设施管理业	0.75%	1.54%	3.74%	5.48%	5.00%	4.58%
文化教育、体育和娱乐业	0.37%	0.30%	0.17%	0.10%	0.10%	0.08%
其它	3.16%	3.79%	4.27%	4.42%	4.07%	4.85%
对公贷款	61.63%	53.28%	47.43%	46.34%	42.72%	43.27%
个人按揭贷款	8.56%	8.04%	6.98%	6.39%	6.15%	6.48%
信用卡	0.51%	0.60%	1.52%	2.34%	2.14%	1.74%
消费及经营性贷款	20.47%	28.71%	36.11%	39.03%	42.74%	41.51%
个人贷款	29.54%	37.35%	44.62%	47.76%	51.02%	49.73%
贴现票据	8.13%	8.84%	7.96%	5.90%	6.26%	6.99%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 5：常熟银行资产质量保持优异



资料来源：定期财报，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	54.2	60.8	67.5	净利润增速	21.5%	17.5%	17.6%	14.9%	12.2%
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%	6.9%	11.6%	9.1%
其他收入	2.5	3.6	4.7	5.6	6.1	税前利润增速	27.4%	18.6%	18.0%	11.1%	12.7%
营业收入	50.0	58.2	62.9	70.8	78.5	营业收入增速	11.7%	16.5%	8.0%	12.5%	10.9%
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%	6.3%	12.1%	11.1%
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	39.1	43.7	47.6	营业费用增速	10.8%	14.6%	10.0%	14.0%	14.0%
计提拨备	(14.4)	(16.8)	(15.7)	(17.7)	(18.4)	规模增长					
税前利润	16.7	19.8	23.4	25.9	29.2	生息资产增速	12.9%	14.9%	14.9%	12.5%	12.7%
所得税	(3.5)	(3.9)	(4.7)	(4.4)	(5.0)	贷款增速	17.2%	19.3%	18.0%	16.0%	16.0%
净利润	12.6	14.9	17.5	20.1	22.5	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%	15.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	778	928	1095	1270	1473	其他资产增速	1.5%	13.8%	-2.3%	29.8%	19.2%
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	625	687	756	存款增速	11.5%	14.2%	13.0%	12.0%	12.0%
生息资产	1444	1659	1906	2144	2417	同业负债增速	-55.0%	87.8%	5.0%	10.0%	10.0%
非生息资产	43	49	48	62	74	股东权益增速	6.5%	21.8%	26.5%	9.4%	9.7%
总资产	1458	1667	1906	2149	2427	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	171	187	206	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	0.64	0.73	0.82	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.40	1.62	1.43	1.59	1.74	不良贷款率	1.14%	0.99%	0.93%	0.93%	0.93%
每股净资产(元)	4.71	5.41	5.97	6.51	7.13	正常	96.19%	96.50%	97.63%	97.68%	97.73%
每股总资产(元)	65.61	73.67	69.53	78.42	88.53	关注	2.66%	2.42%	2.37%	2.32%	2.27%
P/E	13.12	11.36	11.70	10.18	9.08	次级	1.09%	1.01%			
P/PPOP	5.35	4.61	5.23	4.68	4.29	可疑	0.04%	0.07%			
P/B	1.58	1.38	1.25	1.15	1.05	损失	0.01%	0.01%			
P/A	0.11	0.10	0.11	0.10	0.08	拨备覆盖率	325.93%	445.02%	476.48%	479.20%	467.74%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.91%	3.00%	3.04%	3.00%	2.96%	资本充足率	12.97%	15.12%	14.03%	13.31%	12.67%
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%	10.00%	9.75%	9.52%
贷款利率	6.57%	6.76%	6.81%	6.86%	6.91%	资产负债率	92.38%	91.88%	91.01%	91.28%	91.53%
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	27.41	27.41	27.41
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%	1.05%	1.06%	1.06%						
ROAE	12.44%	13.09%	12.22%	11.74%	12.05%						
拨备前利润率	2.25%	2.34%	2.19%	2.15%	2.08%						

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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