

2019年09月08日

常熟银行 (601128.SH)

## 资产质量稳健，盈利能力稳步提升

### —常熟银行 2019 年中报点评

- **业绩概述:** 2019 年上半年，常熟银行营业收入同比增长 13.63%，归母净利润同比增长 20.16%；其中二季度营收与归母净利润同比增速分别为 8.66% 和 19.29%。业绩总体符合预期。
- **Q2 营收增速环比放缓系短期波动。** 净息差 Q2 环比 Q1 基本持平情况下，生息资产规模同比增速放缓，拖累净利息收入环比增速下降。但下半年，随着零售贷款结构调整进入尾声，小微信贷投放节奏将逐步恢复正常水平，有效支撑贷款增速和收益率稳定。此外，其他非息净收入波幅增大也部分与 I9 会计准则切换有关。最终，上半年 ROA 同比提升 6bp 至 1.07%，盈利能力进一步强化。
- **资产质量总体平稳。** 二季度不良率环比持平，关注率和逾期率持续改善，系强化不良认定与加大不良处置力度双措并举的成果。今年上半年加回核销的不良生成率为 0.94%，同比上行 21bp，环比去年下半年上升 37bp；拨备覆盖率环比小幅下行 5.5 个百分点，但仍位列上市银行前茅，风险抵御能力较强。
- **异地扩张步伐加快。** ①常熟以外的江苏省内异地分支机构营收占比较去年提升 5.58 个百分点至 35.57%，贷款投放占比较年初提升 1.98 个百分点至 38.52%，异地机构占常熟业务比重进一步提高。②今年上半年新开设 3 家异地支行，按照常熟银行的发展规划，未来异地机构将逐步实现网点下沉，有望拓展新的利润增长点。
- **投资建议:** 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 8.4 元，相当于 2019 年 1.4X PB。

### ■风险提示：资产质量显著恶化、信贷投放进度不达预期

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

## 公司动态分析

证券研究报告

城商行

投资评级 **增持-A**  
维持评级

6 个月目标价：**8.4 元**  
股价 (2019-09-06) **7.62 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	20,885.32
流通市值 (百万元)	11,553.63
总股本 (百万股)	2,740.86
流通股本 (百万股)	1,516.22
12 个月价格区间	5.60/8.73 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	-14.38	0.65	21.05
绝对收益	-6.04	6.72	32.05

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

刘源

报告联系人

liuyuan2@essence.com.cn

**表 1: 常熟银行 2019 年中报业绩概览**

业绩单季同比增速	2019Q1	2019Q2
营业收入	19.25%	8.66%
利息净收入	17.85%	11.88%
手续费及佣金净收入	-28.99%	-3.70%
其他非息净收入	285.59%	-11.48%
成本收入比	38.47%	36.17%
拨备前利润	19.25%	5.44%
归母净利润	20.96%	19.29%
资产质量	2018A	2019Q2
不良率	0.96% (2019Q1末)	0.96%
关注率	1.95% (2019Q1末)	1.72%
逾期率	1.19%	0.87%
逾期90天以内率	0.53%	0.31%
逾期90天以上率	0.66%	0.56%
逾期90天以上/不良	66.78%	58.49%
拨备覆盖率	459.03% (2019Q1末)	453.53%
资产负债结构	2018A	2019Q2
信贷	53.2%	56.5%
一般对公贷款	42.7%	43.3%
票据贴现	6.3%	7.0%
零售贷款	51.0%	49.7%
其中: 信用卡	2.1%	1.7%
住房抵押	6.1%	6.5%
个人经营性贷款	32.8%	32.8%
个人消费性贷款	9.9%	8.7%
债券	22.6%	21.0%
传统同业	1.5%	3.7%
SPV投资	10.0%	7.1%
存款	73.8%	83.2%
其中: 对公存款	39.2%	35.6%
零售存款	55.0%	57.4%
活期存款	39.5%	37.2%
定期存款	54.7%	55.9%
其他存款	5.8%	7.0%
同业负债 (合同业存单)	18.7%	12.8%
发行债券	2.8%	1.3%
其他	2018A	2019Q2
非保本理财余额 (亿元)	293	275
核心一级资本充足率	11.45% (2019Q1末)	12.19%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

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
	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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@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