

# 常熟银行 (601128)

证券研究报告  
2020年01月11日

## 资产质量靓丽，小微业务持续推进

**事件：**1月10日晚，常熟银行披露2019年度业绩快报：营收64.53亿元，YoY+10.80%；归母净利润17.93亿元，YoY+20.66%。19年的ROE为11.71%。截至19年12月末，资产规模1845亿元，不良贷款率0.96%。

**点评：**  
**业绩靓丽，ROE处于上行通道**

业绩靓丽。19年营收/净利润增速为10.8%/20.7%（1H19分别为13.6%/20.2%）。19年净利润增速较3Q19的22.4%略微下行，系加大拨备计提力度。

**ROE处于上行通道。**19年ROE为11.71%，同比下降0.91个百分点，系19年可转债完成转股增厚净资产带来的一次性影响。考虑到常熟银行净利润增速维持在20%上下，ROE仍处于上行通道。

**小微业务持续推进，净息差保持较高**

**小微业务持续推进。**小微标杆行-常熟银行持续提升个贷占比，尤其是个人经营性贷款占比。19年末资产端贷款占比达59.6%，较年初上升3.9个百分点，较14年末上升11.7个百分点。19年末，个人经营性贷款达380.6亿元，同比增长25.1%，占比达34.6%，较年初提升1.8个百分点；个贷占比达53.8%。

**净息差保持较高。**据我们测算，3Q19净息差3.21%，较1H19（同测算口径）上升4BP，得益于资产负债结构优化。资产端提升贷款尤其是高收益的个人经营性贷款占比，负债端提升存款占比（19年末达80.7%），持续优化资产负债结构，预计未来净息差保持相对稳定。

**资产质量保持优异，拨备充足**

**资产质量保持优异。**19年末不良贷款率0.96%，与1H19持平，较年初下降3BP；19Q3关注贷款率1.62%，较1H19下降10BP，较年初下降46BP。1H19逾期贷款率0.87%，未来资产质量隐忧较小。19年营收10.8%，净利润增速达20.4%，拨备水平却在上升，系不良生成下降。

拨备较充足。19年末拨贷比4.6%，较年初上升0.2个百分点；拨备覆盖率481%，拨备充足，风险抵御能力增强。

**投资建议：小微标杆行，维持买入评级**

常熟银行是资本市场较为熟知的小微标杆行，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。

19年末个人经营性贷款380.6亿元，占总贷款的34.6%，19Q3户均25.7万元。我们认为，常熟银行小微信贷模式经受了市场考验，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。维持买入评级，目标估值1.6倍20年PB，对应目标价10.46元/股。

**风险提示：**江苏区域经济下行风险；小微业务不良风险等。

### 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	8.78元
目标价格	10.46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)	2,575.09
A股总市值(百万元)	24,064.72
流通A股市值(百万元)	22,609.27
每股净资产(元)	5.91
资产负债率(%)	90.41
一年内最高/最低(元)	9.39/6.13

### 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

- 《常熟银行-季报点评:业绩靓丽，小微领跑》2019-10-26
- 《常熟银行-半年报点评:小微标杆行，资产质量保持较优》2019-08-30
- 《常熟银行-季报点评:业绩延续高速增长，农商行之标杆》2019-04-26

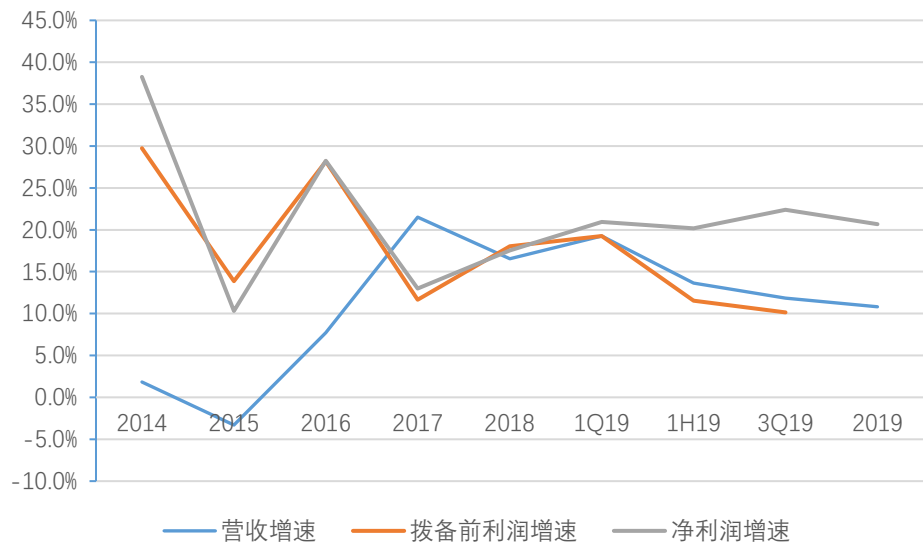
财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	50	58	63	70	77
增长率(%)	11.7	16.5	8.1	10.7	11.1
归属母公司股东净利润(亿元)	13	15	18	21	25
增长率(%)	21.5	17.5	20.7	18.2	15.9
每股收益(元)	0.57	0.66	0.65	0.77	0.90
市盈率(P/E)	15.44	13.37	13.42	11.35	9.80
市净率(P/B)	1.86	1.62	1.47	1.34	1.22

资料来源：wind，天风证券研究所



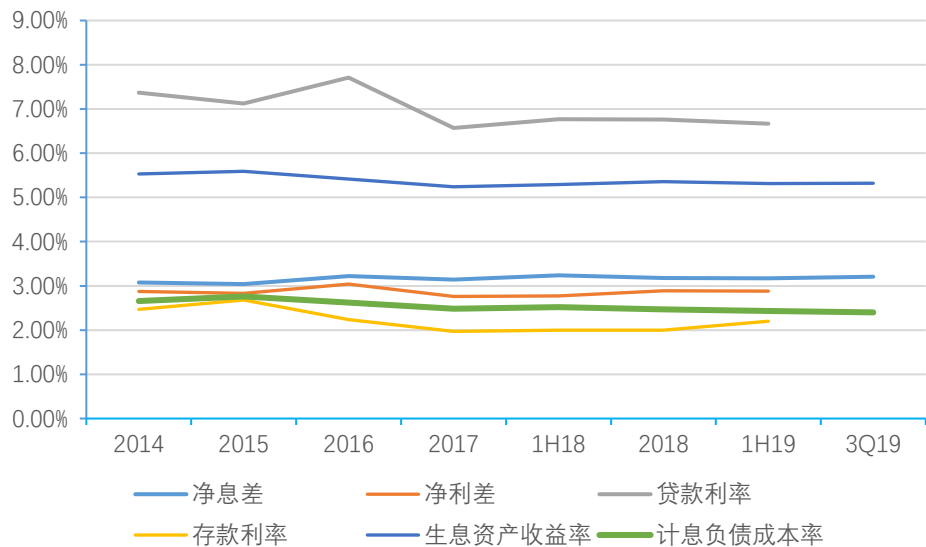
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图 1: 常熟银行 2019 年净利润增速 20.7%，高增长延续



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 2: 据我们测算，常熟银行 3Q19 净息差较 1H19 微升



资料来源：定期报告，天风证券研究所

注：2017、2018、1H19、3Q19 净息差数据均为我们测算数据，与公司披露的略有差异。

表 1: 常熟银行资产负债结构优化，资产端贷款占比及负债端存款占比提升（亿元）

	2014	2015	2016	2017	1H18	2018	1H19	3Q19	2019
贷款总额	487	576	664	778	873	928	1,035	1,075	1,099
同业资产	100	43	67	33	52	24	66	38	
证券投资	274	334	412	482	544	543	488	524	
资产总额	1,017	1,085	1,300	1,458	1,633	1,667	1,759	1,785	1,845
贷款占比	47.87%	53.10%	51.10%	53.36%	53.46%	55.66%	58.87%	60.22%	59.59%
负债：									
存款	743	823	888	990	1,127	1,131	1,298	1,307	1,347
同业	173	113	193	87	108	88	87	104	
发行债券	0	30	70	204	223	241	137	128	

负债总额	943	1,001	1,196	1,347	1,510	1,532	1,594	1,613	1,668
存款占比	78.8%	82.2%	74.3%	73.5%	74.7%	73.8%	81.4%	81.0%	80.7%

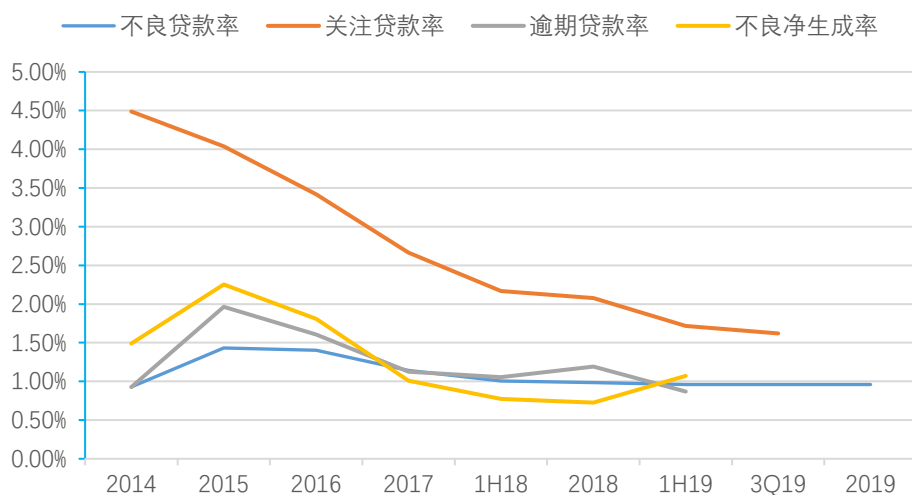
资料来源：定期报告，天风证券研究所

表 2：常熟银行贷款分布情况

类别	2019年9月30日		2018年12月31日	
	金额(亿元)	户均(万元)	金额(亿元)	户均(万元)
100万(含)以下	414.0	16.2	370.6	15.2
100万-1000万(含)	278.3	236.3	225.7	239.3
1000万-5000万(含)	226.3	2374.6	180.1	2300.2
5000万以上	156.1	9400.8	151.5	10520.1
贷款总额	1074.6	40.0	928.0	36.6
个人经营性贷款	360.2	25.7	304.3	28.1

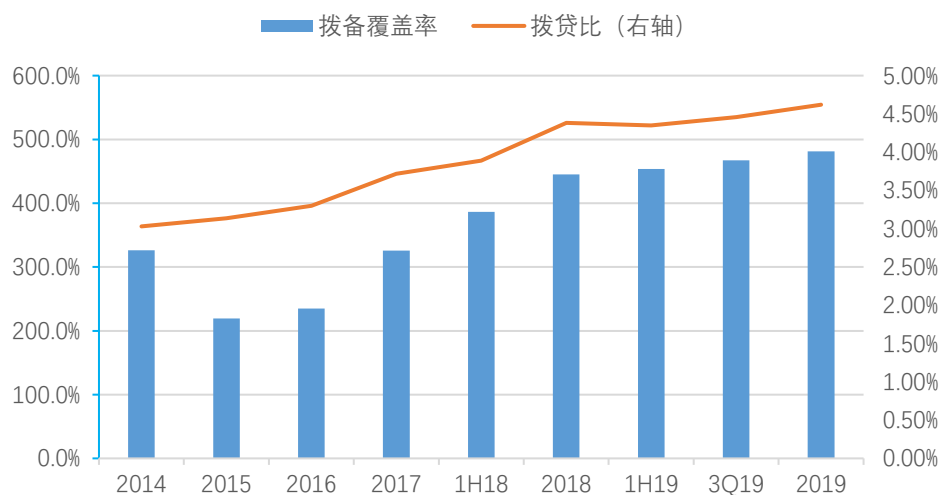
资料来源：定期报告，天风证券研究所

图 3：常熟银行资产质量保持优异



资料来源：定期报告，天风证券研究所

图 4：常熟银行 19 年末拨贷比达 4.6%，拨备充足



资料来源：定期报告，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
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	43.2	51.0	54.3	59.7	66.4	净利润增速	21.5%	17.5%	20.7%	18.2%	15.9%
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%	8.2%	12.3%	12.8%
其他收入	2.5	3.6	4.7	5.6	6.1	税前利润增速	27.4%	18.6%	20.4%	14.5%	16.2%
营业收入	50.0	58.2	63.0	69.7	77.4	营业收入增速	11.7%	16.5%	8.1%	10.7%	11.1%
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%	6.4%	10.0%	11.2%
业务管理费	(18.6)	(21.3)	(23.0)	(24.8)	(26.8)	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	39.6	44.5	50.2	营业费用增速	10.8%	14.6%	8.0%	8.0%	8.0%
计提拨备	(14.4)	(16.8)	(15.8)	(17.2)	(18.4)	<b>规模增长</b>					
税前利润	16.7	19.8	23.8	27.3	31.7	生息资产增速	12.9%	14.9%	10.3%	12.6%	12.9%
所得税	(3.5)	(3.9)	(4.8)	(4.6)	(5.4)	贷款增速	17.2%	19.3%	18.5%	16.0%	16.0%
净利润	12.6	14.9	17.9	21.2	24.6	同业资产增速	-50.3%	-26.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	16.9%	12.7%	0.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	778	928	1099	1275	1479	其他资产增速	1.5%	13.8%	33.0%	16.8%	16.6%
同业资产	33	24	24	24	24	计息负债增速	12.5%	13.5%	9.9%	13.0%	13.1%
证券投资	482	543	543	598	657	存款增速	11.5%	14.2%	19.1%	12.0%	12.0%
生息资产	1444	1659	1829	2060	2324	同业负债增速	-55.0%	2.0%	-30.0%	10.0%	10.0%
非生息资产	43	49	65	76	89	股东权益增速	6.5%	21.8%	27.7%	9.7%	10.4%
总资产	1458	1667	1845	2078	2348	<b>存款结构</b>					
客户存款	990	1131	1347	1509	1690	活期	42.2%	39.3%	39.34%	39.34%	39.34%
其他计息负债	319	356	286	338	398	定期	52.0%	54.8%	54.80%	54.80%	54.80%
非计息负债	38	45	35	42	50	其他	5.8%	5.9%	5.86%	5.86%	5.86%
总负债	1347	1532	1668	1888	2138	<b>贷款结构</b>					
股东权益	111	135	173	190	209	企业贷款(不含贴现)	46.3%	48.3%	48.32%	48.32%	48.32%
<b>每股指标</b>						个人贷款	47.8%	47.4%	47.44%	47.44%	47.44%
每股净利润(元)	0.57	0.66	0.65	0.77	0.90	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	1.40	1.62	1.45	1.62	1.83	不良贷款率	1.14%	0.99%	0.92%	0.93%	0.93%
每股净资产(元)	4.71	5.41	5.97	6.54	7.20	正常	96.19%	96.50%	97.63%	97.68%	97.73%
每股总资产(元)	65.61	73.67	67.31	75.81	85.65	关注	2.66%	2.42%	2.37%	2.32%	2.27%
P/E	15.44	13.37	13.42	11.35	9.80	次级	1.09%	1.01%			
P/PPOP	6.29	5.43	6.07	5.41	4.80	可疑	0.04%	0.07%			
P/B	1.86	1.62	1.47	1.34	1.22	损失	0.01%	0.01%			
P/A	0.13	0.12	0.13	0.12	0.10	拨备覆盖率	325.93%	445.02%	486.43%	487.40%	473.62%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.91%	3.00%	3.05%	3.01%	2.97%	资本充足率	12.97%	15.12%	14.05%	13.38%	12.82%
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%	10.03%	9.82%	9.66%
贷款利率	6.57%	6.76%	6.81%	6.86%	6.91%	资产负债率	92.38%	91.88%	90.43%	90.87%	91.08%
存款利率	1.97%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	<b>其他数据</b>					
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%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.96%	1.02%	1.09%	1.15%	1.19%						
ROAE	12.44%	13.09%	12.53%	12.36%	13.05%						
拨备前利润率	2.25%	2.34%	2.26%	2.27%	2.27%						

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