天风证券 TF SECURITIES

常熟银行（601128）

证券研究报告
2020 年 06 月 04 日

收购打开估值天花板，或成“江苏农商行”

事件： 6 月 3 日常熟银行发布公告，拟出资 10.5 亿元，认购镇江农商行非公开发行股份 5 亿股，占镇江农商行非公开发行后总股本的 33.33%，成为其第一大股东。

点评：

兼并重组符合监管方向，打开估值天花板

镇江农商行 1Q20 总资产达 220.5 亿元，19 年实现净利润 1.17 亿元，YoY -11.01%，ROE 为 4.7%。截至 19 年末，存款余额为 171.69 亿元，YoY +5.24%；贷款余额为 120.16 亿元，YoY +7.2%。截至 19 年末，逾期贷款率和不良贷款率分别为 3.35%和 2.98%；拨备覆盖率为 206.26%，较 18 年末上升 48 pct。

我们在《农商行改革二十年》报告中指出，对于业务不符合监管鼓励方向的高风险农村金融机构，被兼并重组是一条必由之路。镇江农商行 18/19 年利息净收入占营收比仅为 54.9%/54.5%；若将常熟银行预估价值与其 20Q1 净资产差额（6.7 亿元）视为不良，测算镇江农商行 19 年末真实不良贷款率约为 8.56%。

我们预计这次并购是在省联社指导下，常熟银行结合自身战略方向，进行的双向选择。预计常熟银行 10.5 亿元的收购资金部分将用于化解镇江农商行的不良资产，此外料常熟银行将其小微金融业务移植到镇江农商行，拓展其经营区域。**在当前监管严格限制农商行异地开立分支并展业的趋势下，此次并购将增加常熟银行异地网点，打开其估值天花板。**

并表或增厚业绩，行长曾任职于常熟银行

若常熟银行 20 年将镇江农商行业绩并表，以其 19 年财务数据静态测算，大约可增加常熟银行 20 年净利润增速 5 pct；收购资金 10.5 亿元大约降低常熟银行核心一级资本充足率 0.71pct（以 20Q1 数据静态测算）至 11.37%，影响不大。

镇江农商行行长施健曾是常熟银行副行长，熟悉常熟银行微贷业务及企业文化，或利于镇江农商行中高管理层顺利过渡，也有利于镇江农商行信贷员队伍改造。

投资建议：百尺竿头更进一步，或成“江苏农商行”

作为小微标杆银行，18 年末总资产规模仅有 1600 多亿元的常熟银行普惠小微贷款高达 928 亿元，将近工行的 1/3。此次收购或标志常熟银行外延式扩张将成趋势，针对省内符合标准的农村金融机构，常熟银行未来或通过外延式扩张将经营范围拓展至江苏全省，或成省级农商行。短期虽受疫情影响，常熟银行估值错杀明显，但长期投资价值凸显。维持买入评级，维持目标估值 1.3 倍 20 年 PB，对应目标价 9.02 元/股。

风险提示：并购标的业绩不达标；小微金融业务发展不及预期；疫情导致小微贷款资产质量大幅恶化。

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	58	64	71	79	90
增长率（%）	16.5	10.7	10.7	10.6	13.5
归属母公司股东净利润（亿元）	15	18	20	24	27
增长率（%）	17.5	20.1	13.3	18.5	12.4
每股收益（元）	0.66	0.65	0.74	0.87	0.98
市盈率(P/E)	11.56	11.65	10.29	8.68	7.72
市净率(P/B)	1.40	1.23	1.09	0.97	0.85

资料来源：wind，天风证券研究所

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	7.59 元
目标价格	9.02 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)	20,803.10
流通 A 股市值(百万元)	19,544.91
每股净资产(元)	6.43
资产负债率(%)	90.39
一年内最高/最低(元)	9.39/6.47

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com
朱于畋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090006
zhuyutian@tfzq.com

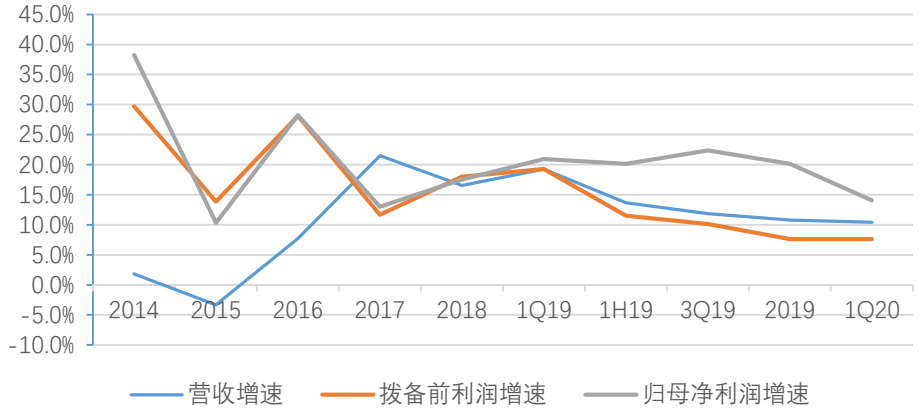
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

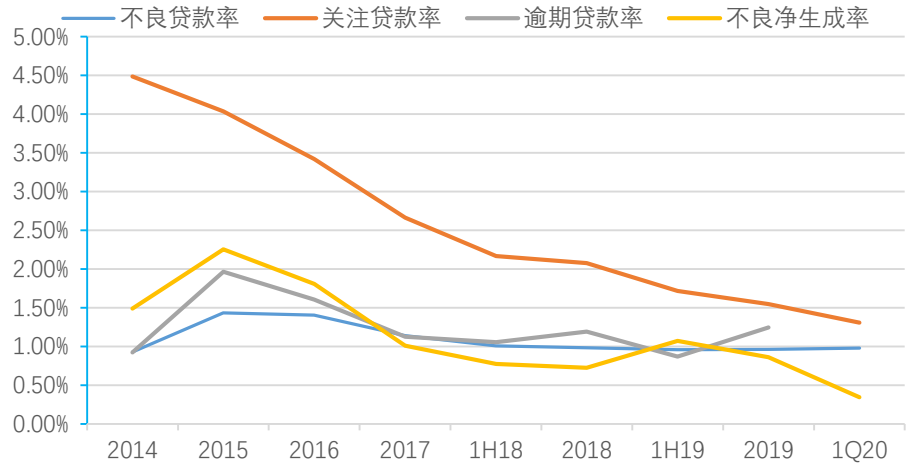
1 《常熟银行-季报点评:年报及一季报点评：疫情有影响，但业绩仍靓丽》 2020-04-23
2 《常熟银行-公司点评:资产质量靓丽，小微业务持续推进》 2020-01-11
3 《常熟银行-季报点评:业绩靓丽，小微领跑》 2019-10-26

图 1：常熟银行 1Q20 归母净利润增速 14.1%，较 19 年下行 6 个百分点



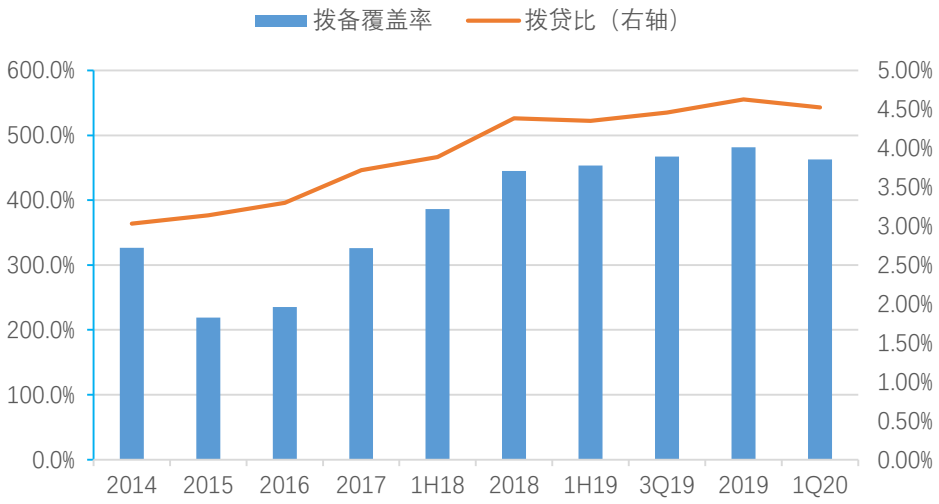
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 2：常熟银行 1Q20 不良贷款率微升至 0.98%，但资产质量仍保持优异



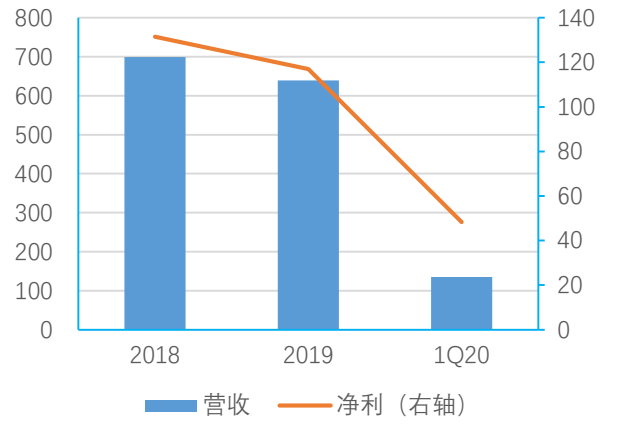
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 3：常熟银行 1Q20 拨贷比 4.52%，保持较高水平



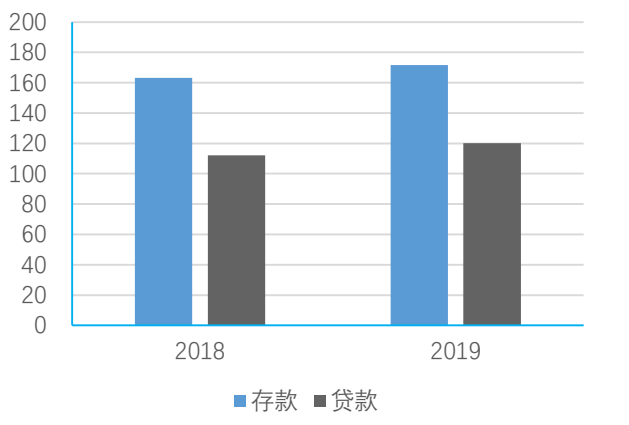
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 4：镇江农商行 19 年净利润有所下降（百万元）



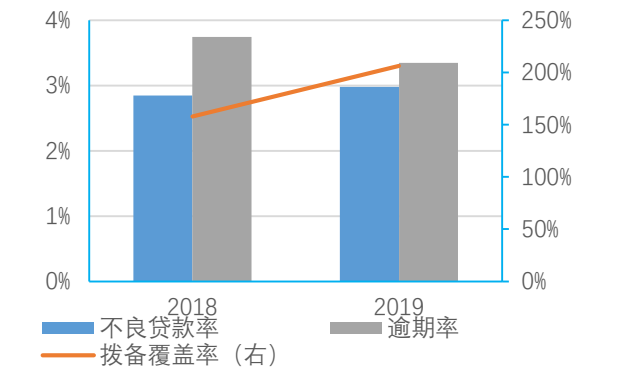
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：镇江农商行 19 年贷款同比增长 7.1%（亿元）



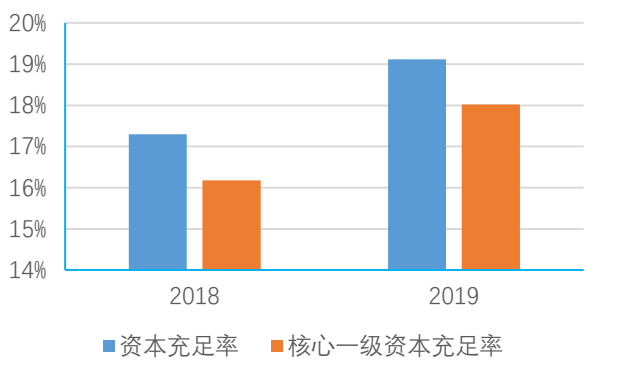
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：镇江农商行资产质量 19 年有所改善



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：镇江农商行资本充足率高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表					
净利息收入	51.0	56.9	63.0	69.9	79.8
手续费及佣金	3.7	3.2	3.5	3.8	4.1
其他收入	3.6	4.3	4.8	5.2	5.6
营业收入	58.2	64.5	71.3	78.9	89.5
营业税及附加	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
业务管理费	(21.3)	(24.6)	(27.1)	(29.8)	(32.2)
拨备前利润	36.6	39.4	43.8	48.6	56.8
计提拨备	(16.8)	(16.6)	(17.7)	(17.7)	(19.9)
税前利润	19.8	22.7	26.0	30.9	36.8
所得税	(3.9)	(3.7)	(4.4)	(5.2)	(6.3)
净利润	14.9	17.9	20.2	24.0	26.9
资产负债表					
贷款总额	928	1099	1275	1467	1687
同业资产	24	39	39	39	39
证券投资	543	547	601	662	728
生息资产	1659	1856	2085	2338	2625
非生息资产	49	44	38	17	(11)
总资产	1667	1848	2074	2299	2550
客户存款	1131	1347	1509	1660	1825
其他计息负债	356	270	301	337	376
非计息负债	45	52	63	75	90
总负债	1532	1669	1873	2071	2292
股东权益	135	179	201	227	258
每股指标					
每股净利润(元)	0.66	0.65	0.74	0.87	0.98
每股拨备前利润(元)	1.62	1.44	1.60	1.77	2.07
每股净资产(元)	5.41	6.18	6.93	7.83	8.89
每股总资产(元)	73.67	67.44	75.67	83.87	93.05
P/E	11.56	11.65	10.29	8.68	7.72
P/PPOP	4.69	5.28	4.75	4.28	3.66
P/B	1.40	1.23	1.09	0.97	0.85
P/A	0.10	0.11	0.10	0.09	0.08
利率指标					
净息差(NIM)	3.00%	3.41%	3.37%	3.33%	3.39%
净利差(Spread)	2.89%	3.22%	3.24%	3.26%	3.28%
贷款利率	6.76%	7.00%	7.05%	7.10%	7.15%
存款利率	2.00%	2.21%	2.21%	2.21%	2.21%
生息资产收益率	5.36%	5.61%	5.63%	5.65%	5.67%
计息负债成本率	2.47%	2.39%	2.41%	2.43%	2.45%
盈利能力					
ROAA	1.02%	1.08%	1.10%	1.17%	1.26%
ROAE	13.09%	12.24%	11.26%	11.85%	11.77%
拨备前利润率	2.34%	2.24%	2.23%	2.22%	2.34%

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入增长					
净利润增速	17.5%	20.1%	13.3%	18.5%	12.4%
拨备前利润增速	18.0%	7.6%	11.1%	10.9%	16.9%
税前利润增速	18.6%	14.9%	14.5%	18.6%	19.4%
营业收入增速	16.5%	10.7%	10.7%	10.6%	13.5%
净利息收入增速	17.9%	11.6%	10.8%	10.9%	14.2%
手续费及佣金增速	-13.4%	3.0%	8.0%	8.0%	8.0%
营业费用增速	14.6%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%
规模增长					
生息资产增速	14.9%	11.9%	12.4%	12.1%	12.3%
贷款增速	19.3%	20.0%	16.0%	15.0%	15.0%
同业资产增速	-26.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资增速	12.7%	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他资产增速	13.8%	-10.6%	-12.5%	-56.4%	-168.4%
计息负债增速	13.5%	8.8%	11.9%	10.3%	10.3%
存款增速	14.2%	13.0%	12.0%	10.0%	10.0%
同业负债增速	87.8%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益增速	21.8%	32.2%	12.4%	13.0%	13.6%
存款结构					
活期	39.3%	39.34%	39.34%	39.34%	39.34%
定期	54.8%	54.80%	54.80%	54.80%	54.80%
其他	5.9%	5.86%	5.86%	5.86%	5.86%
贷款结构					
企业贷款(不含贴现)	48.3%	48.32%	48.32%	48.32%	48.32%
个人贷款	47.4%	47.44%	47.44%	47.44%	47.44%
资产质量					
不良贷款率	0.99%	0.96%	1.07%	0.97%	0.95%
正常	96.50%	97.63%	97.68%	97.73%	97.78%
关注	2.42%	2.37%	2.32%	2.27%	2.22%
次级	1.01%				
可疑	0.07%				
损失	0.01%				
拨备覆盖率	445.02%	481.29%	362.10%	390.20%	393.37%
资本状况					
资本充足率	15.12%	15.10%	14.65%	14.32%	14.02%
核心资本充足率	10.49%	12.44%	12.30%	12.24%	12.18%
资产负债率	91.88%	90.32%	90.30%	90.11%	89.87%
其他数据					
总股本(亿)	22.63	27.41	27.41	27.41	27.41

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