天风证券 TF SECURITIES

常熟银行（601128）

证券研究报告
2019 年 10 月 26 日

业绩靓丽，小微领跑

事件：10 月 25 日晚，常熟银行披露 3Q19 业绩：营收 47.87 亿元，YoY +11.86%；归母净利润 13.71 亿元，YoY +22.39%;3Q19 的 ROE（未年化）9.2%。截至 19 年 9 月末，资产规模 1784.64 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。3Q19 营收/拨备前利润/净利润增速为 11.9%/10.1%/22.4%（1H19 分别为 13.6%/11.5%/20.2%）。其中，净利润增速较 1H19 上升 2.2 个百分点，而营收增速略有下行，系不良生成减少减值损失计提下降。19Q3 单季度计提减值损失 2.95 亿元，较 18Q3 的 3.43 亿元减少。考虑到 19Q3 拨贷比较 1H19 上升，并非少提拨备来释放利润，主要系 19Q3 不良生成减少。

ROE 处于上行通道。3Q19 加权 ROE 为 9.2%，同比下降 0.51 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。

资产负债结构优化，净息差保持较高

资产负债结构优化。常熟银行近年来持续优化资产负债结构，回归本源。19Q3 资产端贷款占比达 60.2%，较年初上升 4.6 个百分点，较 14 年末上升 12.4 个百分点；负债端存款占比达 83.6%，适当压降了同业存单规模。

净息差保持较高。据我们测算，3Q19 净息差 3.07%，较 1H19 上升 4BP，得益于资产负债结构优化。由于小微贷款利率受货币政策影响较小，预计未来净息差保持相对稳定。

资产质量保持优异，拨备较充足

资产质量保持优异。3Q19 不良贷款率 0.96%，与 1H19 持平，较年初下降 3BP；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。

拨备较充足。3Q19 拨贷比 4.46%，较年初上升 8BP；拨备覆盖率 467%，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

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。**

19Q3 个人经营性贷款 360.2 亿元，占总贷款的 33.5%，户均 25.7 万元。我们认为，常熟银行小微信贷模式逐步经受了市场考验，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。

考虑到净息差之优势，我们将 19/20 年净利润增速预测由此前的 17.6%/14.9%上调至 19.9%/18.6%。维持买入评级，由于临近年末，估值切换至 2020 年，给予目标估值 1.6 倍 20 年 PB，对应目标价 10.46 元/股。

风险提示：江苏区域经济大幅下行，小微不良大量爆发等风险。

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	8.0	10.6	11.0
归属母公司股东净利润（亿元）	13	15	18	21	24
增长率（%）	21.5	17.5	19.9	18.6	15.9
每股收益（元）	0.57	0.66	0.65	0.77	0.89
市盈率(P/E)	15.26	13.22	13.35	11.26	9.72
市净率(P/B)	1.84	1.61	1.45	1.33	1.21

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	8.68 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)	23,790.63
流通 A 股市值(百万元)	22,351.76
每股净资产(元)	5.91
资产负债率(%)	90.41
一年内最高/最低(元)	8.93/5.98

作者

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

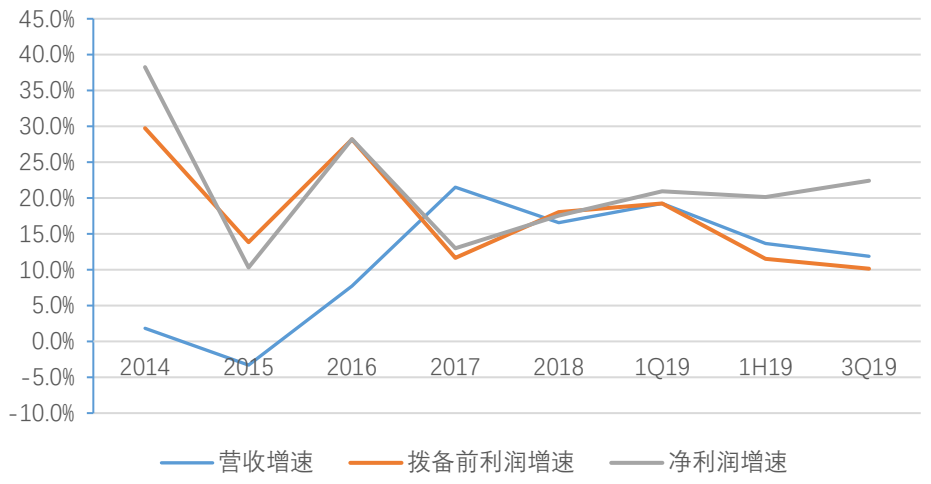
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

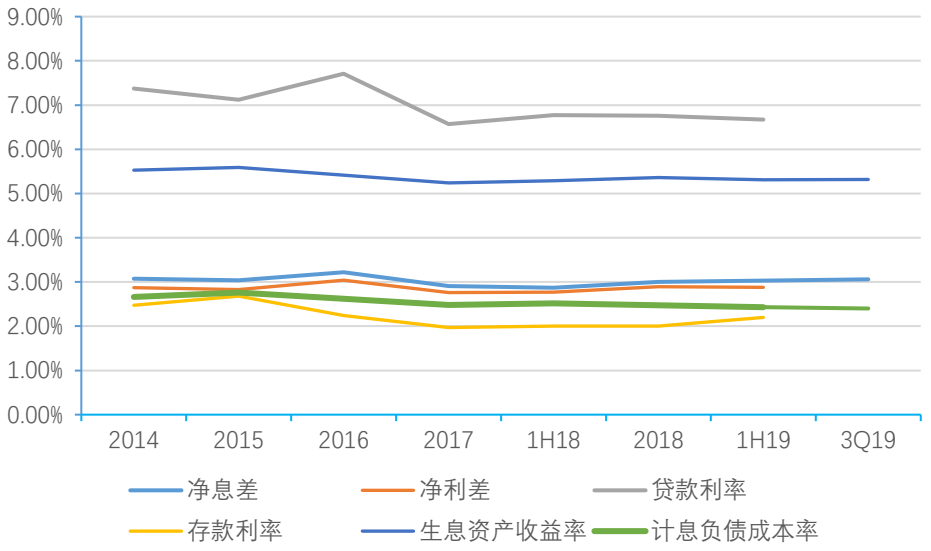
1 《常熟银行-半年报点评:小微标杆行，资产质量保持较优》 2019-08-30
2 《常熟银行-季报点评:业绩延续高增长，农商行之标杆》 2019-04-26
3 《常熟银行-公司点评:转债转股补充资本，有利于业务更好扩张》 2019-03-19

图 1：常熟银行 3Q19 营收增速放缓，净利润增速则较 1H19 略有上升



资料来源：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

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
贷款总额	487	576	664	778	873	928	1,035	1,075
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
贷款占比	47.87%	53.10%	51.10%	53.36%	53.46%	55.66%	58.87%	60.22%
负债：								
存款比例	80.93%	84.53%	76.31%	75.61%	76.41%	76.07%	83.62%	83.57%
同业比例	19.07%	12.40%	17.69%	8.85%	8.47%	7.74%	7.52%	8.24%
发行债券比例	0.00%	3.07%	6.01%	15.55%	15.12%	16.19%	8.86%	8.19%

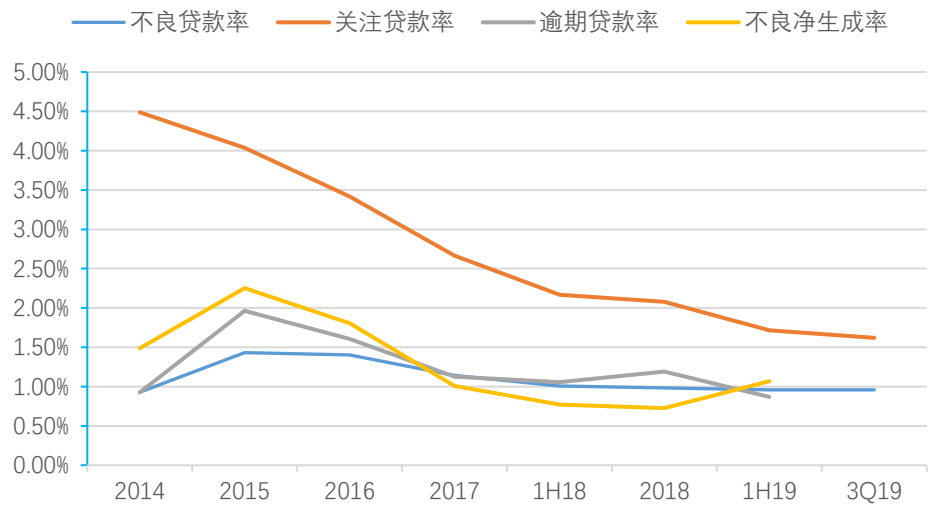
资料来源：定期报告，天风证券研究所

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

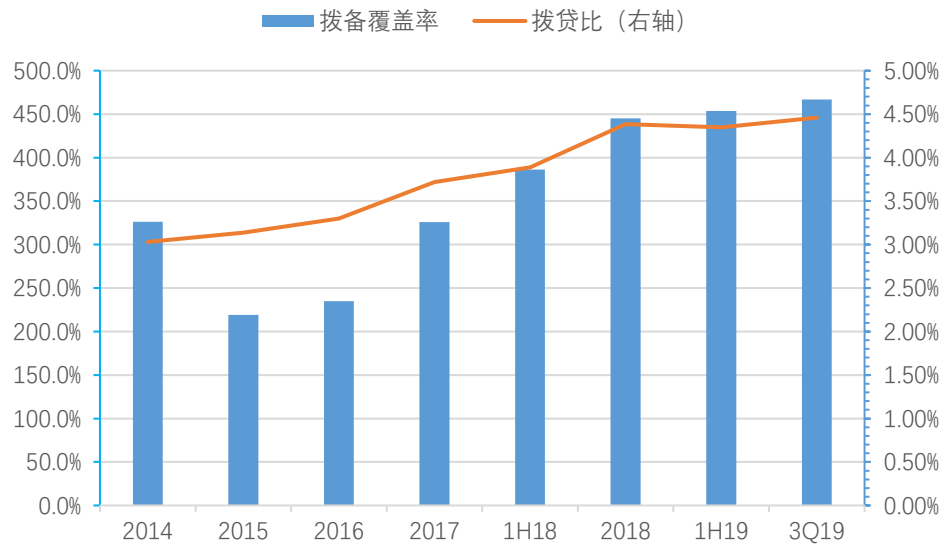
资料来源：定期报告，天风证券研究所

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 19Q3 拨贷比达 4.46%，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
利润表					
净利息收入	43.2	51.0	54.2	59.6	66.2
手续费及佣金	4.2	3.7	4.0	4.4	4.9
其他收入	2.5	3.6	4.7	5.6	6.1
营业收入	50.0	58.2	62.9	69.5	77.2
营业税及附加	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
业务管理费	(18.6)	(21.3)	(23.0)	(24.8)	(26.8)
拨备前利润	31.0	36.6	39.5	44.3	50.0
计提拨备	(14.4)	(16.8)	(15.7)	(17.1)	(18.4)
税前利润	16.7	19.8	23.8	27.2	31.6
所得税	(3.5)	(3.9)	(4.8)	(4.6)	(5.4)
净利润	12.6	14.9	17.8	21.1	24.5
资产负债表					
贷款总额	778	928	1095	1270	1473
同业资产	33	24	24	24	24
证券投资	482	543	543	598	657
生息资产	1444	1659	1825	2054	2318
非生息资产	43	49	106	131	156
总资产	1458	1667	1882	2128	2409
客户存款	990	1131	1289	1444	1617
其他计息负债	319	356	366	429	505
非计息负债	38	45	54	65	78
总负债	1347	1532	1709	1938	2200
股东权益	111	135	173	190	209
每股指标					
每股净利润(元)	0.57	0.66	0.65	0.77	0.89
每股拨备前利润(元)	1.40	1.62	1.44	1.62	1.82
每股净资产(元)	4.71	5.41	5.97	6.54	7.20
每股总资产(元)	65.61	73.67	68.65	77.63	87.90
P/E	15.26	13.22	13.35	11.26	9.72
P/PPOP	6.22	5.37	6.02	5.37	4.76
P/B	1.84	1.61	1.45	1.33	1.21
P/A	0.13	0.12	0.13	0.11	0.10
利率指标					
净息差(NIM)	2.91%	3.00%	3.05%	3.01%	2.97%
净利差(Spread)	2.76%	2.89%	2.91%	2.93%	2.95%
贷款利率	6.57%	6.76%	6.81%	6.86%	6.91%
存款利率	1.97%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
生息资产收益率	5.24%	5.36%	5.38%	5.40%	5.42%
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%	1.07%	1.13%	1.16%
ROAE	12.44%	13.09%	12.45%	12.32%	13.01%
拨备前利润率	2.25%	2.34%	2.23%	2.21%	2.20%

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入增长					
净利润增速	21.5%	17.5%	19.9%	18.6%	15.9%
拨备前利润增速	13.6%	18.0%	8.0%	12.1%	12.8%
税前利润增速	27.4%	18.6%	20.2%	14.4%	16.1%
营业收入增速	11.7%	16.5%	8.0%	10.6%	11.0%
净利息收入增速	7.7%	17.9%	6.3%	9.9%	11.2%
手续费及佣金增速	42.3%	-13.4%	10.0%	10.0%	10.0%
营业费用增速	10.8%	14.6%	8.0%	8.0%	8.0%
规模增长					
生息资产增速	12.9%	14.9%	10.0%	12.6%	12.8%
贷款增速	17.2%	19.3%	18.0%	16.0%	16.0%
同业资产增速	-50.3%	-26.3%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资增速	16.9%	12.7%	0.0%	10.0%	10.0%
其他资产增速	1.5%	13.8%	117.0%	23.4%	19.2%
计息负债增速	12.5%	13.5%	11.3%	13.2%	13.3%
存款增速	11.5%	14.2%	14.0%	12.0%	12.0%
同业负债增速	-55.0%	2.0%	5.0%	10.0%	10.0%
股东权益增速	6.5%	21.8%	27.7%	9.7%	10.4%
存款结构					
活期	42.2%	39.3%	39.34%	39.34%	39.34%
定期	52.0%	54.8%	54.80%	54.80%	54.80%
其他	5.8%	5.9%	5.86%	5.86%	5.86%
贷款结构					
企业贷款(不含贴现)	46.3%	48.3%	48.32%	48.32%	48.32%
个人贷款	47.8%	47.4%	47.44%	47.44%	47.44%
资产质量					
不良贷款率	1.14%	0.99%	0.93%	0.93%	0.93%
正常	96.19%	96.50%	97.63%	97.68%	97.73%
关注	2.66%	2.42%	2.37%	2.32%	2.27%
次级	1.09%	1.01%			
可疑	0.04%	0.07%			
损失	0.01%	0.01%			
拨备覆盖率	325.93%	445.02%	486.12%	488.08%	474.46%
资本状况					
资本充足率	12.97%	15.12%	14.05%	13.38%	12.81%
核心资本充足率	9.88%	10.49%	10.02%	9.81%	9.65%
资产负债率	92.38%	91.88%	90.81%	91.09%	91.31%
其他数据					
总股本(亿)	22.23	22.63	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