常熟银行（601128.SH）

微贷投放回暖，活期存款亮眼，盈利能力稳步提升

事件：常熟银行公布三季报，前三季度实现营收 47.9 亿（同比+11.86%），归母净利润 13.7 亿（+22.4%），9 月末不良率 0.96%（环比持平），拨备覆盖率较 6 月末提升 13.5pc 至 467%。

微贷业务快速增长，客户稳步下沉：1）微贷规模稳步提升：Q3 贷款总额增 39 亿，其中个人贷款增 38 亿，经营性贷款增 20.4 亿，占贷款总额比重稳步提升至 33.52%；2）微贷客户数快速增加，9 月末授信额度在 100 万以下的客户约 25.7 万户，较 6 月末稳步增 1.6 万户；3）客户结构继续下沉，Q3 新增 39 亿贷款中，5000 万以上的对公贷款减少 16 亿，而 100 万以下的微贷则增加 23 亿，继续“做小、做微”。

业绩增长提速，盈利能力稳步增强。
1）业绩增速角度：Q3 单季度营收、PPOP、归母净利润增速分别为 8.69%、7.62%、26.82%，较 Q2 提升 0.04pc、2.2pc、7.0pc，业绩增长稳步提速。
2）净息差角度：按期初期末平均口径测算，Q3 单季度息差环比 Q2 大幅提升 13bps。预计主要是 Q3 资产端收益率较高的个人经营性贷款（微贷）占比稳步提升的同时，负债成本也有所下降，对公端低成本对公结算性存款季节性增加，此外个人活期存款也大幅增 12 亿（环比+7.1%）。
3）资本回报角度：前三季度 ROE 为 12.27%，测算剔除转债转股因素后的 ROE 提升至 13.52%，同比提升 0.98pc。中长期看，随着微贷业务占比的稳步提高，常熟银行的 ROE 将继续稳步上升（预计未来 5 年或将提升至 14.7%左右的水平，详见我们的深度报告《常熟银行：为什么持续推荐，六大市场关注点详解》）。

资产质量优异，拨备自然释放利润，拨备覆盖率高达 467%。9 月末不良率环比 Q2 持平于 0.96%的较低水平，关注类贷款余额与占比（1.63%）则继续保持“双降”趋势。在资产质量优异且持续向好的情况下，常熟银行实现“拨备自然释放利润”，Q3 单季度拨备同比少提 15%，但拨备覆盖率、拨贷比仍稳步提升 14pc、0.11pc 至高达 467%、4.46%。

资产负债结构：贷款占比稳步提升，活期存款增长亮眼。
1）资产端：Q3 总资产增长 1.48%，其中微贷业务发力的情况下，贷款高增 39 亿（+3.8%），占总资产比重稳步提升至 58%。
2）负债端：上半年存款高增 17.2%的情况下，Q3 存款稳步增 1%，其中活期存款大幅增长 22 亿（+4.9%），有效降低负债综合成本。同业存单+同业负债余额 203 亿，占总负债比重仅 12.5%。

投资建议：常熟银行三季报整体表现亮眼，业绩增速稳步提升，微贷业务稳步发展，资产质量继续改善，核心负债优势不断体现，各项指标均领先同业。中长期看，常熟银行微贷业务体系成熟，预计未来的市占率将不断提升，有望逐步成长为区域性微贷业务的龙头，投资价值凸显，目前其 2019、2020PB 仅 1.45x、1.32x，未来估值有较大的提升空间，维持“买入”评级。

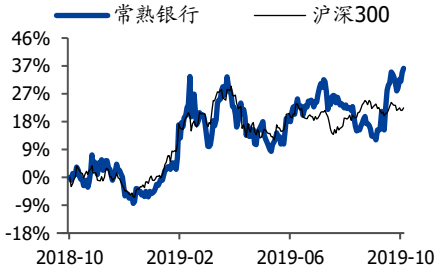
风险提示：微贷投放不及预期；限售股解禁带来波动；宏观经济下滑超预期，利率市场化推进超预期。

买入（维持）

股票信息

行业	银行
前次评级	买入
最新收盘价	8.68
总市值(百万元)	23,790.63
总股本(百万股)	2,740.86
其中自由流通股(%)	93.95
30 日日均成交量(百万股)	30.59

股价走势



作者

分析师　马婷婷
执业证书编号：S0680519040001
邮箱：matingting@gszq.com
研究助理　陈功
邮箱：chenggong2@gszq.com

相关研究

1、《商业模式研究，为何常熟银行将成为江苏省微贷业务龙头？》2019-10-10
2、《常熟银行（601128.SH）：盈利能力稳步提升，存款增长亮眼，资产质量优异》2019-08-28
3、《常熟银行（601128.SH）：为什么持续推荐，六大市场关注点详解》2019-04-28

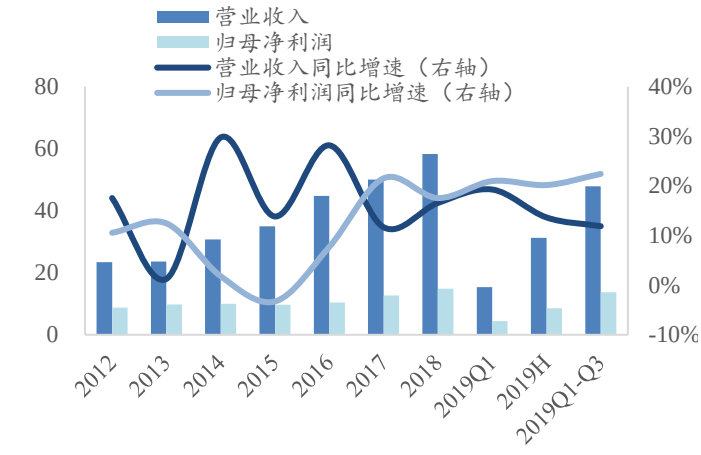
财务报表和主要财务比率

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS	0.57	0.66	0.66	0.81	0.99
BVPS	4.71	5.67	6.00	6.60	7.33
每股股利	0.18	0.18	0.21	0.26	0.32
P/E	15.26	13.22	13.13	10.74	8.75
P/B	1.84	1.53	1.45	1.32	1.18
业绩增长率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	7.73%	17.93%	13.61%	17.02%	18.82%
净手续费收入	42.16%	-13.42%	7.30%	7.80%	10.00%
营业收入	11.65%	16.55%	13.60%	17.31%	19.14%
拨备前利润	12.91%	17.50%	14.37%	18.82%	20.65%
归母净利润	21.51%	17.53%	21.91%	22.32%	22.76%
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净息差（测算）	3.16%	3.28%	3.30%	3.41%	3.51%
生息资产收益率	5.38%	5.54%	5.49%	5.50%	5.55%
计息负债成本率	2.50%	2.57%	2.49%	2.37%	2.30%
ROAA	0.92%	0.95%	1.03%	1.12%	1.19%
ROAE	12.44%	12.75%	12.38%	12.84%	14.25%
成本收入比	37.13%	36.50%	36.50%	36.90%	36.90%
资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
不良贷款余额	887	914	1,052	1,239	1,468
不良贷款净生成率	1.01%	0.73%	0.71%	0.68%	0.68%
不良贷款率	1.14%	0.99%	0.95%	0.94%	0.94%
拨备覆盖率	325.94%	445.02%	492.24%	521.78%	542.04%
拨贷比	3.72%	4.38%	4.69%	4.92%	5.09%
资本状况	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本充足率	12.97%	15.12%	17.37%	16.29%	15.50%
核心资本充足率	9.92%	10.53%	12.99%	12.45%	12.15%
核心一级资本充足率	9.88%	10.49%	13.40%	12.81%	12.47%

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	4,324	5,099	5,793	6,779	8,055
净手续费收入	424	367	394	425	467
其他非息收入	249	357	429	557	724
营业收入	4,997	5,824	6,616	7,761	9,247
税金及附加	(40)	(38)	(50)	(59)	(71)
业务及管理费	(1,855)	(2,125)	(2,415)	(2,864)	(3,412)
营业外净收入	10	(5)	30	130	230
拨备前利润	3,111	3,656	4,181	4,968	5,994
资产减值损失	(1,443)	(1,679)	(1,771)	(2,020)	(2,374)
税前利润	1,668	1,977	2,410	2,948	3,619
所得税	(346)	(392)	(478)	(585)	(718)
税后利润	1,322	1,585	1,932	2,363	2,901
归母净利润	1,264	1,486	1,812	2,216	2,720
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
存放央行	15,633	16,760	19,944	23,694	28,125
同业资产	3,322	2,448	2,147	1,771	1,499
贷款总额	77,811	92,795	110,426	131,407	156,375
贷款减值准备	(2,892)	(4,069)	(5,177)	(6,463)	(7,957)
贷款净额	74,919	88,727	105,250	124,945	148,418
证券投资	48,197	54,328	52,491	56,090	60,394
其他资产	3,754	4,442	4,923	5,653	6,528
资产合计	145,825	166,704	184,949	212,153	244,964
存款余额	99,005	113,101	134,590	159,893	189,793
同业负债	8,677	8,849	9,220	9,334	9,464
应付债券	20,357	24,069	19,255	19,448	20,031
负债合计	134,716	153,169	167,555	193,164	223,777
股东权益合计	11,109	13,536	17,395	18,989	21,187
负债及股东权益合计	145,825	166,704	184,949	212,153	244,964

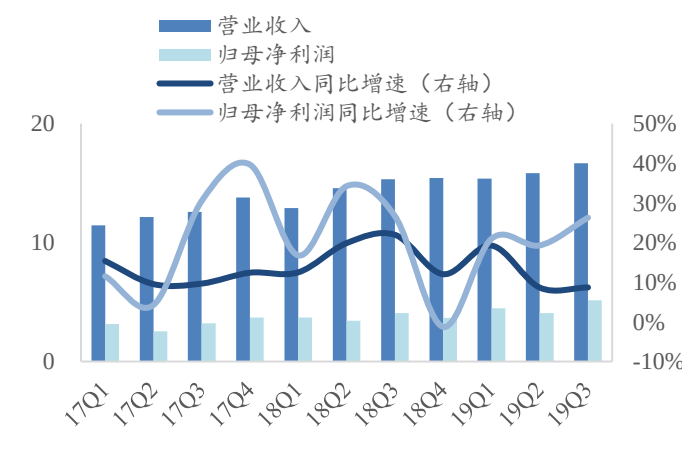
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

图表 1：常熟银行业绩增速（亿元，%，累计）



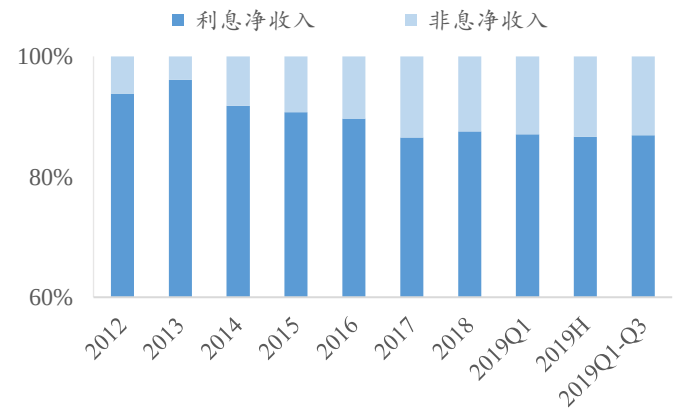
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 2：常熟银行业绩增速（亿元，%，单季度）



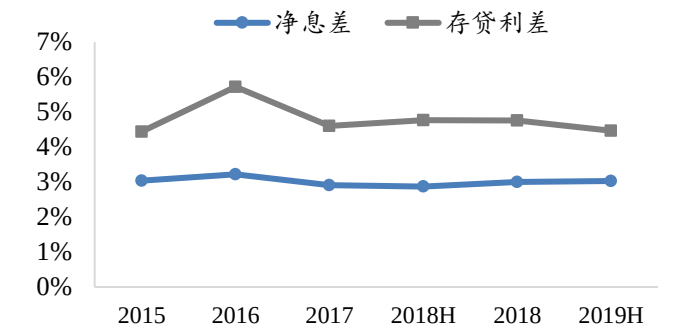
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 3：常熟银行收入拆分（%）



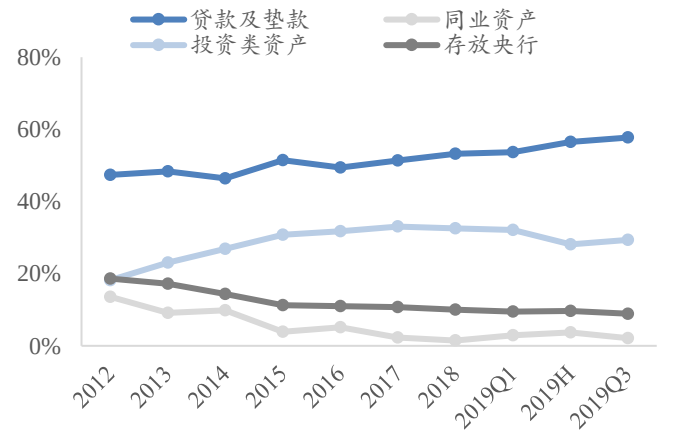
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 4：常熟银行净息差、存贷利差走势（%）



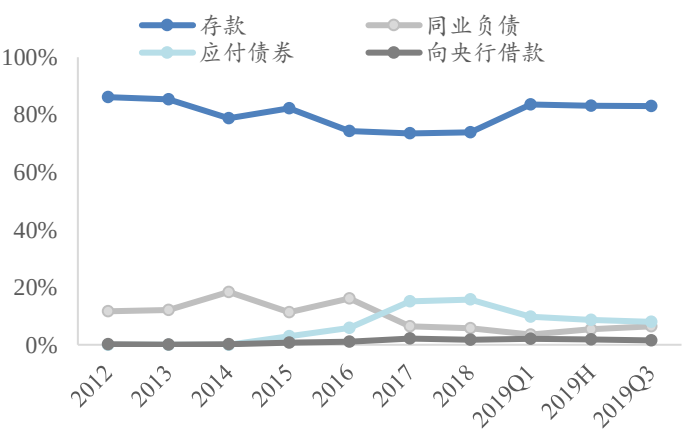
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 5：常熟银行资产端结构（%）



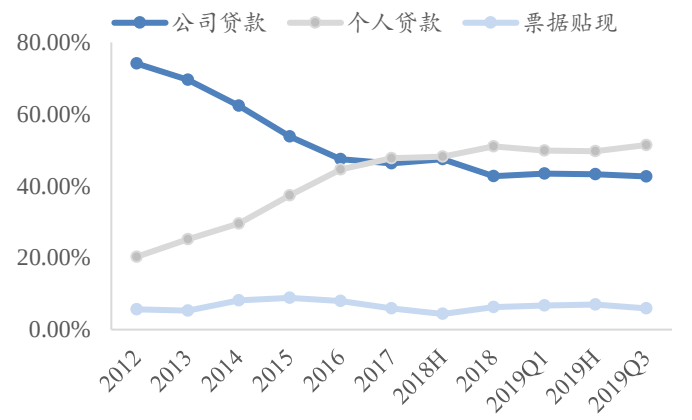
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 6：常熟银行负债端结构（%）



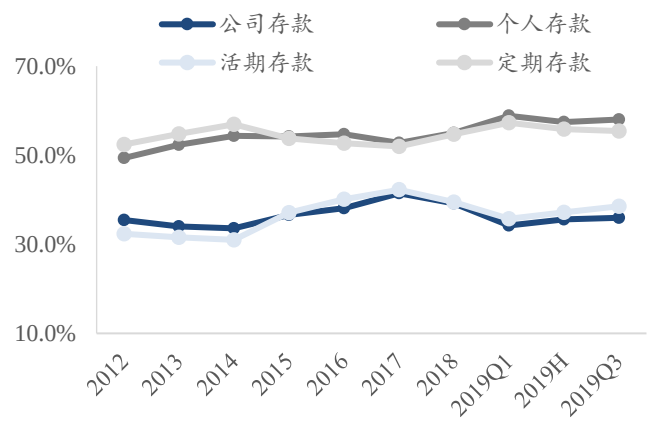
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 7：常熟银行贷款结构（%）



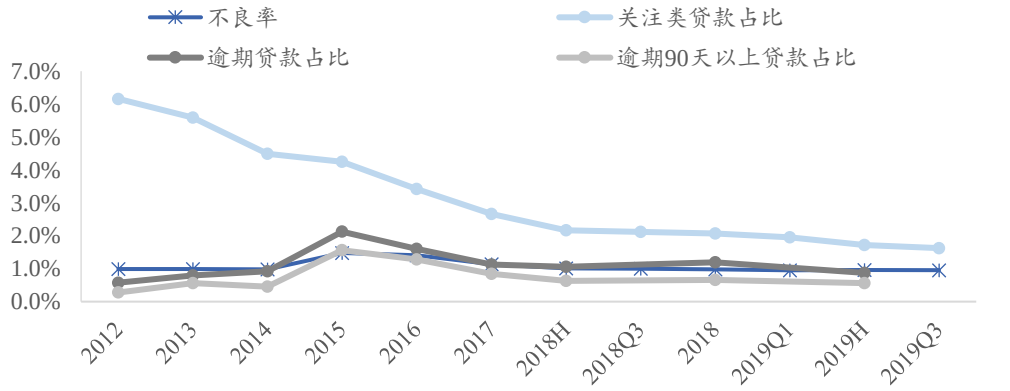
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 8：常熟银行存款结构（%）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 9：常熟银行资产质量情况（%）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

风险提示

1、受到政策鼓励，大行等对小微贷款的投放力度加大，市场竞争加剧，常熟银行的微贷业务投放效果不及预期；
2、常熟银行 9 月 30 日已开始解禁，或对股价带来一定影响；
3、宏观经济超预期下滑，对银行客户资产质量造成较大的影响；
4、利率市场化推进超预期，对银行息差带来不利的影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com