

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.68
合理价格区间(元): 10.18~10.78

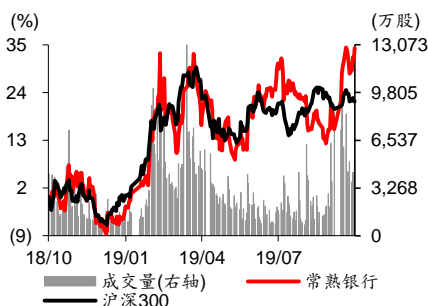
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《常熟银行(601128 SH,增持): 深耕小微金融, 立起农商行旗帜》2019.08
- 2 《常熟银行(601128,增持): 存款高增长, 农商行龙头稳固》2019.04
- 3 《常熟银行(601128,增持): 继续高成长, 巩固农商行龙头地位》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

利润增速强劲, 小微特色强化

常熟银行(601128)

利润增速创年内新高, 维持“增持”评级

常熟银行于 10 月 25 日发布 2019 年三季报, 1-9 月归母净利润同比 +22.4%, 增速较 1-6 月上升 2.2pct, 业绩超出我们预期。公司利润释放提速, 息差走强, 资产质量稳健, 小微服务专家的特色进一步彰显。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润增速 23.0%/ 24.0%/ 24.8%, EPS0.67/ 0.83/ 1.03 元, 目标价 10.18~10.78 元, 维持“增持”评级。

息差表现亮眼, 资产负债结构均优化

1-9 月营收同比增长 11.9%, 较 1-6 月下降 1.7pct。年化 ROA 同比大增 9bp 至 1.13%, ROE 同比下降则是受到了股本扩大影响。9 月末资产同比增速为 8.3%, 较 6 月末+0.6pct, 贷款占总资产比例环比+1.2pct 至 57.7%。息差表现优异, 首尾法测算 1-9 月息差较 1-6 月上升 7bp, 我们认为资产端和负债端均有贡献。资产端收益率上升, 得益于大力推进零售转型(零售贷款收益率更高), 三季度零售贷款增量占总贷款增量的 95.8%, 结构调整促成了生息资产收益率提升。负债端成本率下降, Q3 定期存款收缩、活期存款同比增速提升明显(10.8%), 存款结构改善对息差也形成了正向贡献。

深化小微特色, 村镇银行前景佳

小微金融业务是常熟银行的名片, Q3 这一特色进一步深化。单户 100 万元以下的贷款余额较 6 月末增长 5.9%, 单季增量已经超过上半年; 而单户 1000 万元以上的对公贷款余额则略有收缩。这一策略有利于强化核心竞争力, 与其他银行进行差异化竞争, 增强盈利能力。公司通过村镇银行在省外复制小微业务经验, 9 月 19 日公司发起设立的全国首家投资管理型村镇银行正式开业, 未来可对村镇银行进行集约化管理、开展村镇银行并购, 拓宽常熟银行的成长空间。截至 9 月末, 村镇银行贷款占总贷款的 15.0%, 较 6 月末提升 0.8pct; 67.9% 的村镇银行贷款为个人经营性贷款。

不良率保持稳定, 拨备覆盖率走高

9 月末不良贷款率 0.96%, 与 6 月末持平; 关注类贷款占比 1.62%, 较 6 月末-10bp, 资产质量保持稳健向好趋势。拨备覆盖率继续走高, 9 月末高达 467%, 较 6 月末上升 13pct, 保持在上市银行第 2 的水平, 未来利润的释放可进可退。资本得到内生补充, 资本充足率、核心一级资本充足率分别较 6 月末+17bp、+19bp 至 15.12%、12.38%, 居上市农商行前列。

核心竞争力强的优质农商行, 目标价 10.18~10.78 元

鉴于公司不良生成率、信贷成本均走低, 我们调低信贷成本预测, 预计 2019 至 2021 年归母净利润增速为 23.0%/24.0%/24.8% (前次 20.1%/21.9%/23.0%), EPS 为 0.67/0.83/1.03 元 (前次 0.65/0.79/0.98 元), 2019 年 BVPS5.99 元 (前次 5.97 元), 对应 PB1.45 倍, 可比农商行 Wind 一致预测 PB 为 1.15 倍, 公司作为核心竞争力突出、发展空间广阔、盈利能力最强的上市农商行龙头应享受估值溢价, 我们给予 2019 年目标 PB 1.7~1.8 倍, 目标价由 9.26~10.15 元上调至 10.18~10.78 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,741
流通 A 股 (百万股)	2,575
52 周内股价区间 (元)	6.00-8.73
总市值 (百万元)	23,791
总资产 (百万元)	178,464
每股净资产 (元)	5.91

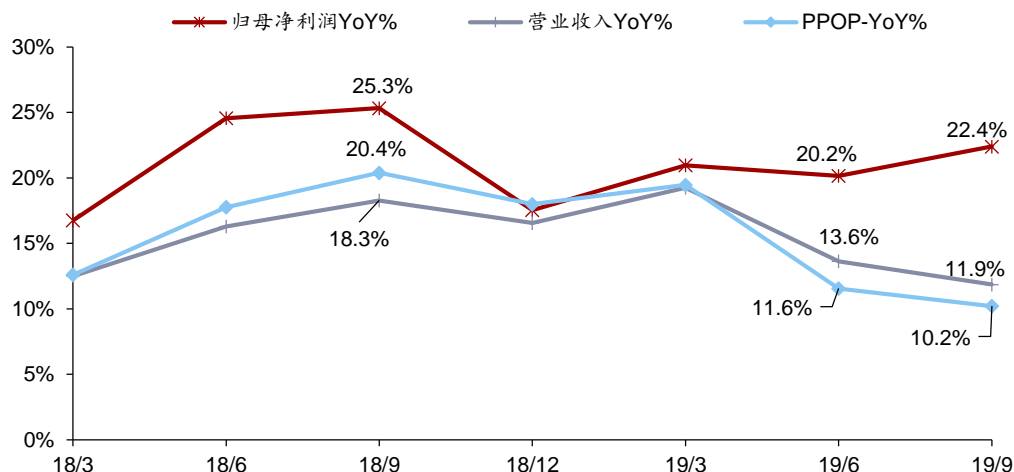
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,997	5,824	6,885	8,190	9,772
+/-%	11.66	16.55	18.23	18.96	19.31
归属母公司净利润 (百万元)	1,264	1,486	1,828	2,267	2,829
+/-%	21.51	17.53	23.03	24.00	24.80
EPS (元, 最新摊薄)	0.46	0.54	0.67	0.83	1.03
PE (倍)	18.82	16.01	13.01	10.49	8.41

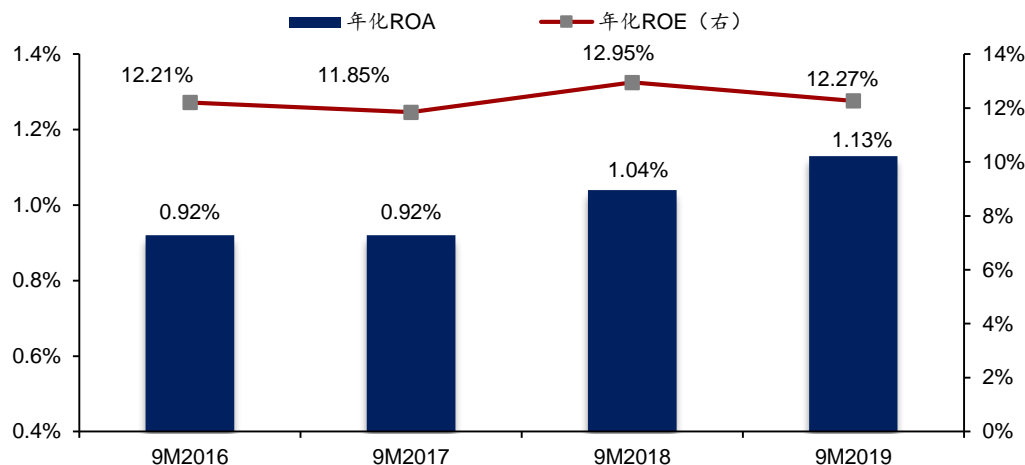
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 2018-9M2019 累计归母净利润、营收、PPOP 同比增速



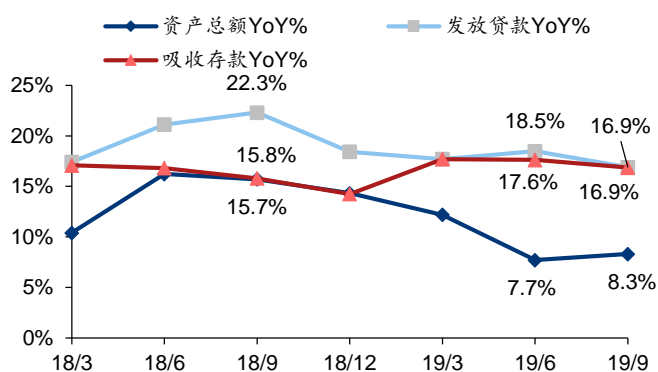
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表2： 9M2015-9M2019 年化 ROA、ROE



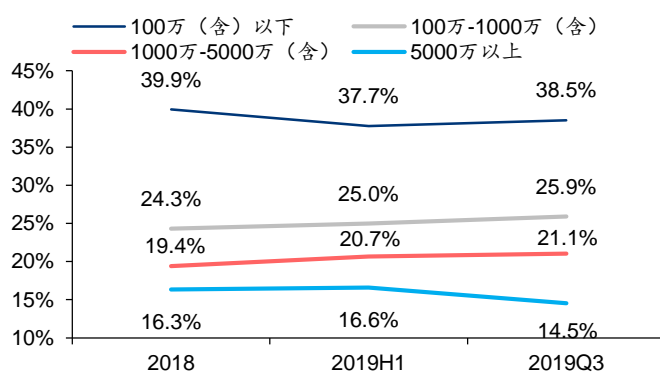
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表3： 2018-2019Q3 资产、贷款、存款规模增速



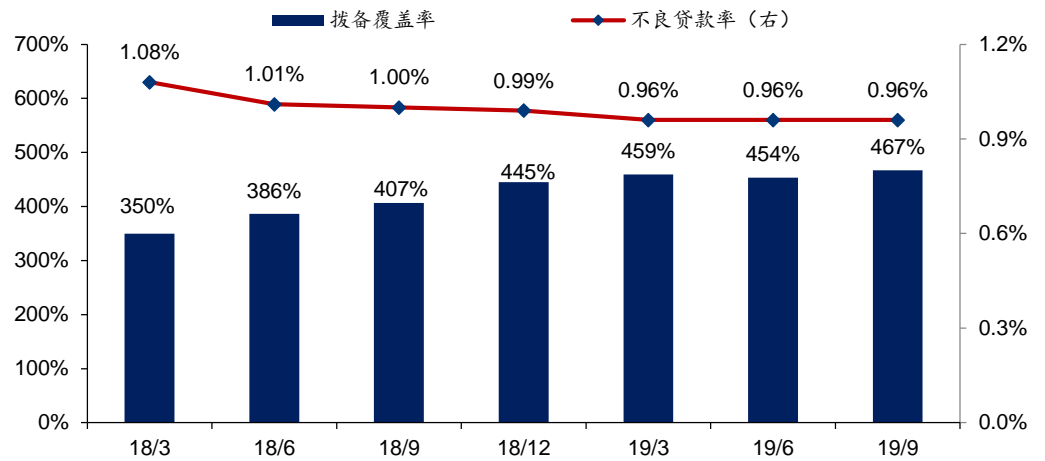
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表4： 2018-2019Q3 贷款按金额分布占比变化



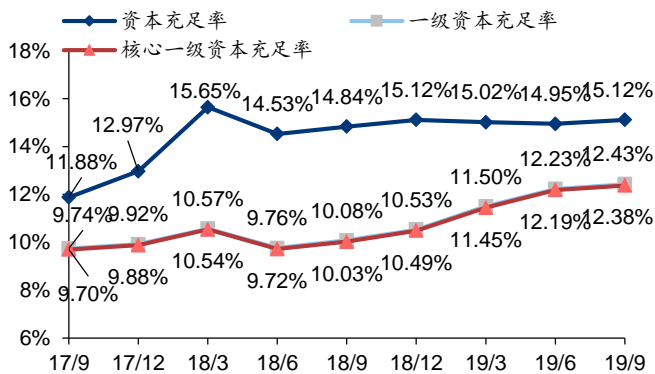
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表5： 2018Q1-2019Q3 不良贷款率及拨备覆盖率



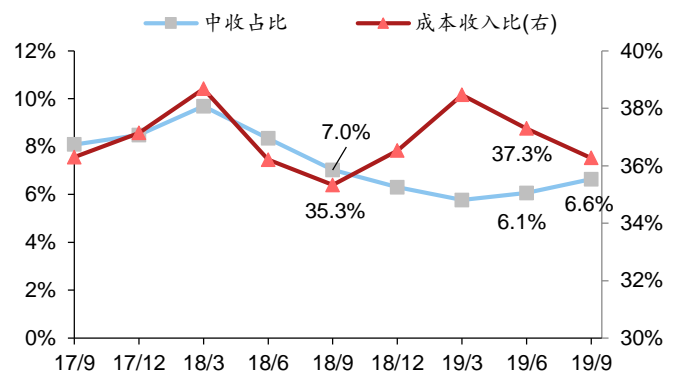
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表6： 2017-2019Q3 三级资本充足率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表7： 2017Q3-2019Q3 中间收入占比及成本收入比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表8： 可比 A股上市银行 PB 估值 (2019/ 10/ 25) (Wind 一致预期)

代码	简称	2019年 PB 估值 (倍)
601860.SH	紫金银行	1.87
002807.SZ	江阴银行	0.88
600908.SH	无锡银行	0.91
603323.SH	苏农银行	1.01
002839.SZ	张家港行	1.10
	平均值	1.15

资料来源：Wind，华泰证券研究所

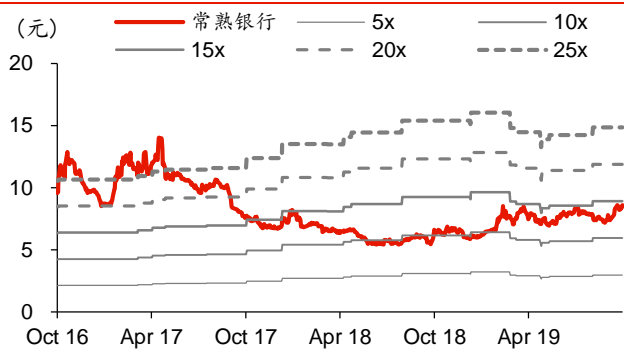
图表9: 财务预测 (百万元)

资产负债表概要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表概要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总资产	145,825	166,704	184,947	210,593	239,810	净利息收入	4,324	5,099	5,864	6,920	8,269
贷款净额	74,919	88,727	108,067	127,302	149,806	手续费净收入	424	367	378	435	500
债券投资	48,197	54,328	52,232	55,438	60,859	营业费用	1,896	2,165	2,472	2,785	3,274
总负债	134,716	153,169	167,773	191,582	218,514	拨备前利润	3,111	3,656	4,410	5,402	6,495
存款余额	99,005	113,101	136,592	159,655	182,051	计提减值准备	1,443	1,679	1,978	2,386	2,731
同业负债	11,587	11,510	8,130	9,282	8,467	所得税	346	392	483	598	747
股东权益	11,109	13,536	17,174	19,011	21,296	净利润	1,264	1,486	1,828	2,267	2,829
盈利能力	2017E	2018A	2019E	2020E	2021E	资本管理	2017E	2018A	2019E	2020E	2021E
年化 ROAA	0.88%	0.89%	0.97%	1.07%	1.17%	核心资本	10,723	13,189	16,410	18,176	20,384
年化 ROAE	12.44%	12.75%	12.50%	13.11%	14.67%	资本净额	14,084	19,009	22,808	25,461	28,680
生息资产收益率	5.48%	5.67%	5.67%	5.72%	5.75%	风险加权资产	108,554	125,743	139,503	158,848	180,886
计息负债成本率	2.45%	2.52%	2.47%	2.36%	2.20%	风险加权资产比重	74%	75%	75%	75%	75%
成本收入比	38%	37%	36%	34%	34%	核心一级资本充足率	9.9%	10.5%	11.8%	11.4%	11.3%
						一级资本充足率	9.9%	10.5%	11.8%	11.4%	11.3%
						资本充足率	13.0%	15.1%	16.3%	16.0%	15.9%
成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产质量	2017E	2018A	2019E	2020E	2021E
贷款	16.6%	18.4%	21.8%	17.8%	17.7%	贷款减值准备	2,892	4,069	4,837	5,707	6,666
存款	11.5%	14.2%	20.8%	16.9%	14.0%	不良贷款额	854	878	1,027	1,171	1,348
净利息收入	7.7%	17.9%	15.0%	18.0%	19.5%	不良贷款率	1.14%	0.99%	0.95%	0.92%	0.90%
中间业务收入	42.2%	-13.4%	3.0%	15.0%	15.0%	拨备覆盖率	339%	463%	471%	487%	494%
营业费用	8.7%	14.2%	14.2%	12.7%	17.6%	拨贷比	3.86%	4.59%	4.48%	4.48%	4.45%
净利润	21.5%	17.5%	23.0%	24.0%	24.8%	信用成本	2.25%	2.24%	2.23%	2.21%	2.15%
营业收入结构	2017E	2018A	2019E	2020E	2021E	估值分析	2017E	2018A	2019E	2020E	2021E
利息占比	86.5%	87.6%	85.2%	84.5%	84.6%	PB	2.27	1.94	1.45	1.31	1.17
手续费收入占比	8.5%	6.3%	5.5%	5.3%	5.1%	PE	18.82	16.01	13.01	10.49	8.41
业务费用占比	37.9%	37.2%	35.9%	34.0%	33.5%	EPS	0.46	0.54	0.67	0.83	1.03
计提拨备占比	28.9%	28.8%	28.7%	29.1%	27.9%	BVPS	3.82	4.46	5.99	6.63	7.44
						每股股利	0.15	0.15	0.18	0.23	0.28
						股息收益率	1.7%	1.7%	2.1%	2.6%	3.3%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

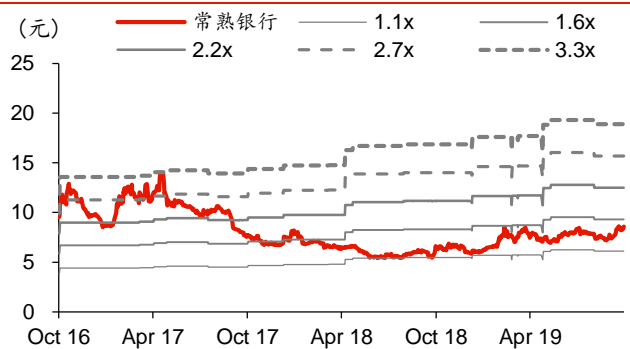
PE/PB - Bands

图表10: 常熟银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 常熟银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com