

常熟银行 (601128)

证券研究报告
2018年02月25日

大零售业务特色鲜明，盈利渐高的精品农商行

公司经营管理水平较为领先，业务转型较早，未来伴随大零售业务进一步拓展，经营更趋精细化，资产质量持续改善，盈利能力有望提高，超市场预期。业绩持续验证之下，看好公司股价走出农商行龙头行情。

较早引入交行作为战略投资者，高管持股激励到位

公司于01年由原常熟市农村信用合作社联合社改制而来，是全国首批试点成立的农商行；于07年引入交通银行作为战略投资者，进行全面战略合作，对常熟银行转型布局起到较大推动作用。截至16年末，公司高管持股占比0.34%，高管持股比例合理，激励机制到位，经营管理水平提高，利好公司长期发展。

领跑大零售，差异化经营

公司提早布局大零售业务，进行“下沉式”精细化的业务拓展。截至1H17，个人贷款326亿，占贷款比重由13年的25%提升到45%，在可比农商行中最高。个人贷款以收益率较高的消费及经营性贷款为主，截至1H17，个贷中消费及经营性贷款261亿，占个人贷款比重约80%。1H17零售业务贡献营收占比42%，利润占比56%，较13年也有较大提升。

公司战略定位明确，近几年逐步加快了大零售板块的布局，在小微零售业务上有丰富的客户服务经验，小微业务模式较为成熟，包括激励机制、人员配置和风控手段。目前小微业务不良率仅0.7%，低于公司平均水平，显示出较好的风险控制能力。考虑区位优势 and 继续辐射省内的战略规划，未来零售业务发展空间较大。

投资建议：盈利渐高的精品农商行，给予“买入”评级

我们看好公司发展前景，未来受益区域经济发展和较完善的公司治理水平，ROE有望逐步走高。公司大零售业务积累了丰富的经验，进一步深耕常熟及江苏省内本地市场，未来业务发展空间较大，较高收益率的零售业务占比提高有望推升资产端利率水平；公司中小企业及零售客户基础较好，加强负债管理之下，未来负债端表现或好于可比农商行，息差优势仍有望保持。预计18年和19年贷款增速分别为15%和14%；息差维持3.0%左右。区域协同效应下，预计18/19年生息资产规模增长持续平稳在14-15%；17年以来资产质量改善显著，未来不良压力下降，高拨备对盈利有较大支撑。

基于以上主要假设，我们预测常熟银行18/19年净利润同比增17.8%/18.6%，对应EPS 0.67/0.80元，BVPS 5.43/6.23元。考虑(1)公司经营管理精细化，资产质量改善显著，盈利渐高；预计18/19年ROE提升至近14%的较高水平，显著领先其它上市农商行(ROE约10%)；(2)小微业务经营特色鲜明，发展空间大；应享有估值溢价，当前农商行平均估值为1.46倍18年PB，给予常熟银行1.8倍18年PB，对应目标价9.78元/股，较当前约有30%上行空间，买入评级。

风险提示：中小企业业务占比较高，受本地经济波动影响大；监管趋严超预期，对市场情绪带来负面影响；资产质量恶化超预期。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	35	45	49	57	66
增长率(%)	13.9	28.2	10.6	15.2	15.7
归属母公司股东净利润(亿元)	10	11	13	16	19
增长率(%)	(3.3)	7.7	21.8	17.8	18.6
每股收益(元)	0.48	0.47	0.57	0.67	0.80
市盈率(P/E)	14.9	15.3	12.6	10.7	9.0
市净率(P/B)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

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(首次评级)
当前价格	7.33元
目标价格	9.78元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,222.73
流通A股股本(百万股)	994.70
A股总市值(百万元)	16,292.60
流通A股市值(百万元)	7,291.12
每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	92.40
一年内最高/最低(元)	15.80/7.01

作者

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

林瑾璐 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 首批组建农商行，深耕本土市场.....	4
1.1. 首批组建农商行，较早引入交行作为战投.....	4
1.2. 规模领先的上市农商行，深耕本地市场辐射全省.....	4
1.3. 股权结构相对平衡，高管持股利于长期发展.....	5
2. 区位优势向好，本地优势明显.....	6
2.1. 常熟地理位置优越，区域发展程度较高.....	6
2.2. 产业转型加快，信用环境向好.....	7
3. 领跑大零售，差异化经营.....	8
3.1. 发力零售板块，积极推进消费贷.....	8
3.2. 对公业务以服务中小企业为主.....	10
4. 盈利能力较高，资产质量持续向好.....	11
4.1. 规模高增，受贷款与投资高增推动.....	11
4.2. 存款增长较好，活期存款占比高拉低负债成本.....	13
4.3. 盈利能力农商行中较高，收入结构仍有提升空间.....	14
4.4. 净息差较高，存贷利差高于行业.....	16
4.5. 资产质量持续向好，拨备水平持续领先.....	18
4.6. 资本持续补充，有助业务扩张.....	20
5. 投资建议：盈利渐高的精品农商行，给予买入评级.....	21
6. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：上市农商行 17 年规模及增速.....	4
图 2：常熟银行业务按地区分布（1H17）.....	5
图 3：常熟银行高管持股较多.....	6
图 4：常熟银行高管持股比例较合理.....	6
图 5：常熟 GDP 增速较快增长.....	6
图 6：常熟市 GDP 占江苏省 GDP 比重.....	6
图 7：常熟市人均 GDP 较高（2007-2016 年）.....	7
图 8：地区第二第三产业结构占比较高（2016 年）.....	7
图 9：江苏省用电量同比增速（%）.....	8
图 10：江苏省不良率企稳下降.....	8
图 11：常熟银行贷款结构中个人贷款占比逐年增大.....	9
图 12：常熟银行个人贷款占比居可比农商行高位.....	9
图 13：常熟银行个人贷款增速较快.....	9
图 14：个人贷款以消费及经营性贷款为主.....	10
图 15：消费及经营性贷款增长有所放缓.....	10
图 16：常熟银行贷款中小微企业占比高.....	10
图 17：常熟银行贷款行业集中于制造业、水利、环境和公共设施、建筑业等（1H17）.....	11

图 18: 常熟银行在农商行中资产规模居前 (单位: 亿元)	11
图 19: 常熟银行资产规模增速较快	11
图 20: 常熟银行生息资产规模在农商行居前 (亿元)	12
图 21: 常熟银行生息资产规模增速较快	12
图 22: 常熟银行生息资产结构变化	12
图 23: 1H17 各上市农商行生息资产结构	12
图 24: 近年常熟银行投资高推动资产高增	13
图 25: 常熟银行贷款增速高于行业平均水平	13
图 26: 投资增长主要来自应收款项类资产 (亿元)	13
图 27: 常熟银行在可比农商行中存款增长较好	14
图 28: 常熟银行存款增速 VS 贷款增速	14
图 29: 常熟银行存款占比处于可比农商行中等水平	14
图 30: 1H17 各农商行活期存款占比	14
图 31: 常熟银行 ROA 处于可比农商行靠前水平	15
图 32: 常熟银行 ROE 持续领先可比农商行	15
图 33: 常熟银行近 5 年收入结构变化	15
图 34: 常熟银行手续费收入占比在农商行中较高	16
图 35: 16 年常熟银行手续费收入高增	16
图 36: 常熟银行净息差在可比农商行中较高且波动相对较小	16
图 37: 常熟银行生息资产收益率较高 (公司披露口径)	17
图 38: 常熟银行付息负债成本率上升 (公司披露口径)	17
图 39: 常熟银行负债结构变化	17
图 40: 常熟银行存贷利差波动较小	18
图 41: 常熟银行存贷利差在可比农商行中较高	18
图 42: 常熟银行不良率持续低于行业平均和上市农商行平均水平	18
图 43: 常熟银行 90 天以上逾期/不良持续低于 100%	19
图 44: 常熟银行 (不良+关注) 贷款比率持续低位	19
图 45: 1H17 常熟银行加回核销后不良生成率大幅下降	19
图 46: 常熟银行 90 天以内逾期贷款余额下降, 同比增速下降	20
图 47: 15 年以来, 常熟银行关注贷款余额持续下降	20
图 48: 常熟银行拨备覆盖率位于农商行前列	20
图 49: 常熟银行拨备覆盖率农商行中持续领先	20
图 50: 3Q17 常熟银行核心一级资本充足率 9.70%	21
图 51: 3Q17 常熟银行资本充足率 11.88%	21
图 52: 常熟银行 RORWA 在农商行中较高, 内源性资本补充能力较强	21
表 1: 常熟银行前十大股东持股情况 (3Q17)	5
表 2: 常熟市产业转型加快 (2016 年)	7
表 3: 可比农商行估值比较表 (估值来自 wind 一致预期, 截至 2018 年 2 月 23 日)	22

1. 首批组建农商行，深耕本土市场

1.1. 首批组建农商行，较早引入交行作为战投

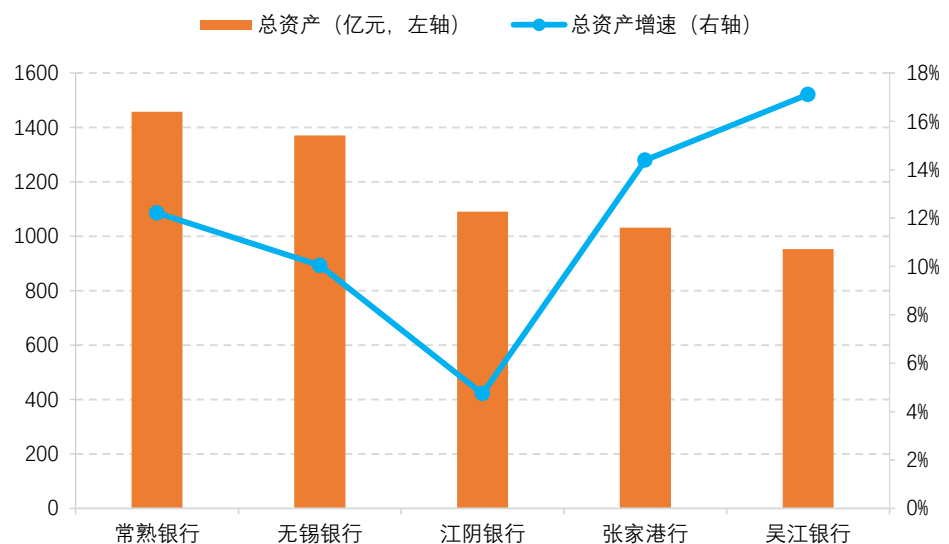
首批组建农商行。常熟银行于 2001 年由原常熟市农村信用合作社联合社改制而来，是全国首批试点成立的农商行；在 2001 到 2016 年公司进行多次配股、送股和增资活动；于 2007 年引入交通银行作为战略投资者；于 2008 年在江苏省海门市设立首家异地支行，实现异地经营，于 2016 年 9 月上市。

较早引入交行作为战投，引资引制相结合。2007 年底公司引入交通银行作为战略投资者，进行全面战略合作，引资与引制相结合。交通银行累计向常熟银行派出多名董事和中层高级管理人员，进行了人员培训、产品研发、机房建设和核心系统数据改造等 100 多项的合作支持。

1.2. 规模领先的上市农商行，深耕本地市场辐射全省

规模领先的上市农商行。截至 2017 年 12 月末，常熟银行总资产规模达 1459 亿元，较年初增长 12%。规模领先于上市农商行。

图 1：上市农商行 17 年规模及增速



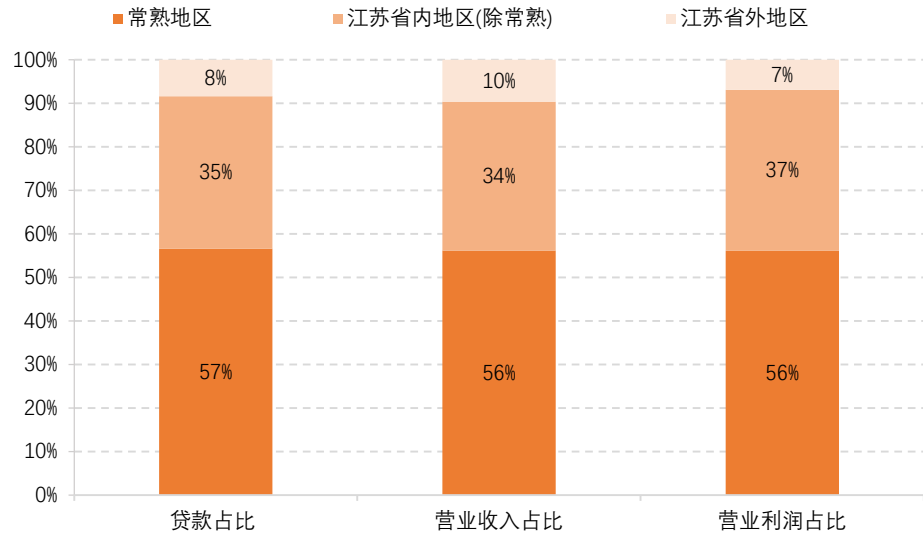
资料来源：各公司 17 年业绩快报，天风证券研究所

深耕本地市场，逐步辐射全省。常熟银行业务主要分布于常熟当地和除常熟以外的江苏省内地区，深耕常熟本地市场，同时完善省内网点覆盖。截至 17 年中，公司共有营业网点 145 家，其中，常熟地区 108 家，常熟以外江苏以内 37 家。网点数量在常熟当地银行业金融机构列第一。截至 1H17，常熟地区贷款、营业收入、营业利润占比均在 56% 左右。**常熟地区存款市场份额 28%，列常熟地区金融机构首位；贷款市场份额 19%。**

较早实现跨区发展，目前已开设 7 家分行、13 家异地支行，7 家分行分别在苏州、南通、泰州、扬州、盐城、镇江(目前还未正式开业)。除了南京、徐州，江苏 2/3 以上的地区已有公司网点。

从 2007 年开始组建第一家村镇银行至今，公司已有 30 家村镇银行分布在湖北（5 家）、江苏（9 家）、河南（6 家）、云南（10 家），总资产规模已突破 100 亿，**常熟银行也是江苏省唯一一家可批量化组建村镇银行的法人银行。**同时，参股 6 家农村金融机构。

图 2：常熟银行业务按地区分布（1H17）



资料来源：公司 1H17 财报，天风证券研究所

1.3. 股权结构相对平衡，高管持股利于长期发展

公司股权结构均衡。2007 年，常熟银行与交通银行签署了战略合作协议，交通银行作为战略投资者成为公司第一大股东。截至 3Q17，交通银行作为第一大股东持股比例 9%；公司第二大股东常熟市发展投资公司、第四大股东江苏江南商贸集团为一致行动人，合计持股 7.21%，系属于常熟市国资委；前十大股东中民营资本持股近 13%，民营股东主要为当地龙头企业，包括常熟市苏华集团、江苏隆力奇集团、白雪电器等。战略投资者、国资委、当地企业持股比例较均衡，有利于公司长期经营发展。

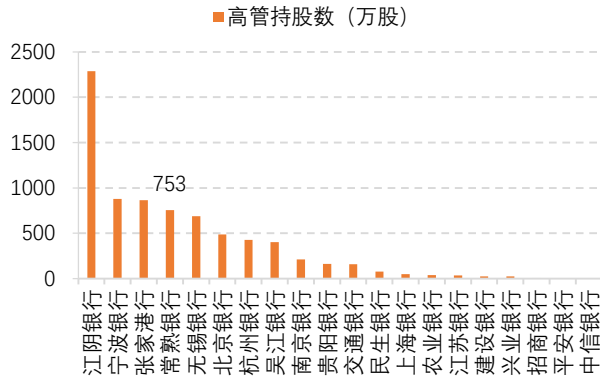
表 1：常熟银行前十大股东持股情况（3Q17）

股东名称	持股比例(%)
交通银行股份有限公司	9.00
常熟市发展投资有限公司	3.66
常熟市苏华集团有限公司	3.55
江苏江南商贸集团有限责任公司	3.45
江苏隆力奇集团有限公司	2.59
江苏白雪电器股份有限公司	2.08
江苏灵丰纺织集团有限公司	1.23
常熟风范电力设备股份有限公司	1.23
常熟华联商厦有限责任公司	1.09
江苏梦兰集团有限公司	1.04

资料来源：公司 3Q17 财报，天风证券研究所

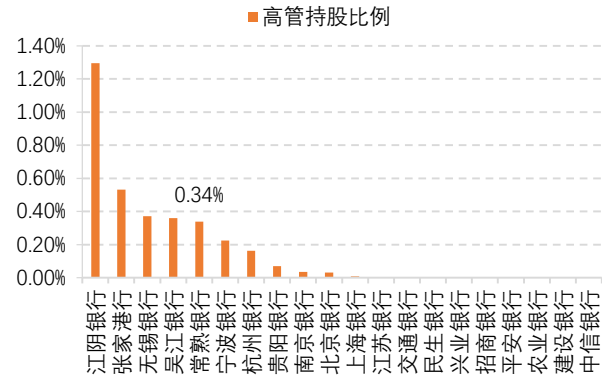
高管持股，激励机制到位。公司员工持股历史可追溯至农信社时期，在改制时高管又认购一定比例股份，再经几次增资扩股以及上市，至 2016 年末，公司高管持股总计 753 万股，占公司股本的 0.34%。高管持股数在各上市行中较高，持股比例合理，激励机制到位，增强经营能力，有利于长期发展。

图 3：常熟银行高管持股较多



资料来源：各公司 2016 年财报，天风证券研究所

图 4：常熟银行高管持股比例较合理



资料来源：各公司 2016 年财报，天风证券研究所

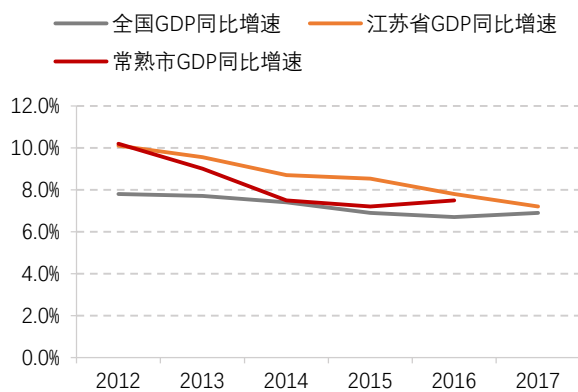
年内新增解禁压力不大。17 年 10 月以来，公司限售股陆续解禁，10 月共计解禁 7.7 亿股，占公司总股本的 35%，对股价波动带来一定压力。而 18 年新增解禁股占比仅 0.3%，后续大量解禁时期为 19 年 9 月底，尚有较长时间。预计年内解禁股带来股价波动的可能性不大。

2. 区位优势向好，本地优势明显

2.1. 常熟地理位置优越，区域发展程度较高

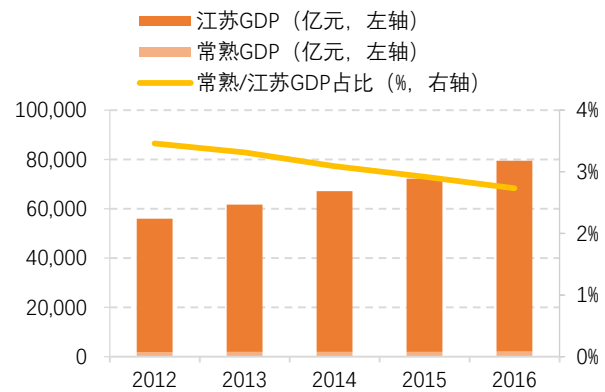
常熟市为苏州辖下县级市，地处苏锡常经济圈和最具活力的长三角经济中心，区域经济活跃，人均 GDP 大幅高于全国平均水平，未来有望进一步借力区域协同和产业转型，保持强劲增长。

图 5：常熟 GDP 增速较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

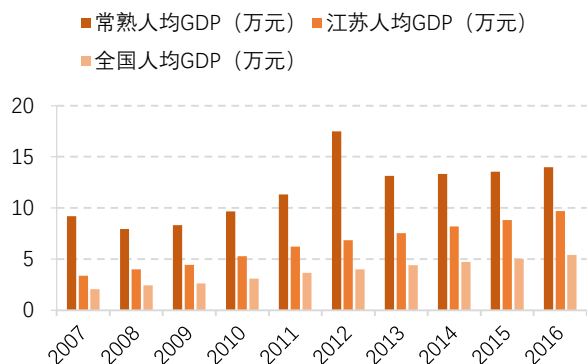
图 6：常熟市 GDP 占江苏省 GDP 比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

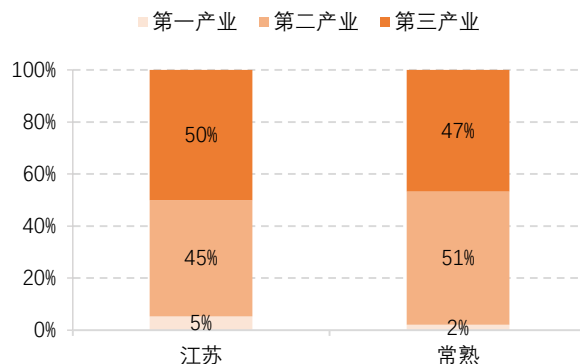
常熟市经济发展程度较高，人均 GDP 高于全国和江苏平均水平。2016 年全年实现地区生产总值 2112.39 亿元，同比增长 7.5%，增速高于 6.9% 的全局平均水平，略低于江苏省平均水平。江苏省和常熟市均以第二、第三产业为主。2016 年常熟市人均生产总值近 14 万元，是全国平均水平的两倍以上。2007-2016 年人均 GDP 来看，常熟地区指标均是全国水平的两倍以上，均反映了较高的区域发展程度。

图 7：常熟市人均 GDP 较高（2007-2016 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：地区第二第三产业结构占比较高（2016 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 产业转型加快，信用环境向好

常熟市产业结构调整优化，产业转型加快。2016 年全年汽车及零部件、装备制造、纺织服装“三个千亿级”产业完成产值 1883.31 亿元，占规模以上工业产值比重达 50.7%。八大新兴产业完成产值 1701.77 亿元，同比增长 1.3%，占规模以上工业产值的比重达 45.8%。汽车制造业引领增长，完成产值 386.14 亿元，同比增长 42.5%，占规模以上工业产值的比重为 10.5%。高耗能行业产值比重下降，六大高耗能行业完成产值 816.88 亿元，同比下降 1.1%，占规模以上工业产值的比重降为 22.2%。

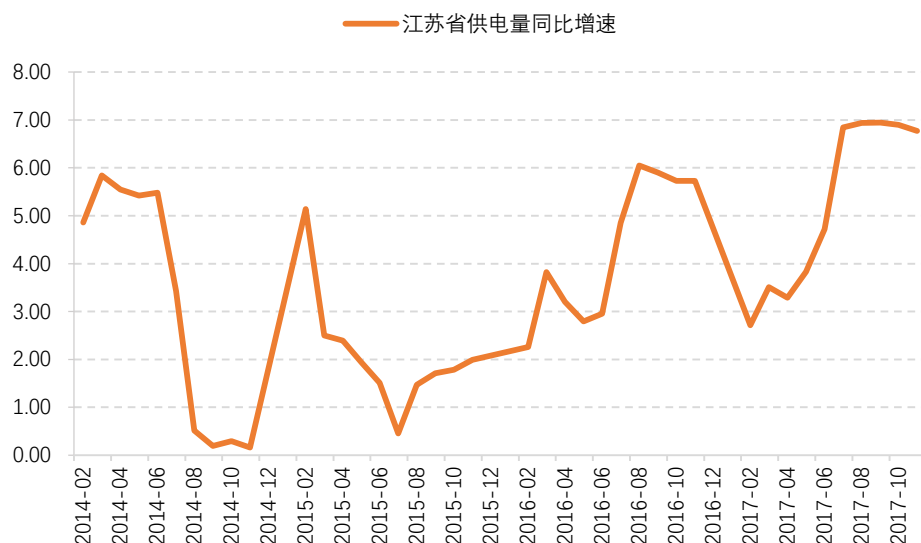
表 2：常熟市产业转型加快（2016 年）

指标	产值（亿元）	同比增长%
电气机械和器材制造业	543.88	4.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	488.61	-3.8
纺织服装、服饰业	408.7	2.2
汽车制造业	386.14	42.5
化学原料和化学制品制造业	367.05	1.1
纺织业	305.99	-3.7
黑色金属冶炼和压延加工业	227.52	-3.5
通用设备制造业	176.19	1.5
金融制品业	135.33	-4.9
电力、热力生产和供应业	96.72	-8.9

资料来源：常熟市国民经济和社会发展统计公报，天风证券研究所

用电量这一经济前瞻指标表现出经济向好趋势。地区经济增速企稳回升的背景下，信贷需求或维持较好。

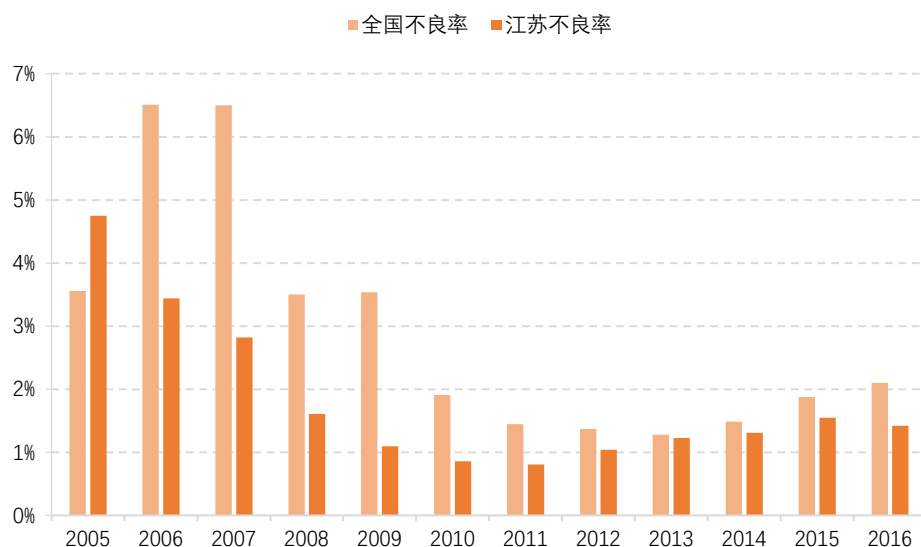
图 9：江苏省供电量同比增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

江苏省不良率企稳下降。2016 年江苏省不良率 1.42%，较 15 年下降 13BP，下降较快，2006 年以来，江苏省不良率持续低于全国平均水平；目前区域信用环境亦在逐渐向好。

图 10：江苏省不良率企稳下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

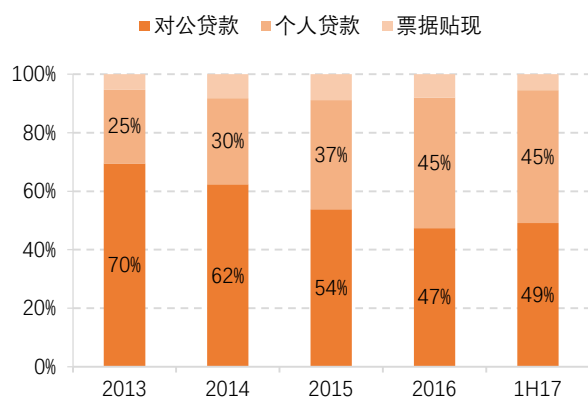
3. 领跑大零售，差异化经营

3.1. 发力零售板块，积极推进消费贷

大零售业务领先上市农商行。常熟银行个人贷款占比逐年增大，截至 1H17，个人贷款 326 亿元，占比由 2013 年的 25% 提升到 1H17 的 45%，在可比农商行中居于首位，远超张家港行的 20% 和无锡银行的 14%。个人贷款增速在可比农商行中较高，2013-2016 年年均复合增速为 41%。公司战略定位明确，近几年逐步加快了大零售板块的布局，目前在小微零售业务上具有较为完备的激励机制、人员配置和风控手段。目前小微业务不良率仅 0.7%，低于公司平均水平，显示出较好的风险控制能力。考虑地区人均 GDP 较高，未来仍有较大发

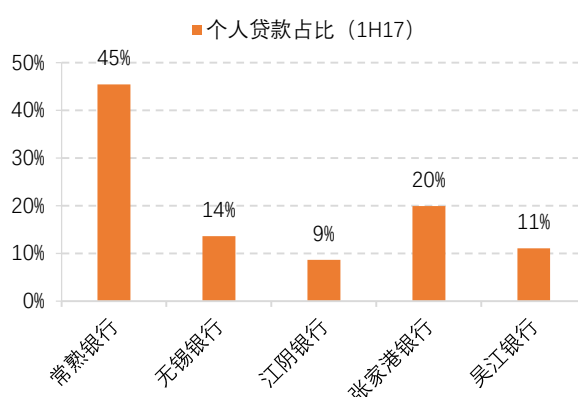
展空间。

图 11：常熟银行贷款结构中个人贷款占比逐年增大



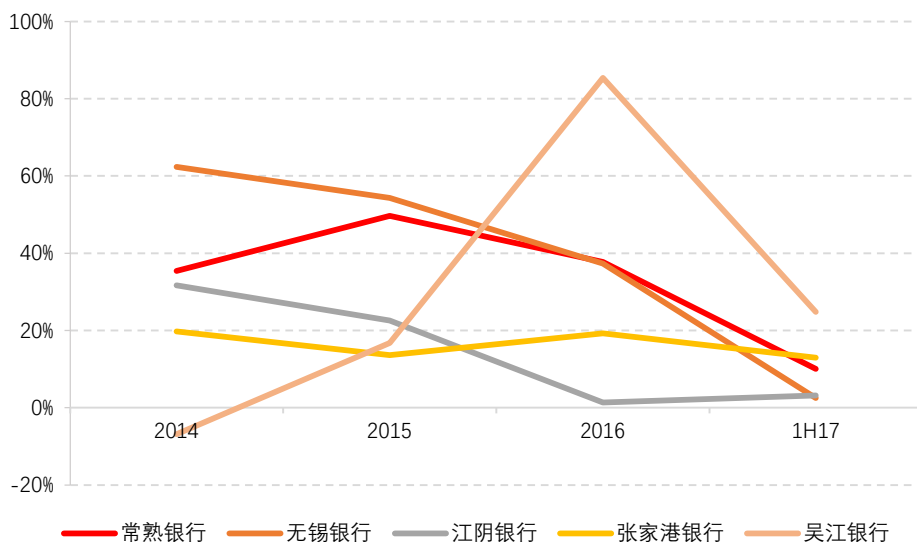
资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

图 12：常熟银行个人贷款占比居可比农商行高位



资料来源：公司 1H17 财报，天风证券研究所

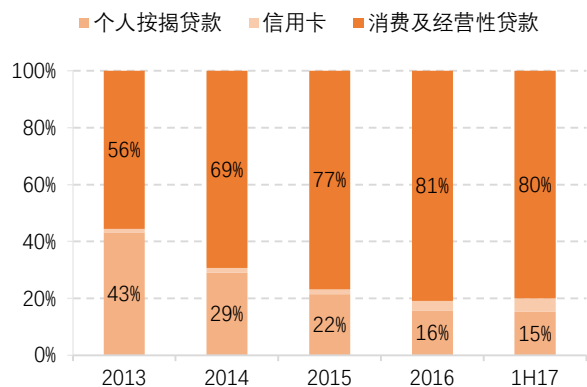
图 13：常熟银行个人贷款增速较快



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

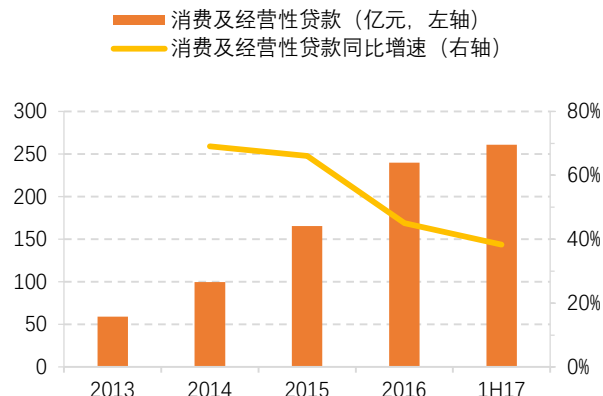
个人贷款中以消费及经营性贷款为主，自 2013 年来呈逐年上升之势，截至 1H17，个人贷款中消费及经营性贷款约 261 亿元，占个人贷款比重为 80%。目前收益率较低的个人按揭贷款占比近年来逐年降低。个人消费及经营贷增速高位略缓。

图 14：个人贷款以消费及经营性贷款为主



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

图 15：消费及经营性贷款增长有所放缓

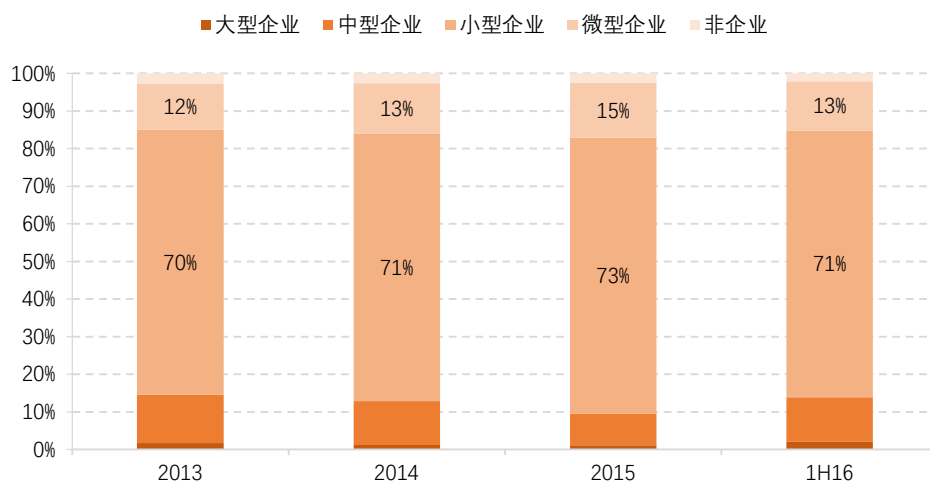


资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

3.2. 对公业务以服务中小企业为主

公司企业贷款客户以农村小型企业（包括个体工商户）为主。截至 1H16，常熟银行小企业客户数占比达 88%，微小企业客户数占比 11%，小微企业贷款余额达 273 亿元，占企业贷款比重 84%。

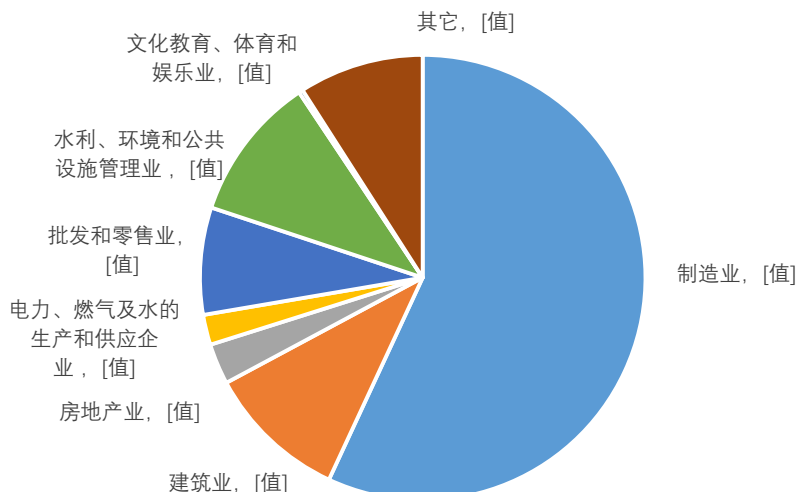
图 16：常熟银行贷款中小微企业占比高



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

对公贷款主要分布于制造业、批发零售业等多为小企业客户的第二产业，制造业贷款占比高达 57%，常熟及江苏地区产业结构调整优化，产业转型升级加快带动的信贷需求较强劲。

图 17：常熟银行贷款行业集中于制造业、水利、环境和公共设施、建筑业等（1H17）



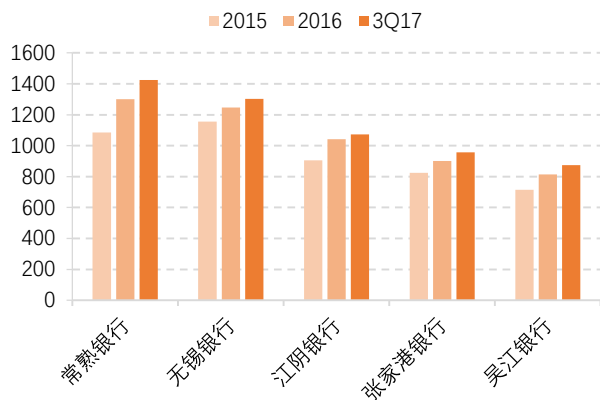
资料来源：公司 1H17 财报，天风证券研究所

4. 盈利能力较高，资产质量持续向好

4.1. 规模高增，受贷款与投资高增推动

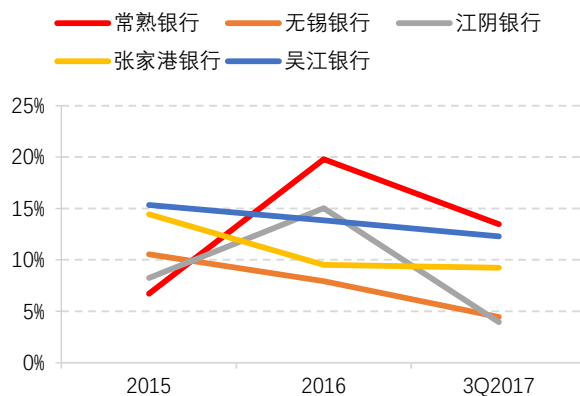
公司资产规模在农商行中居前并且保持平稳增长。截至 3Q17，除了 2015 年资产规模略低于无锡银行之外，近两年公司资产规模均高于可比农商行，2013-2016 年资产规模年均复合增速 13%，保持平稳增长。

图 18：常熟银行在农商行中资产规模居前（单位：亿元）



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

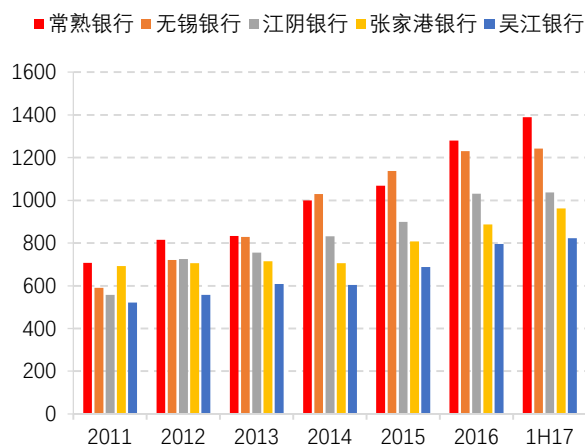
图 19：常熟银行资产规模增速较快



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

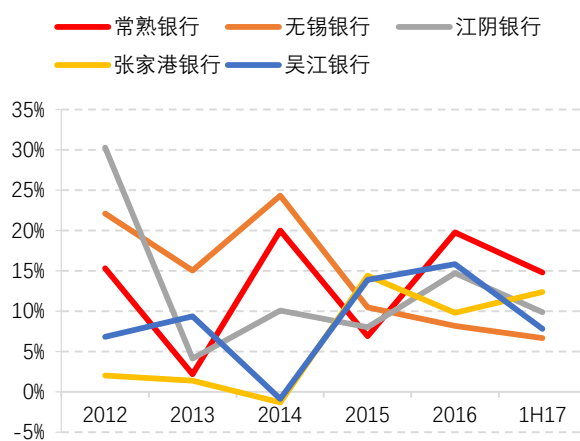
近年规模扩张较快。截至 1H17，常熟银行生息资产规模约 1389 亿，大幅领先于可比农商行。2011-2016 年 5 年公司生息资产规模的年均复合增速为 13%，仅低于无锡银行的 16%，增速在上市农商行中靠前。

图 20：常熟银行生息资产规模在农商行居前（亿元）



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

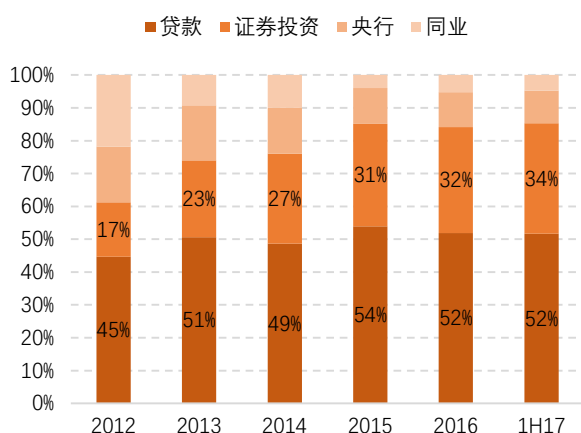
图 21：常熟银行生息资产规模增速较快



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

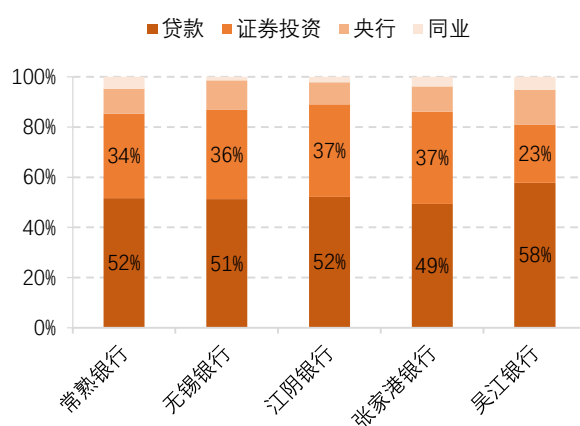
从资产结构来看，常熟银行主要以贷款和证券投资为主。截至 1H17，贷款占比 52%，证券投资占比 34%。贷款占比相对稳定，维持在 50%左右。证券投资占比变动较大，从 12 年的 17% 上升至 1H17 的 34%，央行与同业资产占比下降。

图 22：常熟银行生息资产结构变化



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

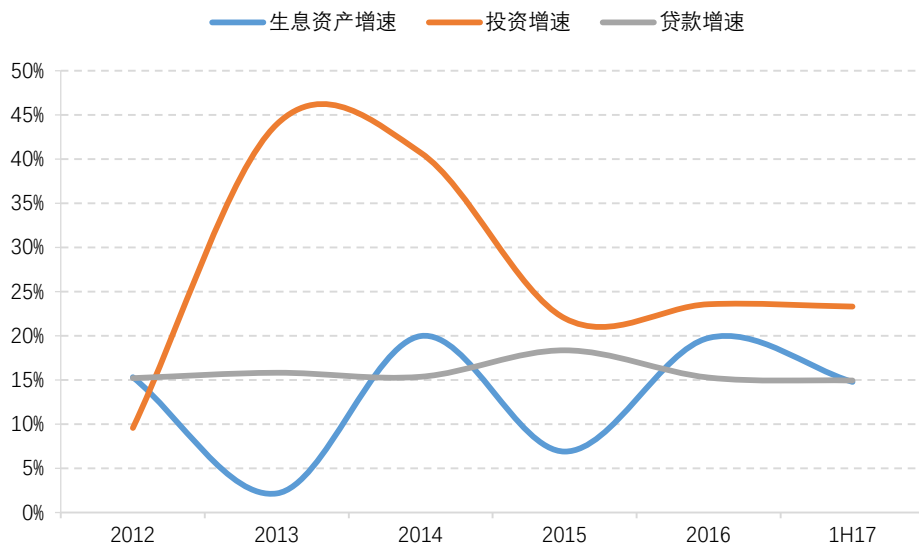
图 23：1H17 各上市农商行生息资产结构



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

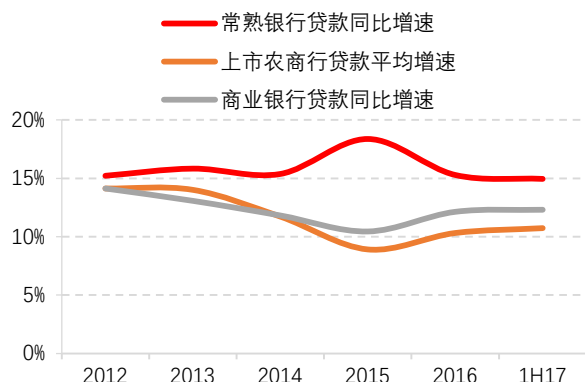
2012-2016 年，常熟银行贷款、证券投资年均复合增速分别 13%、27%。规模快速扩张主要受证券投资高增推动（主要是应收款项类投资高增），同时贷款增速在 12-16 年持续高于行业平均和上市农商行平均水平。

图 24：近年常熟银行投资高推动资产高增



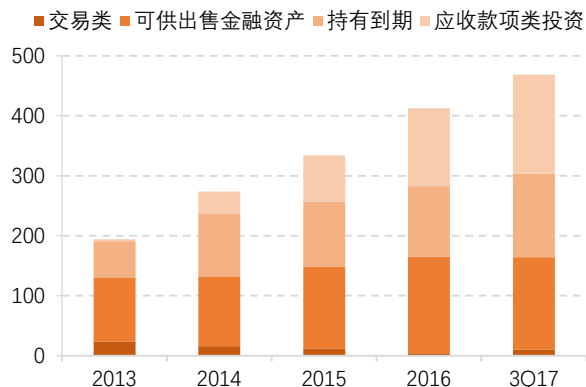
资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

图 25：常熟银行贷款增速高于行业平均水平



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 26：投资增长主要来自应收款项类资产（亿元）

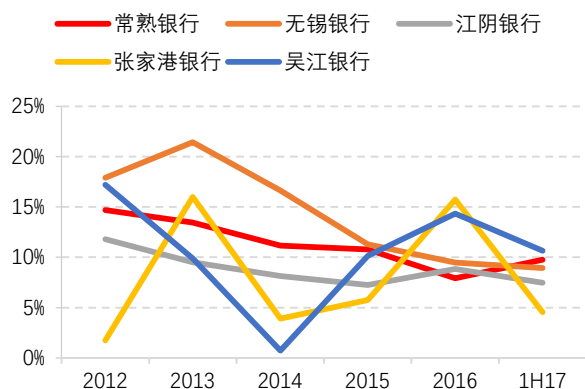


资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

4.2. 存款增长较好，活期存款占比高拉低负债成本

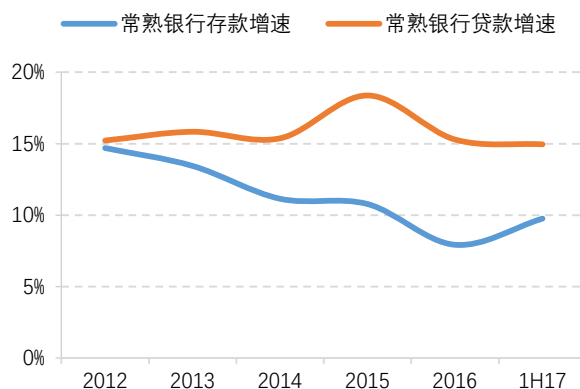
得益于公司小微银行的发展特色，常熟银行存款增长较好，2011-2016 年存款年均复合增速 12%，仅次于规模增长较快的无锡银行（15%），显著高于其他上市农商行。17 年监管升级，金融去杠杆之下，M2 增速放缓，中小行存款增长承压，常熟银行亦是。但横向比较来看，常熟银行存款增长仍好于可比同业。

图 27：常熟银行在可比农商行中存款增长较好



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

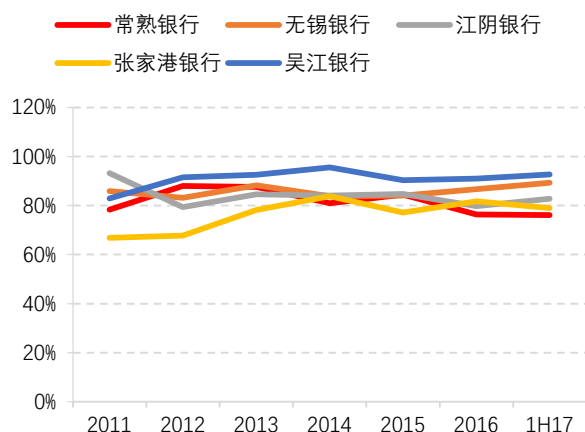
图 28：常熟银行存款增速 VS 贷款增速



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

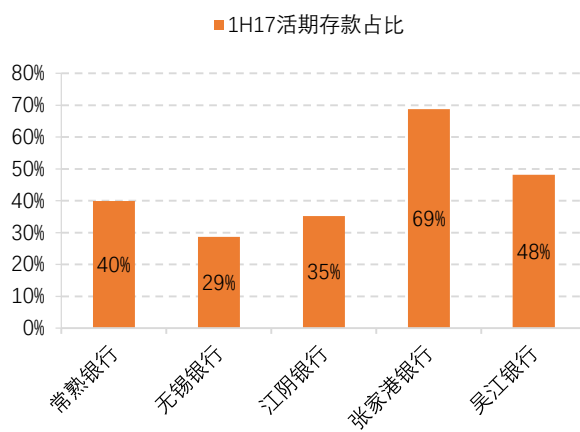
2011-2016 年常熟银行存款占比处于上市农商行平均水平，1H17 时点存款占比 76%，同业负债占比 9%，主动负债仍有一定空间。活期存款占存款比重为 40%，处于可比农商行中等水平，负债成本较低。

图 29：常熟银行存款占比处于可比农商行中等水平



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 30：1H17 各农商行活期存款占比

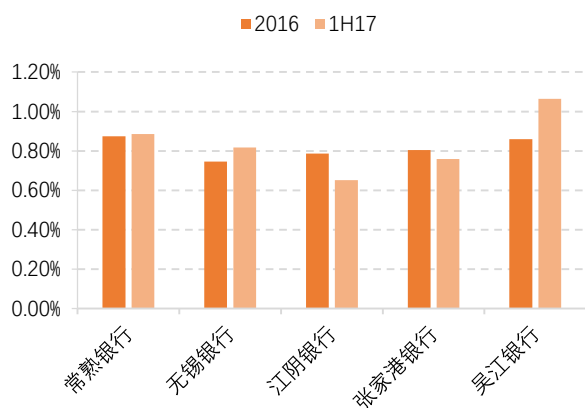


资料来源：各公司财报，天风证券研究所

4.3. 盈利能力农商行中较高，收入结构仍有提升空间

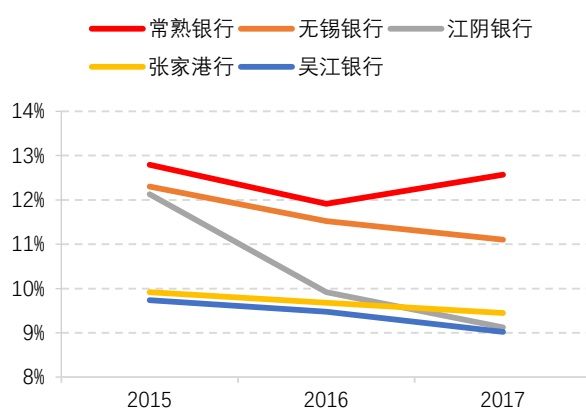
公司盈利能力较高且持续领先可比同业。近两年的 ROA 均处于可比农商行的靠前水平，常熟银行盈利能力相对稳定，ROA 基本维持在 0.9%左右，17 年 ROE 为 12.57%，同比大幅提升 2 个百分点，领先于可比农商行。我们认为，公司稳定且高于可比行的盈利能力主要归因于其深耕本土，领跑小微金融，有较好的贷款议价能力，从而带来较高的资产收益率。此外，近年来年轻资本的中收业务发展亦较快，增厚盈利。

图 31：常熟银行 ROA 处于可比农商行靠前水平



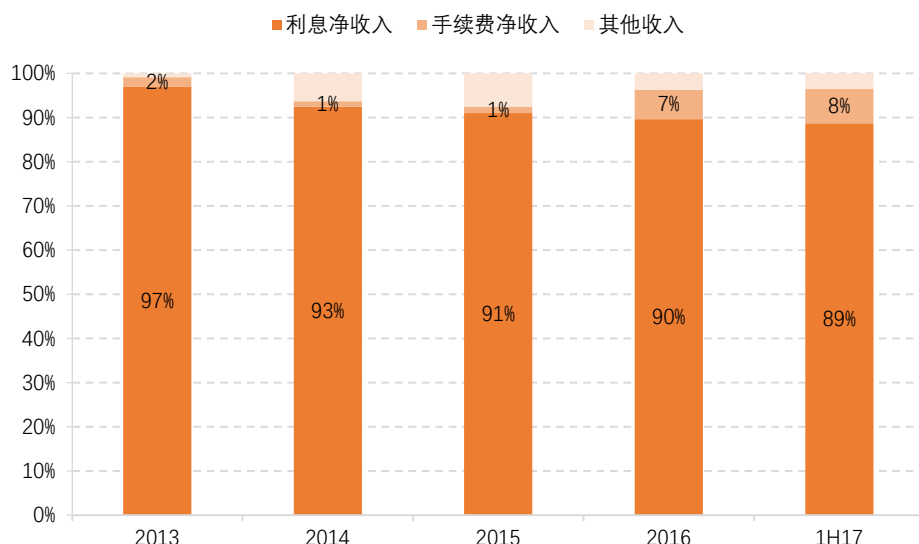
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 32：常熟银行 ROE 持续领先可比农商行



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

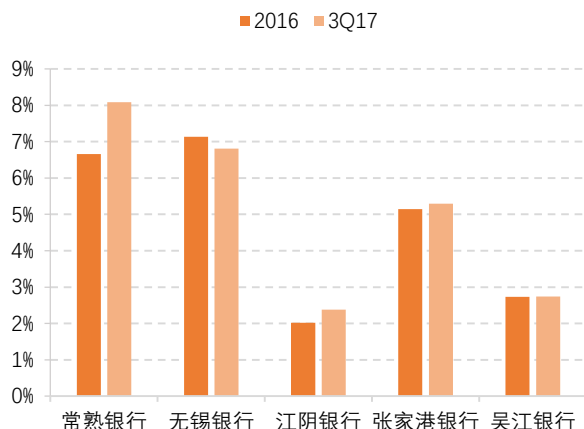
图 33：常熟银行近 5 年收入结构变化



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

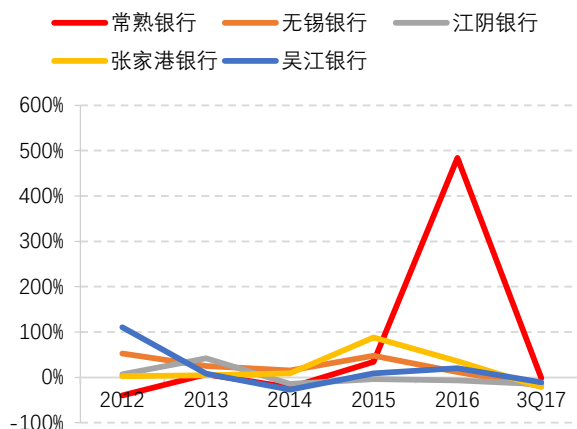
公司中收占比在可比农商行中较高。3Q17 常熟银行非息收入占比为 12%，在上市农商行中处于中列。公司中收占比在可比农商行中较高，3Q17 常熟银行中收占比约 8%，高于其他 4 家上市农商行，2016 年中收高增 484%，大幅领先于可比农商行，主要得益于 16 年表外理财规模增长较快。

图 34：常熟银行手续费收入占比在农商行中较高



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 35：16 年常熟银行手续费收入高增



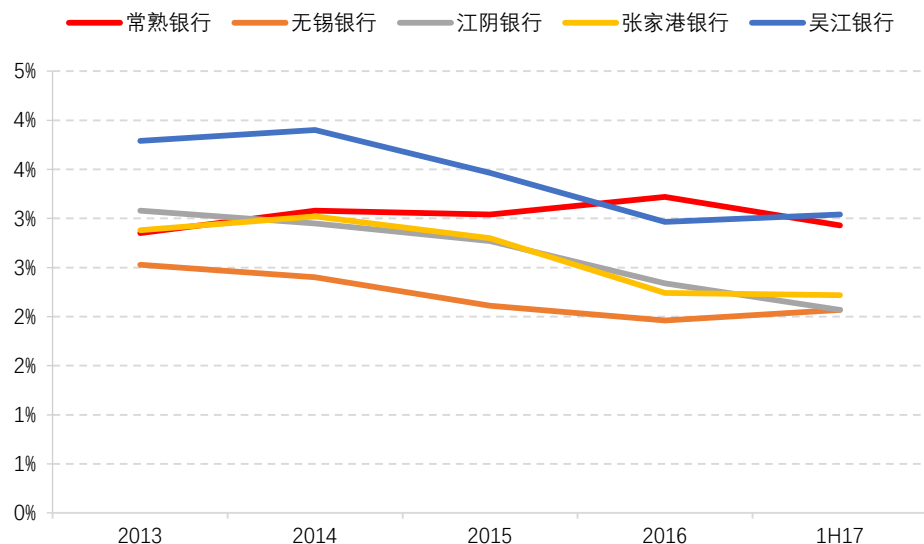
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

4.4. 净息差较高，存贷利差高于行业

利率市场化背景下，银行业整体面临利差息差收窄的压力。从上市农商行的净息差净利差水平来看，多数银行在 2016 年出现下滑，仅有常熟银行降幅同比出现改善。截至 1H17，常熟银行的净息差 2.93%，净利差 4.59%，均显著高于行业平均水平。

常熟银行净息差在可比农商行中较高且波动相对较小。1H17 净息差 2.93%，高于除吴江银行外的其他 4 家上市农商行。由于营改增、负债成本压力等因素，1H17 息差同比环比均有下降。

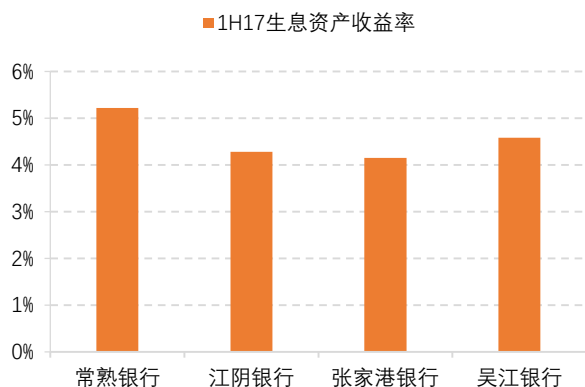
图 36：常熟银行净息差在可比农商行中较高且波动相对较小



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

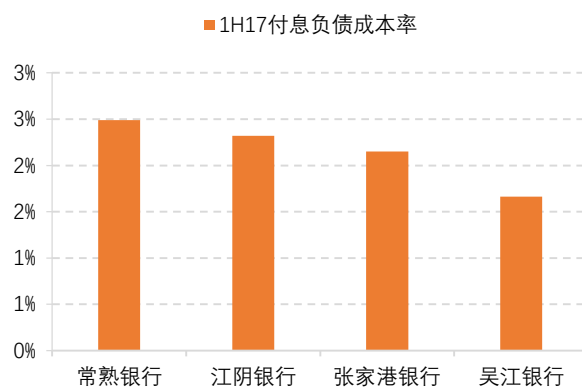
常熟银行生息资产收益率较高，付息负债成本率较低但有上升趋势。1H17 常熟银行披露生息资产收益率为 5.22%，付息负债成本率为 2.49%，高于已披露可比农商行。常熟银行生息资产收益率较高，主要是由于公司以小微企业流动性贷款为主，议价能力强导致贷款利率较高。此外，常熟银行的付息负债成本率较低，但是近几年负债结构中成本率较低的存款占比有所下降，而成本率较高的同业占比和应付债券占比在提升，导致 1H17 常熟银行的付息负债的成本率在可比农商行中偏高。

图 37：常熟银行生息资产收益率较高（公司披露口径）



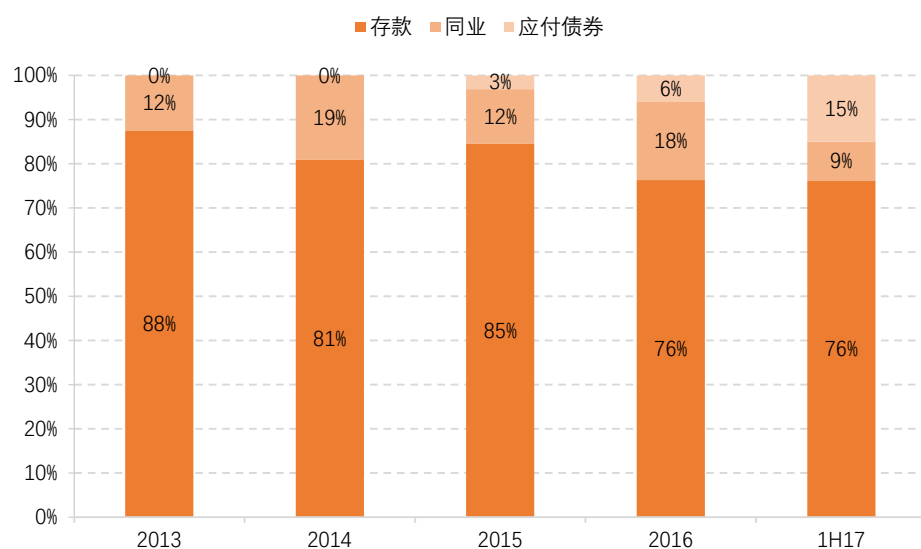
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 38：常熟银行付息负债成本率上升（公司披露口径）



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

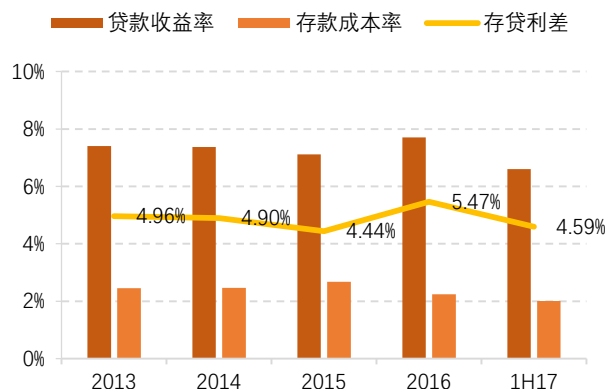
图 39：常熟银行负债结构变化



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

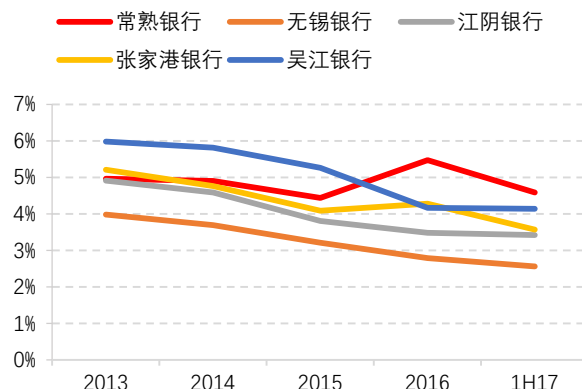
2013 年至今，常熟银行存贷利差波动较小且始终位于可比农商行前列。2016、1H17 存贷利差分别为 5.47%、4.59%，均领先于其他 4 家可比农商行，是其小微银行经营把握到位，议价能力强的体现。

图 40：常熟银行存贷利差波动较小



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

图 41：常熟银行存贷利差在可比农商行中较高

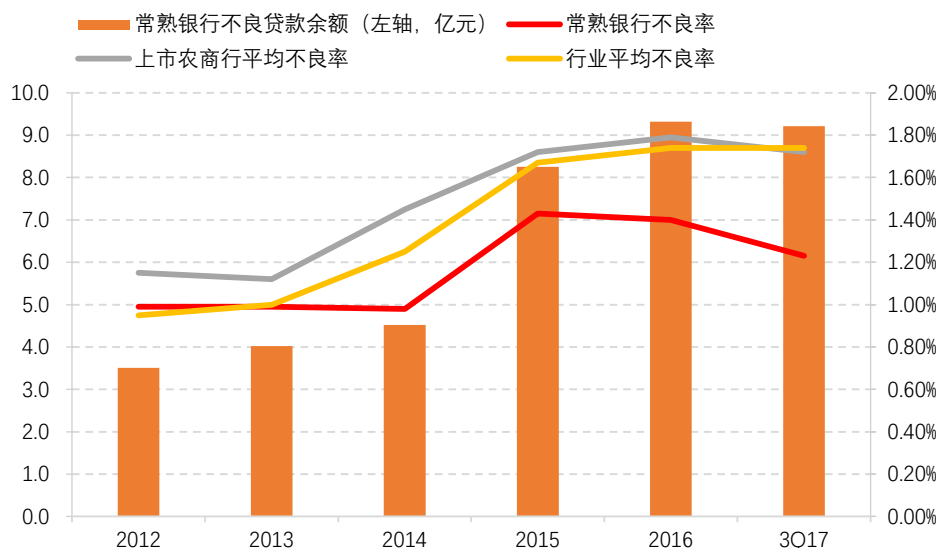


资料来源：各公司财报，天风证券研究所

4.5. 资产质量持续向好，拨备水平持续领先

公司资产质量持续稳定，不良率持续低于行业和可比同业均值。截至 3Q17，常熟银行的不良贷款余额 9.21 亿，不良率为 1.23%，低于行业平均水平的 1.74%和上市农商行平均水平的 1.72%，存量资产质量较好。未来资产质量有望维持较优。

图 42：常熟银行不良率持续低于行业平均和上市农商行平均水平

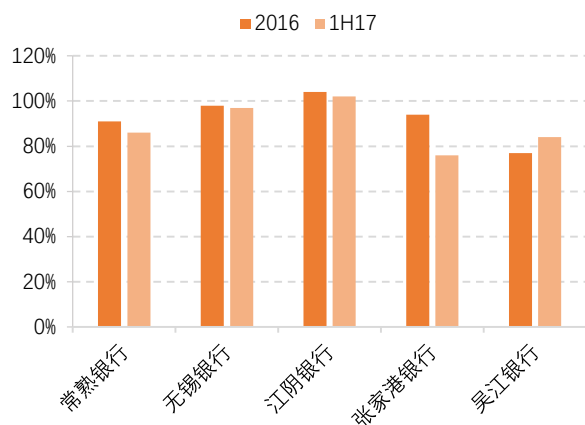


资料来源：银监会，各公司财报，天风证券研究所

回顾常熟银行的不良率，可以发现常熟银行在经济下行周期，基本维持不良率低于行业和农商行平均水平。在 2012-2014 年，不良率也并未大幅上升，虽然在 2015 年有所上升，但在 2016 年后回落，之后持续低位。较低的不良率水平，与公司在发展小微业务的同时，注重风险管控有关。

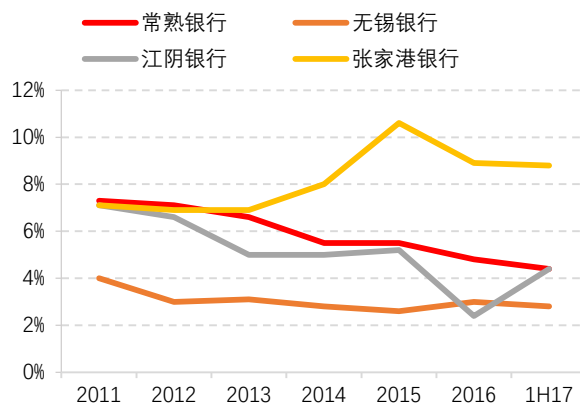
公司不良确认严格，90 天以上逾期/不良指标持续低于 100%，1H17 该比率为 86%，在可比农商行中较低。不良+关注贷款比率持续低位，1H17 为 4.4%，在可比农商行中较低。

图 43：常熟银行 90 天以上逾期/不良持续低于 100%



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

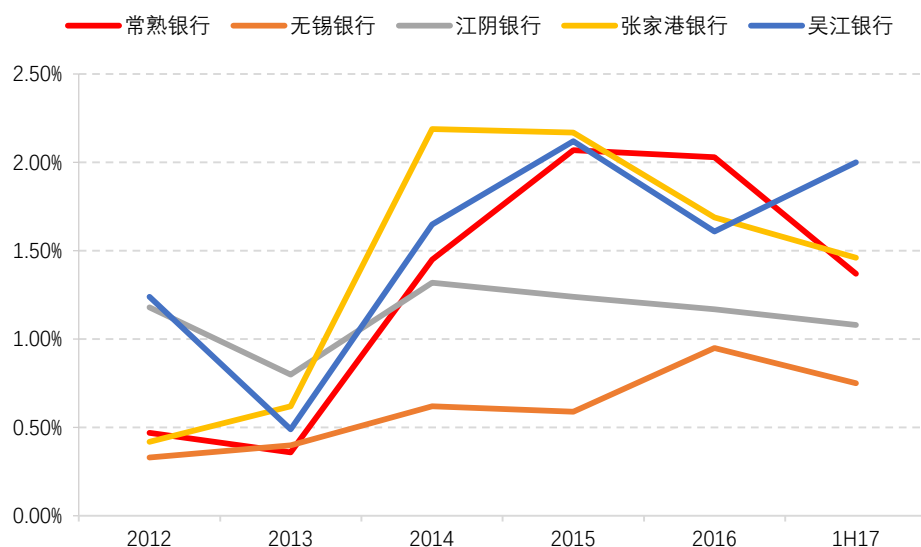
图 44：常熟银行（不良+关注）贷款比率持续低位



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

不良确认严格之下，1H17 公司真实不良生成率大幅下降，处于可比同业较低水平。自 2013 年进入信用风险高爆发，公司 2013、2014、2015 年的加回核销不良生成率分别为 0.36%、1.45%、2.07%，与可比农商行平均水平相当，趋势同步行业。2016 年之后加回核销不良生成率大幅下降，1H7 已降至 1.37%，同比下降 66BP，不良生成压力下降显著。

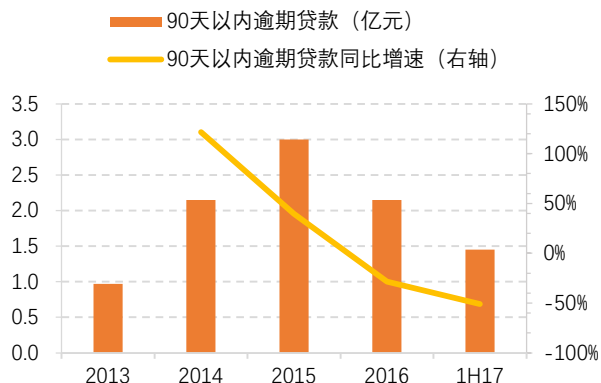
图 45：1H17 常熟银行加回核销后不良生成率大幅下降



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

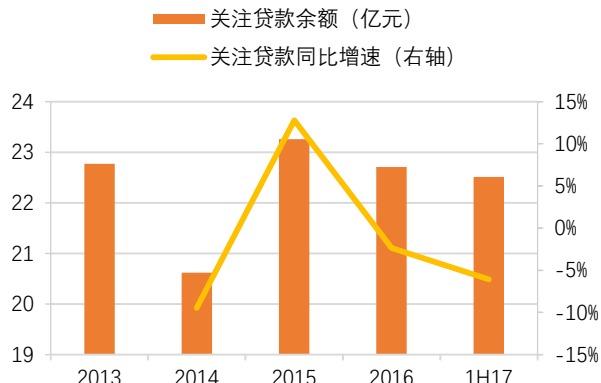
截至 1H17，公司 90 天以内逾期贷款不到 1.5 亿，较年初大幅下降，同比增速亦有所下降。15 年以来，关注贷款余额持续下降，截止 1H17 达 22.51 亿。未来不良压力较小，资产质量有望持续向好。

图 46：常熟银行 90 天以内逾期贷款余额下降，同比增速下降



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

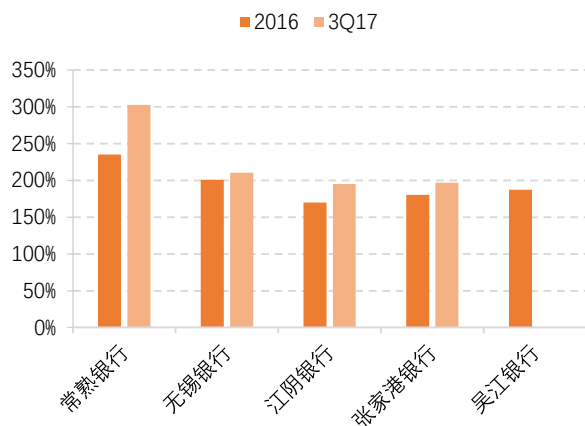
图 47：15 年以来，常熟银行关注贷款余额持续下降



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

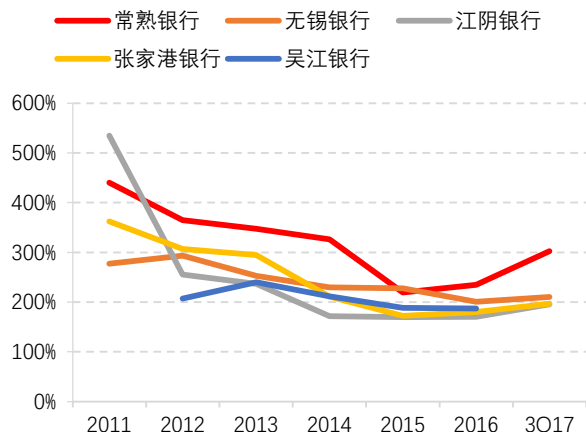
常熟银行拨备较充足。从 2011 年至 2015 年持续下行，但在 2015 年之后上升至 3Q17 的 303%，远高于行业平均水平，在上市农商行中位列第一且上行幅度大于其他农商行，主要是 17 年以来公司资产质量改善较大。未来拨备反补利润空间较大。

图 48：常熟银行拨备覆盖率位于农商行前列



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 49：常熟银行拨备覆盖率农商行中持续领先

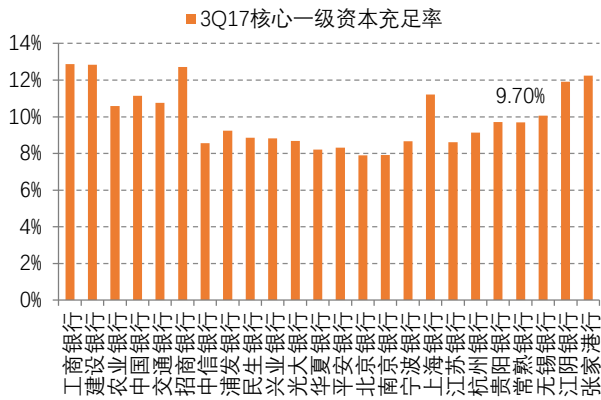


资料来源：各公司财报，天风证券研究所

4.6. 资本持续补充，有助业务扩张

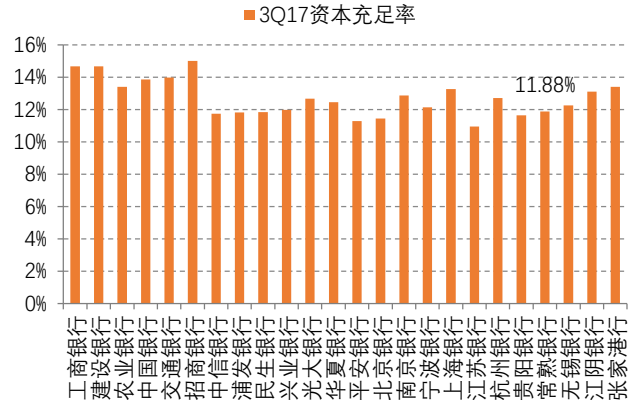
截至 3Q17，公司核心一级资本充足率 9.70%，资本充足率 11.88%，均在农商行中略偏低。预计未来 30 亿可转债陆续转股和内源性资本补充能力逐步增强，或进一步提升资本充足率，有助业务扩张。静态测算，30 亿可转债转股可提升核心一级资本充足率 2.8 个百分点。

图 50: 3Q17 常熟银行核心一级资本充足率 9.70%



资料来源: 各公司 3Q17 财报, 天风证券研究所

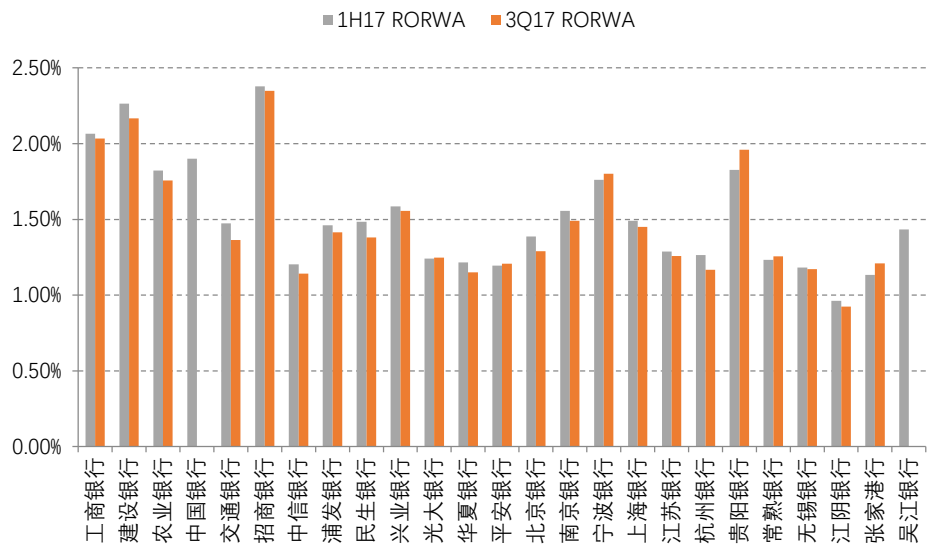
图 51: 3Q17 常熟银行资本充足率 11.88%



资料来源: 各公司 3Q17 财报, 天风证券研究所

公司 3Q17 的 RORWA 约为 1.26%，在上市农商行中较高，且较 1H17 有所提升，内源性资本补充能力逐步增强。

图 52: 常熟银行 RORWA 在农商行中较高，内源性资本补充能力较强



资料来源: 各公司财报, 天风证券研究所

5. 投资建议：盈利渐高的精品农商行，给予买入评级

我们看好公司发展前景，未来受益区域经济发展和较完善的公司治理水平，ROE 有望逐步走高。公司大零售业务积累了丰富的经验，进一步深耕常熟及江苏省内本地市场，未来业务发展空间较大，较高收益率的零售业务占比提高有望推升资产端利率水平；公司中小企业及零售客户基础较好，加强负债管理之下，未来负债端表现或好于可比农商行，息差优势仍有望保持。

(1) 外部环境来看，常熟区域经济维持较快增长，工业结构调整优化，产业转型加快，民营经济蓬勃发展。江苏省及长江三角洲城市群区位优势经济带动，信用环境向好。公司网点覆盖完善，股权结构分散稳定，预计公司经营环境保持稳健、区域不良风险迅速恶化可能性不大，公司保持高成长性的发展空间巨大。

(2) 小微与零售业务特色明显，息差优势显著。公司深耕本土市场，多年来累积丰富的

小微与零售金融服务经验，为公司获得较强议价能力。息差优势明显，负债端成本虽略有上升，但是依靠较大的活期存款存量占比仍可降低整体负债成本，息差优势有望继续保持。

(3) 风险控制能力较强，未来盈利能力和资产质量均有一定保证。资产质量持续向好，不良率或维持较低水平，较高的拨备对盈利反补空间较大。

(4) 2018 年公司发行 30 亿可转债，将进一步补充公司资本金，提高抵御风险能力。可转债转股进行资本补充后，可支持公司规模保持平稳较快增长。

预计 18 年和 19 年公司贷款增速分别为 15%和 14%；息差维持 3.0%左右的较高水平。区域协同效应下，预计 18/19 年生息资产规模增长持续平稳在 14-15%；17 年以来资产质量改善显著，未来不良压力下降，高拨备对盈利有较大支撑。

基于以上主要假设，我们预测公司 18/19 年净利润同比增 17.8%/18.6%，对应 EPS 0.67/0.80 元，BVPS 5.43/6.23 元。考虑 (1) 公司经营管理精细化，资产质量改善显著，盈利渐高；预计 18/19 年 ROE 提升至近 14%的较高水平，显著领先其它上市农商行(ROE 约 10%);(2) 小微业务经营特色鲜明，未来发展空间亦较大；应享有一定估值溢价，当前农商行平均估值为 1.46 倍 18 年 PB，给予常熟银行 1.8 倍 18 年 PB，对应目标价 9.78 元/股，较当前约有 30%上行空间，买入评级。

表 3: 可比农商行估值比较表 (估值来自 wind 一致预期, 截至 2018 年 2 月 23 日)

	LF	2017E	2018E	2019E
江阴银行	1.50	1.50	1.38	n.a.
无锡银行	1.56	1.56	1.38	n.a.
常熟银行	1.56	1.56	1.39	1.24
张家港行	2.03	2.03	1.80	1.77
吴江银行	1.47	1.47	1.34	n.a.
平均	1.63	1.63	1.46	1.51
常熟银行估值溢价	-4.11%	-4.10%	-5.00%	-17.76%

资料来源: Wind 一致预期, 天风证券研究所

6. 风险提示

- (1) 公司中小企业贷款占比较高，可能受到本地经济波动的影响，带来资产质量的大幅恶化；
- (2) 监管趋严超预期，对市场情绪带来负面影响；
- (3) 资产质量恶化超预期。

财务预测摘要

人民币亿元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表						收入增长					
净利息收入	32	40	44	50	57	净利润增速	-3.3%	7.7%	21.8%	17.8%	18.6%
手续费及佣金	1	3	4	5	6	拨备前利润增速	10.3%	28.2%	12.2%	16.3%	16.7%
其他收入	3	2	2	2	3	税前利润增速	-6.3%	7.6%	27.4%	12.6%	18.6%
营业收入	35	45	49	57	66	营业收入增速	13.9%	28.2%	10.6%	15.2%	15.7%
营业税及附加	(2)	(1)	(0)	(0)	(0)	净利息收入增速	12.5%	26.7%	8.9%	14.3%	15.1%
业务管理费	(12)	(17)	(18)	(21)	(24)	手续费及佣金增速	34.2%	484.3%	42.3%	20.0%	12.0%
拨备前利润	21	27	31	36	42	营业费用增速	19.1%	38.5%	10.2%	14.0%	14.0%
计提拨备	(9)	(14)	(14)	(17)	(20)	规模增长					
税前利润	12	13	17	19	22	生息资产增速	6.9%	21.3%	13.2%	15.2%	14.3%
所得税	(2)	(3)	(3)	(3)	(4)	贷款增速	18.4%	15.3%	16.5%	15.0%	14.0%
净利润	10	11	13	16	19	同业资产增速	-57.3%	56.9%	-50.3%	0.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	22.0%	23.6%	16.8%	20.0%	18.0%
贷款总额	576	664	773	890	1014	其他资产增速	8.1%	21.3%	-17.2%	-116.9%	509.3%
同业资产	43	67	33	33	35	计息负债增速	6.1%	19.5%	11.4%	12.6%	12.0%
证券投资	334	412	482	578	682	存款增速	10.8%	7.9%	11.5%	10.0%	8.0%
生息资产	1068	1279	1448	1668	1907	同业负债增速	-34.5%	70.0%	-55.0%	0.0%	5.0%
非生息资产	35	42	35	(6)	(36)	股东权益增速	14.4%	23.8%	6.3%	15.2%	14.6%
总资产	1085	1300	1459	1633	1835	存款结构					
客户存款	823	888	990	1089	1176	活期	37.1%	40.1%	40.12%	40.12%	40.12%
其他计息负债	151	276	306	370	458	定期	53.8%	52.7%	52.70%	52.70%	52.70%
非计息负债	27	32	38	46	55	其他	9.2%	7.2%	7.18%	7.18%	7.18%
总负债	1001	1196	1348	1505	1689	贷款结构					
股东权益	84	104	111	128	146	企业贷款(不含贴现)	53.8%	47.4%	42.43%	38.43%	38.43%
每股指标						个人贷款	37.3%	44.6%	52.62%	57.62%	57.62%
每股净利润(元)	0.48	0.47	0.57	0.67	0.80	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.06	1.23	1.38	1.60	1.87	不良贷款率	1.43%	1.40%	1.14%	1.18%	1.21%
每股净资产(元)	4.04	4.43	4.70	5.43	6.23	正常	94.53%	95.18%	96.81%	96.86%	96.91%
每股总资产(元)	54.25	58.48	65.62	73.45	82.55	关注	4.04%	3.42%	3.19%	3.14%	3.09%
P/E	14.9	15.3	12.6	10.7	9.0	次级	1.36%	1.35%			
P/PPOP	6.7	5.8	5.2	4.5	3.8	可疑	0.07%	0.05%			
P/B	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2	损失	0.00%	0.00%			
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	拨备覆盖率	219.15%	235.05%	276.45%	283.63%	291.18%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	3.06%	3.42%	3.20%	3.20%	3.21%	资本充足率	12.03%	13.22%	12.79%	12.68%	12.67%
净利差(Spread)	2.83%	3.04%	2.94%	2.94%	2.96%	核心资本充足率	10.89%	10.90%	10.68%	10.73%	10.86%
贷款利率	7.12%	7.71%	7.66%	7.66%	7.71%	资产负债率	92.23%	91.97%	92.40%	92.18%	92.02%
存款利率	2.68%	2.24%	2.14%	2.04%	2.04%	其他数据					
生息资产收益率	5.59%	0.00%	-0.10%	-0.10%	-0.08%	总股本(亿)	20.00	22.23	22.23	22.23	22.23
计息负债成本率	2.76%	0.00%	-0.10%	-0.10%	-0.08%						
盈利能力											
ROAA	0.93%	0.88%	0.96%	1.01%	1.07%						
ROAE	12.72%	11.61%	12.48%	13.25%	13.65%						
拨备前利润率	2.03%	2.29%	2.22%	2.30%	2.40%						

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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com