

独树一帜，显著低估

常熟银行：高 NIM，低不良率

按照 3 季度的数据来看，在 NIM—不良率的关系图中可以看出：位于第二象限的标的都属于优质银行股，不良率行业内偏低，而 NIM 行业内偏高，承受较低的风险获得较高收益。但是大部分银行在行业均值附近，只有常熟银行独树一帜，行业内最高 NIM 和相对低的不良率。

常熟银行高息差、低不良的原因

高息差：①零售贷款占比高且结构配置收益率高，零售贷款占比达 48%，零售贷款以个人经营性贷款为主（63.4%），贷款收益率 6.77%，居上市银行首位；②小微业务经验充足；③负债端存款占比持续增长：3Q18 常熟银行存款增速 15.8%，高于上市银行平均水平。

低不良：①江苏省不良暴露较早，区域资产质量改善的驱动作用；②对公贷款占比持续压降，着力小微已近十年，经验丰富，模式先进，风控能力强。

常熟被低估：业绩高增长，估值偏低

在净利润增速和 PB 估值的对比图中，可看出：基本上符合线性关系，高业绩增速对应高的估值，低业绩增速对应低的估值。分别在第一象限和第三象限内。高业绩增速，高估值的品种都在第一象限内，比如：招行、宁波，既有高于可比同业的业绩增速，也有高于行业均值的估值。但是常熟银行是个例外，高业绩增长却没有获得较高的 PB 估值。常熟 3 季度净利润同比增 28%，全行业内最高，但对应估值低于招行和宁波近 20%。

常熟银行零售业务优势显著，且资产质量好，可以获得零售溢价和估值溢价。而作为市值只有 151 亿的上市银行，其也可以获得小股票的估值溢价。但，常熟银行估值比招行、宁波低 20% 以上。从而我们认为：常熟银行被低估。

资产质量——不良率低，资产质量持续改善

不良率低，3Q18 不良率、不良贷款余额双降：3Q18，常熟银行不良率仅 1.00%，在城商行中为最低，而且在所有上市银行中也处于较低水平，远低于上市银行整体 1.54% 的平均水平。同时，3Q18 常熟银行不良贷款余额同比下降 0.58%，不良率较年初下降 14 个 BP，资产质量持续改善。关注类贷款占比下降：3Q18，常熟银行关注类贷款占比为 2.12%，较年初大幅下降 54 个 bp；不良生成率低：3Q18，常熟银行年化毛不良生成率为 0.05%，该指标在上市银行中也处于领先水平，仅略高于农行、招行和浦发。

常熟银行 (601128)

维持

买入

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

发布日期：2018 年 11 月 23 日

当前股价：6.80 元

目标价格 6 个月：9 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	21.3/17.34	22.6/24.34	-5.43/16.41
12 月最高/最低价 (元)			8.94/5.42
总股本 (万股)			222,278.92
流通 A 股 (万股)			99,725.02
总市值 (亿元)			153.15
流通市值 (亿元)			68.71
近 3 月日均成交量 (万)			2,128.98
主要股东			
交通银行股份有限公司			9.0%

股价表现



相关研究报告

- 18.10.23 【中信建投银行】常熟银行 (601128)：盈利和资产质量双优，零售端优势更上层楼
- 18.08.30 常熟银行：资产质量和零售优势见长——农商行中的标杆

投资建议

1. 高 NIM、资产质量优异以及零售业务优势显著，一直以来是常熟银行的标签。从三季报的情况来看，公司的这三大优势进一步巩固。

其一是三季度息差环比高于二季度，呈回升趋势，从而带来利息净收入增长加快；

其二是资产质量优中更优，不良率与关注类贷款占比在公司上市以来一直呈逐季下降的趋势，拉开与其他农商行的距离；

其三是拨备计提力度加大，风险抵补能力加强。三季度公司营收增速加快，但净利润增速放缓，一项重要原因就是三季度加大了拨备的计提力度，目前公司拨备覆盖率已经超过 400%，无论在次新股中还是在所有上市银行中均十分靠前。

其四是零售贷款占比进一步提高。三季度末公司零售贷款占比达 49%，预计仅次于平安银行，高零售贷款占比势必带来高定价、低不良、低资本消耗，公司整体业务进入良性循环

其五是轻型银行转型效果显著，内源融资基本满足业务发展需要，外援融资进一步保障资本消耗无压力。在三季度可转债转股比例较低的情况下，公司资本充足率指标均有 30 个 BP 左右的提高，其主要就是来源于其零售业务的大发展。此外，公司还有 30 亿可转债预计还可以提高 2.41 个百分点的资本充足性，足够满足公司未来 3-5 年的发展需要。

2. 我们认为：常熟银行在经营策略和经营指标的表现上特色鲜明，而且独树一帜，从零售、资产质量和小市值股票角度看，其显著被低估。持续重点推荐。我们预测 18/19 年营业收入同比增长 19%/22%，净利润同比增长 29%/30%，EPS 为 0.74/0.96，PE 为 9.21/7.08，PB 为 1.31/1.13，给予买入评级，6 个月目标价 9 元，上涨空间 30%。

图表1： 预测和比率

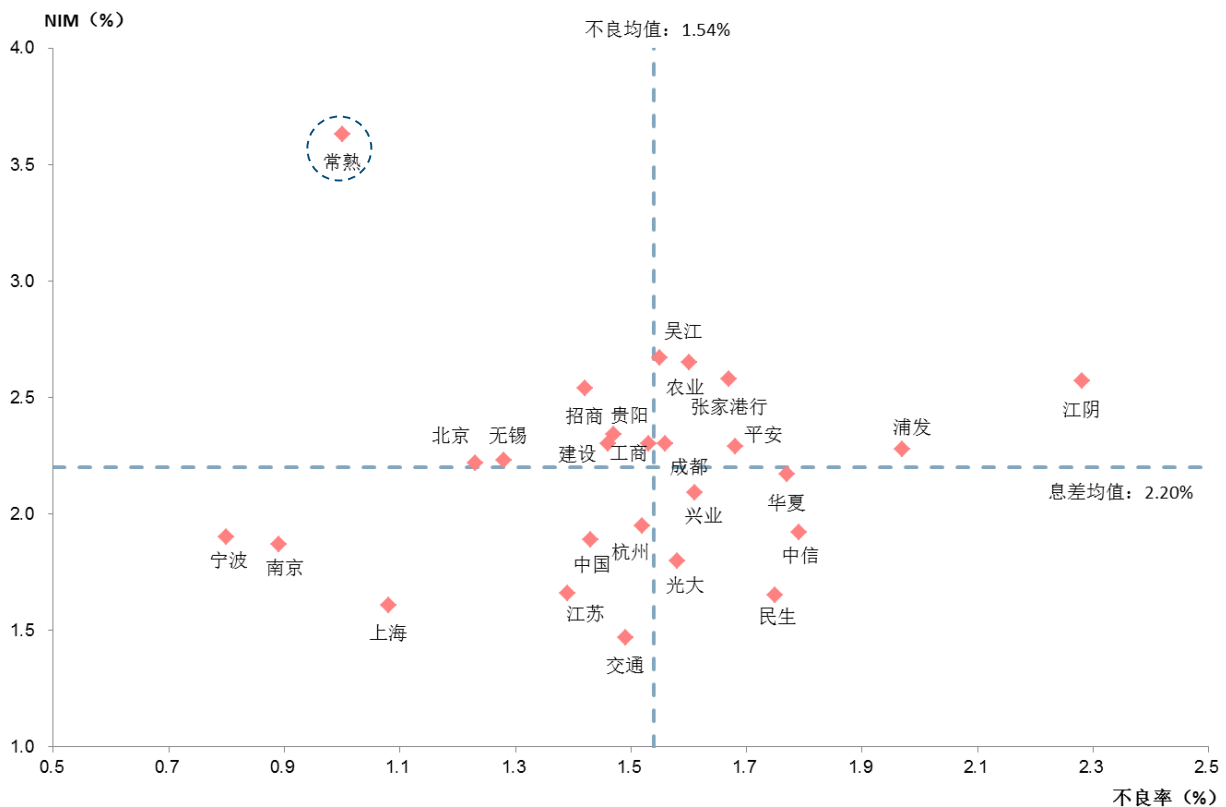
	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
主营收入(百万)	3068	3492	4475	4997	5947	7282	8904
主营收入增长率	29.73%	13.83%	28.16%	11.66%	19.03%	22.44%	22.28%
净利润(百万)	999	966	1041	1264	1641	2135	2988
净利润增长率	1.79%	-3.28%	7.71%	21.51%	29.77%	30.14%	39.94%
EPS(元)	0.66	0.48	0.47	0.57	0.74	0.96	1.34
BVPS(元)	4.68	4.04	4.43	4.71	5.19	6.04	7.27
P/E	9.18	12.49	12.88	10.60	9.21	7.08	5.06
PB	1.29	1.49	1.36	1.28	1.31	1.13	0.93

资料来源：中信建投证券研究发展部

其一、常熟银行：高 NIM，低不良率

按照 3 季度的数据来看，在 NIM—不良率的关系图中可以看出：位于第二象限的标的都属于优质银行股，不良率行业内偏低，而 NIM 行业内偏高，承受较低的风险获得较高收益。但是大部分银行在行业均值附近，只有常熟银行独树一帜，行业内最高 NIM 和相对低的不良率。

图表2：3Q18 上市银行 NIM-不良率

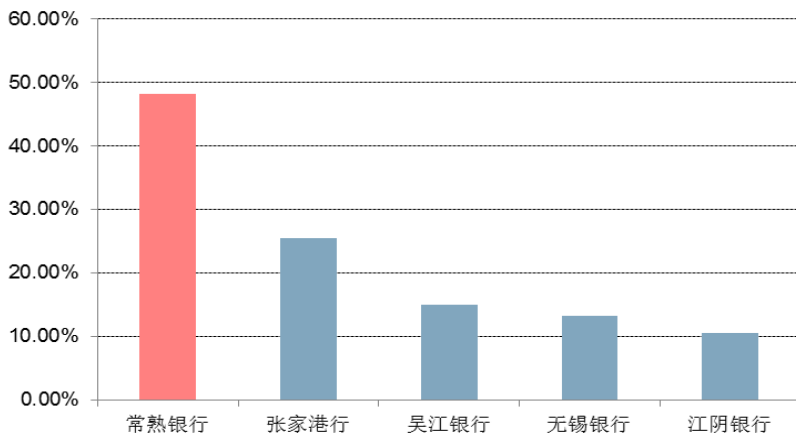


资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

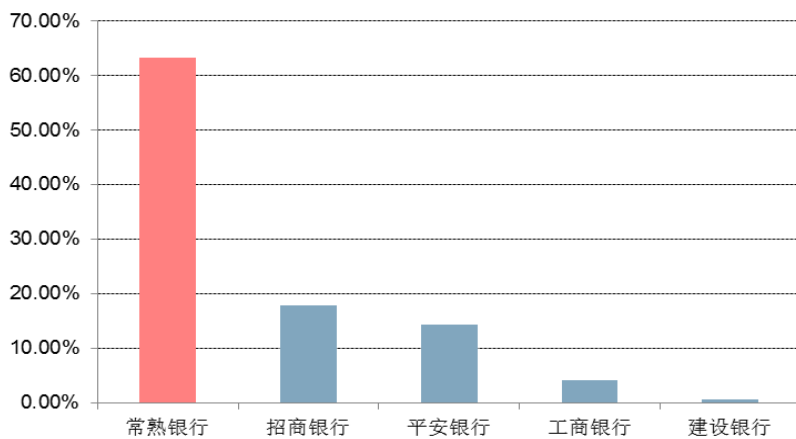
其二、常熟银行高息差、低不良的原因

(一) 高息差

1.零售贷款占比高且结构配置收益率高:零售贷款占比达 48%，与其他零售银行的零售贷款以消费贷为主不同，常熟银行的零售贷款以个人经营性贷款为主（63.4%），收益率高；贷款收益率 6.77%，居上市银行首位。

图表3： 2Q18 上市农商行零售贷款占比


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表4： 2Q18 主要零售银行个人经营性贷款占零售贷款比重


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

2. **小微业务经验充足**：常熟银行致力于服务小微，有着充分的小微业务经营经验，定价能力强，资产收益率高；同时，其民营企业贷款占比本身就很高，受“一二五”冲击小。

3. **负债端存款占比持续增长**：3Q18 常熟银行存款增速 15.8%，高于上市银行平均水平。

图表5： 2018 年前三季度上市银行存款规模扩张情况

证券简称	存款规模增速（同比）					较 4Q17 增速变化	存款规模占比				
	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q17		1Q18	2Q18	3Q18	较 4Q17 占比变化	
工商银行	7.86%	8.80%	9.45%	10.23%	2.37%	80.29%	83.09%	82.90%	82.21%	1.92%	
农业银行	7.69%	5.66%	5.18%	5.68%	-2.01%	82.52%	83.59%	83.24%	82.12%	-0.40%	
中国银行	5.55%	4.30%	4.52%	5.58%	0.02%	76.34%	77.26%	76.82%	75.94%	-0.40%	

请参阅最后一页的重要声明

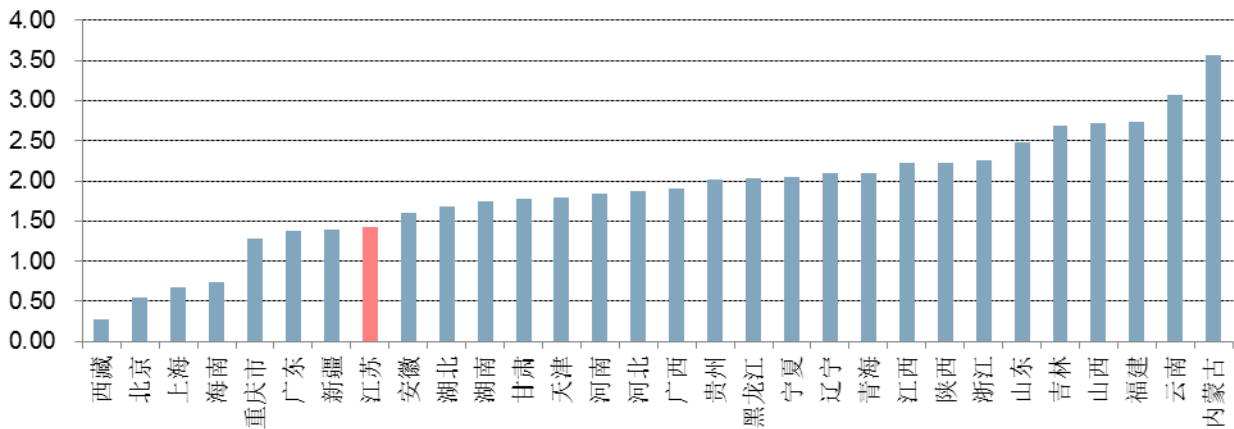
	存款规模增速（同比）					存款规模占比				
建设银行	6.24%	4.11%	4.25%	4.40%	-1.84%	80.50%	80.49%	81.02%	80.45%	-0.05%
交通银行	4.27%	15.82%	16.08%	17.24%	12.98%	58.96%	66.51%	66.26%	65.57%	6.61%
兴业银行	14.55%	7.08%	3.16%	14.23%	-0.32%	51.50%	51.54%	50.69%	55.38%	3.88%
招商银行	6.90%	3.50%	2.79%	8.20%	1.30%	69.90%	70.69%	70.57%	71.91%	2.01%
浦发银行	1.20%	2.52%	1.19%	4.99%	3.79%	53.24%	55.73%	56.88%	58.19%	4.95%
民生银行	-3.76%	0.00%	4.46%	7.74%	11.50%	53.81%	54.41%	55.86%	57.08%	3.26%
中信银行	-6.37%	1.37%	3.90%	7.89%	14.25%	64.72%	66.81%	66.65%	65.93%	1.21%
光大银行	7.16%	4.57%	7.23%	11.57%	4.42%	60.08%	60.83%	61.22%	61.50%	1.42%
平安银行	4.09%	6.40%	8.73%	11.66%	7.57%	66.10%	65.31%	66.23%	68.49%	2.39%
华夏银行	4.79%	5.36%	6.17%	5.45%	0.65%	61.29%	61.94%	61.18%	61.40%	0.11%
北京银行	10.23%	11.73%	9.47%	10.86%	0.63%	58.92%	60.10%	60.30%	60.08%	1.16%
南京银行	10.29%	1.23%	5.69%	8.41%	-1.88%	67.35%	66.71%	67.92%	66.61%	-0.74%
宁波银行	10.53%	17.06%	14.91%	16.27%	5.74%	57.98%	62.84%	63.04%	63.35%	5.36%
江苏银行	11.07%	5.46%	9.45%	10.82%	-0.24%	60.80%	61.96%	62.28%	61.17%	0.38%
上海银行	8.78%	9.42%	12.48%	11.62%	2.84%	55.63%	56.09%	56.11%	56.23%	0.60%
杭州银行	21.81%	27.69%	29.54%	19.98%	-1.82%	57.41%	60.05%	61.65%	61.51%	4.10%
贵阳银行	13.13%	6.88%	11.76%	12.85%	-0.28%	67.86%	66.95%	68.00%	67.15%	-0.70%
成都银行	15.42%		20.85%	19.12%	3.70%	76.38%	74.53%	77.47%	77.63%	1.25%
郑州银行	18.03%	14.05%	7.22%	10.00%	-8.03%	63.47%	62.53%	64.37%	64.73%	1.26%
长沙银行	23.14%	9.44%	12.58%	12.18%	-10.96%	75.39%	69.96%	72.32%	69.92%	-5.46%
常熟银行	11.48%	17.09%	16.81%	15.79%	4.32%	73.49%	78.75%	74.67%	75.39%	1.89%
无锡银行	11.91%	4.77%	8.83%	7.11%	-4.80%	83.61%	81.03%	83.98%	85.35%	1.75%
江阴银行	7.69%	5.40%	5.27%	4.83%	-2.86%	79.27%	77.48%	79.25%	79.23%	-0.04%
张家港行	8.10%	7.31%	8.62%	16.27%	8.16%	74.43%	79.20%	80.18%	79.13%	4.71%
吴江银行	9.29%	6.70%	9.60%	17.01%	7.72%	82.33%	75.26%	78.64%	78.92%	-3.42%
大行	6.73%	6.59%	6.76%	7.40%	0.66%	78.06%	79.90%	79.81%	79.04%	0.98%
股份行	2.95%	3.49%	4.18%	8.91%	5.96%	59.48%	60.40%	60.75%	62.22%	2.74%
城商行	12.31%	15.99%	11.99%	12.35%	0.04%	61.41%	62.15%	62.85%	62.40%	1.00%
农商行	9.93%	8.50%	10.14%	11.80%	1.87%	78.50%	78.54%	79.16%	79.57%	1.07%
整体	6.20%	6.43%	6.50%	8.05%	1.85%	71.82%	73.41%	73.46%	73.41%	1.59%

资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

（二）低不良

1. 地域

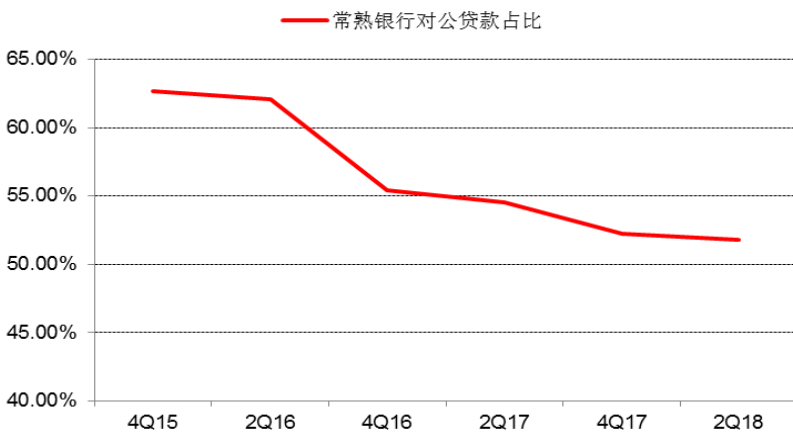
江苏省不良暴露较早，区域资产质量改善的驱动作用。2016年，江苏省不良贷款率为1.42%，在全国各省市中处于较低水平。

图表6： 2016年全国各省市不良率情况（%）


资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

2. 自身

（1）对公贷款占比持续压降。在我国，对公贷款的资产质量一般情况下要逊于零售贷款，而近年来，常熟银行对公贷款占比持续压降，已由4Q15的62.65%降至2Q18的51.80%。贷款结构的改善使得常熟银行的资产质量不断改善。

图表7： 常熟银行对公贷款占比持续压降


资料来源:中信建投证券研究发展部

（2）常熟银行着力小微已近十年，经验丰富，模式先进，风控能力强。

①其小微客户的定位是个人经营性贷款客户，客户经理与之深度捆绑、随时接触，随时关注其信用情况；

②同时，常熟银行有严格的授信体系和管理模式，着力打造“信贷工厂”，对信贷流程切片化管理，分个环节相互独立作业，客户经理不参与

其三、净利润增速——PB 估值的对比中，常熟银行被低估：业绩高增长，估值偏低

在净利润和 PB 对比图中，可看出：净利润同比增速和 PB 估值基本上符合线性关系，高业绩增速对应高的估值，低业绩增速对应低的估值。分别在第一象限和第三象限内。而江阴银行是个特例，低业绩增速，对应相对较高的估值，在第二象限内部。最奇怪的是位于第四象限银行股，高的业绩增长却没有获得高的估值，这类银行是需要估值修复的品种。

高业绩增速，高估值的品种都在第一象限内，比如：招行、宁波，既有高于可比同业的业绩增速，也有高于行业均值的估值。但是常熟银行是个例外，高业绩增长却没有获得较高的 PB 估值。常熟 3 季度净利润同比增 28%，全行业内最高，但对应估值低于招行和宁波近 20%。

从以下三个角度，我们认为：常熟银行被低估。

其一、其零售业务优势领先同业。零售贷款占比上，常熟银行占比 48%，同招行，且高于宁波银行，宁波银行占比只有 32%。

图表8： 上市银行零售信贷业务发展情况（百万元）

	零售贷款占比		
	4Q17	2Q18	变化
兴业银行	37.47%	38.05%	0.58%
招商银行	50.08%	48.24%	-1.83%
浦发银行	38.88%	40.05%	1.16%
民生银行	39.41%	38.37%	-1.05%
中信银行	38.52%	38.34%	-0.18%
光大银行	40.85%	41.84%	0.99%
平安银行	49.82%	54.03%	4.21%
华夏银行	23.18%	24.21%	1.03%
北京银行	28.65%	27.69%	-0.96%
南京银行	22.97%	24.56%	1.59%
宁波银行	30.52%	32.33%	1.81%
江苏银行	25.14%	26.09%	0.95%
上海银行	26.21%	29.05%	2.84%
杭州银行	33.01%	34.69%	1.68%
贵阳银行	23.88%	24.72%	0.84%

零售贷款占比			
成都银行	26.86%	26.48%	-0.38%
常熟银行	47.76%	48.20%	0.44%
无锡银行	13.99%	13.32%	-0.68%
江阴银行	9.69%	10.61%	0.91%
张家港行	26.06%	25.52%	-0.54%
吴江银行	13.52%	15.03%	1.50%
大行	36.61%	37.36%	0.75%
股份行	40.73%	41.01%	0.28%
城商行	27.21%	28.09%	0.88%
农商行	23.88%	24.49%	0.60%
整体	37.18%	37.80%	0.62%

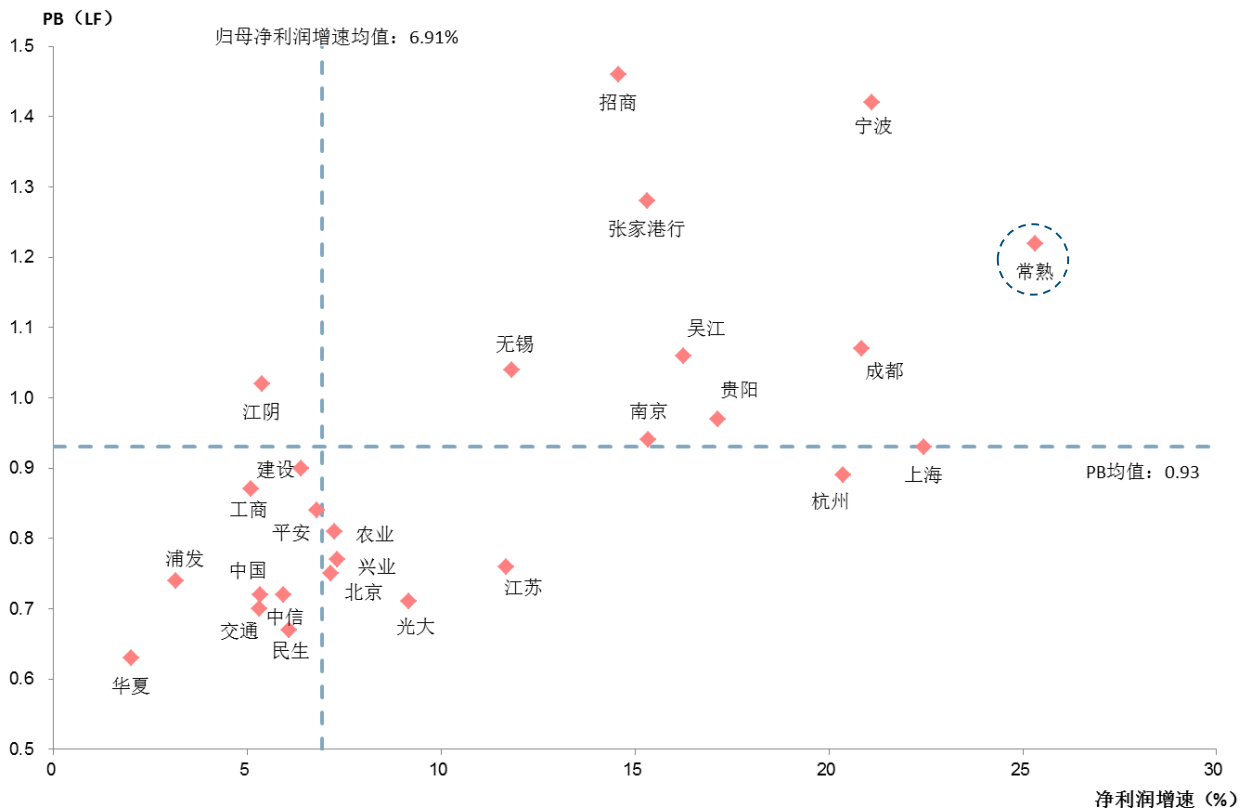
资料来源：中信建投证券研究发展部

其二、资产质量高。从风险管控上，尤其是不良率上看，常熟银行的不良率也低于招行，同宁波的差不多。

其三、市值小。从市值角度来看，常熟市值显著低于招行和宁波。常熟银行市值 151 亿，宁波市值 893 亿，招行 7137 亿。

从而，常熟银行零售业务优势显著，且资产质量好，可以获得零售溢价和估值溢价。而作为市值只有 151 亿的上市银行，其也可以获得小股票的估值溢价。但，常熟银行估值比招行、宁波低 20% 以上。从而我们认为：常熟银行被低估。

图表9： 3Q18 上市银行归母净利润-PB

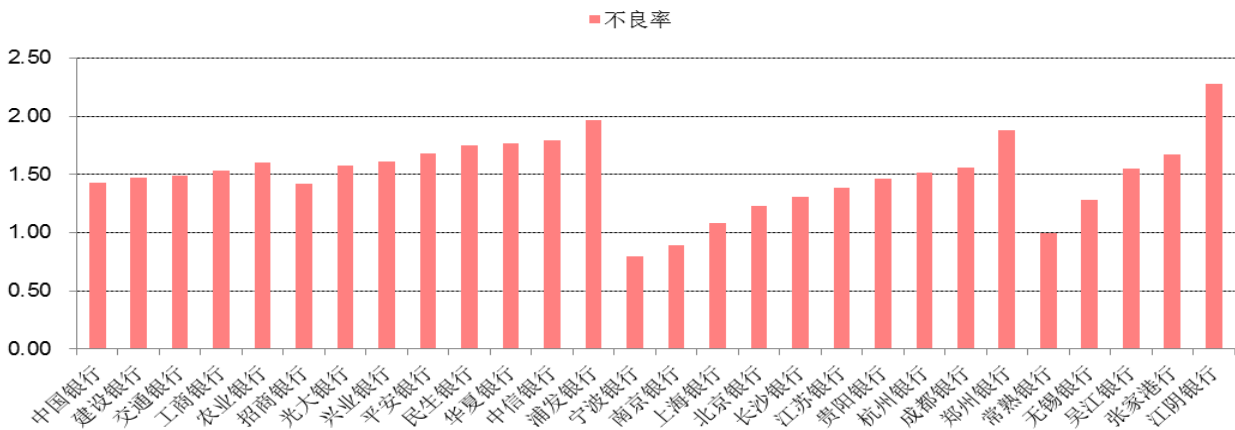


资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

其四、资产质量——不良率低，资产质量持续改善

1. 不良率低，3Q18 不良率、不良贷款余额双降

3Q18，常熟银行不良率仅 1.00%，在城商行中为最低，而且在所有上市银行中也处于较低水平，远低于上市银行整体 1.54% 的平均水平。同时，3Q18 常熟银行不良贷款余额同比下降 0.58%，不良率较年初下降 14 个 BP，资产质量持续改善。

图表10：上市银行 2018 年 3 季度不良率排名


资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表11：2018 年前三季度上市银行不良贷款情况

	不良贷款余额		不良贷款余额同比增速		变化	不良率		变化 (百分点)
	4Q17	3Q18	4Q17	3Q18		4Q17	3Q18	
工商银行	2209.88	2340.42	4.34%	6.36%	2.02%	1.55	1.53	-0.02
农业银行	1940.32	1882.58	-15.94%	-10.28%	5.66%	1.81	1.60	-0.21
中国银行	1584.69	1668.35	8.54%	9.22%	0.69%	1.45	1.43	-0.02
建设银行	1922.91	2018.21	7.61%	5.69%	-1.92%	1.49	1.47	-0.02
交通银行	669.02	722.80	7.21%	8.17%	0.96%	1.50	1.49	-0.01
兴业银行	386.54	455.12	12.31%	20.90%	8.59%	1.59	1.61	0.02
招商银行	573.93	562.47	-6.10%	-6.60%	-0.50%	1.61	1.42	-0.19
浦发银行	685.19	683.25	31.32%	-6.12%	-37.44%	2.14	1.97	-0.17
民生银行	478.89	537.12	15.58%	14.14%	-1.44%	1.71	1.75	0.04
中信银行	536.48	627.94	10.43%	19.43%	9.00%	1.68	1.79	0.11
光大银行	323.92	374.61	12.86%	18.17%	5.31%	1.59	1.58	-0.01
平安银行	289.97	322.45	12.82%	11.98%	-0.84%	1.70	1.68	-0.02
华夏银行	245.97	279.81	20.88%	21.79%	0.91%	1.76	1.77	0.01
北京银行	133.71	152.52	17.02%	14.53%	-2.50%	1.24	1.23	-0.01
南京银行	33.45	41.48	15.52%	25.83%	10.31%	0.86	0.89	0.03
宁波银行	28.39	32.27	2.64%	7.45%	4.81%	0.82	0.80	-0.02
江苏银行	105.54	123.08	13.26%	19.79%	6.53%	1.41	1.39	-0.02
上海银行	76.44	89.78	17.63%	24.14%	6.51%	1.15	1.08	-0.07
杭州银行	45.19	52.79	12.88%	17.78%	4.90%	1.59	1.52	-0.07
贵阳银行	16.82	23.40	15.82%	48.40%	32.58%	1.34	1.46	0.12
成都银行	25.19	27.09	-16.45%			1.69	1.56	-0.13
郑州银行	19.26	28.83	32.16%			1.50	1.88	0.38

请参阅最后一页的重要声明

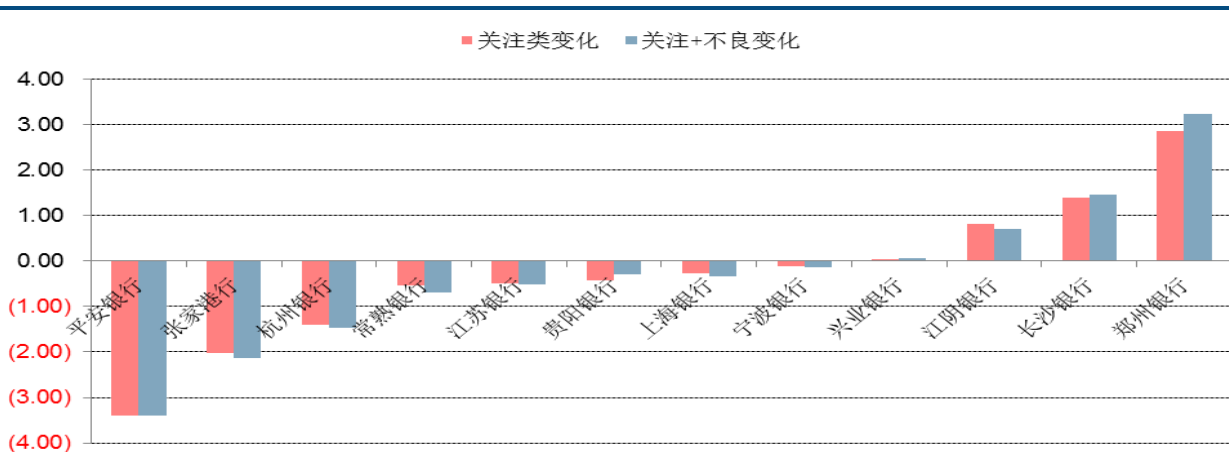
	不良贷款余额		不良贷款余额同比增速			不良率		
	2018Q3	2018Q2	2018Q3	2018Q2	2018Q3	2018Q2	2018Q3	
长沙银行	19.09	25.66	35.20%	41.21%	6.01%	1.24	1.31	0.07
常熟银行	8.87	9.16	-4.88%	-0.58%	4.30%	1.14	1.00	-0.14
无锡银行	9.10	9.43	2.30%	14.56%	12.26%	1.38	1.28	-0.10
江阴银行	13.37	14.20	5.62%	6.77%	1.15%	2.39	2.28	-0.11
张家港行	8.72	9.62	0.19%	2.85%	2.66%	1.78	1.67	-0.11
吴江银行	8.05	8.91	-0.62%			1.64	1.55	-0.09
大行	8326.82	8632.36	0.36%	2.72%	2.36%	1.56	1.51	-0.06
股份行	3520.89	3842.77	12.67%	8.63%	-4.05%	1.73	1.70	-0.04
城商行	503.07	596.90	13.71%	22.61%	8.91%	1.24	1.23	-0.01
农商行	48.12	51.31	0.90%	5.77%	4.87%	1.62	1.50	-0.12
整体	12398.90	13123.34	4.09%	4.94%	0.86%	1.59	1.54	-0.05

资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

2. 关注类贷款占比下降

3Q18, 常熟银行关注类贷款占比为 2.12%, 较年初大幅下降 54 个 bp。

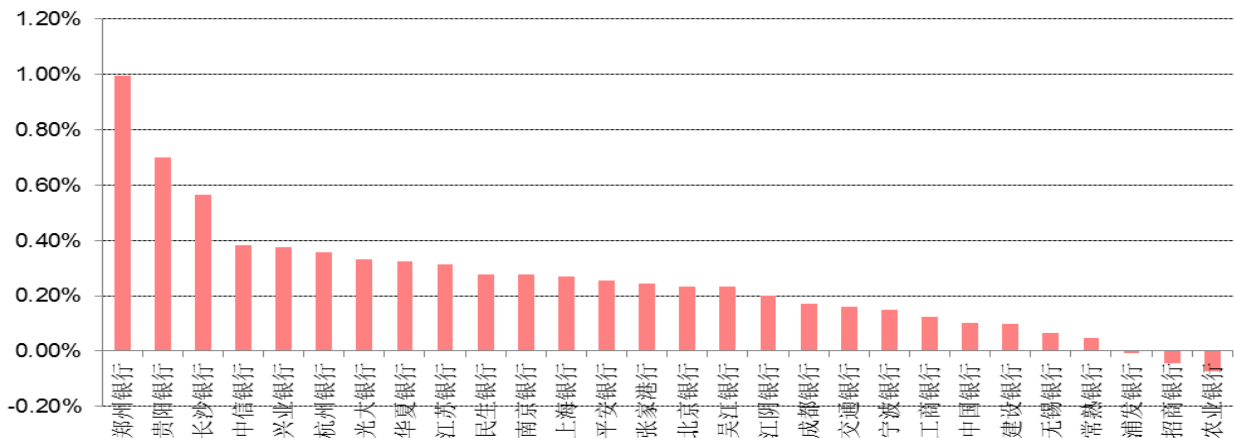
图12: 2018 年前三季度上市银行关注类贷款占比变化



资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

3. 不良生成率低

3Q18, 常熟银行年化毛不良生成率为 0.05%, 该指标在上市银行中也处于领先水平, 仅略高于农行、招行和浦发。

图表13： 3Q18 上市银行毛不良生成率排名


资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表14： 2018 年前三季度毛不良生成率情况

	新增不良贷款累计值 (亿元)				年化：不良贷款毛生成率				
	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	变化
工商银行	91.87	40.35	89.88	130.54	0.07%	0.11%	0.13%	0.12%	0.05%
农业银行	-368.02	-70.80	-81.37	-57.74	-0.38%	-0.26%	-0.15%	-0.07%	0.31%
中国银行	124.66	11.78	48.35	83.66	0.12%	0.04%	0.09%	0.10%	-0.02%
建设银行	136.01	40.59	64.63	95.30	0.12%	0.13%	0.10%	0.10%	-0.02%
交通银行	45.02	36.59	46.10	53.78	0.11%	0.33%	0.21%	0.16%	0.05%
兴业银行	42.38	16.07	39.65	68.58	0.20%	0.26%	0.33%	0.38%	0.17%
招商银行	-37.28	-24.35	-20.11	-11.46	-0.11%	-0.27%	-0.11%	-0.04%	0.07%
浦发银行	163.41	6.77	4.72	-1.94	0.59%	0.08%	0.03%	-0.01%	-0.60%
民生银行	64.54	17.58	47.67	58.23	0.26%	0.25%	0.34%	0.28%	0.01%
中信银行	50.68	23.60	72.17	91.46	0.18%	0.30%	0.45%	0.38%	0.21%
光大银行	36.90	13.63	13.98	50.69	0.21%	0.27%	0.14%	0.33%	0.13%
平安银行	32.95	7.91	19.95	32.48	0.22%	0.19%	0.23%	0.25%	0.03%
华夏银行	42.49	16.15	26.09	33.84	0.35%	0.46%	0.37%	0.32%	-0.03%
北京银行	19.45	-133.71	15.47	18.81	0.22%	-4.97%	0.29%	0.23%	0.02%
南京银行	4.49	1.57	4.06	8.03	0.14%	0.16%	0.21%	0.28%	0.14%
宁波银行	0.73	0.81	1.87	3.88	0.02%	0.09%	0.11%	0.15%	0.13%
江苏银行	12.36	4.82	10.75	17.54	0.19%	0.26%	0.29%	0.31%	0.12%
上海银行	11.45	2.67	8.39	13.34	0.21%	0.16%	0.25%	0.27%	0.06%
杭州银行	5.16	1.52	3.69	7.60	0.21%	0.21%	0.26%	0.36%	0.15%
贵阳银行	2.30	3.17	2.64	6.59	0.22%	1.01%	0.42%	0.70%	0.48%
成都银行	-4.96	0.69	0.96	1.90	-0.36%	0.19%	0.13%	0.17%	0.53%
郑州银行	4.69	5.60	6.89	9.58	-0.04%	-0.03%	-0.01%	0.99%	1.03%
长沙银行	4.97	2.08	3.33	6.57	0.02%	0.06%	0.04%	0.57%	0.55%

	新增不良贷款累计值 (亿元)				年化：不良贷款毛生成率				
常熟银行	-0.46	-0.10	-0.09	0.28	-0.07%	-0.05%	-0.02%	0.05%	0.12%
无锡银行	0.20	0.22	0.29	0.32	0.03%	0.13%	0.09%	0.07%	0.03%
江阴银行	0.71	0.31	0.33	0.83	0.14%	0.22%	0.12%	0.20%	0.06%
张家港行	0.02	0.30	0.54	0.89	0.00%	0.25%	0.22%	0.24%	0.24%
吴江银行	-0.05	-0.15	-0.25	0.86	-0.01%	-0.12%	-0.10%	0.23%	0.24%
大行	29.54	58.51	167.59	305.54	0.01%	0.04%	0.06%	0.08%	0.07%
股份行	396.07	77.36	204.12	321.88	0.22%	0.15%	0.20%	0.21%	-0.01%
城商行	60.64	-110.78	58.05	93.83	0.18%	-1.09%	0.29%	0.31%	0.13%
农商行	0.43	0.58	0.82	3.19	0.02%	0.08%	0.06%	0.14%	0.13%
整体	486.67	25.67	430.58	724.44	0.07%	0.01%	0.11%	0.12%	0.05%

资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

其五、投资建议

1. 高 NIM、资产质量优异以及零售业务优势显著，一直以来是常熟银行的标签。从三季报的情况来看，公司的这三大优势进一步巩固。

其一是三季度息差环比高于二季度，呈回升趋势，从而带来利息净收入增长加快；

其二是资产质量优中更优，不良率与关注类贷款占比在公司上市以来一直呈逐季下降的趋势，拉开与其他农商行的距离；

其三是拨备计提力度加大，风险抵补能力加强。三季度公司营收增速加快，但净利润增速放缓，一项重要原因就是三季度加大了拨备的计提力度，目前公司拨备覆盖率已经超过 400%，无论在次新股中还是在所有上市银行中均十分靠前。

其四是零售贷款占比进一步提高。三季度末公司零售贷款占比达 49%，预计仅次于平安银行，高零售贷款占比势必带来高定价、低不良、低资本消耗，公司整体业务进入良性循环

其五是轻型银行转型效果显著，内源融资基本满足业务发展需要，外援融资进一步保障资本消耗无压力。在三季度可转债转股比例较低的情况下，公司资本充足率指标均有 30 个 BP 左右的提高，其主要就是来源于其零售业务的大发展。此外，公司还有 30 亿可转债预计还可以提高 2.41 个百分点的资本充足性，足够满足公司未来 3-5 年的发展需要。

2. 我们认为：常熟银行在经营策略和经营指标的表现上特色鲜明，而且独树一帜，从零售、资产质量和小市值股票角度看，其显著被低估。持续重点推荐。我们预测 18/19 年营业收入同比增长 19%/22%，净利润同比增长 29%/30%，EPS 为 0.74/0.96，PE 为 9.21/7.08，PB 为 1.31/1.13，给予买入评级，6 个月目标价 9 元，上涨空间 30%。

图表15： 预测和比率

	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
主营收入(百万)	3068	3492	4475	4997	5947	7282	8904
主营收入增长率	29.73%	13.83%	28.16%	11.66%	19.03%	22.44%	22.28%
净利润(百万)	999	966	1041	1264	1641	2135	2988
净利润增长率	1.79%	-3.28%	7.71%	21.51%	29.77%	30.14%	39.94%
EPS(元)	0.66	0.48	0.47	0.57	0.74	0.96	1.34
BVPS(元)	4.68	4.04	4.43	4.71	5.19	6.04	7.27
P/E	9.18	12.49	12.88	10.60	9.21	7.08	5.06
PB	1.29	1.49	1.36	1.28	1.31	1.13	0.93

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

研究助理

方才：南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名。

010-864-51314 fangcai@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859