

公司研究/公告点评

2021年01月26日

银行/区域性银行

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 7.40
目标价格(元): 10.40

沈娟 SAC No. S0570514040002
研究员 SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

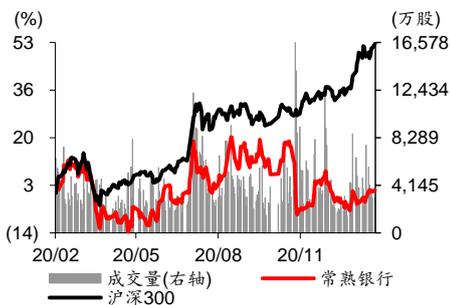
蒋昭鹏 SAC No. S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

安娜 SAC No. S0570120080111
联系人 anna@htsc.com

相关研究

- 1 《常熟银行(601128 SH,增持): 小微穿越迷雾, 坚定深耕市场》2020.11
- 2 《常熟银行(601128 SH,增持): 小微特色深化, 资产质量恒优》2020.10
- 3 《常熟银行(601128 SH,增持): 资产质量稳健向好, 小微标杆显韧性》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

利润增速稳定, 景气回升可期

常熟银行(601128)

利润增速稳定, 景气回升可期

公司于1月25日发布2020年业绩快报, 2020年营业收入、归母净利润同比增速分别为2.1%、1.0%, 增速较前三季度分别-2.1pct、-0.8pct。公司经营继续保持稳健, 看好2021年景气回升。我们预测公司2020-2022年EPS0.66/0.74/0.86元, 目标价10.40元, 维持“增持”评级。

规模保持较快增长, 出表改善报表结构

2020年ROE、ROA分别同比-1.17pct、-0.2pct至10.35%、0.98%。2020年底总资产、贷款、存款分别同比+12.8%、+19.8%、+17.9%, 较Q3末-1.0pct、-2.0pct、-2.3pct。贷款同比增速下行, 一定程度受到了出表的影响(Q4进行信贷资产流转2单, 合计24亿元, 为消费及按揭贷款)。出表的目的一是适度控制贷款规模, 二是展现更好的贷款和营收结构(提升经营贷款及中间收入占比)。2020年末个人贷款占总贷款比例较9月末+0.8pct至57.0%; 经营贷占总贷款比例较9月末+1.3pct至36.9%。

资产质量优异, 加快不良处置

2020年末不良贷款率为0.96%, 较9月末+1bp, 保持优异水平。不良贷款率略有上升, 我们认为主要由于进一步加大不良贷款确认力度, 导致不良生成率上升, 同时加速不良贷款处置, 我们测算Q4不良贷款处置规模同比+80%。Q4拨备计提力度回归常态化, 单季信用减值损失金额与19年同期基本持平。2020年末拨备覆盖率为485%, 较9月末-5pct。

换届完成, 战略有望升级

2020年12月24日新一届董监高已基本确定, 新任董事长庄广强(前行长)、行长薛文(前副行长)、监事长黄勇斌(前副行长)等均是在行内工作多年, 对战略方向熟悉。新管理层落定后将推进其特色的小微战略, 未来将着力从进一步做小做散、提升人员效率、挖掘客户负债等综合价值、做强村镇银行等方面提升银行经营效率。目前LPR报价已连续9个月未调整, 小微贷款重定价压力最大的时点已经过去(小微贷款期限一般不超过1年), 后续资产端定价企稳可期, 叠加经营效率提升, 我们看好银行21年景气度回升。

目标价10.40元, 维持“增持”评级

鉴于利息净收入增长有一定压力, 我们预计2020-22年公司EPS分别为0.66/0.74/0.86元(前次为0.67/0.76/0.90元), 2021年BVPS预测值为7.17元, 对应PB为1.03倍。可比上市银行2021年Wind一致预测PB均值为0.97倍, 我们认为常熟银行小微金融模式独特, 业务护城河优势明显, 应享受一定估值溢价, 我们给予2021年目标PB1.45倍, 目标价由10.44元调至10.40元, 维持“增持”评级。

风险提示: 经济下行持续时间超预期, 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) | 2,604 |
| 52周内股价区间(元) | 6.48-8.88 |
| 总市值(百万元) | 20,282 |
| 总资产(百万元) | 203,137 |
| 每股净资产(元) | 6.39 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,824 | 6,445 | 6,582 | 7,489 | 8,622 |
| +/-% | 16.55 | 10.67 | 2.13 | 13.78 | 15.12 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,486 | 1,785 | 1,803 | 2,024 | 2,360 |
| +/-% | 17.53 | 20.14 | 1.01 | 12.21 | 16.62 |
| EPS(元, 最新摊薄) | 0.54 | 0.65 | 0.66 | 0.74 | 0.86 |
| PE(倍) | 13.65 | 11.36 | 11.25 | 10.02 | 8.59 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比A股上市银行PB估值(2021/1/25)

| 代码 | 简称 | 2021年PB估值(倍) |
|-----------|------------|--------------|
| 002142 CH | 宁波银行 | 1.89 |
| 601860 CH | 紫金银行 | 0.91 |
| 600908 CH | 无锡银行 | 0.84 |
| 603323 CH | 苏农银行 | 0.64 |
| 002807 CH | 江阴银行 | 0.69 |
| 002839 CH | 张家港行 | 0.87 |
| | 平均值 | 0.97 |

注: 2021年PB估值为Wind一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

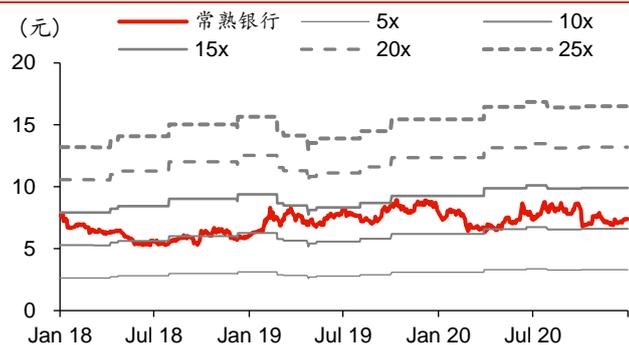
图表2: 财务预测(百万元)

| 资产负债表概要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表概要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 166,704 | 184,839 | 208,644 | 236,476 | 270,244 | 净利息收入 | 5,099 | 5,690 | 5,918 | 6,687 | 7,623 |
| 贷款净额 | 88,727 | 105,216 | 126,029 | 143,942 | 167,389 | 手续费净收入 | 367 | 324 | 308 | 338 | 372 |
| 债券投资 | 42,659 | 46,485 | 49,540 | 56,228 | 64,381 | 营业费用 | 2,165 | 2,505 | 2,534 | 2,809 | 3,147 |
| 总负债 | 153,169 | 166,940 | 189,571 | 215,422 | 247,174 | 拨备前利润 | 3,656 | 3,936 | 4,044 | 4,677 | 5,470 |
| 存款余额 | 113,101 | 138,079 | 162,703 | 186,895 | 216,970 | 计提减值准备 | 1,679 | 1,663 | 1,787 | 2,143 | 2,516 |
| 同业负债 | 11,510 | 15,582 | 13,136 | 10,680 | 9,807 | 所得税 | 392 | 374 | 339 | 380 | 443 |
| 股东权益 | 13,536 | 17,899 | 19,349 | 21,054 | 23,070 | 净利润 | 1,486 | 1,785 | 1,803 | 2,024 | 2,360 |
| 盈利能力 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 资本管理 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 平均ROA | 1.01% | 1.08% | 0.98% | 0.91% | 0.93% | 核心资本 | 13,189 | 17,250 | 18,181 | 19,651 | 21,387 |
| 平均ROE | 12.62% | 11.52% | 10.35% | 10.70% | 11.50% | 资本净额 | 19,009 | 20,948 | 22,271 | 24,287 | 26,685 |
| 生息资产收益率 | 6.25% | 5.78% | 5.40% | 5.35% | 5.33% | 风险加权资产 | 125,743 | 138,688 | 156,570 | 177,431 | 202,768 |
| 计息负债成本率 | 2.52% | 2.34% | 2.33% | 2.30% | 2.28% | 风险加权资产比重 | 75% | 75% | 75% | 75% | 75% |
| 成本收入比 | 37.2% | 38.9% | 38.5% | 37.5% | 36.5% | 核心一级资本充足率 | 10.5% | 12.4% | 11.6% | 11.1% | 10.5% |
| | | | | | | 一级资本充足率 | 10.5% | 12.5% | 11.6% | 11.1% | 10.5% |
| | | | | | | 资本充足率 | 15.1% | 15.1% | 14.2% | 13.7% | 13.2% |
| 成长能力 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 资产质量 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 贷款 | 18.4% | 18.6% | 19.8% | 14.0% | 16.3% | 贷款减值准备 | 4,069 | 5,086 | 6,151 | 7,133 | 8,204 |
| 存款 | 14.2% | 22.1% | 17.8% | 14.7% | 16.1% | 不良贷款额 | 878 | 1,011 | 1,210 | 1,366 | 1,573 |
| 净利息收入 | 17.9% | 11.6% | 4.0% | 13.0% | 14.0% | 不良贷款率 | 0.99% | 0.96% | 0.96% | 0.95% | 0.94% |
| 中间业务收入 | -13.4% | -11.8% | -5.0% | 10.0% | 10.0% | 拨备覆盖率 | 463% | 481% | 485% | 498% | 497% |
| 营业费用 | 14.2% | 15.7% | 1.2% | 10.8% | 12.0% | 拨贷比 | 4.59% | 4.83% | 4.88% | 4.96% | 4.91% |
| 净利润 | 17.5% | 20.1% | 1.0% | 12.2% | 16.6% | 信用成本 | 2.24% | 1.87% | 1.70% | 1.70% | 1.75% |
| 营业收入结构 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 估值分析 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 利息占比 | 87.6% | 88.3% | 89.9% | 89.3% | 88.4% | PB | 1.66 | 1.20 | 1.12 | 1.03 | 0.95 |
| 手续费收入占比 | 6.3% | 5.0% | 4.7% | 4.5% | 4.3% | PE | 13.65 | 11.36 | 11.25 | 10.02 | 8.59 |
| 业务费用占比 | 37.2% | 38.9% | 38.5% | 37.5% | 36.5% | EPS | 0.54 | 0.65 | 0.66 | 0.74 | 0.86 |
| 计提拨备占比 | 28.8% | 25.8% | 27.1% | 28.6% | 29.2% | BVPS | 4.46 | 6.18 | 6.63 | 7.17 | 7.80 |
| | | | | | | 每股股利 | 0.15 | 0.20 | 0.20 | 0.23 | 0.26 |
| | | | | | | 股息收益率 | 2.0% | 2.7% | 2.7% | 3.1% | 3.6% |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

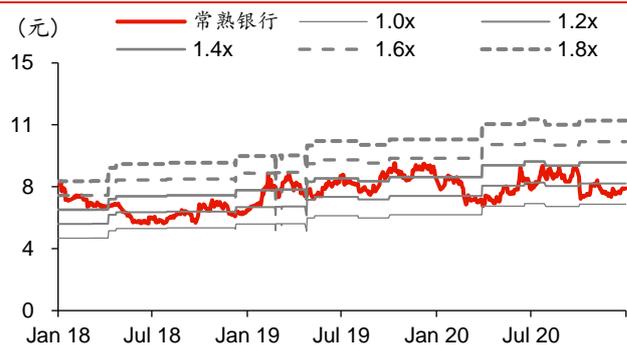
PE/PB - Bands

图表3: 常熟银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 常熟银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好,但受外需和内需影响,企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去12个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：常熟银行（601128.CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 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: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

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