

2021 年 03 月 30 日

## 净息差触底，受益贷款利率回升 增持（维持）

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

事件：常熟银行 2020 年营业收入 65.82 亿元，同比增长 2.13%；归属于母公司股东净利润 18.03 亿元，同比增长 1.01%，对应 EPS 为 0.66 元/股；年末总资产 2086.85 亿元，较期初增长 12.9%；归属于母公司股东净资产 179.60 亿元，较期初增长 6.11%，对应 BVPS 为 6.55 元/股。由于公司此前已披露业绩快报，因此全年业绩表现符合我们预期。

### 投资要点

■ **盈利预测与投资评级：**常熟银行 2020 年四个季度内，收入及 PPOP 增速持续下行，主要受贷款利率下行冲击，我们测算净息差四季度仍在回落，不过降幅有所收窄。作为小微特色的农商行，2020 年经营环境为公司带来挑战，但随着 2021 年经济复苏及贷款利率回升，净息差有望逐步企稳回升，基本面进入改善阶段。我们预计常熟银行 2021、2022 年盈利增速分别为 10.0%、13.8%，目前估值对应 1.16x2021PB，维持“增持”评级。

■ **综合业绩：**四季度贷款定价下行的冲击仍持续，全年 PPOP 下滑 5.5%。

常熟银行 2020 年收入同比增速较前三季度进一步下行至 2.1%，即第四季度同比下滑 3.8%，预计贷款定价下行、净息差收窄的影响仍在持续。收入增长承压的背景下，成本收入比明显上升至 42.77%，同比上升 4.53pct，造成 PPOP 全年同比下滑 5.5%，即第四季度同比下滑 16.2%。疫情冲击下，小微特色的农商行依然面临挑战。不过，公司资产质量仍然优异，不良率保持在 0.95%低位，关注类贷款“双降”，因此信用减值计提逆势同比下滑 10.2%，保证了全年归母净利润增速维持在正增长 1.01%。

■ **资产&负债：**异地分支及村镇银行规模高速扩张，信用类占比持续提升。

常熟银行 2020 年总资产规模增长 12.9%，主要是贷款全年增长 19.8%，四季度环比小幅增长，按惯例将信贷资源投向核心的个人经营性贷款，企业贷款相应收缩。个人经营性贷款全年增长 27.7%，四季度环比增长 4.2%，在贷款总额中占比升至 36.7%，其中主要的增长区域是江苏省内的异地分支机构和省内外村镇银行，这两类个人经营性贷款分别增长 35.5%、33.6%，而常熟当地的规模基本持平。

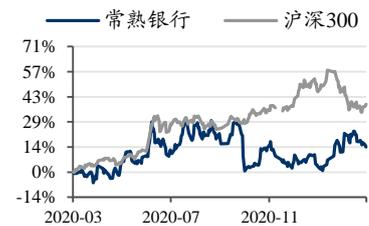
从贷款属性来看，为深化小微特色、抵御利率下行影响，同时应对竞争格局的变化，公司持续提升纯信用类贷款的投放力度。2020 年末，总体贷款结构中信用类占比上升 3.28pct 至 16.32%，其中个人经营性贷款尤为明显，信用类占比上升 5.94pct 至 18.58%，较上半年的 16.61%进一步上行。

总负债增长 13.6%，其中存款增长 17.9%，主要是个人存款大幅增长 23.7%。存款主要增长动力是省内外村镇银行，合计增长 47.1%，占存款总额的比例上升 2.78pct 至 14.1%。存款总体结构平稳，活期占比保持 36.5%。

■ **净息差：**新口径下全年同比下行 27BP，净息差四季度环比预计仍回落。

与工商银行、建设银行类似，常熟银行年报也调整财务口径，将信用卡分期收入从“手续费”重分类至“利息净收入”，不影响经营实质，但改变了净息差、生息资产、手续费等指标，并追溯调整 2019 年，不过考虑信用卡规模较小，总体影响有限。新口径下，2020 年净息差 3.18%，同口径下同比下滑 27BP，主要受到贷款利率下行的显著冲击。由于常熟银行的资产负债结构以存款、贷款为主，因此在利率下行+小微信贷竞争加剧的周期，净息差承受更高的波动，负债端也难以通过金融市场主动负债降低成本率。此外，国有大行近年来持续加大对小微信贷的投放力度，价格竞争激烈，也持续冲击小微银行的贷款定价。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.69
一年最低/最高价	6.31/8.99
市净率(倍)	1.17
流通 A 股市值(百万元)	20027.38

### 基础数据

每股净资产(元)	6.55
资产负债率(%)	90.83
总股本(百万股)	2740.86
流通 A 股(百万股)	2604.34

### 相关研究

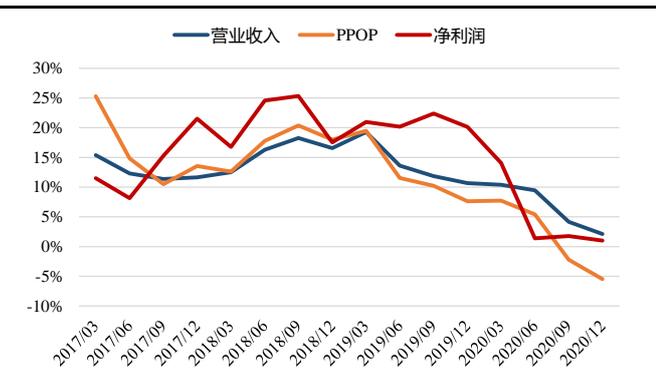
- 1、《常熟银行(601128): 2020 年三季报点评: 小微信贷回暖, 资产质量值得信赖》2020-10-28
- 2、《常熟银行(601128): 2020 年一季报点评: 盈利增长 14.05%, 净息差收窄符合预期》2020-04-23

2020年,常熟银行贷款收益率同比下行55BP至6.46%(新口径),其中个人贷款下行61BP至7.74%,企业贷款也下行62BP至5.30%。负债端的总成本率仅同比降低2BP,主要因为存款成本率上行12BP至2.33%,预计源于定期存款占比提高的影响。

从环比的趋势来看,由于三季报未披露净息差数据,我们以期初、期末的生息资产科目均值估算,并还原“信用卡分期收入重分类”的影响,预估第四季度净息差仍进一步环比回落6BP,贷款定价的下行压力仍在持续。不过,市场对此已有预期,我们认为2021年随着贷款利率总体回升,同时国有大行小微贷款投放的增速考核目标相对降低至30%,外部经营环境有所改善,定价压力可能有所缓解。

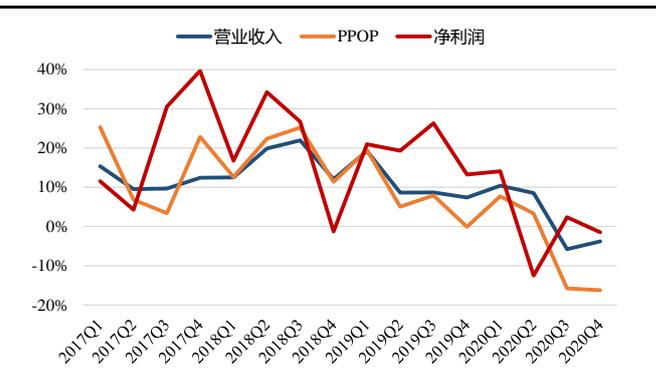
- **风险提示:** 1) 贷款利率及负债成本走势造成利差持续收窄; 2) 不良贷款率超预期持续上行; 3) 小微信贷业务发展不及预期。

图 1: 2017/03~2020/12 常熟银行累计盈利同比增速



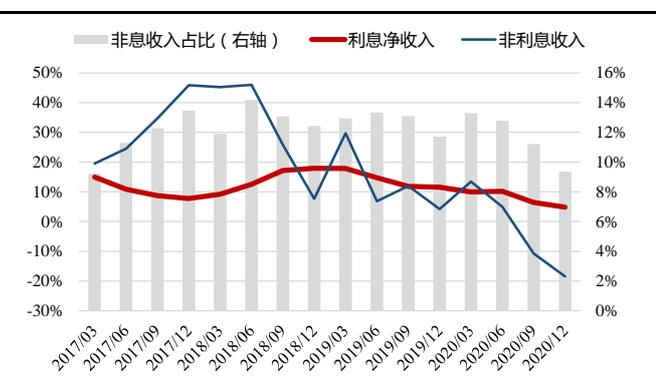
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2017Q1~2020Q4 常熟银行单季度盈利同比增速



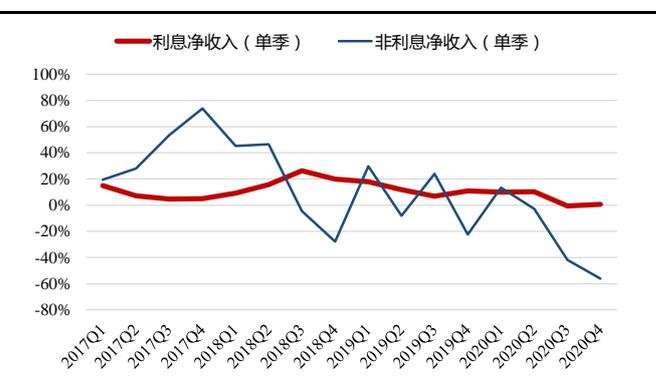
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2017/03~2020/12 常熟银行累计利息及非利息净收入同比增速及结构



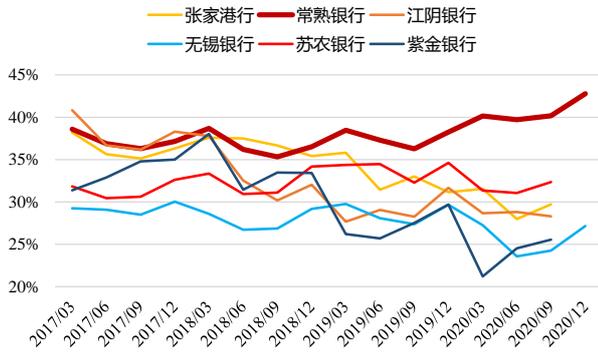
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2017Q1~2020Q4 常熟银行单季度利息及非利息净收入同比增速



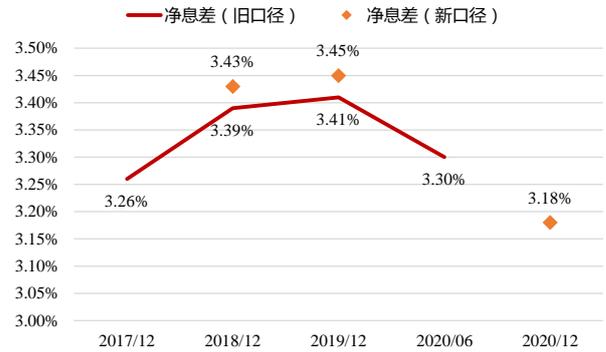
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5：2017/03~2020/12 常熟银行成本收入比大幅上行



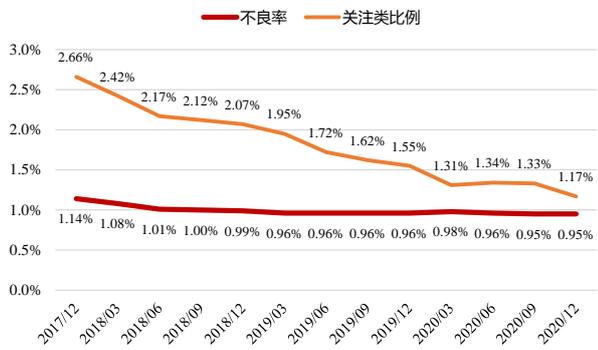
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：2017~2020 年常熟银行累计净息差走势



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 7：2017/12~2020/12 常熟银行不良率及关注率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：2018/03~2020/12 常熟银行拨备覆盖率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

常熟银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>资产总计</b>	<b>184,839</b>	<b>208,685</b>	<b>233,727</b>	<b>262,943</b>	<b>295,811</b>	营业收入	6,445	6,582	7,249	8,081	9,116
现金及存放中央银行款项	17,542	16,331	22,204	24,980	28,102	利息净收入	5,690	5,966	6,579	7,349	8,372
发放贷款及垫款	105,216	125,984	144,911	165,654	186,361	手续费及佣金净收入	324	148	155	166	177
金融投资	54,679	58,849	57,263	57,848	65,078	投资收益等其他业务收入	431	468	515	566	566
交易性金融资产	7,256	10,774	9,349	9,203	10,353	营业支出	(4,168)	(4,351)	(4,793)	(5,286)	(5,889)
债权投资	27,842	26,342	28,047	28,924	32,539	广义资产减值	(1,663)	(1,495)	(1,785)	(2,013)	(2,243)
其他债权投资	18,643	20,892	18,698	18,406	20,707	营业利润	2,277	2,231	2,456	2,795	3,227
其他权益工具投资	938	842	1,169	1,315	1,479	利润总额	2,273	2,228	2,451	2,790	3,220
存放同业款项	1,201	1,699	1,402	1,578	1,775	<b>归属于母公司股东净利润</b>	<b>1,785</b>	<b>1,803</b>	<b>1,983</b>	<b>2,258</b>	<b>2,606</b>
拆出资金	1,651	571	1,402	789	887						
买入返售金融资产	1,076	0	701	789	887	<b>财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他资产合计	3,475	5,251	5,843	11,307	12,720	资产总计增速	10.9%	12.9%	12.0%	12.5%	12.5%
<b>负债总计</b>	<b>166,940</b>	<b>189,578</b>	<b>213,315</b>	<b>241,050</b>	<b>272,215</b>	发放贷款及垫款增速	18.6%	19.7%	15.0%	14.3%	12.5%
向中央银行借款	2,390	5,745	3,093	3,495	3,947	负债总计增速	9.0%	13.6%	12.5%	13.0%	12.9%
同业及其他金融机构存放款项	1,463	256	1,920	2,049	2,314	吸收存款增速	22.1%	17.7%	14.5%	13.0%	13.5%
拆入资金	1,499	1,512	1,813	2,049	2,314	营业收入增速	10.7%	2.1%	10.1%	11.5%	12.8%
卖出回购金融资产款	10,230	7,489	6,399	7,232	8,166	净利息收入增速	11.6%	4.9%	10.3%	11.7%	13.9%
吸收存款	138,079	162,485	186,045	210,231	238,612	手续费及佣金净收入增速	-11.8%	-54.4%	5.0%	7.0%	7.0%
已发行债务证券	11,433	10,048	10,666	12,776	13,611	成本收入比 (含营业税)	-38.9%	-43.4%	-41.5%	-40.5%	-40.0%
其他负债合计	1,846	2,042	3,379	3,219	3,251	<b>归属于母公司股东净利润增速</b>	<b>20.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>13.8%</b>	<b>15.4%</b>
<b>股东权益总计</b>	<b>17,899</b>	<b>19,107</b>	<b>20,412</b>	<b>21,893</b>	<b>23,596</b>	EPS	0.69	0.66	0.72	0.82	0.95
股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741	BVPS	6.18	6.55	6.99	7.48	8.05
其他权益工具	0	0	0	0	0	ROAE	11.52%	10.34%	10.69%	11.39%	12.24%
资本公积	3,245	3,242	3,242	3,242	3,242	ROAA	1.08%	0.98%	0.90%	0.91%	0.93%
其他综合收益	606	388	388	388	388	<b>净息差</b>	<b>3.41%</b>	<b>3.18%</b>	<b>3.19%</b>	<b>3.22%</b>	<b>3.25%</b>
盈余公积	4,116	4,284	4,284	4,284	4,284	不良贷款率	0.96%	0.95%	0.96%	0.96%	0.96%
一般风险准备	3,638	4,141	4,637	5,202	5,853	拨备覆盖率	481.38%	485.33%	480.50%	475.30%	478.50%
未分配利润	2,579	3,164	3,858	4,648	5,560						
归属于母公司股东权益	16,925	17,960	19,150	20,505	22,069	<b>估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
						P/B	11.8	12.3	11.2	9.9	8.5
						P/B	1.32	1.24	1.16	1.09	1.01

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>