

## 公司研究

## 资产质量持续优异表现，零售存款基础优势明显

## ——常熟银行（601128.SH）2020 年报点评

## 买入（维持）

当前价：7.60 元

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

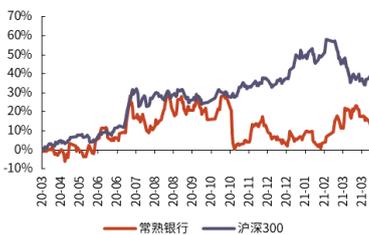
010-56518032

liujie9@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	27.41
总市值(亿元)	208.31
一年最低/最高(元)	6.31/8.99
近3月换手率	162.05%

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.03	8.32	-23.02
绝对	1.20	7.04	13.93

资料来源：Wind

## 相关研报

## 要点

## 事件：

2021年3月30日，常熟银行发布2020年年报，营业收入为65.83亿，YoY+2.13%，归母净利润为18.03亿，YoY+1.01%。不良贷款率0.96%，较上年末持平。拨备覆盖率485.06%，较上年末下降3.43pct。

## 点评：

**盈利能力有所放缓，但4Q单季营收同比增速较3Q改善。**2020年1Q、1-2Q、1-3Q和1-4Q营收累计同比增速分别为10.40%、9.39%、4.17%和2.13%，归母净利润累计同比增速分别为14.09%、1.41%、1.75%和1.01%，整体盈利能力呈现逐季下滑态势。但4Q营收单季同比增速为-3.74%，较3Q提升1.84pct。盈利能力的放缓，主要是受到资产收益率下滑以及拨备计提力度加大的影响，4Q拨备计提规模为4.97亿，较3Q多增4.39亿。

**净利息收入放缓主要受到贷款利率下行的拖累，但负债成本有所改善。**1-4Q净利息收入累计同比增速为2.87%，较1-3Q下滑3.52pct，较2019年下降8.72pct，但4Q净利息收入单季同比增速为0.60%，较3Q提升1.14pct。公司在2020年年报中，将信用卡分期收入由“手续费”调整至“利息净收入”，并追溯到至2019年。可以看到，调整后的口径下，1-4Q净息差为3.18%，较2019年下降27bp。其中，生息资产收益率为5.37%，较2019年下降0.26pct，即公司净利息收入增速的放缓，主要受到资产收益率下滑的影响，其中1-4Q贷款平均利率为6.46%，较2019年下滑0.55pct。但公司负债成本有所改善，1-4Q计息负债成本率为2.36%，较2019年下降0.02pct，主要是受到负债结构优化的影响，活期存款占比有所提升，即公司较好的存款基础使其能够有效应对利率上行对负债成本的冲击。

**非息收入负增长态势收窄，主要受到投资类收益改善的推动。**1-4Q非息收入累计同比增速为-4.64%，较1-3Q改善6.06pct，主要是受到净其他非息收入改善的推动，1-4Q投资类收益累计同比增速为-8.59%，较1-3Q改善4.12pct，4Q单季同比增速为66.06%，较3Q改善127.09pct。而手续费及佣金收入仍表现不理想，1-4Q累计同比增速为-31.12%，较1-3Q进一步恶化-10.29pct，其中代理业务和银行卡业务手续费收入是主要拖累因素，理财、结算业务已恢复正增长。

**资产质量持续优异表现，风险抵补能力较强。**从资产质量上看，公司主要呈现三个特点：**一是资产质量持续优异表现**，2020年不良贷款率为0.96%，较1-3Q提升0.01pct，较2019年持平。（关注+不良）贷款率占比为2.13%，较1-3Q下降0.15pct，较2019年下降0.38pct，显示出公司未来不良形成压力并不大。受疫情影响，2020年不良生成率呈现逐季提升之势，1-4Q不良生成率为0.85%，较1-3Q提升0.27pct，但较2019年反而下降0.01pct。**二是资产分类更加审慎**。1-4Q逾期90天以上贷款/不良贷款为67.41%，较1-2Q下降13.31pct，而逾期60天以上贷款/不良贷款为74.30%，较1-2Q下降12.28pct。**三是风险抵补能力较强**。1-4Q拨备覆盖率为485.33%，较1-3Q下降4.69pct，较2019年提升4.05pct，拨贷比为4.66%，较1-3Q提升0.01pct，较2019年提升0.03pct，这主要与公司4Q在加大拨备计提的同时，也加大了不良核销力度有关，4Q不良核销规模为4.29亿，较3Q增加3.82亿。

**零售业务持续向好，存款基础优势明显。**资产端，公司零售业务持续向好，1-4Q零售贷款累计同比增速为26.29%，较2019年提升2.04pct，存量占比在2020年各季度呈现逐季上升态势，1-4Q为57%，较2019年提升3.21pct。对公贷款1Q保持较快增长，同比增速为18.74%，较2019年1Q提升6.21pct，自二季度开始对公贷款增长明显放缓。行业分布方面，公司对公贷款主要以制造业为主，2020年占比为20.83%，较2019年下滑约2pct。**负债端**，1-4Q一般存款占比为86.37%，较1-3Q小幅下滑0.47pct，但较2019年提升3.08pct。其中，零售存款持续向好，1-4Q占比为62.02%，较1-3Q提升0.56pct，较2019年提升2.91pct。在存款增长向好的同时，同业负债占比持续压降，1-4Q为8.16%，尽管较1-3Q提升0.8pct，但较2019年下降1.48pct。整体来看，公司资产负债结构较为扎实，零售业务持续向好，存款基础优势较为明显。

**资本充足率有所下滑，但在苏浙沪地区上市银行中仍处于前列。**2020年末资本充足率为13.53%，较三季度末下降0.35pct，较2019年下降1.57pct。其中，核心一级资本充足率为11.08%，较三季末下降0.30pct，较2019年下降1.36pct，这主要由于全年贷款同比多增，带动风险加权资产快速增长，以及盈利能力下滑导致资本内生积累速度放缓所致。整体来看，尽管公司2020年资本充足率出现下滑，但在苏浙沪地区上市银行中仍处于前列水平。

**盈利预测、估值与评级。**常熟银行深耕本地市场，专注于零售、小微业务，风险机制良好，资产质量持续优异表现，较高的拨备覆盖率使得公司拥有较强的风险抵补能力。同时，公司存款基础优势较为明显，将使其在广谱利率上行时期，能够维持相对稳定的计息负债成本率。不过，公司资本充足率下滑较快，盈利能力放缓与风险资产之间的缺口需要引起关注，或在一定程度上制约公司资产规模的进一步扩张。综合来看，我们下调公司2021-22年EPS预测为0.71元（较上一期下调幅度为10.69%）/0.85元（较上一期下调幅度为3.26%），新增2023年EPS预测为0.94元，对应PE估值为10.5/8.8/8.0倍，PB估值为1.1/1.0/0.9倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策过度收紧冲击实体经济，信用风险压力加大。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,445	6,583	8,114	9,009	9,941
营业收入增长率	9.40%	3.36%	23.26%	11.03%	10.35%
净利润（百万元）	1,786	1,803	1,958	2,333	2,571
净利润增长率	20.19%	0.95%	8.58%	19.15%	10.20%
EPS（元）	0.65	0.66	0.71	0.85	0.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.25%	10.34%	10.46%	11.41%	11.42%
P/E	11.5	11.4	10.5	8.8	8.0
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-3-31

## 财务报表与盈利预测 (A股)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>损益表摘要 (RMB: 亿元)</b>						<b>每股盈利及估值指标</b>					
净利息收入	56	60	74	81	90	EPS (元)	0.65	0.66	0.71	0.85	0.94
非息收入	8	6	7	9	10	PPOPPS (元)	5.32	5.52	4.17	3.73	3.38
营业收入	64	66	81	90	99	BVPS (元)	6.18	6.55	7.10	7.82	8.61
业务管理费及营业税	(25)	(28)	(31)	(34)	(38)	P/E	11.5	11.4	10.5	8.8	8.0
拨备前利润	39	37	49	55	61	P/PPOP	5.3	5.5	4.2	3.7	3.4
税前利润	22	22	27	32	36	P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
归母净利润	18	18	20	23	26	<b>主要驱动因素 (%)</b>					
<b>资产负债表摘要 (RMB: 亿元)</b>						总资产增速	11.3%	12.9%	17.5%	17.6%	16.9%
总资产	1,848	2,087	2,453	2,885	3,372	净息差 (NIM)	3.22%	3.05%	3.23%	3.06%	2.94%
贷款总额	1,099	1,317	1,524	1,776	2,060	净利差	2.95%	2.80%	2.97%	2.79%	2.74%
其他生息资产	732	769	950	1,064	1,192	生息资产收益率	5.36%	5.16%	5.37%	5.23%	5.19%
总负债	1,669	1,896	2,246	2,658	3,122	贷款收益率	6.94%	6.63%	6.86%	6.75%	6.65%
存款余额	1,347	1,588	1,852	2,166	2,524	付息负债付息率	2.41%	2.35%	2.40%	2.44%	2.45%
其他付息负债	270	251	316	398	489	存款付息率	2.32%	2.42%	2.32%	2.31%	2.31%
所有者权益	179	191	207	227	250	非息收入占比	11.9%	9.4%	9.1%	9.8%	9.8%
<b>年增长率 (%)</b>						成本收入比	38.7%	42.8%	38.5%	38.0%	38.0%
贷款余额	18.5%	19.8%	15.7%	16.5%	16.0%	<b>资产质量</b>					
存款余额	19.1%	17.9%	16.6%	17.0%	16.5%	不良贷款率	0.96%	0.95%	1.00%	1.00%	1.00%
净利息收入	10.1%	6.3%	23.6%	10.1%	10.4%	拨备覆盖率	481.7%	488.6%	498.7%	502.2%	502.9%
净手续费及佣金收入	-11.5%	-54.3%	20.0%	20.0%	10.0%	拨贷比	4.63%	4.66%	4.97%	5.04%	5.03%
营业收入	9.4%	3.4%	23.3%	11.0%	10.3%	<b>资本 (%)</b>					
拨备前利润	5.6%	-3.5%	32.3%	11.9%	10.3%	核心一级资本充足率	12.78%	11.08%	10.96%	11.02%	11.07%
归母净利润	20.2%	1.0%	8.6%	19.2%	10.2%	资本充足率	15.18%	13.53%	13.19%	13.05%	12.91%
<b>盈利结构 (按平均总资产计 %)</b>											
ROAA	1.04%	0.98%	0.94%	0.96%	0.92%						
ROAE	12.25%	10.34%	10.46%	11.41%	11.42%						

数据来源: Wind, 光大证券研究所测算; 股价日期为: 2021年3月31日

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE