

**601128.SH**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 5.94

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 息差环比改善明显, 不良率降至近年来新低

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.6)	(9.9)	(17.5)	(25.2)
相对上证指数	(15.0)	(8.5)	(20.0)	(31.1)

发行股数(百万)	2,741
流通股(%)	95
总市值(人民币 百万)	16,281
3个月日均交易额(人民币 百万)	203
资本充足率(%) (2021H)	11.98
主要股东(%)	
交通银行股份有限公司	9

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 8 月 13 日收市价为标准

**相关研究报告**

《常熟银行: 盈利向好, 业绩超预期》20210701  
《常熟银行: 资产负债优化, 资产质量稳健》20210331

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**银行: 银行**

证券分析师: 林媛媛  
yuanyuan.lin@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

证券分析师: 林颖颖  
(8621)20328595  
yingying.lin@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

## 常熟银行

### 息差环比改善明显, 不良率降至近年来新低

常熟银行上半年收入端和资产质量表现向好, 支持盈利能力的提升, 2 季度息差环比改善 10BP, 资产质量表现进一步向好, 不良率降至近年来新低。公司公告发行不超过 60 亿元可转债, 如完成转股, 将进一步补充公司资本实力, 助力业务的快增, 关注转债转股进程。维持**增持**评级。

**支撑评级的要点**

- 业绩释放, ROE 同比提升

常熟银行上半年净利润同比增速较 1 季度 (+4.84%) 提升 10.7 个百分点至 15.52%; 上半年年化 ROE 为 10.9%, 同比提升 0.88 个百分点。我们认为 2 季度业绩的高增, 一方面得益于息差环比走阔下营收增速的改善, 上半年营收同比增 7.70%; 另一方面, 资产质量向好下拨备计提压力的减轻, 2 季度单季减值规模同比降 1.9% (vs1 季度+4.5%, YoY)。

- 优化资产配置, 2 季度息差环比改善明显

常熟银行 2 季末资产同比增 14.8%, 如加回上半年流转的 46 亿资产, 资产同比增 17%, 保持快增。公司贷款环比 1 季度增 8.5%, 个人/企业分别环比增 10.8%/7.2%, 票据环比压降 5.8%, 我们认为资产转让以及 2 季度票据的压降, 或反映出区域经济向好需求旺盛, 以及公司置换低收益资产以促息差表现向好。2 季度单季净息差 3.07%, 环比提升 10 BP。

- 不良率为近年来新低, 企业不良率环比下行

常熟银行 2 季度末不良率为 0.90%, 环比 1 季末下行 5BP, 不良率为近年来新低, 不良率的下行主要受益于对公业务, 其不良贷款率较年初下行 21BP 至 1.20%。6 月末个人不良贷款率较年初上行 1BP 至 0.77%, 其中个人经营贷不良率小幅上行 4BP 至 0.96%。2 季末拨备覆盖率 (522%) 环比提升 35 个百分点, 为上市公司领先水平; 拨贷比环比提升 6BP 至 4.69%。

**估值**

- 我们维持公司 2021/2022 年 EPS 为 0.76/0.87 元的预测, 对应净利润增速为 16.0%/14.2%。目前股价对应 2021/2022 年市净率为 0.85x/0.79x, 对应市盈率为 7.82x/6.85x, 维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 经济大幅下行, 资产质量恶化超预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	6,445	6,582	7,189	8,223	9,448
变动 (%)	10.71	2.13	9.22	14.39	14.89
净利润	1,785	1,803	2,092	2,389	2,716
变动 (%)	20.1	1.0	16.0	14.2	13.7
净资产收益率 (%)	12.24	10.34	11.23	11.90	12.51
每股收益 (元)	0.65	0.66	0.76	0.87	0.99
市盈率 (倍)	9.17	9.07	7.82	6.85	6.02
市净率 (倍)	0.97	0.91	0.85	0.79	0.72

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 事件:

常熟银行公布 2021 年半年报, 上半年归母净利润同比+15.52% (vs1 季度, +4.84%)。营收同比+7.7% (vs1 季度, +5.03%), 上半年息差为 3.02%, 成本收入比+39.57%。公司上半年年化 ROA1.00%, ROE10.9%。半年末公司总资产 2314.5 亿元, 较年初+10.91%, 其中贷款较年初+14.93%, 存款较年初+14.34%。半年末不良贷款率 0.90%, 拨备覆盖率 522%, 拨贷比 4.69%。半年末核心一级资本充足率 10.17%, 资本充足率 11.98%。

## 业绩释放, ROE 同比提升

常熟银行上半年净利润同比增速较 1 季度 (+4.84%) 提升 10.7 个百分点至 15.52%; 从单季来看, 2 季度净利润同比增速约 31%。在业绩向好背景下, 公司上半年年化 ROE 为 10.9%, 较 2020 年同期提升 0.88 个百分点。我们认为 2 季度业绩的高增, 一方面得益于主营业务表现的改善: 上半年公司营收同比增 7.70%, 增速较 1 季度 (+5.03%) 提升 2.7 个百分点, 主要受益于息差的改善; 另一方面, 受益于公司较好的资产质量表现下拨备计提压力的减轻, 2 季度单季减值规模同比降 1.9% (vs1 季度+4.5%, YoY)。

## 优化资产配置, 2 季度息差环比改善明显

常熟银行 2 季末资产较年初增 10.91%, 同比增 14.8%, 同比增速较 1 季度 (+18.2%, YoY) 放缓 3.4 个百分点, 需要注意的是, 公司在上半年完成 46 亿的信贷资产流转, 如加回流因素, 2 季资产同比增 17%, 继续保持快速发展。公司公告发行不超过 60 亿元的可转债, 静态测算, 如果转股完成将提升核心一级资本充足率 3.27 个百分点, 助力公司业务的快速发展。

具体来看, 公司贷款 (不含应计利息) 环比 1 季度增 8.5%, 个人/企业分别环比增 10.8%/7.2%, 票据环比压降 5.8%, 我们认为资产转让以及 2 季度票据的压降, 或反映出区域经济向好需求旺盛, 以及公司强化资产端配置, 置换低收益资产以促息差表现向好。公司上半年息差为 3.02%, 2 季度单季净息差 3.07%, 环比 1 季度提升 10BP。展望后续, 尽管 2021 年以来让利实体强调巩固前期成果以及利率政策传递效率, 我们预计公司资产端收益率表现将好于 2020 年。贷款保持较快投放情况下, 公司存款较年初增 14.34%, 存款占负债总额之比较上年末上升 1.97 个百分点至 85.73%。边际变化来看, 2 季度公司继续优化存款结构, 活期存款环比增 5.9%, 定期存款环比降 0.1%。

## 不良率为近年来新低, 企业不良率环比下行

常熟银行 2 季度末不良率为 0.90%, 环比 1 季末下行 5BP, 不良率为近年来新低; 关注贷款占比 0.96%, 较 1 季末下降 15BP。不良率的下行主要受益于对公业务, 其不良贷款率较年初下行 21BP 至 1.20%; 个人不良贷款率较年初上行 1BP 至 0.77%, 主要受经营性贷款的影响, 个人经营贷不良率小幅上行 4BP 至 0.96%, 但绝对水平依然较低。公司不良认定总体严格, 逾期 90 天以上贷款余额与不良贷款之比为 71.45%; 逾期 60 天以上贷款余额与不良贷款之比为 79.42%。在公司资产质量进一步向好背景下, 2 季末拨备覆盖率 (522%) 环比提升 35 个百分点, 为上市公司领先水平; 拨贷比环比提升 6BP 至 4.69%。我们认为常熟银行出色的资产质量控制成果与公司高度重视风险管控和富有特色的全流程风险管理体系密切相关。

### 投资建议：

常熟银行上半年营收以及资产质量表现向好支持盈利能力的提升，2 季度息差环比改善 10BP，资产质量表现进一步向好，不良率降至近年来新低。公司公告发行不超过 60 亿元可转债，如完成转股，将进一步补充公司资本实力，助力业务的快增，关注转债转股进程。我们维持公司 2021/2022 年 EPS 为 0.76/0.87 元的预测，对应净利润增速为 16.0%/14.2%。目前股价对应 2021/2022 年市净率为 0.85x/0.79x，对应市盈率为 7.82x/6.85x，维持常熟银行**增持**评级。

### 风险提示

**经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标(RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.65	0.66	0.76	0.87	0.99
BVPS (摊薄/元)	6.18	6.55	7.04	7.60	8.24
每股股利	0.20	0.20	0.23	0.26	0.30
分红率(%)	30.71	30.40	30.40	30.40	30.40
<b>资产负债表(Rmb bn)</b>					
贷款总额	110	132	155	181	212
证券投资	55	59	64	70	76
应收金融机构的款项	4	2	2	2	2
生息资产总额	181	204	233	267	306
资产合计	185	209	239	273	314
客户存款	138	162	188	219	254
计息负债总额	165	188	214	244	281
负债合计	167	190	218	251	290
股本	3	3	3	3	3
股东权益合计	17	18	19	21	23
<b>利润表(Rmb bn)</b>					
净利息收入	6	6	6	7	9
净手续费及佣金收入	0	0	0	0	0
营业收入	6	7	7	8	9
营业税金及附加	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
拨备前利润	4	4	4	5	5
计提拨备	(2)	(1)	(1)	(2)	(2)
税前利润	2	2	3	3	3
净利润	2	2	2	2	3
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	0.96	0.96	0.90	0.90	0.90
NPLs	1	1	1	2	2
拨备覆盖率(%)	481	485	516	518	521
拨贷比(%)	4.62	4.66	4.64	4.67	4.69
一般准备/风险加权资(%)	3.67	3.75	3.83	3.93	4.03
不良贷款生成率(%)	0.78	0.54	0.40	0.40	0.40
不良贷款核销率(%)	(0.64)	(0.37)	(0.31)	(0.26)	(0.26)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营管理(%)</b>					
贷款增长率	18.87	19.78	17.00	17.00	17.00
生息资产增长率	11.78	12.21	14.42	14.53	14.65
总资产增长率	10.88	12.90	14.42	14.53	14.65
存款增长率	22.08	17.68	16.00	16.00	16.00
付息负债增长率	11.04	13.59	14.01	14.26	14.97
净利息收入增长率	11.59	4.85	8.74	14.47	14.59
手续费及佣金净收入增长率	(11.78)	(54.42)	70.00	40.00	40.00
营业收入增长率	10.71	2.13	9.22	14.39	14.89
拨备前利润增长率	7.67	(5.41)	9.23	14.40	14.90
税前利润增长率	14.99	(1.99)	16.01	14.21	13.69
净利润增长率	20.14	1.01	16.01	14.21	13.69
非息收入占比	5.02	2.24	3.49	4.27	5.21
成本收入比	38.24	42.77	42.77	42.77	42.77
信贷成本	1.64	1.23	1.03	1.01	1.01
所得税率	16.44	13.08	13.08	13.08	13.08
<b>盈利能力(%)</b>					
NIM	3.45	3.18	3.05	3.05	3.05
拨备前 ROAA	2.24	1.89	1.82	1.82	1.82
拨备前 ROAE	26.45	21.35	21.83	23.18	24.63
ROAA	1.02	0.92	0.94	0.93	0.93
ROAE	12.24	10.34	11.23	11.90	12.51
<b>流动性(%)</b>					
分红率	30.71	30.40	30.40	30.40	30.40
贷存比	79.88	81.31	82.01	82.72	83.43
贷款/总资产	59.67	63.31	64.74	66.14	67.49
债券投资/总资产	29.59	28.25	26.91	25.61	24.35
银行同业/总资产	2.12	1.09	0.95	0.83	0.72
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	12.44	11.08	10.46	9.91	9.41
资本充足率	15.10	13.53	12.60	11.78	11.04
加权风险资产-一般法	139	164	187	215	246
% RWA/总资产(%)	75.03	78.51	78.51	78.51	78.51

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371