

2021 年 08 月 16 日

净息差二季度回升是核心亮点 增持 (维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件: 常熟银行 2021 年上半年营业收入 36.80 亿元, 同比增长 7.7%; 归母净利润 10.01 亿元, 同比增长 15.5%; 年末总资产 2314.52 亿元, 较期初增长 10.9%; 归母净资产 184.30 亿元, 较期初增长 2.6%。由于此前已披露业绩快报, 因此业绩符合市场预期。

投资要点

■ 收入端核心亮点: 净息差回升拉动利息净收入增长, 手续费保持高增速。

常熟银行作为以小微贷款为特色的传统农商行, 2020 年深受贷款利率下行及竞争格局激烈的影响, 收入增长持续承压。但 2021 年以来逐渐复苏, 上半年收入同比增速 7.7%, 第二季度单季同比增长 10.4%。

①利息净收入: 在一季度仍然同比下滑 0.5% 的情况下, 上半年累计增长 3.1%, 第二季度同比增长 6.6%, 且金额达到 16.35 亿元, 高于过去五个季度。所以, 利息收支是二季度收入增速回升的核心动力, 原因在于净息差回暖。根据披露, 尽管上半年净息差为 3.02%, 仍然明显低于 2020 年全年的 3.18%, 但其实第二季度的单季净息差已经回升到 3.07%, 较第一季度环比上升 10BP。我们认为, 净息差的拐点源于持续下沉信贷客群, 做小、做深, 从贷款结构中能够体现, 建议重点关注公司基本面的企稳回暖。

②非利息净收入: 一季度已经表现亮眼, 手续费与投资收益都实现超高速增长。上半年非利息收入仍然保持 44.1% 的同比高增速, 其中手续费净收入同比高增长 52.8%, 增长点在于结算及代理收入。上半年非利息收入的占比达到 15.1%, 一定程度上降低了对传统信贷利息收支的依赖程度。

收入回暖背景下, 成本收入比也开始走低, 同时由于上半年信用减值金额同比降低 1.8%, 归母净利润在低基数情况下同比高增长 15.5%。

■ 资产端纯信用贷款的投放力度加大, 资产质量卓越, 不良率降至 0.90%。

二季度贷款环比强劲增长 8.5%, 较期初增速达到 14.9%。其中, 核心产品“个人经营性贷款”较期初增长 13.1%, 占总贷款比例为 36.3%。从市场规律来看, 通常个人经营性贷款在 3 月至 10 月是相对旺季, 如果后续两个季度经营性贷款持续增长, 将进一步提振生息资产收益率和净息差。

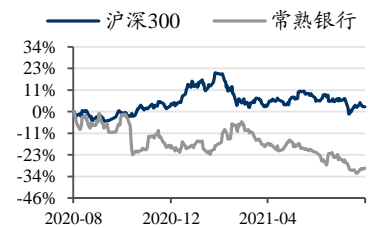
从贷款属性来看, 为深化小微特色、抵御利率下行影响, 同时应对竞争格局的变化, 公司持续提升纯信用类贷款的投放力度。二季度末, 总体贷款结构中信用类的占比进一步上升 2.3pct 至 18.6%, 其中个人经营性贷款尤为明显, 信用类占比上升 2.4pct 至 21.0%, 较上年末的 18.6% 明显上行。

常熟银行的资产质量始终保持优异。二季度末不良率 0.90%, 较期初下降了 6BP, 同时关注类贷款也“双降”, 关注类占比较年初大幅下降 21BP 至 0.96%, 拨备覆盖率大幅跃升至 521.67%, 较年初提高 36.3pct。由于资产质量卓越, 上半年信用成本率 (年化) 仅 1.23%, 同比明显降低。

■ 盈利预测与投资评级: 常熟银行 2020 年受贷款利率下行冲击, 收入增速持续走低, 2021 年第二季度净息差单季环比有所回升, 我们认为源于信贷投放策略持续下沉, 由此判断净息差基本企稳。未来如果经济复苏, 推动全市场贷款利率回升, 净息差有望进入回升通道, 基本面将加速改善。我们上调常熟银行盈利预测, 预计 2021~2023 年归母净利润同比增速分别为 18.5%、15.2%、15.9% (此前预测值为 10.0%、13.8%、15.4%)。截止 8 月 16 日, 估值对应 0.85x2021PB、7.7x2021PE, 维持“增持”评级。

■ 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) 不良贷款率超预期反弹; 3) 小微信贷业务发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.97
一年最低/最高价	5.68/8.99
市净率(倍)	0.89
流通 A 股市值(百万元)	15547.91

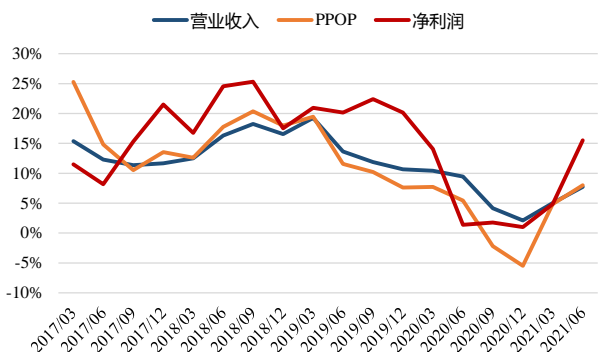
基础数据

每股净资产(元)	6.72
资产负债率(%)	91.38
总股本(百万股)	2740.86
流通 A 股(百万股)	2604.34

相关研究

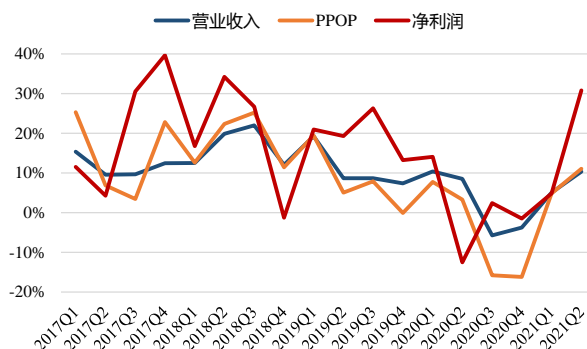
- 1、《常熟银行 (601128): 2020 年年报点评: 净息差触底, 受益贷款利率回升》2021-03-31
- 2、《常熟银行 (601128): 2020 年三季报点评: 小微信贷回暖, 资产质量值得信赖》2020-10-28

图 1: 2017/03~2021/06 常熟银行累计业绩同比增速



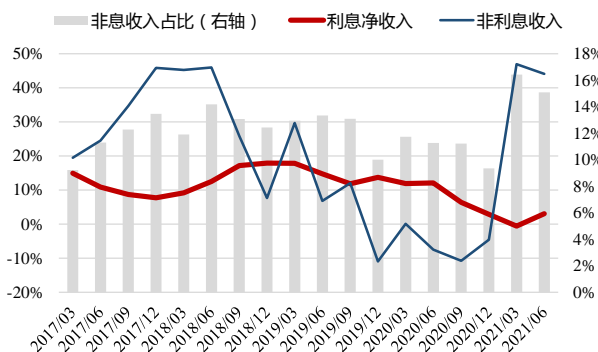
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2017Q1~2021Q2 常熟银行单季度业绩同比增速



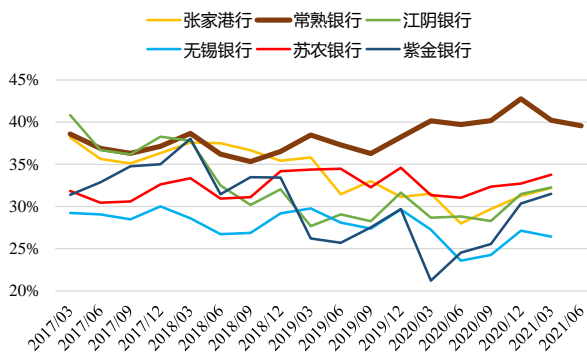
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2017/03~2021/06 常熟银行累计利息及非利息净收入同比增速及结构



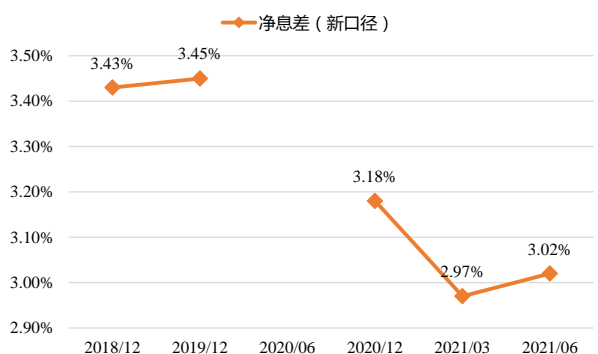
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 4: 2017/03~2021/06 常熟银行的成本收入比在 2020 年冲高后, 2021 年明显回落



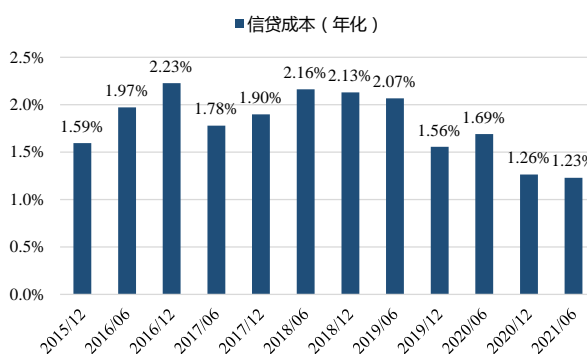
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 5: 2018/12~2021/06 常熟银行累计净息差走势



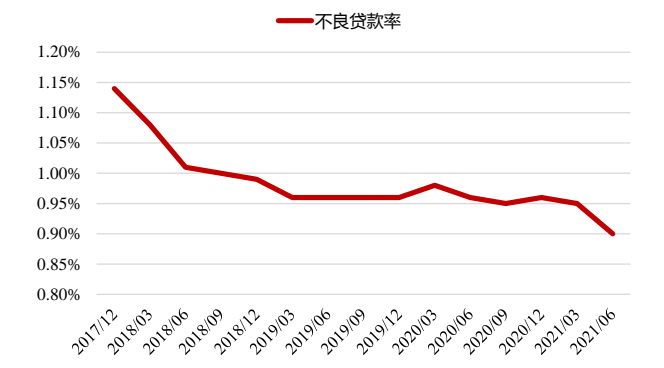
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2020 年下半年以来常熟银行信用成本率明显回落



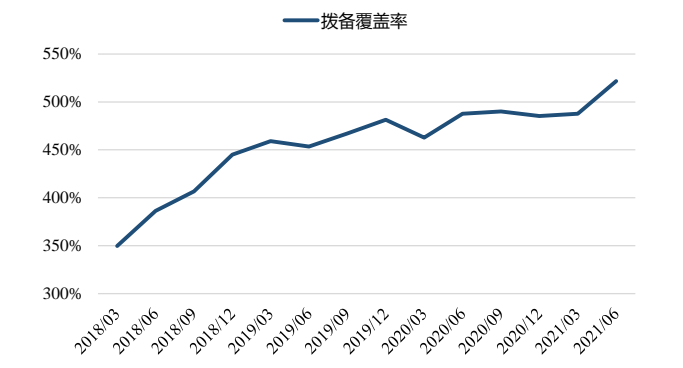
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 7: 2017/12~2021/06 常熟银行不良率持续走低



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 8: 2018/03~2021/06 常熟银行拨备覆盖率持续上行



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
资产总计	184,839	208,685	233,727	262,943	295,811	营业收入	6,445	6,582	7,113	8,001	8,957
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	6,352	7,098	7,986
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	199	229	264
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	562	674	708
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)	(4,467)	(4,954)	(5,426)
债权投资	27,842	26,342	28,047	28,924	32,539	广义资产减值	(1,663)	(1,495)	(1,515)	(1,713)	(1,843)
其他债权投资	18,643	20,892	18,698	18,406	20,707	营业利润	2,277	2,231	2,646	3,048	3,531
其他权益工具投资	938	842	1,169	1,315	1,479	利润总额	2,273	2,228	2,641	3,042	3,524
存放同业款项	1,201	1,699	1,402	1,578	1,775	归属于母公司股东净利润	1,785	1,803	2,137	2,462	2,852
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	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
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%
负债总计	166,940	189,578	213,223	240,836	271,853	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	3,092	3,492	3,942	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	1,919	2,047	2,311	吸收存款增速	22.1%	17.7%	14.5%	13.0%	13.5%
拆入资金	1,499	1,512	1,812	2,047	2,311	营业收入增速	10.7%	2.1%	8.1%	12.5%	11.9%
卖出回购金融资产款	10,230	7,489	6,397	7,225	8,156	净利息收入增速	11.6%	4.9%	6.5%	11.7%	12.5%
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%	35.0%	15.0%	15.0%
已发行债务证券	11,433	10,048	10,661	12,764	13,593	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	3,297	3,029	2,929	归属于母公司股东净利润增速	20.1%	1.0%	18.5%	15.2%	15.9%
股东权益总计	17,899	19,107	20,505	22,108	23,958	EPS	0.69	0.66	0.78	0.90	1.04
股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741	BVPS	6.18	6.55	7.02	7.56	8.18
其他权益工具	0	0	0	0	0	ROAE	11.52%	10.34%	11.49%	12.32%	13.22%
资本公积	3,245	3,242	3,242	3,242	3,242	ROAA	1.08%	0.98%	0.97%	0.99%	1.02%
其他综合收益	606	388	388	388	388	净息差	3.41%	3.18%	3.08%	3.11%	3.10%
盈余公积	4,116	4,284	4,284	4,284	4,284	不良贷款率	0.96%	0.95%	0.90%	0.89%	0.89%
一般风险准备	3,638	4,141	4,676	5,291	6,004	拨备覆盖率	481.38%	485.33%	530.50%	543.50%	545.20%
未分配利润	2,579	3,164	3,912	4,773	5,772						
归属于母公司股东权益	16,925	17,960	19,242	20,720	22,431	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
						P/B	8.7	9.0	7.7	6.6	5.7
						P/B	0.97	0.91	0.85	0.79	0.73

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测 (估值对应 2021 年 8 月 16 日收盘价)

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>