

量价齐升业绩释放提速，资产质量保持优异水平

常熟银行(601128)

评级:	买入	股票代码:	601128
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	8.86/5.68
目标价格:		总市值(亿)	182.27
最新收盘价:	6.65	自由流通市值(亿)	175.13
		自由流通股数(百万)	2,633.59

事件概述

常熟银行发布 2021 年三季报：前三季度实现营业收入 56.33 亿元(+12.96%，YoY)，营业利润 21.12 亿元(+19.04%，YoY)，归母净利润 16.60 亿元(+19.04%，YoY)。三季度末总资产 2414.63 亿元(+18.87%，YoY；+4.33%，QoQ)，存款 1812.96 亿元(+16.01%，YoY；-0.15%，QoQ)，贷款 1623.12 亿元(+24.03%，YoY；+7.21%，QoQ)。前三季度净息差 3.03%(+1bp，较 2021H1)，Q3 单季净息差 3.08%(+1bp，YoY；+1bp，QoQ)；不良贷款率 0.81%(-9bp，QoQ)，拨备覆盖率 521.37%(-0.30pct，QoQ)，拨贷比 4.23%(-0.46pct，QoQ)；资本充足率 11.88%(-0.10pct，QoQ)；年化 ROE11.89%(+1.15pct，YoY)。

分析判断：

► 收息业务和其他非息拉动营收强势复苏，减值小幅多提下利润释放再提速

常熟银行业绩如期回升，前三季度实现营收 56.33 亿元，同比增速 12.96%较上半年增速进一步提升 5.3pct，Q3 单季营收增速达到 24.4%的水平，创了 2017 年以来单季新高。营收端增速回归双位数，主要来自收息业务和其他非息收入贡献：1) 前三季度利息净收入同比增 8.1%，较上半年的 3.1%继续回升，预计主要来自规模稳健增长和息差稳中有升。2) 非息收入延续亮眼表现，Q1-3 实现 58.3%的大幅增长（上半年增速 44.4%），其中手续费净收入略有扰动，累计增速约 30%，单三季度同比负增了 116%，所以主要由包括投资收益和公允价值变动的交易类收入增长贡献。

公司减值计提力度有所回升，Q3 单季同比多提 18.4%，带动前三季度累计计提规模同比增速较上半年的-1.9%转正为 2.3%。在营收拉动和减值多提的情况下，Q1-3 归母净利润累计同比增长 19%，较上半年增速提升 3.5 个百分点；同时受基数抬高的影响，Q3 单季增速 24.8%，较 Q2 的 31%略有回落，但整体处于业绩快速释放的过程。

► 主动负债支撑资产扩表提速，息差环比再增 1BP

资产端：三季度常熟银行扩表进一步提速，季度末同比增幅 18.9%，较 Q2 提升 4.1pct，环比增幅 4.3%，较 Q2 的 0.9% 的增幅走阔。一方面常熟银行三季度信贷投放情况较好，三季度末贷款规模达到 1623 亿元，同比以及较年初分别扩增 24%和 23.2%，单季增幅达 7.2%，前三季度累计净增规模已达到去年全年的 1.4 倍。同时，贷款同比增速超过整体资产增速 5 个百分点，在三季度大幅压降同业资产配置、小幅增配投资资产的情况下，资产端贷款占比较中期再提升 2.1pct 至 64.6%。**贷款投放提速的同时，投向也继续增配零售。**三季度票据规模继续小幅缩量，新增贷款的 78%投向零售领域，且新增个贷的 74%来自个人经营贷，符合公司全年投放节奏，但同时今年对于对公领域的投放力度也相对强于往年。从占比来看，三季度末公司零售贷款占比 58.7%，环比中期小幅提升 1.4pct。考虑到公司正推行落地 60 亿元可转债，后续转股将对核心资本形成补充，打开成长空间。

负债端：公司三季度负债端有一定压力，存款规模季节性小幅回落，主要是对公活期存款回落幅度高于季节性，但整体前三季度存款同比仍实现了 16.3%的稳健增速，相应负债端存款占比三季度也略有回落，公司主要增加了同业负债的配置和债券的发行。

净息差：在 Q2 净息差边际回升 10BP 的基础上，公司 Q3 单季净息差环比再提升 1BP 至 3.08%，前三季度净息差 3.03%，无可比去年同期数据，较上半年也提升了 1BP，整体保持稳步修复的态势，也符合我们对于公司中报息差拐点的判断。我们以期初期末生息资产余额均值测算的净息差来看，前三季度累计净息差仍低于去年同期 20BP，但 Q3 环比 Q2 再回升 11BP，负债端承压的情况下，主要由资产端快速扩表和增配信贷资产、尤其是零售

资产贡献，根据公司信贷投放的节奏，年末零售贷款的投放也将对全年息差形成支撑。

► 资产质量无忧，不良和关注类贷款双降

常熟银行三季度延续不良和关注类贷款的双降，不良率和关注类贷款占比环比分别再降 9BP 和 8BP 至 0.81% 和 0.88% 的低位，拨备覆盖率和拨贷比环比微降 0.3pct 和 0.46pct，但 521.37% 和 4.23% 的水平仍然处于可比同业前列，预计主要是核销处置力度加大所致，但减值计提结构数据未详细披露，信用成本及不良生成情况仍待跟踪。我们认为公司风控体系成熟审慎，区域经济环境修复也将助力其保持行业领先的资产质量水平。

投资建议

常熟银行三季度量增价优，一方面资产端加大投放扩表力度，增配零售资产尤其是高收益的经营性个贷，调结构稳收益，另一方面通过主动负债进行补充，息差拐点再次验证，营收端表现强劲；同时资产质量持续优异，减值恢复多提之下，业绩依然实现了较快增速。我们认为公司客群定位明确、资产投放能力强，疫情对经营扰动和同业竞争的压力缓解下，公司全年业绩有支撑。鉴于公司三季报业绩表现，我们维持公司盈利预测，预计 2021-2023 年营业收入分别为 74.64 亿元、83.34 亿元、93.03 亿元，对应增速分别为 13.4%、11.7%、11.6%；归母净利润分别为 20.55 亿元、23.99 亿元、27.85 亿元，对应增速分别为 14.0%、16.7%、16.1%；EPS 分别为 0.75 元、0.88 元、1.02 元；对应 2021 年 10 月 20 日 6.65 元/股收盘价，PB 分别为 0.93 倍、0.86 倍、0.78 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,445	6,582	7,464	8,334	9,303
(+/-)	10.7%	2.1%	13.4%	11.7%	11.6%
归母净利润	1,785	1,803	2,055	2,399	2,785
(+/-)	20.1%	1.0%	14.0%	16.7%	16.1%
每股收益(元)	0.65	0.66	0.75	0.88	1.02
每股净资产(元)	6.18	6.55	7.17	7.78	8.48
P/E	10.21	10.11	8.87	7.60	6.54
P/B	1.08	1.01	0.93	0.86	0.78

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	百万元; 元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
平均生息资产	176,504	198,531	223,966	252,946	286,029	ROAA (%)	1.02	0.92	0.93	0.96	0.99
净息差	3.45	3.18	3.16	3.19	3.21	ROAE (%)	12.00	10.34	10.93	11.71	12.50
利息收入	9,469	10,098	11,780	13,525	15,499	每股净资产	6.18	6.55	7.17	7.78	8.48
利息支出	3,669	4,132	4,947	5,841	6,868	EPS	0.65	0.66	0.75	0.88	1.02
净利息收入	5,800	5,966	6,833	7,684	8,632	股利	548.17	548.17	624.82	729.27	846.67
非息收入						DPS	0.20	0.20	0.23	0.27	0.31
手续费和佣金收入	214	148	162	182	204	股息支付率	30.71	30.40	30.40	30.40	30.40
交易性收入	7	24	24	24	24	发行股份	2741	2741	2741	2741	2741
其他收入	65	95	95	95	95	业绩数据					
非息总收入	645	616	630	650	672	增长率 (%)					
非息费用						净利息收入	13.7	2.9	14.5	12.5	12.3
业务管理费	2,465	2,815	3,116	3,511	3,916	非利息收入	(10.9)	(4.6)	2.4	3.1	3.4
营业税金及附加	40	40	44	49	55	营业收入	10.7	2.1	13.4	11.7	11.6
非息总费用	2,505	2,855	3,160	3,560	3,971	归母净利润	20.1	1.0	14.0	16.7	16.1
税前利润	2,273	2,228	2,552	2,981	3,446	平均生息资产	13.2	12.5	12.8	12.9	13.1
所得税	374	292	363	449	528	总付息负债	24.0	13.5	12.4	14.1	13.7
归母净利润	1,785	1,803	2,055	2,399	2,785	总资产	10.9	12.9	12.0	12.9	12.7
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	184,839	208,685	233,779	263,923	297,454	净利息收入占比	90.0	90.6	91.6	92.2	92.8
贷款总额	109,944	131,722	155,064	181,354	211,241	营业效率 (%)					
客户存款	138,079	162,485	184,205	211,836	241,493	成本收入比	38.2	42.8	41.8	42.1	42.1
其他付息负债	32,918	24,625	19,306	20,891	21,627	流动性 (%)					
股东权益	16,925	17,960	19,646	21,315	23,254	贷款占生息资产比	57.4	60.9	64.0	66.5	68.6
资产质量						期末存贷比	79.6	81.1	84.2	85.6	87.5
不良贷款	1,057	1,264	1,385	1,578	1,798	资本 (%)					
不良率	0.96	0.96	0.89	0.87	0.85	核心一级资本充足率	12.4	11.1	10.9	10.8	10.6
贷款损失拨备	5,058	6,104	7,339	8,601	9,976	一级资本充足率	12.5	11.1	11.0	10.9	10.6
拨备覆盖率	479	483	530	545	555	资本充足率	15.1	13.5	13.6	13.6	13.4
拨贷比	4.63	4.66	4.73	4.74	4.72						
信用成本 (%)	1.53	1.29	1.20	1.05	0.95						

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。