

常熟银行（601128）：净息差企稳回升，资产质量向好

2021年10月22日

强烈推荐/维持

常熟银行 公司报告

事件：10月20日，常熟银行公布2021年三季报。前三季度实现营收、拨备前净利润、归母净利润56.33、33.19、16.60亿，分别同比增13.0%、12.4%、19.0%。3Q21年化ROE14.02%，同比提升1.82pct。9月末，总资产2415亿，较年初增15.7%；不良率0.81%，环比下降9BP；拨备覆盖率521.4%，核心一级资本充足率10.12%。

业绩点评：

营收利润增速继续回升。常熟银行3Q21营收同比增13%，较上半年提高5.3pct。随着拨备计提逐步常态化，拨备对业绩形成正向贡献；净利润同比增19%，较上半年提高3.5pct。收入端的主要贡献来自规模扩张提速、息差拖累减小、非息业务逐步恢复：1)公司积极投放信贷，贷款规模实现较快增长。9月末，贷款余额较年初增23.2%，已高于往年全年增幅；贷款增速高出总资产增速7.5pct。反映出资产端配置向信贷倾斜，有助于稳定资产收益率水平。2)净息差企稳回升。3Q21净息差为3.03%，较1H21提升1BP；我们判断结构和利率因素均有贡献。3)3Q21非息收入同比高增58.3%；手续费净收入同比增29.9%，中间业务持续恢复，也与去年同期低基数有关。

资产结构优化，净息差企稳回升。常熟银行定位小微市场，具有独特的小微信贷管理模式，小微贷款高定价、低风险特征明显，息差绝对水平处于上市行前列。前三季度净息差为3.03%，环比上半年提高1BP。我们判断三季度息差企稳回升，结构和利率因素均有贡献。一方面，资产投放向贷款、个贷倾斜，同时不断下沉。贷款占生息资产比重持续提升，9月末为67.21%，较6月末提高1.2pct。个人贷款占比为58.68%，较6月末提高1.41pct。金额100万以下、100万-1000万的贷款占比分别为40.24%、33.52%，已连续两季度提高，贷款业务继续下沉。另一方面，我们判断新发放贷款利率，特别是小微贷款利率或已逐步企稳。价格对资产端收益率亦呈正向贡献。

预计下半年货币、信贷政策稳健，新发放贷款利率趋稳；伴随资产结构调整优化，资产端收益率有望保持稳中有升。负债端，成本管控效果较好，上半年存款成本下降9BP；考虑到常熟银行中长期存款占比较高，长期有望受益于存款定价机制改革。综合来看，净息差或已处于修复通道，有望推动营收逐步回升。

不良实现双降，资产质量保持优异。得益于独特的小微业务模式和成熟的风控体系，常熟银行资产质量长期处于同业较优水平，三季度资产质量进一步改善。9月末，不良贷款余额为13.16亿，环比下降0.46亿；不良率0.81%，环比下降9BP，资产质量夯实。关注率环比下降8BP至0.88%，潜在不良压力较小。拨备覆盖率为521.4%，环比较平稳，亦维持在同业较高水平。整体资产质量保持优异、拨备计提充足，反补利润空间较大。

核心逻辑：

坚持差异化发展，小微金融定位清晰。常熟银行定位于三农、小微市场，已形成“IPC技术+信贷工厂”小微模式。前端采用IPC技术贷前调查、交叉验证；后端采用标准化、工厂化的审批流程，严格风控、提高效率。公司用较高管理费用覆盖信用成本，小微贷款具有定价高、风险低的特征。常熟银行小微模式已形成较强的专业性、系统性，成长潜力客观。

小微模式成熟可复制，有望打开成长空间。常熟银行小微模式已较为成熟，可复制性强。将成熟的“IPC技术+信贷工厂”进行异地复制，通过异地分支机构和村镇银行拓宽业务，近年公司异地存贷贡献、营收贡献均有所提升。异地拓展有望打开成长空间。

公司简介：

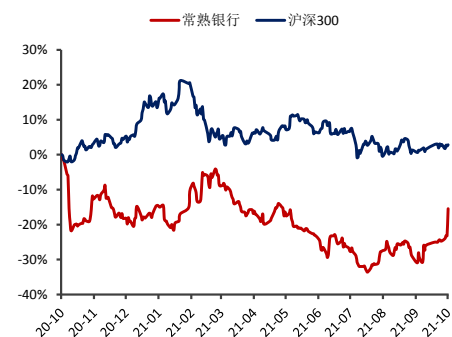
公司是全国首批组建的股份制农村金融机构，在发挥常熟地方金融主力军作用的同时，积极致力于探索多元化的跨区发展之路。坚持服务“三农”、“小微”的市场定位，积极探索差异化、特色化发展之路，支持了一大批个体工商户创业、发展与成长，先后获得《金融时报》金龙奖“年度最具竞争力农商行”、中国银行业协会(花旗集团)微型创业“年度创新发展奖”等。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	8.30-5.75
总市值(亿元)	200.63
自由流通市值(亿元)	174.71
总股本/流通A股(万股)	274,086 - 263,359
流通B股/H股(万股)	
52周日均换手率	1.38

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

分析师：田馨宇

010-66553383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070003

投资建议：

常熟银行作为特色鲜明的小微金融业务领跑者，深耕本地市场；同时，通过异地分支机构和村镇银行拓宽业务，信贷规模有望保持较快增长。小微业务特色鲜明，具备较强的贷款议价能力，净息差在可比农商行中处于领先地位。资产质量优异，拨备较为充足，反补利润空间较大。预计 2021、2022 年净利润增速 21.0%、19.6%。对应 BVPS 分别为 7.36、8.33 元/股。当前可比农商行 2021 年平均 PB 估值为 0.82 倍，综合考虑公司近两年估值中枢和基本面情况，给予公司 1.2 倍 2021 年 PB 目标估值，对应目标价 8.83 元/股，维持“强烈推荐”评级。

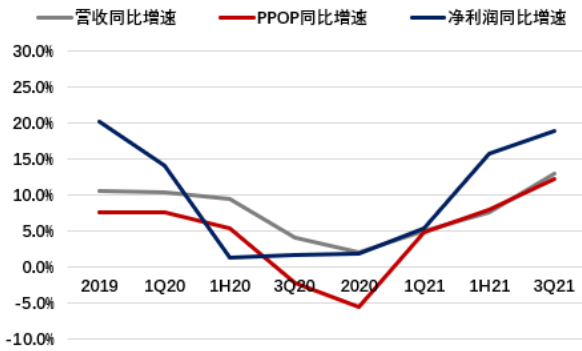
风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	64	66	76	88	101
增长率(%)	10.7	2.1	16.2	14.9	15.2
净利润(亿元)	18	18	22	26	31
增长率(%)	20.1	1.0	21.0	19.6	19.1
净资产收益率(%)	12.24%	10.34%	11.45%	12.14%	12.74%
每股收益(元)	0.65	0.66	0.80	0.95	1.13
PE	11.24	11.13	9.19	7.69	6.45
PB	1.19	1.12	0.99	0.88	0.77

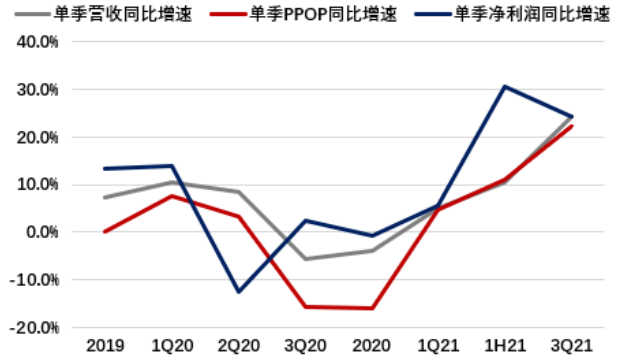
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1: 常熟银行 3Q21 净利润同比增长 18.94%



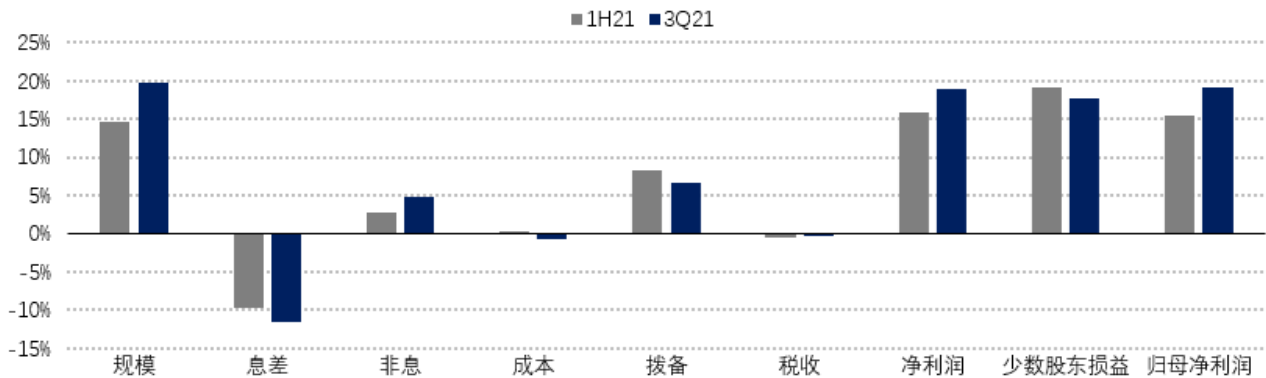
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2: 常熟银行 3Q21 单季净利润同比增长 24.17%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 常熟银行 1H21、3Q21 年业绩拆分



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 1: 常熟银行业绩拆分 (累积同比)

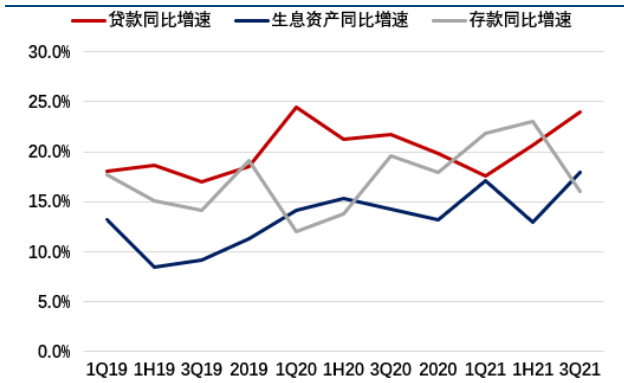
	3Q20	4Q20	1Q21	1H21	3Q21
规模	0.2%	10.3%	14.2%	14.6%	19.7%
息差	8.1%	-7.5%	-14.7%	-9.7%	-11.6%
非息	-4.1%	-0.7%	5.6%	2.8%	4.8%
成本	-6.3%	-7.5%	-0.2%	0.2%	-0.6%
拨备	-0.1%	3.4%	0.2%	8.4%	6.7%
税收	5.0%	3.9%	0.5%	-0.5%	-0.1%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

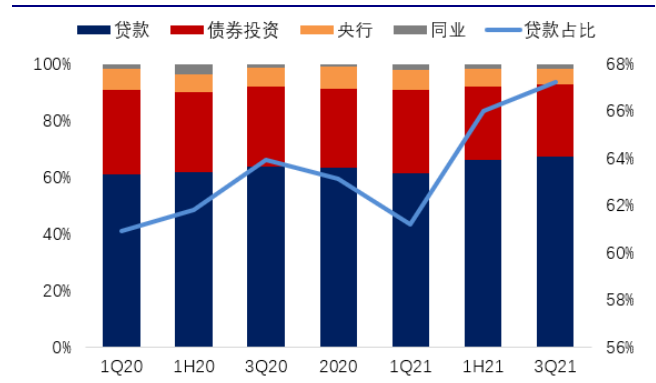
表 2: 常熟银行业绩拆分 (单季环比)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
规模	14.8%	13.7%	15.1%	14.9%	15.4%
息差	-9.9%	-24.6%	-15.7%	-4.6%	-1.0%
非息	-10.6%	7.1%	5.6%	0.0%	9.9%
成本	-9.9%	-12.3%	-0.2%	0.6%	-2.2%
拨备	7.0%	15.2%	0.2%	23.0%	1.4%
税收	10.7%	0.1%	0.5%	-3.3%	0.6%

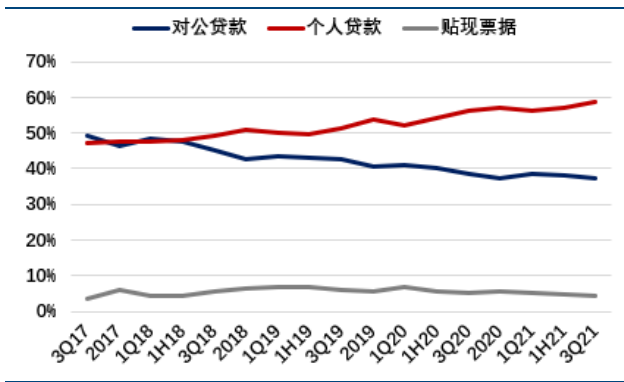
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 常熟银行 9 月末贷款余额较年初增 23.2%


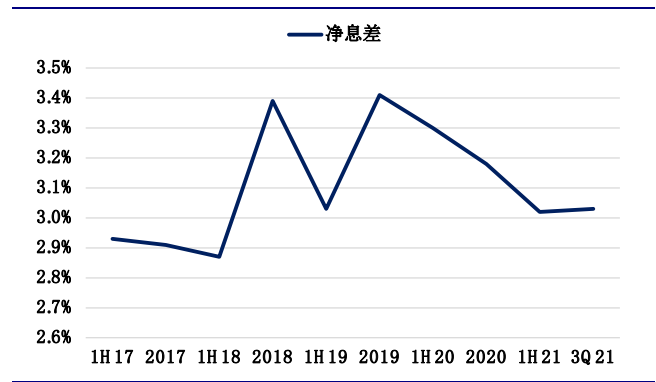
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 常熟银行资产结构持续优化, 9 月末贷款占比较年初提高 6.01pct 至 67.21%


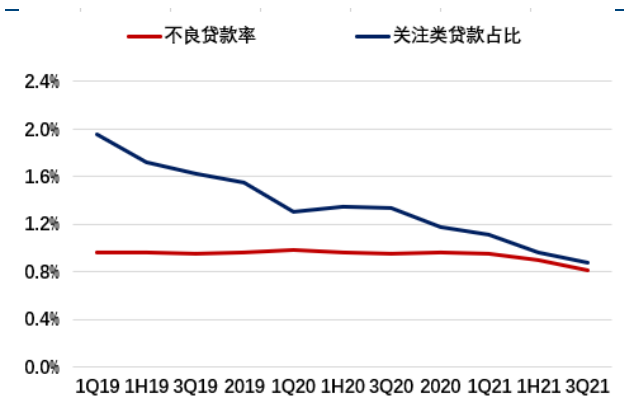
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 常熟银行 9 月末个人贷款占比为 58.68%, 较 6 月末提高 1.41pct


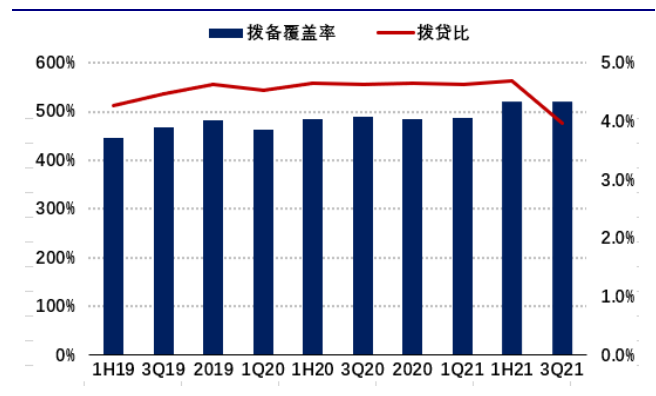
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 7: 常熟银行 3Q21 净息差为 3.03%, 较 1H21 提升 1BP


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 8: 常熟银行 9 月末不良率、关注率分别为 0.81%、0.88%, 环比分别下降 9bp 和 8bp


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 9: 常熟银行 9 月末拨备覆盖率为 521.4%, 环比较平稳


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表 (亿元)											
净利息收入	58.0	59.7	68.5	79.0	91.5	收入增长					
手续费及佣金	2.1	1.5	1.8	1.9	2.1	净利润增速	20.1%	1.0%	21.0%	19.6%	19.1%
其他收入	4.3	4.7	6.2	6.9	7.5	拨备前利润增速	7.6%	-5.4%	17.8%	15.5%	16.0%
营业收入	64.5	65.8	76.5	87.8	101.1	税前利润增速	15.0%	-2.0%	26.3%	19.3%	18.9%
营业税及附加	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	营业收入增速	10.7%	2.1%	16.2%	14.9%	15.2%
业务管理费	(24.6)	(28.2)	(32.1)	(36.6)	(41.7)	净利息收入增速	13.7%	2.9%	14.8%	15.4%	15.7%
拨备前利润	39.4	37.3	43.9	50.7	58.8	手续费及佣金增速	-41.6%	-31.1%	20.0%	10.0%	10.0%
计提拨备	(16.6)	(15.0)	(15.7)	(17.1)	(18.9)	营业费用增速	16.0%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
税前利润	22.7	22.3	28.1	33.6	39.9						
所得税	(3.7)	(2.9)	(4.8)	(5.7)	(6.8)	规模增长					
归母净利润	17.9	18.0	21.8	26.1	31.1	生息资产增速	11.2%	13.1%	16.0%	16.4%	16.6%
资产负债表 (亿元)						贷款增速	18.5%	19.8%	24.0%	20.0%	20.0%
贷款总额	1099	1317	1633	1960	2352	同业资产增速	17.0%	-20.7%	30.0%	5.0%	5.0%
同业资产	29	23	30	31	33	证券投资增速	0.6%	7.6%	3.0%	10.0%	10.0%
证券投资	547	588	606	667	733	其他资产增速	10.9%	12.7%	26.4%	17.0%	12.5%
生息资产	1844	2086	2419	2815	3283	计息负债增速	8.8%	13.7%	16.7%	16.7%	16.8%
非生息资产	55	62	79	92	104	存款增速	19.1%	17.9%	17.0%	17.0%	17.0%
总资产	1848	2087	2428	2829	3300	同业负债增速	49.1%	-29.8%	5.0%	5.0%	5.0%
客户存款	1347	1588	1858	2174	2543	股东权益增速	32.2%	6.8%	12.5%	13.3%	13.9%
其他计息负债	270	251	287	329	380						
非计息负债	52	57	69	82	99	存款结构					
总负债	1669	1896	2213	2586	3022	活期	37.6%	36.5%	36.53%	36.53%	36.53%
股东权益	179	191	215	243	277	定期	56.2%	58.0%	58.05%	58.05%	58.05%
每股指标						其他	6.2%	5.4%	5.43%	5.43%	5.43%
每股净利润(元)	0.65	0.66	0.80	0.95	1.13	贷款结构					
每股拨备前利润(元)	1.44	1.36	1.60	1.85	2.15	企业贷款(不含贴)	40.7%	37.3%	37.27%	37.27%	37.27%
每股净资产(元)	6.18	6.55	7.36	8.33	9.48	个人贷款	53.8%	57.0%	57.01%	57.01%	57.01%
每股总资产(元)	67.44	76.14	88.60	103.22	120.39	贷款质量					
P/E	10.21	10.11	8.35	6.98	5.86	不良贷款率	0.96%	0.96%	0.80%	0.78%	0.74%
P/PPOP	4.63	4.89	4.15	3.59	3.10	正常	97.49%	97.87%	98.88%	98.93%	98.98%
P/B	1.08	1.01	0.90	0.80	0.70	关注	1.55%	1.17%	1.12%	1.07%	1.02%
P/A	0.10	0.09	0.08	0.06	0.06	次级	0.71%	0.77%			
利率指标						可疑	0.15%	0.12%			
净息差(NIM)	3.45%	3.18%	3.04%	3.02%	3.00%	损失	0.10%	0.07%			
净利差(Spread)	3.25%	3.01%	3.03%	3.05%	3.07%	拨备覆盖率	481.29%	485.33%	525.16%	511.37%	502.68%
贷款利率	7.01%	6.46%	6.51%	6.56%	6.61%						
存款利率	2.21%	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%	资本状况					
生息资产收益率	5.63%	5.37%	5.39%	5.41%	5.43%	资本充足率	15.10%	13.53%	12.24%	11.15%	10.24%
计息负债成本率	2.38%	2.36%	2.38%	2.40%	2.42%	核心一级资本充足	12.44%	11.08%	10.16%	9.40%	8.76%
盈利能力						资产负债率	90.32%	90.84%	91.15%	91.40%	91.60%
ROAA	1.08%	0.98%	1.03%	1.06%	1.08%						
ROAE	12.24%	10.34%	11.45%	12.14%	12.74%	其他数据					
拨备前利润率	2.24%	1.89%	1.95%	1.93%	1.92%	总股本(亿)	27.41	27.41	27.41	27.41	27.41

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526