

601128.SH

增持

原评级: 增持

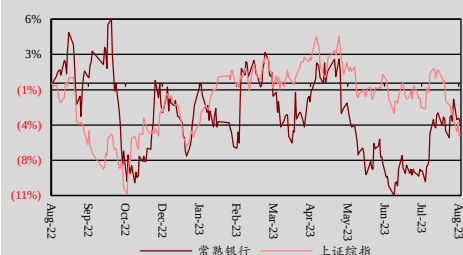
市场价格: 人民币 7.15

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 营收增长持续领先

股价表现



发行股数(百万)	2,740.88
流通股(百万)	2,643.37
总市值(人民币 百万)	19,597.30
3 个月日均交易额(人民币 百万)	130.65
主要股东	
交通银行股份有限公司	9.01

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 8 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《常熟银行》20230815

《常熟银行》20230421

《常熟银行》20230410

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: 农商行 II

证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

联系人: 丁黄石

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030036

常熟银行

营收增长持续领先

常熟银行中报业绩持续表现优秀, 净利润、营收增长持续高位, 预计增速仍将处行业头部水平。上半年盈利同比增长 20.8%, 业绩持续高增长带动盈利能力持续提升, 净息差、资产质量、拨备绝对优势持续。公司 2 季度业绩增长高位提升, 上半年营收同比增长 12.4% 较 1 季度略降, 仍处行业头部。拆分看, 规模增长高位略缓。公司净息差小幅下行, 息差绝对优势强化。资产质量平稳, 拨备高位优势持续。

公司区位优势突出, 经营管理优秀。我们认为公司扎根实体的小微业务模式, 村镇银行的并购和异地经营能力, 使得公司在未来行业大趋势中, 在中小银行改革化险, 村镇银行改革重组中, 拥有差异化的成长优势。维持对公司 **增持** 评级, 持续看好, 核心组合推荐。

支撑评级的要点

- 业绩持续高增带动盈利能力和资本提升

常熟银行 2023 年上半年归母净利润同比增长 20.8%, 增速较前 1 季度提升 0.2 个百分点, 主要贡献来自规模增长和拨备贡献。业绩高增长带动盈利能力提升, ROE12.40%, 同比提升 0.68 个百分点, 核心一级资本充足率 10.06%, 同比提升 20bp。

- 息差小幅下降, 绝对优势强化

2023 上半年净息差 3.00%, 同比下降 9bp, 资产收益率和负债成本均下行, 资产收益率下行更多。测算 2 季度净息差 2.98%, 较 1 季度下降 4bp, 2 季度息差略降。

- 资产质量整体平稳

上半年末不良率 0.75%, 环比 1 季度持平, 不良余额环比增长 4.2%, 上半年不良生成高于去年, 2 季度生成较 1 季度显著放缓。上半年末关注贷款占比 0.83%, 较 1 季度上升 2bp。按区域看, 常熟当地不良率 0.72%, 较去年末上升 16bp, 江苏其他区域不良下降 21bp 至 0.70%, 绝对不良水平平均处于较低水平。

- 根据公司半年报业绩, 我们维持公司盈利预测, 2023/2024 年 EPS 为 1.21/1.46 元, 目前股价对应 2023/2024 年 PB 为 0.80x/0.68x, 维持 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行、海外风险超预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,655	8,809	10,492	12,527	14,950
变动(%)	16.31	15.06	19.11	19.39	19.34
归母净利润(百万元)	2,188	2,744	3,317	3,999	4,815
变动(%)	21.34	25.39	20.89	20.56	20.40
每股收益(元)	0.80	1.00	1.21	1.46	1.76
净资产收益率(%)	11.59	13.18	14.27	14.96	15.34
市盈率(倍)	8.94	7.14	5.91	4.90	4.07
市净率(倍)	0.99	0.90	0.80	0.68	0.58

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

常熟银行 2023 上半年归母净利润高增 20.8%。净利息收入同比增 14.9%，非息收入同比下降 3.4%，营业收入同比增长 12.4%。总资产较年初增长 10.4%，贷款增长 11.0%，存款增长 13.5%。不良率 0.75%，拨备覆盖率 550.45%，核心一级资本充足率 10.06%。

常熟银行中报业绩持续表现优秀，净利润、营收增长持续高位，预计增速仍将处行业头部水平。业绩持续高增长带动盈利能力同比提升，净息差、资产质量、拨备绝对优势持续。公司 2 季度业绩增长高位提升，营收高位略缓。拆分看，规模增长略缓；公司净息差小幅下行，息差绝对优势强化；资产质量平稳，常熟本地不良上升；拨备高位优势延续。

公司区位优势突出，经营管理优秀。我们认为公司扎根实体的小微业务模式，和公司在村镇银行的并购和异地经营能力，使得公司在未来行业大趋势中，具备更好的应对周期能力和差异化的成长优势。维持对公司增持评级，持续看好，推荐。

1、业绩持续高增带动盈利能力提升，营收增长略缓

常熟银行 2023 年上半年归母净利润同比增长 20.8%，增速较 1 季度提升 0.2 个百分点，业绩贡献仍来自规模增长和拨备。业绩高增长带动盈利能力提升，ROE12.40%，同比提升 0.68 个百分点。

上半年营业收入同比增长 12.4%，较 1 季度增速略降 0.9 个百分点，2 季度单季同比增长 11.5%。一方面去年 2 季度营收基数略高，另一方面非息收入负增长对营收形成拖累。总体看，盈利增速提升而营业收入略缓，拨备及费用对盈利贡献提升。

2、存款、贷款增速均略放缓，交易类资产占比下降

信贷增速略缓，对公增长快于零售。按期末时点，总资产同比增 15.6%，贷款同比增长 15.9%，增速较 1 季度末下降 2.3 个百分点，高位有所放缓。按类别看，对公贷款（不含票据）、零售贷款和票据贴现同比分别增 16.3%、15.6%和 15.8%，均较 1 季度末增速放缓，其中票据贴现较 1 季度增速末下行 17.9 个百分点，放缓幅度较大。按期末时点，债券投资同比增长 19.9%，较 1 季度增速下行 3.0 个百分点。交易类资产环比降 32.1%，交易类占比总资产 4.0%，较 1 季度末下降 1.8 个百分点至。

存款增速略缓，定期化趋势延续。按期末时点余额，半年末存款同比增长 16.8%，较 1 季度增速下行 0.8 个百分点。环比 1 季度末增 0.8%，存款规模保持平稳，企业存款增长好于零售，定期存款占比持续提升，定期化趋势明显。

3、息差小幅下行，绝对优势强化

2023 上半年净息差 3.00%，同比下降 9bp，资产收益率和负债成本均下行，资产收益率下行更多。公司上半年资产端收益率为 5.18%，同比下降 13bp，其中贷款收益 6.08%，同比下降 24bp，对公、零售和票据同比分别下降 12bp、23bp 和 115bp，重定价、让利和需求持续压制信贷收益率。债券投资收益率略降，同业资产收益率上升。

负债端，负债付息率为 2.32%，同比下降 2bp。存款成本率 2.28%同比持平，较年末下降 3bp，定期化延续影响存款成本降幅。同业负债成本上升，发债成本下行。

测算 2 季度净息差 2.98%，较 1 季度下降 4bp，2 季度息差略降。

4、非息收入降幅收窄

上半年非息收入同比下降 3.4%，2 季度单季非息收入同比增 7.6%，较 1 季度增速由负转正。非息贡献主要来自投资相关其他非息，上半年同比下降 2.9%，2 季度单季增长 9.0%。公司手续费净收入下降，主要源于结算类业务收入下降。投资相关其他非息对手续费收入下降形成对冲。

5、资产质量基本平稳

上半年末不良贷款率为 0.75%，环比 1 季度持平，不良余额环比增长 4.2%。上半年不良生成率 0.76%，高于去年全年，2 季度较 1 季度下降，测算 2 季度单季不良贷款生成率为 0.34%，较 1 季度下降 36bp。上半年末关注贷款占比 0.83%，较 1 季度上升 2bp，逾期贷款占比 1.02%，较去年末下降 4bp，其中 90 天以内逾期较去年末增长 10.7%。中期不良贷款迁徙率 0.68%，同比上升 12bp，仍处低位。

按业务拆分，个贷不良率为 0.80%，较去年末下降 9bp，其中个人经营贷不良率下降 19bp 改善幅度较大，而信用卡不良有所抬头，不良率较去年末上升 29bp 至 0.91%。而对公行业中制造业不良率略有上行。按区域看，常熟当地不良较去年末上升 16bp 至 0.72%，江苏其他区域不良下降 21bp 至 0.70%，关注常熟本区资产质量边际变化。

6、信贷拨备反哺盈利，存量拨备稳定

信贷拨备反哺盈利。上半年资产减值损失同比下降 7.9%，2 季度单季同比下降 7.5%。上半年贷款减值计提同比下降 13.2%，利润反哺主要源于信贷。公司核销力度加大，上半年贷款核销转出 7.01 亿元，已接近去年全年核销总额。

存量拨备保持平稳。半年末拨备覆盖率 550.45%，较 1 季度上升 3.15 个百分点。拨贷比 4.12%，环比持平。

风险提示：

经济下行、海外风险超预期。

主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	7.14	5.91	4.90	4.07	7.14
PB	0.90	0.80	0.68	0.58	0.90
PB 扣除商誉					
EPS	0.80	1.00	1.21	1.46	1.76
BVPS	7.22	7.97	8.99	10.52	12.38
每股拨备前利润	1.62	1.96	2.33	2.78	3.32
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	18.15	16.98	17.26	17.02	17.70
贷款增长	23.59	18.82	18.00	17.00	18.00
存款增长	15.07	16.81	16.00	15.00	15.00
贷款收益率	6.34	6.19	6.10	6.10	6.10
生息资产收益率	5.05	4.95	4.95	4.96	4.97
存款付息率	2.33	2.38	2.37	2.35	2.35
计息负债付息率	2.39	2.39	2.37	2.35	2.35
净息差	2.94	2.85	2.87	2.90	2.91
风险成本	1.18	1.12	1.12	1.12	1.12
净手续费增速	12.15	13.75	18.14	18.25	17.98
成本收入比	41.40	38.58	38.58	38.58	38.58
所得税税率	13.15	12.99	12.99	12.99	12.99
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	1.03	1.10	1.13	1.18	1.21
ROAE	11.59	13.18	14.27	14.96	15.34
净利息收入	2.94	2.85	2.91	2.97	2.99
非净利息收入	0.42	0.45	0.49	0.53	0.57
营业收入	3.36	3.30	3.39	3.50	3.57
营业支出	1.41	1.29	1.33	1.37	1.39
拨备前利润	1.95	2.01	2.07	2.13	2.17
拨备	0.76	0.75	0.77	0.78	0.78
税前利润	1.18	1.26	1.30	1.35	1.39
税收	0.16	0.16	0.17	0.18	0.18
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	12.15	13.75	18.14	18.25	17.98
营业收入	16.31	15.06	19.11	19.39	19.34
拨备前利润	19.07	20.98	19.13	19.41	19.36
归属母公司利润	21.34	25.39	20.89	20.56	20.40
资产质量 (%)					
不良率	0.81	0.81	0.88	0.96	1.00
拨备覆盖率	533.96	538.29	496.82	454.20	433.16
拨贷比	4.33	4.35	4.36	4.37	4.32
不良净生成率 (测算)	0.36	0.59	0.55	0.60	0.60

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万元)

利润表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利息收入	11,485	13,233	15,500	18,193	21,380
利息支出	(4,793)	(5,621)	(6,508)	(7,560)	(8,835)
净利息收入	6,691	7,611	8,992	10,633	12,545
手续费净收入	238	188	188	188	188
营业收入	7,655	8,809	10,492	12,527	14,950
业务及管理费	(3,169)	(3,398)	(4,048)	(4,833)	(5,767)
拨备前利润	4,434	5,364	6,390	7,630	9,108
拨备	(1,738)	(2,000)	(2,367)	(2,781)	(3,268)
税前利润	2,696	3,364	4,023	4,850	5,839
税后利润	2,341	2,927	3,500	4,220	5,081
归属母公司净利润	2,188	2,744	3,317	3,999	4,815
资产负债表					
贷款总额	162,797	193,433	228,251	267,054	315,123
贷款减值准备	(7,049)	(8,421)	(9,949)	(11,677)	(13,623)
贷款净额	156,246	185,626	218,302	255,376	301,501
债券投资	60,076	72,492	85,541	100,938	119,107
存放央行	16,514	16,052	17,951	20,643	23,740
同业资产	7,049	6,311	6,311	6,942	7,636
其他资产	6,698	7,400	2,494	1,884	557
生息资产	246,436	288,288	338,053	395,577	465,606
资产总额	246,583	287,881	330,599	385,784	452,541
存款	182,732	213,445	247,597	284,736	327,447
同业负债	19,634	24,347	30,434	38,043	47,554
发行债券	15,044	14,767	18,015	22,880	29,057
计息负债	217,726	252,875	296,485	346,163	404,562
负债总额	225,446	263,766	303,637	354,522	414,418
股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741
资本公积	3,246	3,250	3,250	3,250	3,250
盈余公积	4,619	4,619	4,619	4,619	4,619
一般风险准备	4,141	4,141	4,721	5,382	11,517
未分配利润	4,468	6,664	8,853	12,412	11,357
股东权益	21,137	24,116	26,962	31,262	38,123
资本状况 (%)					
资本充足率	11.95	13.87	13.27	13.06	6.88
核心一级资本	10.21	10.21	9.78	9.74	5.21
杠杆率	11.67	11.94	12.26	12.34	11.87
RORWA	1.30	1.40	1.47	1.55	1.12
风险加权系数	79.39	77.49	76.92	75.15	137.10

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得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