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

增持（维持）

2020 年 10 月 28 日

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 2020 年三季度累计实现营业收入 49.87 亿元，同比增长 4.17%；归属于母公司股东净利润 13.95 亿元，同比增长 1.76%，对应 EPS 为 0.51 元/股；三季度末总资产 2031.37 亿元，较期初增长 9.9%；归属于母公司股东净资产 175.11 亿元，较期初增长 3.46%，对应 BVPS 为 6.39 元/股。

投资要点

- **盈利预测与投资评级：**常熟银行三季度盈利回暖（单季度净利润增速转正至 2.4%），但资产规模扩张放缓、净息差收窄造成营收增速走低（单季度营收增速-5.7%）。公司资产质量依然值得信赖，不良率小幅下行至 0.95%，信用减值环比降低是推动盈利回暖的核心。当前宏观环境对小微信贷业务带来一定压力，但公司的核心竞争力及未来通过村镇银行扩张的路径清晰，当前估值值得长期看好。我们预计常熟银行 2020、2021 年盈利增速分别为 4.8%、17.3%，目前估值对应 1.17x2021PB，维持“增持”评级。

- **ROA 拆分：拨备正向贡献，净利息收入、非息收入、成本负向贡献。**常熟银行前三季度 ROA 为 1.04%，虽然仍高于同业，但同比下降 9pct。分拆 ROA：1）由于净息差收窄和资产规模增长放缓，净利息收入对 ROA 的贡献有所下降；2）前三季度手续费与佣金净收入同比下滑 20.82%，其中手续费及佣金支出同比大幅增加 86.13%，预计源自推广“码上付”产品带来的结算业务手续费及佣金支出增加；其他非利息收入同比下滑 2.37%，其中第三季度投资收益仅 1730.4 万元（上半年 2.60 亿元），预计受债市波动影响；3）成本收入比 40.17%，较去年同期上升 3.90pct，预计与 2019 年下半年以来公司网点扩张、小微总部大幅增员有关；4）信用减值的环比正向贡献明显，同时所得税率同比降低 4.14pct，对 ROA 形成正向贡献。

- **收入增速小幅下滑但资产质量优异，环比大幅少提信用减值支持利润回暖。**常熟银行前三季度归母净利润同比微增，但单季度营业收入和 PPOP 分别同比-5.7%和-15.8%。盈利回暖主要源于单季度仅计提信用减值损失 2.44 亿元，较上年同期计提的 3.50 亿元同比减少 30.4%，较二季度单季计提的 6.03 亿元环比大幅减少 59.6%，拉动单季度的归母净利润正增长 2.4%。公司信用减值损失环比大幅少提，主要因为在二季度已经大幅增厚拨备覆盖率 24.9pct 的背景下，实际资产质量保持稳健，三季度末公司拨备覆盖率环比上行 2.29pct 至 490.02%。此外，公司不良率和关注贷款率仍然较二季度末分别环比下降 1BP 至 0.95%和 1.33%，反映公司成熟的小微信贷模式保障了优异的资产质量。

- **个人经营性贷款投放回暖，净息差整体缓慢下行。**常熟银行第三季度贷款规模环比增长 4.27%，仍然保持可观的增速，其中对公、个人贷款分别环比增长 0.03%、8.47%。可以看到，下半年以来公司核心业务个人经营性贷款的投放有所回暖，三季度个人贷款环比增长 57.45 亿元，其中个人经营性贷款环比增长 38.1 亿元，在增量中占比高达 66.32%。后续随着宏观经济回暖、货币政策转向常态化，预计小微信贷业务将继续回暖，从贷款投放量、利率定价、竞争环境等方面推动公司经营基本面继续回升。负债端，公司第三季度存款总额环比仅增长 0.45%，且定期存款占比较二季度末上升 2.25pct 至 59.06%，负债端压力造成净息差呈现小幅下行的趋势，前三季度以期初、期末生息资产科目均值及利息净收入估算累计净息差环比下行约 3BP，其中单季度净息差环比下行约 6BP。

- **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）不良贷款率超预期持续上行；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)	8.13
一年最低/最高价	6.31/9.16
市净率(倍)	1.27
流通 A 股市值(百万元)	21173.28

基础数据

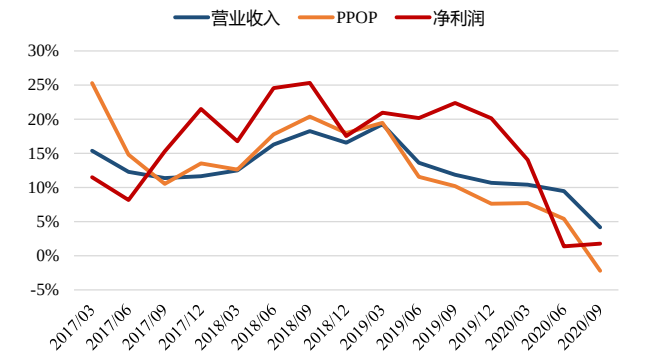
每股净资产(元)	6.39
资产负债率(%)	90.83
总股本(百万股)	2740.86
流通 A 股(百万股)	2604.34

相关研究

1、《常熟银行（601128）：2020 年一季报点评：盈利增长 14.05%，净息差收窄符合预期》2020-04-23

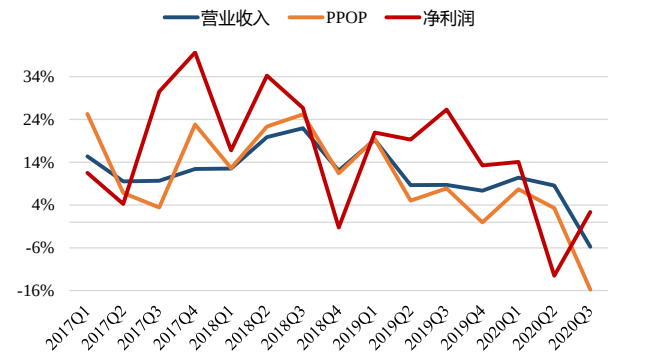
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2017/03~2020/09 常熟银行累计盈利增速



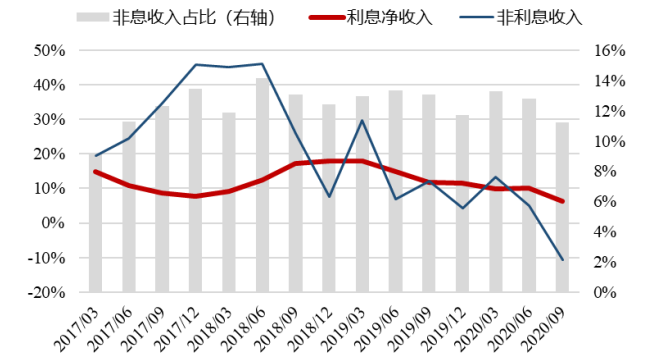
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2：2017Q1~2020Q3 常熟银行单季度盈利增速



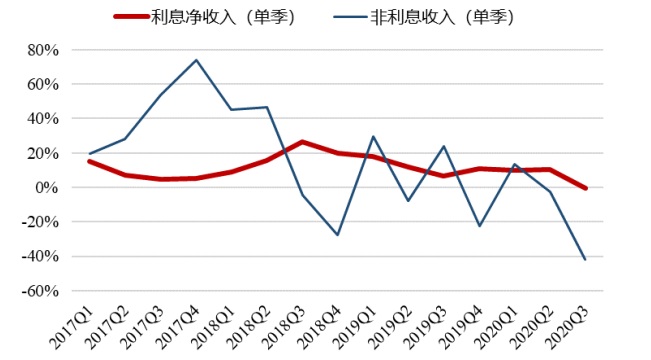
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：2017/03~2020/09 常熟银行利息收入增速及结构



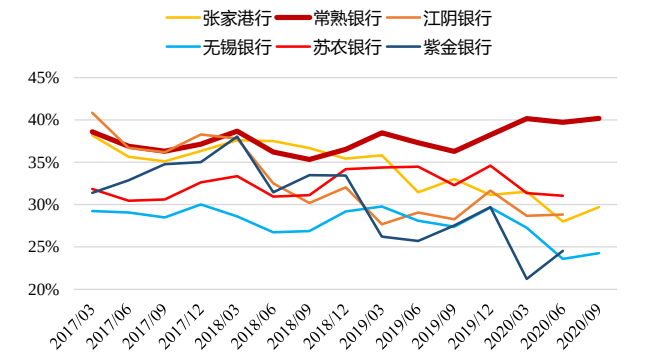
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2017Q1~2020Q3 常熟银行单季度利息收入增速



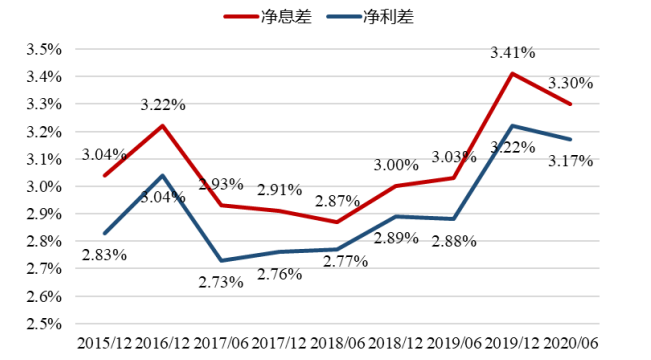
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5：2017/03~2020/09 常熟银行成本收入比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

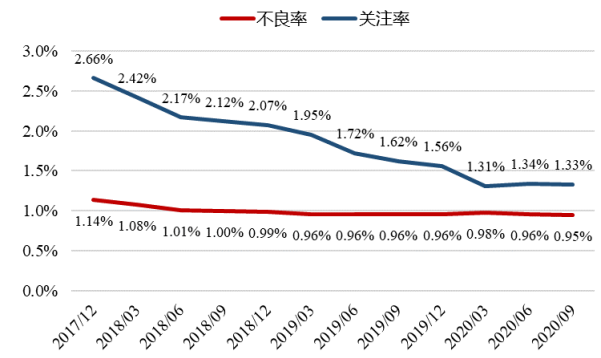
图 6：2015/12~2019/09 常熟银行累计净息差及净利差



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

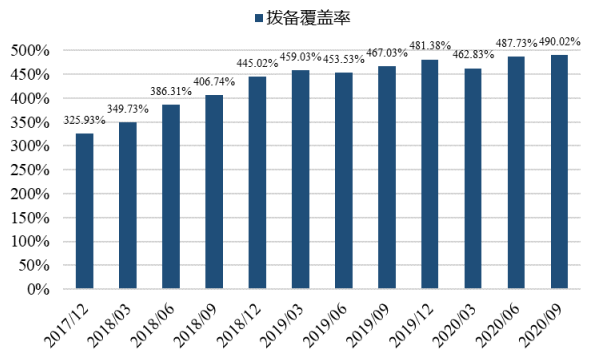
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：2017/12~2020/09 常熟银行不良率及关注率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：2017/12~2020/09 常熟银行拨备覆盖率



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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产总计	**166,704**	**184,839**	**207,944**	**234,977**	**264,349**
现金及存放中央银行款项	16,760	17,542	19,755	22,323	25,113
发放贷款及垫款	88,727	105,216	126,846	145,686	166,540
金融投资	54,328	54,679	54,897	57,569	58,157
交易性金融资产	-	7,256	7,278	9,399	9,252
债权投资	-	27,842	27,865	28,197	29,078
其他债权投资	-	18,643	18,715	18,798	18,504
其他权益工具投资	-	938	1,040	1,175	1,322
存放同业款项	1,762	1,201	1,248	1,410	1,586
拆出资金	563	1,651	1,664	1,410	793
买入返售金融资产	123	1,076	832	705	793
其他资产合计	4,442	3,475	2,703	5,874	11,367
负债总计	**153,169**	**166,940**	**189,031**	**214,705**	**242,501**
向中央银行借款	2,661	2,390	2,741	3,113	3,516
同业及其他金融机构存放款项	1,244	1,463	1,701	1,932	2,061
拆入资金	79	1,499	1,607	1,825	2,061
卖出回购金融资产款	7,526	10,230	7,561	8,588	9,700
吸收存款	113,101	138,079	163,624	184,076	208,006
已发行债务证券	24,069	11,433	9,452	10,735	14,308
其他负债合计	4,489	1,846	2,346	4,434	2,848
股东权益总计	**13,536**	**17,899**	**18,914**	**20,272**	**21,848**
股本	2,263	2,741	2,741	2,741	2,741
其他权益工具	601	0	0	0	0
资本公积	886	3,245	3,245	3,245	3,245
其他综合收益	263	606	400	400	400
盈余公积	3,623	4,116	4,116	4,116	4,116
一般风险准备	3,145	3,638	4,106	4,589	5,152
未分配利润	2,056	2,579	3,235	4,003	4,899
归属于母公司股东权益	12,836	16,925	17,842	19,094	20,552

合并利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,824	6,445	6,769	7,503	8,230
利息净收入	5,099	5,690	6,042	6,713	7,367
手续费及佣金净收入	367	324	304	326	352
投资收益等其他业务收入	357	431	422	465	511
营业支出	(3,844)	(4,168)	(4,381)	(4,701)	(4,966)
广义资产减值	(1,679)	(1,663)	(1,673)	(1,700)	(1,715)
营业利润	1,980	2,277	2,388	2,802	3,264
利润总额	1,977	2,273	2,384	2,796	3,257
归属于母公司股东净利润	**1,486**	**1,785**	**1,872**	**2,196**	**2,558**
财务指标					
资产总计增速	14.3%	10.9%	12.5%	13.0%	12.5%
发放贷款及垫款增速	18.4%	18.6%	20.6%	14.9%	14.3%
负债总计增速	13.7%	9.0%	13.2%	13.6%	12.9%
吸收存款增速	14.2%	22.1%	18.5%	12.5%	13.0%
营业收入增速	16.5%	10.7%	5.0%	10.8%	9.7%
净利息收入增速	17.9%	11.6%	6.2%	11.1%	9.7%
手续费及佣金净收入增速	-13.4%	-11.8%	-6.0%	7.0%	8.0%
成本收入比（含营业税）	-37.2%	-38.9%	-40.0%	-40.0%	-39.5%
归属于母公司股东净利润增速	17.5%	20.1%	4.8%	17.3%	16.5%
EPS	0.67	0.69	0.68	0.80	0.93
BVPS	5.67	6.18	6.51	6.97	7.50
ROAE	12.62%	11.52%	10.77%	11.89%	12.90%
ROAA	1.01%	1.08%	0.95%	0.99%	1.02%
净息差	3.39%	3.41%	3.20%	3.22%	3.20%
不良贷款率	0.99%	0.96%	0.95%	0.96%	0.96%
拨备覆盖率	445.02%	481.38%	492.00%	490.00%	490.00%
估值指标					
P/E	12.1	11.8	11.9	10.1	8.7
P/B	1.43	1.32	1.25	1.17	1.08

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所测算及预测

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

