新时代证券 New Times Securities

坚持“三农两小”的市场定位，深化零售业务转型

——常熟银行 2020 年中报点评

公司点评

2020 年 8 月 21 日，常熟银行 2020 年半年报出炉。上半年，常熟银行总资产规模为 2016.91 亿元，首次突破 2000 亿元，较上年末增加 168.52 亿元，增幅 9.12%；实现营业收入 34.17 亿元、同比增长 9.46%，实现归母净利润 8.66 亿元、同比增长 1.38%，营收、净利润增速明显放缓，加权平均 ROE 为 10.02%，

● **中报亮点：**

村镇银行营收及利润贡献增加。常熟以外地区营业收入占比 59.54%，较年初提高 5.88 个百分点，营业利润占比 58.57%，较年初提高 0.69 个百分点，常熟以外地区业务贡献不断增加。

资产质量较好。公司资产质量总体平稳，拨备增加至 488%，以应对未来不良资产的处置风险。

● **中报不足：**

归母净利润及营收增速有所下降。公司归母净利润为 8.66 亿元，同比增长 1.36%，但环比一季度的 14.1%下降幅度较大。上半年公司营收增速为 9.4%，较一季度的 10.4%下降 1 个百分点。

手续费及佣金净收入下降。公司上半年实现手续费及佣金净收入 1.78 亿元，同比减少 0.11 亿元，降低 5.77%。

净息差较 19 年有所下降。一季度净息差 3.30%，较 2019 年下降 11bp，但仍在农商行中保持较高的水平。

● **我们对公司的观点**

我们认为，总体来说经营和资产质量等指标较为稳健。依附江苏独特的地理优势和异地扩张的战略，加以公司具有较强的忧患意识，公司将很快调整经营，以消除疫情带来的不良影响。随着对小微客户不断渗透，预计盈利增速将很快恢复。

● **投资建议**

常熟银行定位清晰，打造支农主力银行，公司深耕小微及村镇，围绕“客户年轻化、服务线上化、竞争差异化”的零售业务发展趋势，加快线上线下双驱动，稳步推进现代化零售业务转型，构建线上线下相结合的小微金融服务网络，打造小微金融专营银行、小微服务标杆银行，坚持走差异化、特色化发展道路。公司超六成的信贷资金用于支持小微企业，超七成投向涉农领域，近八成服务于实体经济。深化零售转型，精耕小微客户群体，未来常熟银行的利润及业务优势可期。作为农商行的领跑者，常熟银行零售业务可能会受整体宏观经济的影响，敏感性较高。综合 DDM 绝对估值和相对估值方法，常熟银行的目标价为 9-10.5 元，对应 PB 为 1.3 倍左右，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**业务转型带来的经营风险；监管趋严导致政策风险；疫情冲击带来的市场风险；不可抗力带来的风险。

财务摘要和估值指标

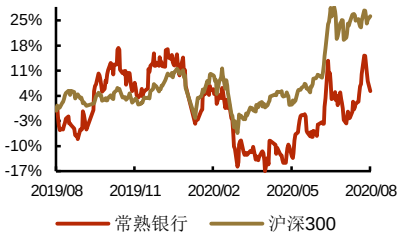
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,735	6,390	7,327	8,350	9,238
增长率(%)	3.67%	3.64%	3.71%	3.64%	3.42%
净利润(百万元)	1,585	1,900	2,304	2,752	3,127
增长率(%)	19.29%	19.87%	24.95%	19.43%	13.65%
ROAE(%)	12.15%	11.73%	12.09%	12.75%	12.75%
EPS(摊薄/元)	0.66	0.65	0.79	0.94	1.07
P/E	12	12	10	8	7
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	1.1

推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

市场数据	时间 2020.08.24
收盘价(元):	8.02
一年最低/最高(元):	6.47/9.39
总股本(亿股):	27.41
总市值(亿元):	219.82
流通股本(亿股):	25.75
流通市值(亿元):	206.52
近 3 月换手率:	111.56%

股价一年走势



相关报告

《以格莱珉银行为标杆，打造中国版“小微”信贷工厂》2020-06-07

8 月 21 日晚间，常熟银行 2020 年半年报出炉。上半年，常熟银行总资产规模为 2016.91 亿元，首次突破 2000 亿元，较上年末增加 168.52 亿元，增幅 9.12%；实现营业收入 34.17 亿元、同比增长 9.46%，实现归母净利润 8.66 亿元、同比增长 1.38%，营收、净利润增速明显放缓。加权平均 ROE 为 10.02%。

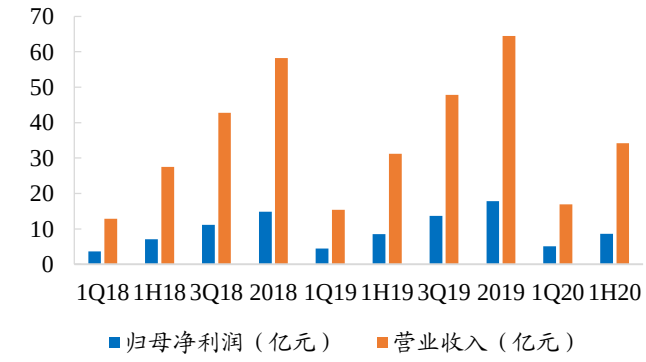
1、 拨备加大导致净利润增速明显放缓

归母净利润增幅放缓，拨备增加。常熟银行归母净利润为 8.66 亿元，同比增长 1.36%，环比一季度的 14.1%下降幅度较大；拨备前利润为 20.36 亿元，同比增长 5.51%。在此前疫情笼罩下，银行业的净利润呈现下降趋势。从常熟银行自身来看，净利润增速放缓是公司大幅增加拨备计提力度，2020 年 2 季度单季常熟银行信用减值损失 6.02 亿，同比增长 15.11%；上半年末公司拨备覆盖率为 488%，环比一季度提升 25 个百分点。充分计提拨备和不良资产处置进度加快这样导致的利润增速下滑，并不会影响常熟银行长期盈利能力，反正有助于常熟银行做实利润，为常熟银行下半年以及 2021 年业绩表现提供安全垫和充分释放的机会。

2、 坚持村镇银行扩张之路，规模效应显现

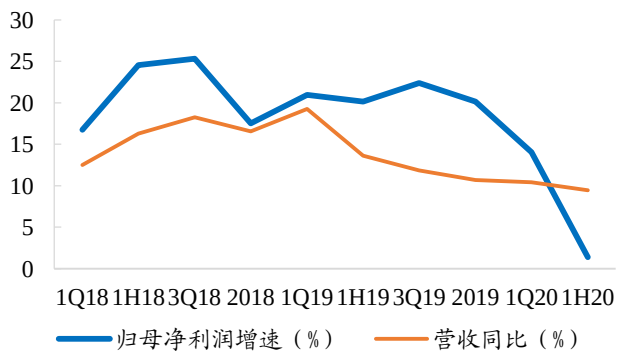
常熟地区以外的营收贡献增加。2020 年上半年常熟银行营业收入 34.17 亿元，营收增速为 9.4%，较一季度的 10.4%环比下降 1 个百分点。究其原因，公司响应国家号召，持续不断让利中小微企业，扶持因疫情遇阻的企业。因此，公司资产端收益率下降，这点也能从净息差的变化中看出。需要特别指出的是，常熟以外地区营业收入占比 59.54%，较年初提高 5.88 个百分点，营业利润占比 58.57%，较年初提高 0.69 个百分点，常熟以外地区业务贡献不断增加。体现了常熟银行积极通过并购重组，规模效应逐步显现。

图1： 净利润和营收增长幅度不大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 归母净利润增速大幅下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1： 公司异地机构对营收和净利润的贡献

	营业收入	占比（%）	营业利润	占比（%）
常熟地区	1,382,301	40.46	457,088	41.43
常熟以外的江苏省内地区	1,588,983	46.51	504,479	45.73
其中：异地分支机构	1,429,163	41.83	442,505	40.11
村镇银行	159,820	4.68	61,974	5.62
江苏省外地区（村镇银行）	445,329	13.03	141,666	12.84
合计	3,416,613	100	1,103,233	100

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司坚持扩张之路，村镇银行并购有望增速。常熟银行的异地扩张战略一直是公司亮点，兴福村镇银行在上半年的营业利润占常熟银行营业利润总额的 18.5%。此前在 6 月 3 日，常熟银行拟出资 10.5 亿认购镇江农商行非公开发行股份 5 亿股，占发行后总股本的 33.33%，成为其第一大股东，远高于第二大股东 6.67%的持股比例，以实现控股。

3、 高净息差带动利息收入增长，产品创新导致中收增速下降

资产端收益下滑压缩净息差。2020 年上半年常熟银行净息差为 3.30%，较 2019 年末下降 11bp，但仍在农商行中保持较高的水平。较高的净息差带动常熟银行利息净收入大幅增长，2020 年上半年常熟银行利息净收入 29.80 亿元，同比增加 10.15%；占总营收的 87.21%，较去年同期上升 0.55 个百分点。从资产端和负债端来看，生息资产收益率下降 12bp，其中贷款、债券投资和同业资产的平均收益率均大幅下降，分别下降 33bp、25bp 和 57bp。但是由于资产结构的优化，随着信贷资产规模占比上升，由 2019 年末 60.20%提升到 2020 年上半年末的 64.58%，降低了资产端收益率下滑幅度；此外，负债端同业负债和应付债券的成本率受宽松市场环境影响，大幅下降了 78bp 和 70bp，存款成本依然存在刚性，上半年上升 9bp 至 2.30%，导致计息负债成本率下降 7bp，净利差为 3.17%，较上年末下降 5BP。

非息收入保持增长，手续费及佣金净收入减少。常熟银行非利息净收入 4.37 亿元，同比增加 0.21 亿元，增长 4.96%。中间收入和投资收益均同比下滑，公司上半年实现手续费及佣金净收入 1.78 亿元，同比减少 0.11 亿元，降低 5.77%，占总营收 5.22%，较去年同期下降 0.84 个百分点，其中，手续费及佣金收入 2.61 亿元，同比增加 0.26 亿元，增长 11.30%；手续费及佣金支出 0.83 亿元，同比增加 0.37 亿元，增幅 82.86%，原因主要是公司为推广“码上付”产品，为客户承担渠道费用所致。受债市波动影响，投资收益 2.60 亿，同比减少 4.87%；而公允价值变动损失同比少损失 4600 万元，使得整体非息收入得以保持增长。公司加权平均净资产收益率（ROE）为 10.02%，其中村镇银行为 11.69%；总资产收益率（ROA）为 0.98%，其中村镇银行为 1.33%，在行业中总体保持较高水平。

表2： 公司手续费及佣金收入情况

	2020 年 1-6 月	2019 年 1-6 月	同比增长（%）
代理业务	181,792	154,033	18.02
银行卡业务	54,273	59,953	-9.47
结算业务	24,761	20,355	21.65
手续费及佣金收入合计	260,826	234,341	11.3
代理业务	13,714	6,697	104.78
结算业务	68,842	38,449	79.05
手续费及佣金支出合计	82,556	45,146	82.86
手续费及佣金净收入	178,270	189,195	-5.77

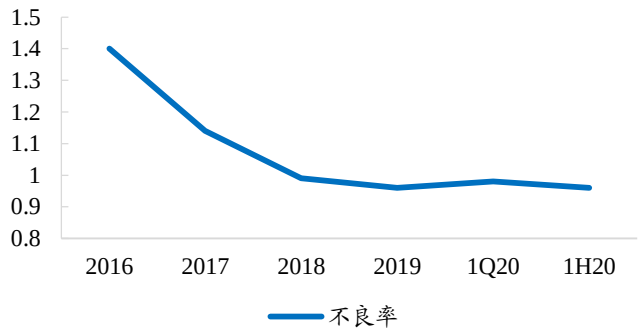
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、 不良贷款持续低位，资产质量稳定

资产质量稳定。2020 年上半年，常熟银行不良贷款余额 12.05 亿，较年初增加 1.49 亿，不良率为 0.96%，环比下降 2bp，较年初持平。关注类贷款 16.87 亿，较年初下降 0.80%，关注类贷款占比为 1.34%，较年初下降 0.20 个百分点，环比提升

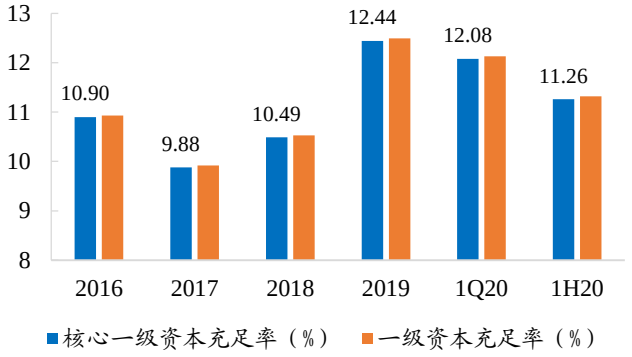
3bp。目前来看，上半年常熟银行计提贷款减值损失 9.91 亿元，同比增加 1.50 亿元，增长 17.89%，得益于优质的资产质量，上半年常熟银行核销力度不升反降，上半年核销加转出共 2.48 亿，同比减少 35%，上半年不良净生成率有所下降，上半年为 0.72%，较年初下降 14bp。资本充足率方面，上半年公司一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为 11.32%和 11.26%，较 2019 年年末的 12.49%和 12.44%均有小幅下降。

图3： 上半年不良率有所下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 核心一级资本充足率有所下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、 投资建议

常熟银行定位清晰，打造支农主力银行，公司深耕小微及村镇，围绕“客户年轻化、服务线上化、竞争差异化”的零售业务发展趋势，加快线上线下双驱动，稳步推进现代化零售业务转型，构建线上线下相结合的小微金融服务网络，打造小微金融专营银行、小微服务标杆银行，坚持走差异化、特色化发展道路。公司超六成的信贷资金用于支持小微企业，超七成投向涉农领域，近八成服务于实体经济。深化零售转型，精耕小微客户群体，未来常熟银行的利润及业务优势可期。作为农商行的领跑者，常熟银行零售业务可能会受整体宏观经济的影响，敏感性较高。综合 DDM 绝对估值和相对估值方法，常熟银行的目标价为 9-10.5 元，对应 PB 为 1.3 倍左右，维持“推荐”评级。

6、 风险提示

经营风险：业务转型带来的风险以及不良贷款率异常升高等。

政策风险：供给侧改革后，我国对银行业监管政策趋严，限制了同业业务为代表的多项增加银行收入的业务发展。

市场风险：中国经济受疫情影响的经济下行的风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒使机构暂停营业。

附录：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	92,795	109,944	119,923	132,522	143,124
贷款减值准备	4,069	4,728	5,438	6,253	7,191
债券投资	42,659	54,679	60,147	64,358	68,863
存放央行	16,760	17,542	19,296	15,642	18,144
同业资产	2,448	3,928	3,442	3,373	3,202
资产总额	**166,704**	**184,839**	**210,659**	**248,364**	**291,894**
吸收存款	113,101	138,079	165,695	195,520	226,803
同业负债	11,510	15,582	15,838	16,182	16,389
发行债券	24,069	11,433	13,720	15,092	16,601
负债总额	**153,169**	**166,940**	**190,455**	**225,409**	**265,811**
股东权益	**13,536**	**17,899**	**20,203**	**22,955**	**26,082**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	5,099	5,690	6,536	7,475	8,222
净手续费收入	367	324	340	357	368
其他非息收入	269	375	450	518	648
营业收入	5,735	6,390	7,327	8,350	9,238
税金及附加	(38)	(40)	(68)	(76)	(83)
业务及管理费	(2,125)	(2,465)	(2,826)	(3,221)	(3,563)
营业外净收入	(3)	(4)	1	2	3
拨备前利润	3,568	3,881	4,434	5,055	5,594
资产及信用减值损	(1,679)	(1,663)	(1,663)	(1,746)	(1,833)
税前利润	1,889	2,218	2,771	3,309	3,761
税后利润	1,497	1,844	2,304	2,752	3,127
归属母行净利润	1,486	1,785	2,165	2,586	2,939
资本情况					
核心一级资本充足率	10.49%	12.44%	13.30%	14.51%	14.95%
一级资本充足率	10.53%	12.49%	13.35%	14.57%	15.00%
资本充足率	15.12%	15.10%	15.25%	15.11%	14.97%
风险加权系数	0.75	0.75	0.77	0.80	0.82

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
PE	11.56	11.65	9.61	8.04	7.08
PB	1.40	1.23	1.09	0.96	0.85
EPS	0.66	0.65	0.79	0.94	1.07
BVPS	5.41	6.18	6.97	7.91	8.98
每股拨备前利润	1.58	1.42	1.62	1.84	2.04
驱动性分析					
生息资产增长	19.90%	20.43%	8.83%	10.63%	8.64%
贷款增长	19.26%	18.48%	9.08%	10.51%	8.00%
存款增长	14.24%	22.08%	20.00%	18.00%	16.00%
净手续费收入/营业收入	6.40%	5.07%	4.64%	4.28%	3.98%
成本收入比	37.06%	38.57%	38.57%	38.57%	38.57%
实际所得税税率	20.77%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%
盈利及杜邦分析					
净利息收入	3.26%	3.24%	3.31%	3.26%	3.04%
净非利息收入	0.41%	0.40%	0.40%	0.38%	0.38%
营业收入	3.67%	3.64%	3.71%	3.64%	3.42%
营业支出	1.38%	1.43%	1.46%	1.44%	1.35%
拨备前利润	2.28%	2.21%	2.24%	2.20%	2.07%
资产减值损失	1.07%	0.95%	0.84%	0.76%	0.68%
税前利润	1.21%	1.26%	1.40%	1.44%	1.39%
税收	0.25%	0.21%	0.24%	0.24%	0.23%
ROAA	0.96%	1.05%	1.17%	1.20%	1.16%
ROAE	12.15%	11.73%	12.09%	12.75%	12.75%
业绩年增长率					
净利息收入	17.93%	11.59%	14.87%	14.36%	10.00%
净手续费收入	(13.42%)	(11.78%)	5.00%	5.00%	3.00%
营业收入	16.35%	11.40%	14.67%	13.96%	10.63%
拨备前利润	17.21%	8.78%	14.26%	14.02%	10.66%
归属母行净利润	17.53%	20.14%	21.29%	19.43%	13.65%

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐:	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性:	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避:	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/