常熟银行（601128）

公司研究/动态报告

拨备覆盖率创新高，利润释放潜力可期

—详细解读常熟银行 2020 年半年报

动态研究报告/银行 | 2020 年 08 月 24 日

报告摘要：

- **无惧疫情影响，拨备前业绩增速平稳**

8 月 21 日公司发布 2020 年半年报。即使面对疫情压力，公司坚韧的基本面一如既往，风险抵御能力再上一层楼。上半年公司的归母净利润同比增长 1.38%，大幅领先于同期商业银行的净利润增速-9.41%。拨备前的业绩基本保持稳定。营业收入和拨备前利润分别同比增长 9.46%和 5.42%，增速较一季度只是小幅回落 0.95pct 和 2.29pct。

- **净息差基本稳定，负债增速提升**

公司上半年的净息差为 3.30%，据测算同比微增 2bp，较一季度下降 3bp。在上半年全行业的中小企业贷款利率大幅压降的情况，公司通过积极的资产结构调整实现了净息差的稳定。上半年生息资产收益率较 2019 年下降 12bp 到 5.49%，其中贷款利率下降 33bp 到 6.67%。计息负债成本率稳中下降，上半年较 2019 年下降 7bp 到 2.32%。其中存款利率上升 9bp 到 2.30%。但是得益于同业负债利率较快地下行，推动加总成本率下降。在加大对存款的挖掘力度以后，存款增速已经逐渐改善。负债端资金“弹药”充足，更有利于公司长期实现规模的加快扩张。

- **资产质量出色，拨备覆盖率创新高**

公司半年末不良率为 0.96%，环比下降 2bp，回到疫情前的水平，大幅好于其他同业表现。这得益于公司在二季度加大了拨备计提和问题资产的处置力度，加快风险出清。二季度不良贷款年化生成率环比上升 15bp 到 0.59%，信贷成本环比上升 82bp 到 2.03%。拨备覆盖率和拨贷比分别为 488%和 4.65%，环比增加 25pct 和 13bp，同时创下历史新高，风险抵御能力进一步加强。

- **投资建议：看好公司基本面前景**

半年报反映公司的基本面稳定性远好于可比同业。短期因为集中处置不良贷款导致利润增速偏低，并不影响公司基本面继续向好的事实。而下半年利润释放的有利因素正在逐步积累。一是下半年企业复工复产和经济继续弱复苏，贷款需求恢复。二是公司加快个人经营性贷款投放，净息差和资产端定价将得到回升。三是中小银行不良贷款批量处置对利润的影响减少，行业性利润释放节奏加快。以公司创纪录的拨备水平，利润释放具备较大的潜力。我们看好公司的基本面和行情机会。预测 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 5.75%，15.05%，21.32%。2020 年 BVPS 为 6.60 元，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**

资产质量波动、息差下行压力、经济复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,445	7,210	8,290	9,625
增长率（%）	10.67%	11.86%	14.99%	16.10%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,785	1,888	2,172	2,635
增长率（%）	20.14%	5.75%	15.05%	21.32%
每股收益（元）	0.65	0.69	0.79	0.96
PE（现价）	12.64	11.95	10.39	8.56
PB	1.33	1.25	1.16	1.06

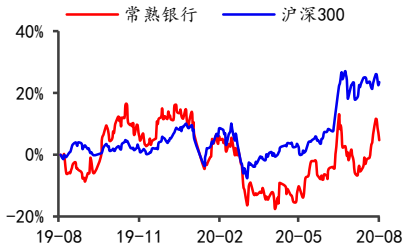
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐 维持评级

当前价格： 8.23 元

交易数据	2020-8-21
近 12 个月最高/最低（元）	9.16/6.48
总股本（百万股）	2,741
流通股本（百万股）	2,575
流通股比例（%）	93.95
总市值（亿元）	226
流通市值（亿元）	212

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号： S0100519090001

电话： 0755-22662075

邮箱： guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号： S0100119120002

电话： 0755-22662081

邮箱： liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1.常熟银行(601128):利润双位数增长，资产质量稳定

2.常熟银行(601128):无惧季节扰动，业绩高速增长

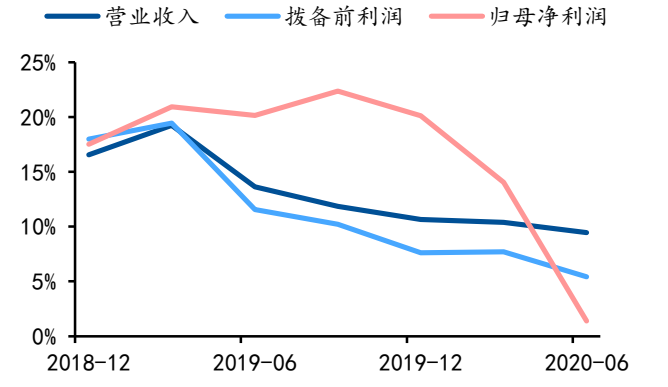
目录

一、拨备覆盖率创新高，利润释放潜力可期 3
二、投资建议 6
三、风险提示 7
插图目录 9
表格目录 9

一、拨备覆盖率创新高，利润释放潜力可期

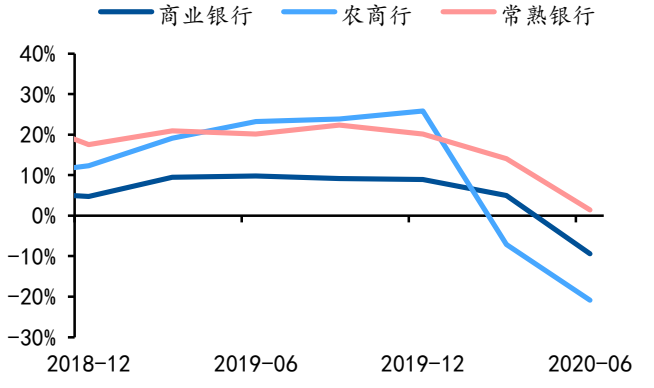
拨备前业绩增速平稳。8 月 21 日公司发布 2020 年半年报。即使面对疫情压力，公司坚韧的基本面一如既往，风险抵御能力再上一层楼。上半年公司的归母净利润同比增长 1.38%，大幅领先于同期商业银行的净利润增速-9.41%。纵向比较，上半年归母净利润增速较一季度的 14.05%下降，主要原因是公司跟随行业阶段性地对不良贷款进行集中核销处置。如果剔除资产减值损失的影响，拨备前的业绩增速基本保持平稳。营业收入和拨备前利润分别同比增长 9.46%和 5.42%，增速较一季度只是小幅回落 0.95pct 和 2.29pct。

图 1：常熟银行营收、PPOP 及业绩同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：常熟银行业绩累计同比增速高于行业整体水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

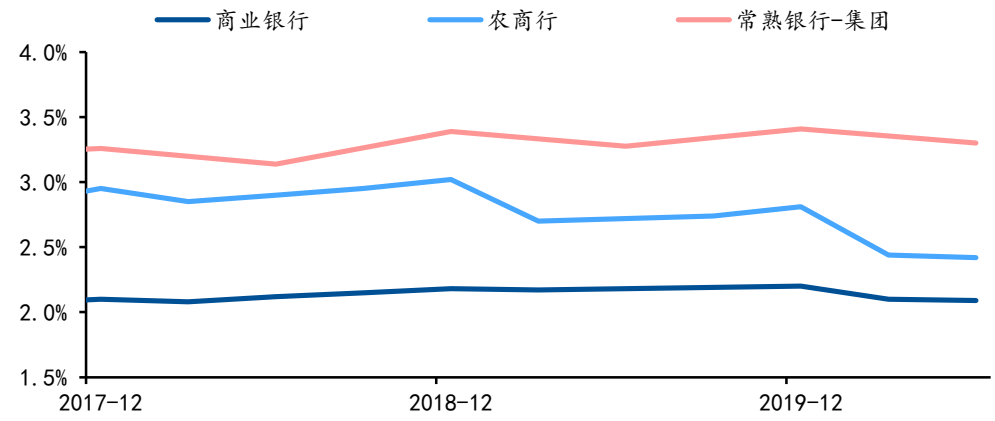
表1：常熟银行归母净利润同比增长的归因分析

增速归因	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020H1 较 Q1 变化
生息资产规模	13.53%	11.62%	10.91%	11.09%	12.81%	13.52%	0.70pct
净息差	4.32%	3.14%	0.93%	0.50%	-2.85%	-3.36%	-0.51pct
非息收入	1.41%	-1.13%	0.02%	-0.92%	0.44%	-0.69%	-1.14pct
成本费用	0.29%	-2.00%	-1.65%	-2.97%	-2.77%	-4.06%	-1.29pct
拨备	-2.05%	1.27%	6.58%	7.32%	3.59%	-3.40%	-6.99pct
营业外净收入	-0.45%	0.12%	-0.02%	-0.03%	-0.71%	0.14%	0.86pct
税收	3.43%	5.64%	4.75%	4.88%	4.65%	0.98%	-3.67pct
少数股东损益	0.47%	1.50%	0.87%	0.27%	-1.11%	-1.74%	-0.63pct
净利润增长	**20.96%**	**20.16%**	**22.39%**	**20.14%**	**14.05%**	**1.38%**	**-12.67pct**

资料来源：WIND，民生证券研究院

净息差基本稳定。公司上半年的净息差为 3.30%，据测算同比微增 2bp，较一季度下降 3bp。季节性因素不可忽视。公司的贷款重心一般上半年为较低收益的对公中小企业贷款，下半年为较高收益的小微贷款。在上半年全行业的中小企业贷款利率大幅压降的情况，公司通过积极的资产结构调整实现了净息差的稳定。上半年生息资产收益率较 2019 年下降 12bp 到 5.49%，其中贷款利率下降 33bp 到 6.67%。对公贷款、个人贷款、票据贴现利率分别较 2019 年下降 39bp、32bp、79bp 到 5.53%、8.04%、3.21%。为稳定生息资产收益率，公司一方面抓住今年二季度复工复产的宏观环境，适当提前了高收益个人经营性贷款的投放节奏。另一方面继续压缩低收益的债券投资类资产，提高贷款比重。贷款占生息资产的比例达到 64.58%，较上年末大幅增加 4.38pct。

图 3：常熟银行净息差



资料来源：WIND，民生证券研究院

负债增速提升，成本稳中下降。计息负债成本率稳中下降，上半年较 2019 年下降 7bp 到 2.32%，据测算较一季度微增 1bp。其中存款利率上升 9bp 到 2.30%，主要因为个人定期存款量价齐升。但是得益于同业负债利率较快地下行，推动加总成本率下降。拆入资金、卖出回购金融资产、发行债券等科目的成本率分别较上半年下降 96bp、81bp、70bp。

表 2：常熟银行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表

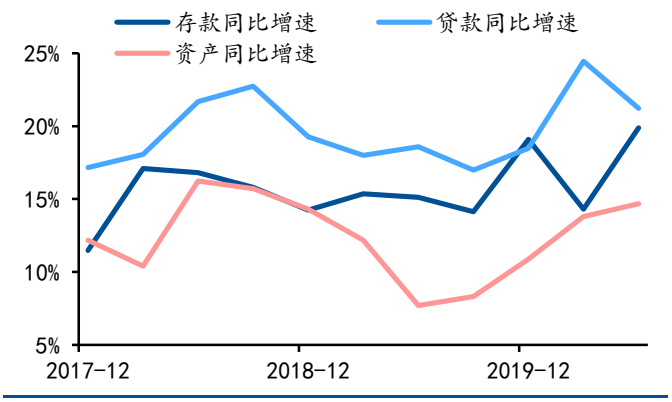
项目	日均余额（亿元）			累计平均利率		
	2019A	2020H1	变动幅度	2019A	2020H1	变动幅度 bp
生息资产						
存放中央银行款项	147	130	-17	1.57%	1.52%	-5
存放同业款项	23	22	-1	1.39%	1.18%	-21
拆出资金	9	10	1	3.11%	2.25%	-86
买入返售金融资产	25	18	-7	2.68%	1.91%	-77
发放贷款及垫款	1,004	1,172	168	7.00%	6.67%	-33
票据贴现	69	81	11	4.00%	3.21%	-79
金融投资	461	463	2	4.27%	4.02%	-25
生息资产合计	**1,668**	**1,815**	**147**	**5.61%**	**5.49%**	**-12**
计息负债						
向中央银行借款	28	26	-2	2.74%	2.68%	-6
同业及其他金融机构存放款项	7	6	-1	2.84%	2.86%	2
拆入资金	8	21	12	2.68%	1.72%	-96
卖出回购金融资产款	59	70	11	2.44%	1.63%	-81
吸收存款	1,299	1,476	177	2.21%	2.30%	9
应付债券	135	107	-28	3.85%	3.15%	-70
计息负债合计	**1,538**	**1,707**	**169**	**2.39%**	**2.32%**	**-7**

资料来源：WIND，民生证券研究院

公司的主要投资逻辑为资产扩张。因为净息差得益于高收益个人经营性贷款对存量贷款的替换，长期将延续稳中向好的趋势。即使短期疫情导致息差提升的节奏放缓，但是这并不影响息差扩张的大方向。所以支撑营收发展的主要因素在于资产增速，而资产增长又取决于负债和资本的充裕程度。对公司来说，资本不是问题。公司发行的可转债在 2019 年实现转股，今年半年末的

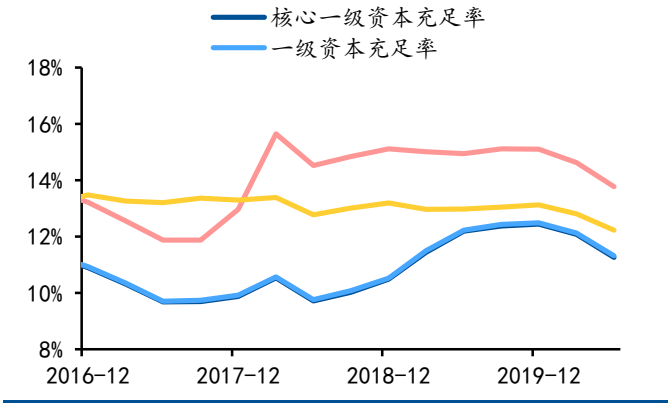
核心一级资本充足率高达 11.26%。因此负债成为公司营收扩张的决定因素。公司过去的存款增速偏低，维持在 15%左右的水平，长期低于贷款增速。从 2019 年下半年开始，在加大对存款的挖掘力度以后，存款增速已经逐渐改善。今年半年末存款同比增速高达 19.88%，和 21.22%的贷款增速基本在同一水平。负债端资金“弹药”充足，更有利于公司长期实现规模的加快扩张。

图 4：常熟银行存、贷款及资产同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

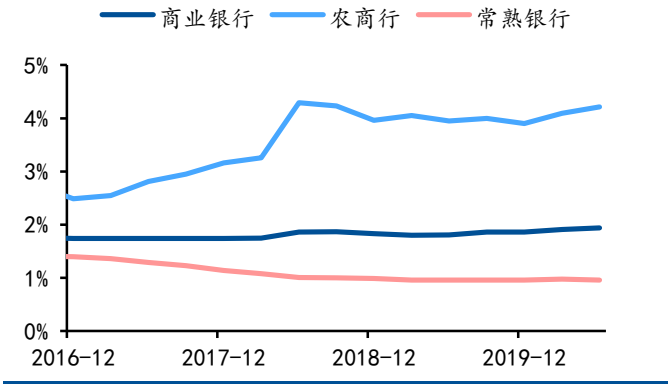
图 5：常熟银行各级资本充足率



资料来源：WIND，民生证券研究院

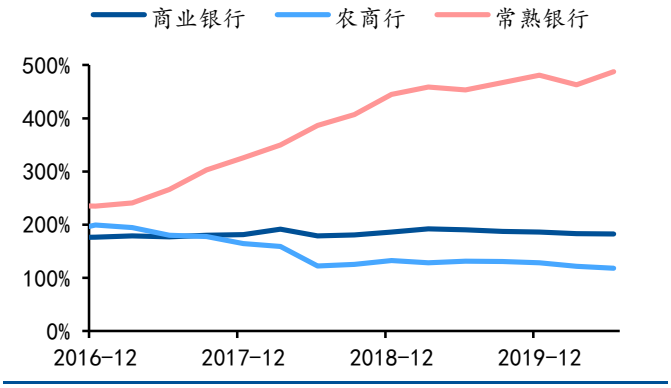
资产质量出色。公司半年末不良率为 0.96%，环比下降 2bp，回到疫情前的水平，大幅好于其他同业表现。全商业银行二季度末的不良率环比上升 3bp。资产质量改善得益于公司在二季度加大了拨备计提和问题资产的处置力度，加快风险出清。二季度不良贷款年化生成率环比上升 15bp 到 0.59%，信贷成本环比上升 82bp 到 2.03%。关注类贷款占比为 1.34%，环比微升 3bp，但是保持着长期下行的趋势。不良贷款偏离度（=逾期三个月以上贷款/不良贷款）为 81%，较上年末增加 19pct。猜测这主要是因为行业优惠政策的影响，部分贷款未能划分为不良贷款并及时处置。不过公司已经提前进行了拨备计提。拨备覆盖率和拨贷比分别为 488%和 4.65%，环比增加 25pct 和 13bp，同时创下历史新高，风险抵御能力进一步加强。

图 6：常熟银行不良贷款率



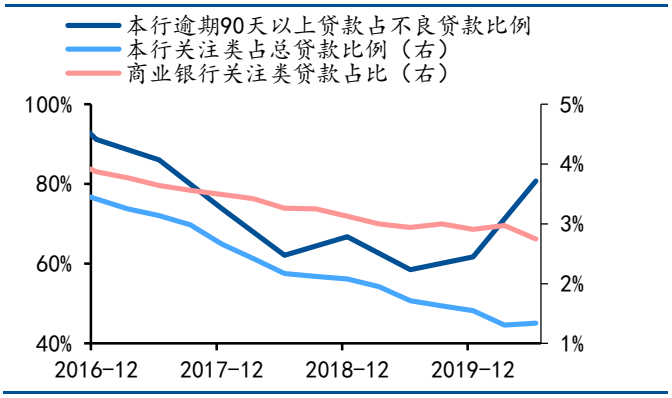
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：常熟银行拨备覆盖率



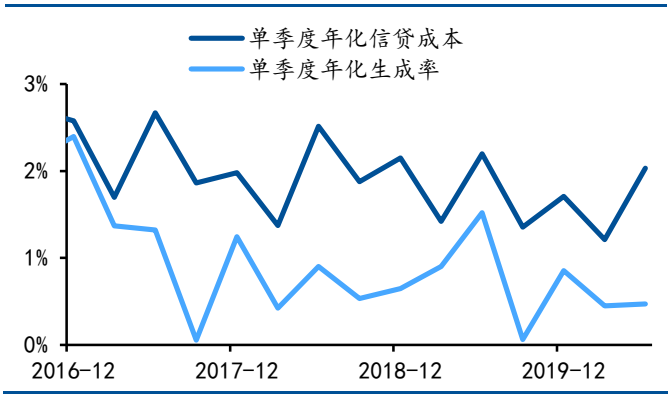
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：常熟银行关注率、不良贷款偏离度



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：常熟银行信贷成本、不良贷款生成率



资料来源：WIND，民生证券研究院

分产品看，企业贷款和个人贷款的不良率较上年末分别下降 1bp 和增加 1bp 到 1.30%和 0.81%。因为新冠疫情形成的信用风险主要体现在零售贷款和小微企业贷款两个领域，所以公司新增的不良贷款也主要在对公制造业贷款和个人经营性贷款上。不过鉴于公司不良率绝对水平很低，拨备覆盖率创新高，所以资产质量的短期扰动并不影响公司的基本面。而且随着二三季度疫情影响逐步减弱，公司加快核销处置，相关贷款的不良率指标预计会得到边际改善。

表 3：常熟银行贷款及不良率分布

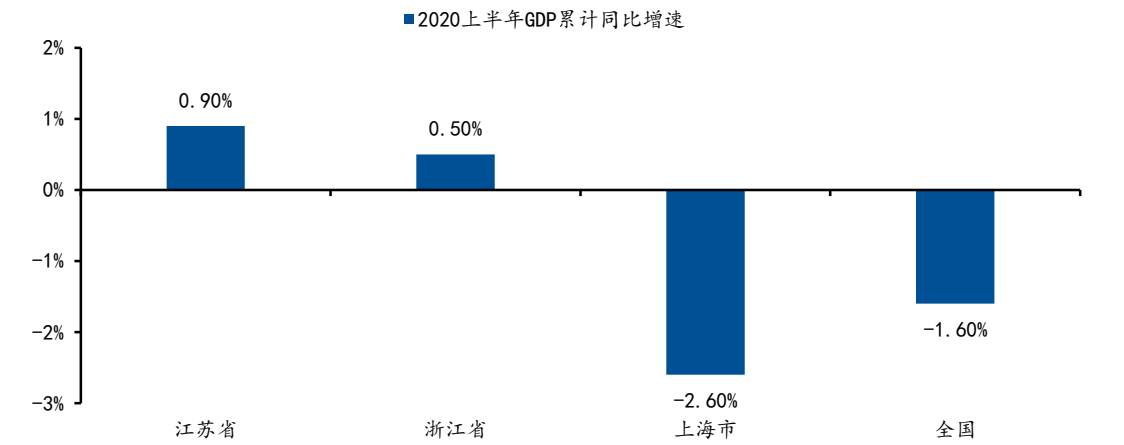
项目	贷款金额占比（亿元）			不良率		
	2019A	2020H1	变动幅度 bp	2019A	2020H1	变动幅度 bp
企业贷款	**40.72%**	**40.20%**	**-52**	**1.31%**	**1.30%**	**-1**
个人贷款	**53.79%**	**54.03%**	**24**	**0.80%**	**0.81%**	**1**
其中：信用卡	1.77%	1.60%	-17	0.95%	1.01%	6
住房抵押	7.47%	7.81%	34	0.27%	0.21%	-6
个人经营性贷款	34.62%	34.11%	-51	0.95%	0.99%	4
个人消费性贷款	9.93%	10.51%	58	0.64%	0.63%	-1
票据贴现	**5.49%**	**5.77%**	**28**	**-**	**-**	**-**
合计	**100.00%**	**100.00%**	**-**	**0.96%**	**0.96%**	**0**

资料来源：WIND，民生证券研究院

二、投资建议

半年报反映公司的基本面稳定性远好于可比同业。短期因为集中处置不良贷款导致利润增速偏低，并不影响公司基本面继续向好的事实。而下半年利润释放的有利因素正在逐步积累。一是下半年企业复工复产和经济继续弱复苏，贷款需求恢复。上半年江苏省 GDP 同比增速高达 0.9%，不只是领先于全国，还是江浙沪三省第一。二是公司加快个人经营性贷款投放，净息差和资产端定价将得到回升。三是中小银行不良贷款批量处置对利润的影响减少，行业性利润释放节奏加快。以公司创纪录的拨备水平，利润释放具备较大的潜力。我们看好公司的基本面和行情机会。预测 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 5.75%，15.05%，21.32%。2020 年 BVPS 为 6.60 元，维持“推荐”评级。

图 10：江浙沪及全国 GDP 累计同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、风险提示

1、资产质量波动

2、利率中枢下降

3、经济复苏不及预期

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	184,839	208,417	237,109	272,154
贷款净额	105,216	120,916	140,180	163,894
债券投资	54,679	61,483	70,090	80,604
总负债	166,940	188,961	215,704	248,243
存款余额	138,079	156,342	178,539	205,566
同业负债	15,582	14,954	17,078	19,663
股东权益	17,899	19,456	21,405	23,911
盈利能力	2019E	2020E	2021E	2022E
ROAA	1.02%	0.96%	0.98%	1.03%
ROAE	12.24%	10.78%	11.55%	12.92%
生息资产收益率	5.45%	5.45%	5.50%	5.60%
计息负债成本率	2.34%	2.36%	2.35%	2.41%
净息差（NIM）	3.31%	3.30%	3.35%	3.40%
成本收入比	39%	39%	39%	39%
成长能力	2019E	2020E	2021E	2022E
贷款	18.6%	14.9%	15.9%	16.9%
存款	22.1%	13.2%	14.2%	15.1%
净利息收入	11.6%	12.0%	15.3%	16.2%
中间业务收入	-11.8%	5.0%	10.0%	15.0%
营业费用	15.7%	11.9%	15.0%	16.1%
净利润	20.1%	5.8%	15.0%	21.3%
营业收入结构	2019E	2020E	2021E	2022E
利息占比	88.3%	88.4%	88.6%	88.7%
手续费收入占比	5.0%	4.7%	4.5%	4.5%
业务费用占比	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
计提拨备占比	25.8%	27.7%	27.7%	26.2%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	5,690	6,374	7,346	8,539
手续费净收入	324	340	374	430
营业费用	2,505	2,802	3,222	3,741
拨备前利润	3,936	4,403	5,063	5,879
计提减值准备	1,663	1,999	2,297	2,523
所得税	374	395	455	552
净利润	1,785	1,888	2,172	2,635
资本管理	2019E	2020E	2021E	2022E
核心资本	17,250	18,101	19,519	21,287
资本净额	20,948	22,186	24,167	26,622
风险加权资产	138,688	156,378	177,906	204,201
风险加权资产比重	75%	75%	75%	75%
核心一级资本充足率	12.4%	11.6%	11.0%	10.4%
一级资本充足率	12.5%	11.6%	11.0%	10.4%
资本充足率	15.1%	14.2%	13.6%	13.0%
资产质量	2019E	2020E	2021E	2022E
贷款减值准备	4,728	5,718	6,813	7,936
不良贷款额	1,010	1,161	1,346	1,573
不良贷款率	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
拨备覆盖率	468%	493%	506%	504%
拨贷比	4.49%	4.73%	4.86%	4.84%
信用成本	1.87%	1.90%	1.90%	1.80%
估值分析	2019E	2020E	2021E	2022E
PB	1.33	1.25	1.16	1.06
PE	12.64	11.95	10.39	8.56
EPS	0.65	0.69	0.79	0.96
BVPS	6.18	6.60	7.12	7.77
每股股利	0.26	0.27	0.32	0.38
股息收益率	3.2%	3.3%	3.8%	4.7%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：常熟银行营收、PPOP 及业绩同比增速 3
图 2：常熟银行业绩累计同比增速高于行业整体水平 3
图 3：常熟银行净息差 4
图 4：常熟银行存、贷款及资产同比增速 5
图 5：常熟银行各级资本充足率 5
图 6：常熟银行不良贷款率 5
图 7：常熟银行拨备覆盖率 5
图 8：常熟银行关注率、不良贷款偏离度 6
图 9：常熟银行信贷成本、不良贷款生成率 6
图 10：江浙沪及全国 GDP 累计同比增速 7

表格目录

表 1：常熟银行归母净利润同比增长的归因分析 3
表 2：常熟银行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表 4
表 3：常熟银行贷款及不良率分布 6

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。