

➤ **事件**：1 月 11 日，常熟银行发布 2021 年业绩快报，营收 76.53 亿，YoY+16.27%(+14.1 pct)；归母净利润 21.84 亿，YoY+21.13% (+20.1pct)；ROE 为 11.58%(+124BP)；不良率 0.81%(-15BP)；拨备覆盖率 531.98% (+46.65pct)。

➤ 个贷投放加速叠加低基数效应，推动 2021 年营收增速环比+3.3pct，归母净利润增速环比+2.1pct，且单季边际增速持续上涨，带动 ROE 触底回升。

➤ 2021 年贷款增速较总资产增速领先 5.42pct，且个人经营性贷款贡献度提升 2.94pct，展现微贷模式成长性，推动资产结构优化，有望持续享受息差溢价。

➤ 不良率同比下降 15BP 至 0.81%，位居上市银行较低水平，带动拨备覆盖率创 2015 年以来新高，资产质量持续优化，高拨备为业绩释放预留空间。

➤ **投资建议**：业绩增势良好，个贷持续发力，资产结构改善且质量更上一层楼。预计 22/23 年 EPS 分别为 0.95 元和 1.14 元，2022 年 1 月 14 日收盘价对应 1.0 倍 21 年 PB，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**：经济下行压力增大；不良分类政策趋严；监管力度超预期。

**推荐**

首次评级

当前价格：

7.34 元

**分析师：余金鑫**

执业证号：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

**相关研究****盈利预测与财务指标**

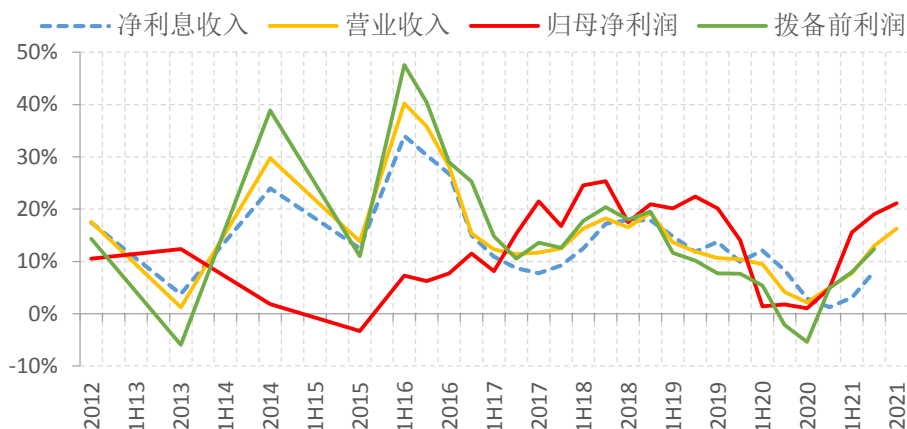
项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,582	7,653	8,731	10,064
增长率 (%)	2.13	16.27	14.09	15.27
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,803	2,184	2,594	3,117
增长率 (%)	1.01	21.13	18.75	20.17
每股收益 (元)	0.66	0.80	0.95	1.14
PE	11	9	7	6
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2021 年 1 月 14 日收盘价)

## 1 业绩强势回升

低基数效应下，2021 年营收、利润增速持续上行。业绩快报显示，常熟银行 2021 年营业收入增速环比+3.3pct 到 16.3%，归母净利润增速环比+2.1pct 到 21.1%，盈利能力走出疫情冲击，业绩呈现显著上行态势。

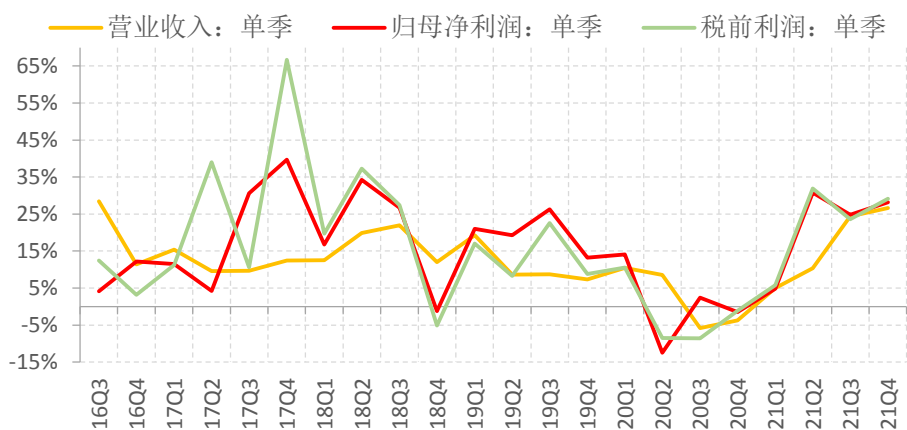
图 1：常熟银行截至 2021 年业绩同比增速（累计）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：21 年数据为快报值（下同）

单季度边际增速涨势更加显著，预计收益于净息差持续走阔。21Q4 单季归母净利润增速高达 28.2%，营收增速为 26.6%，边际增速涨势显著，或主要受个贷业务持续发力下净息差持续上扬趋势。

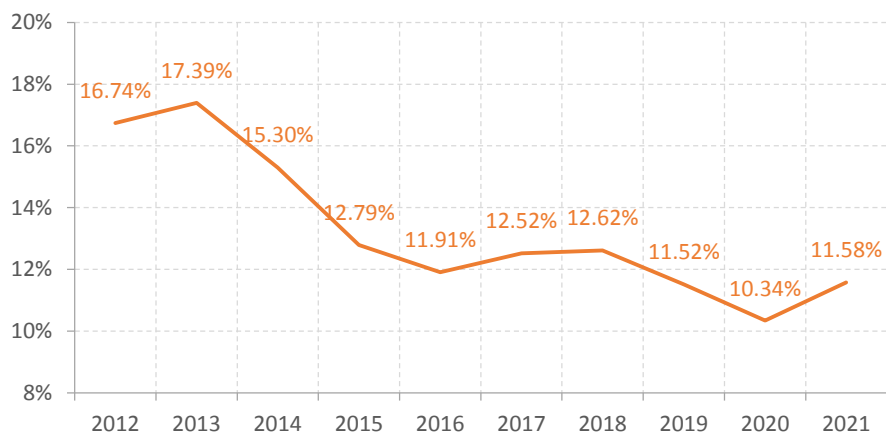
图 2：常熟银行截至 2021 年业绩同比增速（单季）



资料来源：wind，民生证券研究院

营收利润双增长，带动 ROE 触底反弹。在 2021 年营收、利润持续增长的基础上，2021 年常熟银行 ROE 达到 11.58%，较 2020 年提升 1.24pct，继 2018 年以来持续下跌后首次出现上涨。

图 3：常熟银行截至 2021 年 ROE

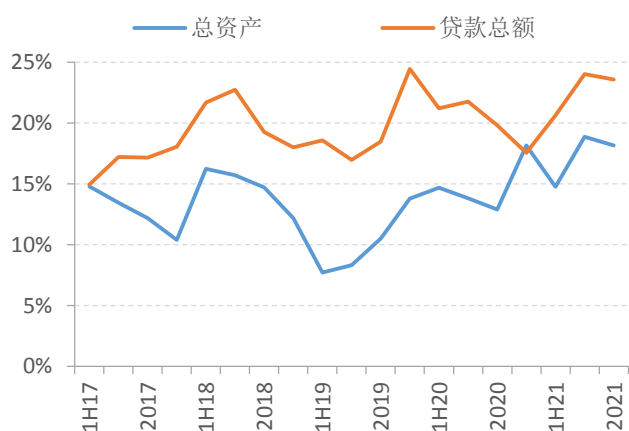


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 小微延续扩张

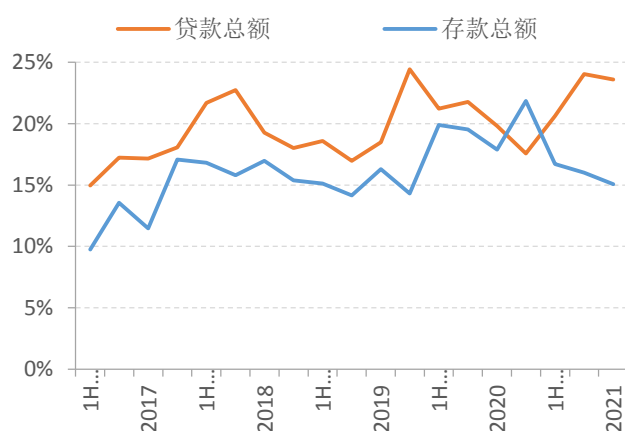
个贷持续发力，其中经营性贷款占比进一步提高，利好资产结构和净息差。2021 年贷款增速较总资产增速领先 5.42pct，个贷占比提升 4.01pct，且以小微业务为代表的经营性贷款贡献度提升 2.94pct，展现微贷模式成长性，推动资产结构优化，有望持续享受息差溢价。

图 4：常熟银行截至 2021 年资产端同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：常熟银行截至 2021 年存贷款同比增速

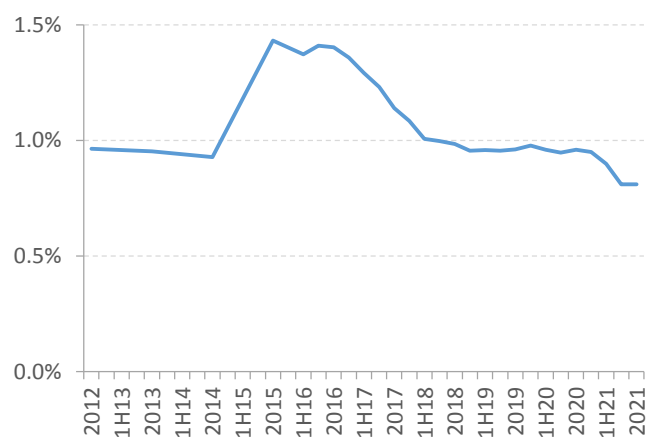


资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 资产质量改善

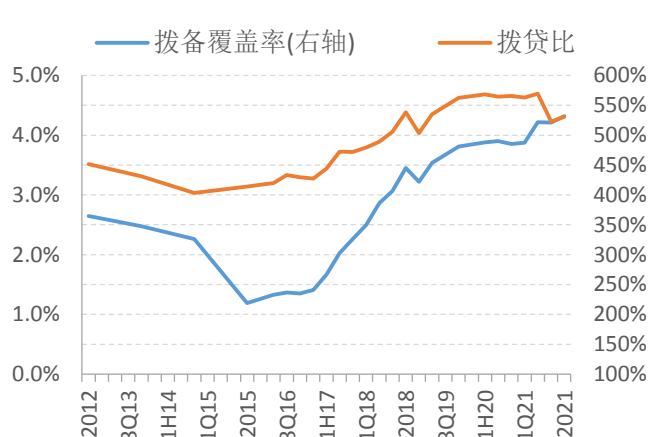
不良率持续降低，带动拨备率增长，资产质量更上一层楼。2021 年常熟银行不良率同比下降 15BP 至 0.81%，位居上市银行较低水平，带动拨备覆盖率抬升 46.65pct 至 532.0%，创 2015 年以来新高，资产质量持续优化，高拨备为未来业绩释放预留空间。

图 2：常熟银行截至 2021 年不良率



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：常熟银行截至 2021 年拨备水平



资料来源：wind，民生证券研究院

### 4 投资建议

业绩增势良好，个贷持续发力，资产结构改善且质量更上一层楼。预计 22/23 年 EPS 分别为 0.95 元和 1.14 元，2022 年 1 月 14 日收盘价对应 1.0 倍 21 年 PB，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 5 风险提示

经济下行压力增大；不良分类政策趋严；监管力度超预期。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入	60	70	80	92
手续费及佣金	1	2	2	2
其他收入	5	5	6	7
营业收入	66	77	87	101
营业税及附加	-0	-0	-1	-1
业务管理费	-28	-36	-40	-46
拨备前利润	37	40	47	54
计提拨备	-15	-13	-15	-16
税前利润	22	27	32	38
所得税	-3	-5	-5	-7
归母净利润	18	22	26	31

资产负债表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	1,317	1,628	1,872	2,247
同业资产	24	21	22	23
证券投资	588	624	643	707
生息资产	2,087	2,423	2,691	3,143
非生息资产	61	114	321	470
总资产	2,087	2,466	2,931	3,522
客户存款	1,588	1,827	2,195	2,677
其他计息负债	195	275	315	363
非计息负债	113	152	183	210
总负债	1,896	2,254	2,693	3,250
股东权益	191	212	239	272

每股指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股净利润(元)	0.66	0.80	0.95	1.14
每股拨备前利润(元)	1.36	1.44	1.70	1.98
每股净资产(元)	6.55	7.24	8.17	9.29
每股总资产(元)	76.14	89.98	106.95	128.50
P/E	11	9	7	6
P/PPOP	5.12	4.82	4.09	3.51
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8
P/A	0.09	0.08	0.07	0.05

利率指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净息差(NIM)	3.18%	3.09%	3.12%	3.14%
净利差(Spread)	3.01%	3.03%	3.05%	3.07%
贷款利率	6.46%	6.51%	6.56%	6.61%
存款利率	2.33%	2.33%	2.33%	2.33%
生息资产收益率	5.37%	5.39%	5.41%	5.43%
计息负债成本率	2.36%	2.38%	2.40%	2.42%

盈利能力	2020A	2021E	2022E	2023E
ROAA	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
ROAE	10.34%	11.56%	12.28%	13.03%

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

收入增长	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润增速	1.0%	21.1%	18.8%	20.2%
拨备前利润增速	-5.4%	6.2%	17.9%	16.4%
税前利润增速	-2.0%	21.0%	18.4%	20.0%
营业收入增速	2.1%	16.3%	14.1%	15.3%
净利息收入增速	2.9%	16.8%	14.5%	14.8%
手续费及佣金增速	-31.1%	10.0%	10.3%	20.0%
营业费用增速	14.2%	29.6%	10.0%	14.0%

规模增长	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产增速	12.5%	16.1%	11.1%	16.8%
贷款增速	19.8%	23.6%	15.0%	20.0%
同业资产增速	-39.8%	-10.0%	4.0%	5.0%
证券投资增速	7.6%	6.0%	3.0%	10.0%
其他资产增速	37.5%	85.0%	182.3%	46.5%
计息负债增速	11.9%	17.9%	19.4%	21.1%
存款增速	17.9%	15.1%	20.1%	22.0%
同业负债增速	-29.8%	53.0%	10.0%	10.0%
股东权益增速	6.8%	10.9%	12.7%	13.8%

存款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
活期	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
定期	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%
其他	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%

贷款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
企业贷款(不含贴现)	140.4%	140.38%	140.38%	140.38%
个人贷款	-20.9%	-20.90%	-20.90%	-20.90%

资产质量	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	0.96%	0.81%	0.88%	0.91%
正常	97.9%	97.75%	97.85%	97.95%
关注	1.2%	1.12%	1.07%	1.02%
次级	0.8%	0.97%	0.95%	0.93%
可疑	0.1%	0.10%	0.08%	0.06%
损失	0.1%	0.06%	0.05%	0.04%
拨备覆盖率	485.3%	532.1%	485.4%	445.0%

资本状况	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	13.53%	12.92%	12.66%	12.50%
核心资本充足率	11.08%	10.79%	10.77%	10.83%
资产负债率	90.84%	91.41%	91.85%	92.28%

其他数据	2020A	2021E	2022E	2023E
总股本(亿元)	27.4	27.4	27.4	27.4

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

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