

强烈推荐-A (维持)

兴业银行 601166.SH

目标估值: 19.03 元

当前股价: 15.94 元

2017 年 05 月 23 日

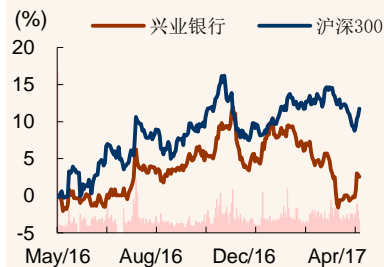
基本面反转, 性价比凸显, 重点推荐

基础数据

上证综指	3062
总股本 (万股)	2077419
已上市流通股 (万股)	1905234
总市值 (亿元)	3311
流通市值 (亿元)	3037
每股净资产 (MRQ)	18.8
ROE (TTM)	14.0
资产负债率	93.6%
主要股东	福建省财政厅
主要股东持股比例	18.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-4	2
相对表现	5	-2	-9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《兴业银行 (601166) — 资产质量继续改善, 业绩反转趋势明确》2017-05-02
- 2、《兴业银行深度报告—资管业务快速发展, 后续动力十足》2016-11-10
- 3、《兴业银行 (601166) — 归母净利润增速较中期反弹, 不良生成连续四个季度逐季好转》2016-10-30

马鲲鹏

makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

研究助理

何悦

021-68407405

heyue@cmschina.com.cn

本报告作者特别感谢李晨的贡献

本篇报告是对兴业银行最核心关注点的详细分析和测算, 着力解决市场当前对其最主要的担忧。目前, 兴业银行基本面已经出现确定性见底反转的趋势, 其估值相对板块和领先股份行折价较大 (分别为 8.0%/34.0%), 性价比极高, 纳入重点推荐组合。兴业银行是我们在《银行估值提升之本: ROE 重启回升之路》中提到“基本面确定好转一家, 估值起来一家”的典型代表, 预计兴业银行估值修复的第一步目标为回升至 1X 17 年 PB, 对应绝对收益空间 19.4%。

- 兴业银行基本面已经出现确定性见底反弹的趋势, 净息差及资产质量均已逐渐步入上升通道。1) 净息差: 根据对兴业银行重定价缺口的分析, 由于其 1Q17 同业负债重定价较多导致其一季度息差压力较大, 2Q-4Q17 重定价缺口已经转负为正。我们判断在金融市场业务流动性不再大幅收紧的情况下, 兴业银行净息差大概率已于 1Q17 见底, 将从二季度起逐季回升。2) 资产质量: 兴业银行在不良认定标准趋严的情况下, 1Q17 不良率及不良加回核销生成率双降, 2016 年关注类贷款规模、逾期贷款规模及各自占比也均较 1H16 明显下降, 资产质量好趋势明显。我们判断随着兴业银行资产质量压力进一步的缓解, 拨备下降可继续助其反哺利润。
- 金融监管与银行间市场流动性收紧对兴业银行业绩实际影响较小, 市场前期对其预期过于悲观。1) 银行间流动性收紧: 我们对兴业银行贷款定价水平与金融市场业务利率分别作出 5 种情景假设, 根据测算银行间市场利率收紧使得兴业银行净息差较原预测值 1.81% 变动 -1.27 到 1.65bps 至 1.80% 到 1.83% 区间, 使得普通股股东净利润增速较原预测值 7.25% 变动 -1.04% 到 1.36% 至 6.20% 到 8.61% 区间。2) 同业负债监管: 兴业银行同过调整负债结构, 并利用标准化的同业存单置换同业负债, 压降考虑同业存单后同业负债占比, 是有利于其息差提升的。在三种情景假设下, 兴业银行净息差较原预测值 1.81% 分别变动 -2.97/1.17/0.38bps 至 1.78%/1.83%/1.82%。且针对 6 月底前兴业银行到期的同业存单, 如果继续续做, 其发行利差 (同业存单发行利率-同期限 SHIBOR 利率) 变动不大。3) 理财业务监管: 我们对兴业银行理财规模和理财利差分别作出 5 种假设, 由此组合出的 25 种情景下理财监管趋严对兴业银行营业收入及净利润的影响分别为 -0.05% 至 0.01% 区间和 -0.15% 至 0.01% 区间, 实际影响极小。整体来看, 通过对兴业银行最核心的三大关注点的详细分析和测算, 我们认为不必担忧今年严格的金融监管和银行间市场流动性收紧对其业绩造成的影响, 最差的时候已经过去。
- 在兴业银行基本面确定见底反转的背景下, 当前估值相对板块、领先股份行折价较大, 性价比凸显, 纳入重点推荐组合。截至 5 月 23 日, 兴业银行为 0.84X 17 年 PB, 相对板块折价 8.0%, 相对领先股份制银行折价 34.0%。兴业银行估值修复的第一步目标为消灭破净状态回升至 1X 17 年 PB, 对应绝对收益空间 19.4%。预计 2017/2018/2019 年兴业银行归属于母公司净利润分别为 580/629/694 亿元, 同比增 7.7%/8.5%/10.3%。

正文目录

一、兴业银行放缓资产增速，积极调整资产结构 4

二、兴业银行净息差大概率已于 1Q17 见底 5

1、表内重定价缺口分析框架 6

2、兴业银行一季度基本完成负债端重定价，净息差大概率已于 1Q17 见底 6

三、银行间市场利率上行对兴业银行业绩增速影响在-1.04%至 1.36%的区间 7

四、通过调节负债结构压缩同业负债，利于兴业银行息差提升 9

情景 1：资产负债同时压缩 9

情景 2：资产不变，同业负债全部被存款置换 9

情景 3：资产不变，同业负债一半被存款置换、一半被金融债券置换 9

同业存单置换同业负债正在进行时 10

五、理财监管趋严对兴业银行营业收入及净利润影响极小 13

六、资产质量持续改善，反哺利润 14

七、公司观点：基本面反转，性价比凸显 15

图表目录

图 1：上市银行 2016 广义现代同比增速及 2017E 广义信贷增速上限 4

图 2：兴业银行资产结构 5

图 3：兴业银行贷款、债券投资占比 5

图 4：兴业银行负债结构 6

图 5：兴业银行考虑同业存单后同业负债占总负债比重 6

图 6：兴业银行 1Q17 总重定价缺口 7

图 7：兴业银行 2Q-4Q17 总重定价缺口 7

图 8：兴业银行 1Q17 金融市场业务重定价缺口 7

图 9：兴业银行 2Q-4Q17 金融市场业务重定价缺口 7

图 10：兴业银行同业存单净发行量（亿元） 11

图 11：兴业银行 2017 年每月新发行及到期规模（亿元） 11

图 12：兴业银行发行同业存单平均利率（%） 11

图 13：兴业银行发行同业存单期限分布 11

图 14：兴业银行不良贷款规模及不良贷款率 14

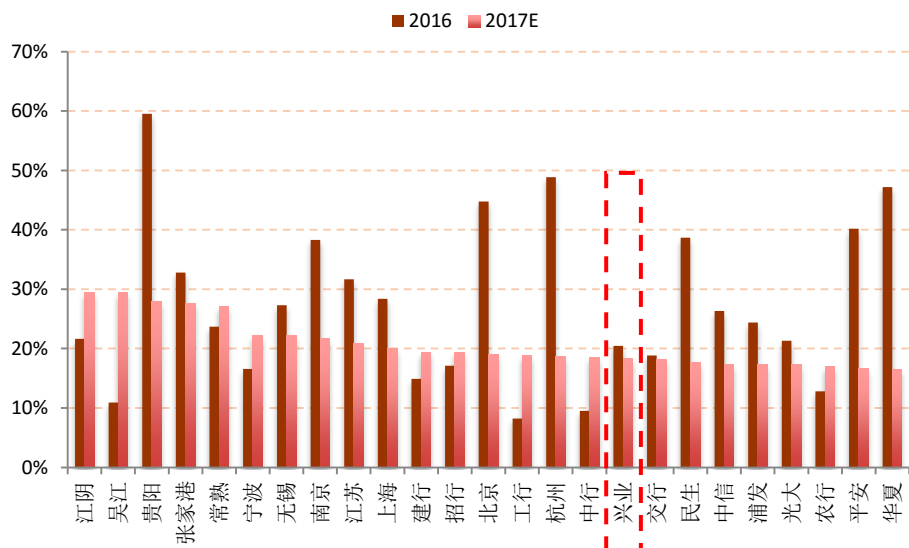
图 15：兴业银行加回核销不良生成率（bps） 14

图 16: 兴业银行关注贷款率及逾期贷款率	15
图 17: 兴业银行不良/90 天以上逾期.....	15
图 18: 兴业银行拨备覆盖率	15
图 19: 兴业银行信用成本.....	15
图 20: 兴业银行历史 PE Band.....	16
图 21: 兴业银行历史 PB Band.....	16
图 22: 银行板块估值比较表 (2017 年 5 月 23 日)	16
表 1: 兴业银行银行间市场利率上行影响测算.....	8
表 2: 同业监管影响量化测算	10
表 3: 兴业银行 2017 年当月新发行与到期同业存单利率情况	11
表 4: 兴业银行 2017 年 6 月底前到期同业存单的发行利率与 SHIBOR 利率对比.....	11
表 5: 2017 年 6 月底前兴业银行到期同业存单明细.....	12
表 6: 压力测试: 理财中间业务收入增长率	13
表 7: 压力测试: 营业收入增速.....	13
表 8: 压力测试: 净利润增速	14
附: 财务预测表	17

一、兴业银行放缓资产增速，积极调整资产结构

受 MPA 考核限制，兴业银行 2017 年表内资产及表外理财规模增幅将放缓，但表外理财增速下降幅度更大，整体呈现“表外为表内让路”的特征。我们测算 2016 年兴业银行广义信贷实际增速大概为 20.48%，广义信贷增加 10968 亿元。按照兴业银行再融资后的资本水平我们预计 2017 年兴业银行广义信贷增速的上限为 17.73%，对应的 2017 年新增广义信贷投放上限为 11440 亿元，大于 2016 年，广义信贷管理对兴业银行的规模扩张无太大限制。按照兴业银行在 2016 年年报中披露的 2017 年经营目标，2017 年底表内资产的总规模达到 65566 亿元，表内资产的增幅目标为 7.7%，与 2016 年的目标相比下调一个百分点。考虑负债端存在一定调整压力，预计 2017 年表内资产规模增速会有所放缓。而在理财监管趋严，理财去杠杆的大环境之下，预计兴业银行表外理财扩张的速度也会有所放缓，且增速下降幅度略大于表内资产增速下降幅度。

图 1：上市银行 2016 广义现代同比增速及 2017E 广义信贷增速上限

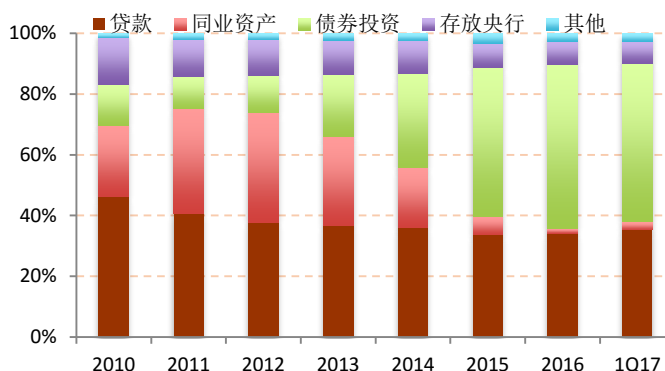


资料来源：公司财报、招商证券

在今年实体经济需求回暖，资金市场流动性趋紧以及同业和理财监管趋严的大背景下，兴业银行快速调整资产结构，1Q17 资产结构开始呈现“非信贷资产向信贷资产让路”的调整趋势，预计后续这一趋势还会持续。1Q17 兴业银行总资产规模为 6.23 万亿，较年初微增 2.35%，贷款同比增 5.7% 快于总资产增速。从新增资产来源上看，兴业银行 1Q17 已经显现出增加配置传统信贷资产（贷款），压缩非信贷资产（尤其是债券投资中的应收款项类投资）的态势。1Q17 兴业银行新增资产总额为 1433 亿元，其中贷款新增 1188 亿元，占全部新增资产 82.9%，同业资产新增 603 亿元，占全部新增资产的 42.0%，但债券投资整体压缩 325 亿元，其中重点是交易性金融资产（下降 188 亿元）和应收款项类投资（下降 627 亿元），可供出售资产新增 490 亿元，占全部新增资产的 34.2%。从 1Q17 资产结构来看，信贷资产占比提升，非信贷类资产（尤其是债券投资中的应收款项类投资）占比下降。1Q17 兴业银行债券投资占总资产比重仍超过 50%，但已经出现下降的趋势。截至 1Q17 兴业银行贷款、同业资产占比较年初分别提升 1.1 和 0.9 个百分点至 35.3% 和 2.6%，而债券投资占比较年初下降 1.8 个百分点至 52.3%，其中应收款项类投资占总资产比重较年初下降 1.8 个百分点至 32.8%。

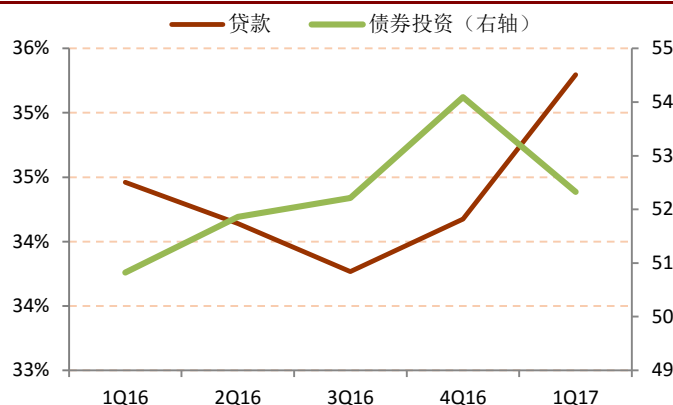
兴业银行在资产结构调整上一向比较快速且灵活，2014 年 127 号文出台后同业资产占比迅速压降。2014 年以前，兴业银行同业资产占比较高，2012 年达到顶峰为 36.1% 接近贷款占比（37.8%）。2014 年 127 号文出台后，银监会规范银行同业业务，三方买入返售协议被禁止，兴业银行迅速应对，三方买入返售不再续作，大力压降同业资产，2015 年底同业资产占比较 2014 年的 19.6% 下降 13.5 个百分点至 6.1%。时至今日，兴业银行已经摘掉当年“同业之王”的标签，非信贷资金大量被配置到了债券投资，尤其是自营非标（应收款项类投资）上，贷款占比也相对比较稳定。截至 2016 年末，同业资产占比仅为 1.7%，而贷款、债券投资占比分别为 34.2% 和 54.1%。

图 2：兴业银行资产结构



资料来源：公司财报、招商证券

图 3：兴业银行贷款、债券投资占比

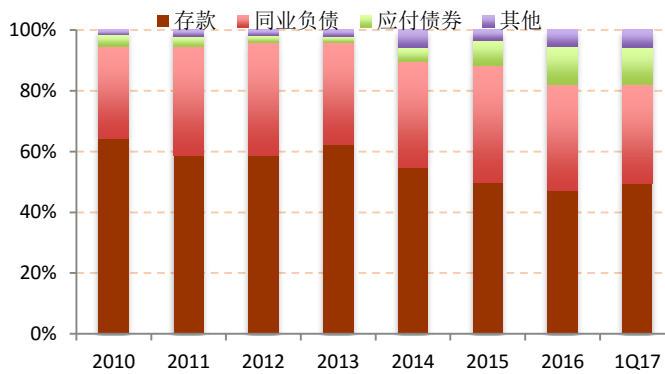


资料来源：公司财报、招商证券

二、兴业银行净息差大概率已于 1Q17 见底

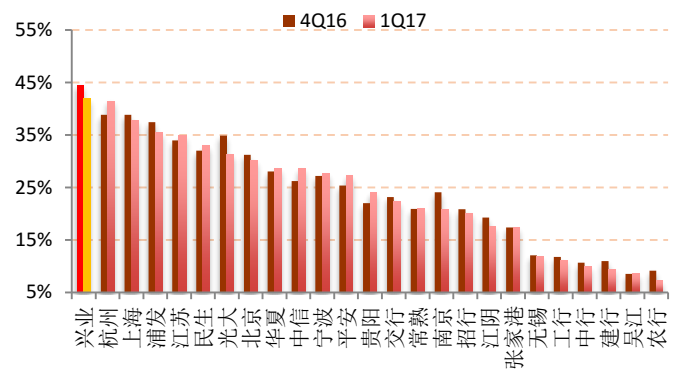
兴业银行负债市场化程度较高，因此在市场流动性趋紧的背景下，其净息差受到冲击相对同业较大。2010 年以来兴业银行同业负债在占比一直维持在 30% 以上的水平，高于同业。2013 年同业存单开始发行后，其应付债券也迅速上量。截至 1Q17，根据可得数据计算兴业银行考虑同业存单后同业负债占总负债比重已经高达 42%，位于上市银行第一位（兴业银行同业存单置换同业负债并压降同业负债占比正在推进，预计 2Q16 该指标将显著下降，测算过程详见报告第四部分）。兴业银行对同业负债较强的依赖度使得其负债成本受市场影响较大，在今年流动性收紧的背景下，兴业银行的净息差受到的冲击也大于同业。但根据下文中的重定价缺口的分析，我们判断在金融市场业务流动性不再继续大幅收紧的情况下，兴业银行息差已于 1Q17 见底，预计 2Q17 开始将进入逐季回升的通道。

图 4：兴业银行负债结构



资料来源：公司财报、招商证券

图 5：兴业银行考虑同业存单后同业负债占总负债比重



资料来源：公司财报、招商证券

1、表内重定价缺口分析框架

根据银行的利率风险报表，将同一时间段（如：3 个月以内、3 个月至 1 年等）重定价资产与重定价负债的差额占总资产的比重定义为重定价缺口，即：

$$\text{重定价缺口} = (\text{某时间段重定价资产} - \text{同一时间段重定价负债}) / \text{总资产}$$

根据 2016 年年报披露的利率风险报表，我们主要关注 3 个月以内与 3 个月至 1 年两个时间段，这两个时间段分别代表 1Q17 和 2Q-4Q17 银行的重定价情况。同时，我们将银行的资产负债拆分为两条业务线，分别为存贷业务条线和金融市场业务条线，在央行尚且没有加息或降息的前提下，我们主要关注受市场利率变化影响较大的金融市场业务条线的资产负债重定价情况。另外，由于活期存款即时重定价，我们在计算总重定价缺口及存贷业务重定价缺口时扣除活期存款。因此：

$$\text{存贷业务重定价缺口} = (\text{贷款} - \text{存款} + \text{活期存款}) / \text{总资产}$$

$$\text{金融市场业务重定价缺口} = (\text{同业资产} + \text{债券投资} - \text{同业负债}) / \text{总资产}$$

据此计算银行的重定价缺口，当某一时段内的重定价负债大于重定价资产时，就产生了负缺口，反之则为正缺口。负缺口，即负债敏感型缺口，此时市场利率上升会导致银行的净利息收入下降。正缺口，即资产敏感型缺口，此时市场利率下降会导致银行的净利息收入下降。

2、兴业银行一季度基本完成负债端重定价，净息差大概率已于 1Q17 见底

从总重定价缺口来看，兴业银行一季度基本完成负债端重定价，净息差基本见底。兴业银行 1Q17 总重定价缺口为-1.3%，位于上市银行倒数第三位。该期限下兴业银行重定价缺口为负债敏感型，相对于资产端仍有部分负债尚未重定价，但基本见底接近 0%。而对于 2Q-4Q17，兴业银行总重定价缺口转负为正达到 8.9%，说明兴业大部分负债已经在 1Q17 完成重定价，2017 年 2-4 季度以体现资产端重定价为主。

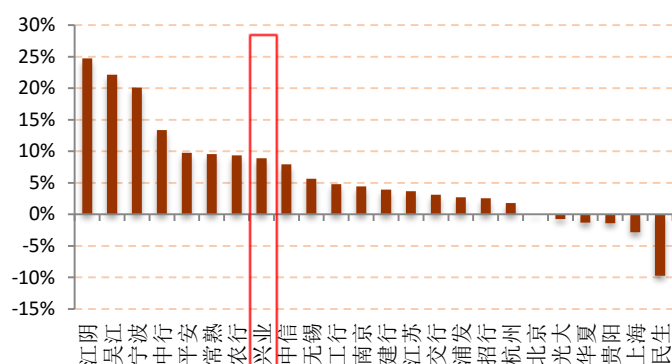
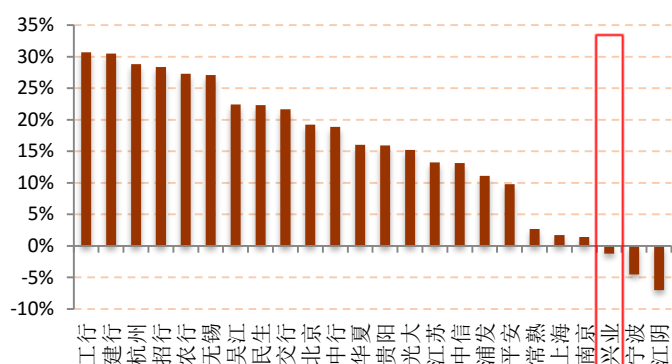
兴业银行金融市场业务占比较高，考虑金融市场业务条线，兴业银行金融市场业务 2Q-4Q17 重定价缺口由 1Q17 的负缺口转为正缺口，利于其净息差提升。在央行尚未

采取加息或者降息措施的背景下，信贷业务的重定价主要是由于前期存量的贷款、存款导致，其实际重定价幅度为 0。从上文对于兴业银行资产结构的分析也表明，兴业银行金融市场业务占比较高，因此兴业银行 1Q17 与 2Q-4Q17 之间总重定价缺口的 10.2% 的差额，主要是由金融市场业务导致。根据 2016 年利率风险报表，兴业银行金融市场业务 1Q17 和 2Q-4Q17 的重定价缺口分别为 -40.0%、44.0%。静态来看，1Q17 兴业银行金融市场业务负债基本完成重定价，2Q-4Q17 兴业银行金融市场业务资产端重定价节奏慢于负债端，利于兴业银行净息差的提升。

综上，我们判断在金融市场业务流动性不再大幅收紧的情况下，兴业银行的净息差大概率在一季度已经见底，预计二季度开始将逐季提升。

图 6：兴业银行 1Q17 总重定价缺口

图 7：兴业银行 2Q-4Q17 总重定价缺口

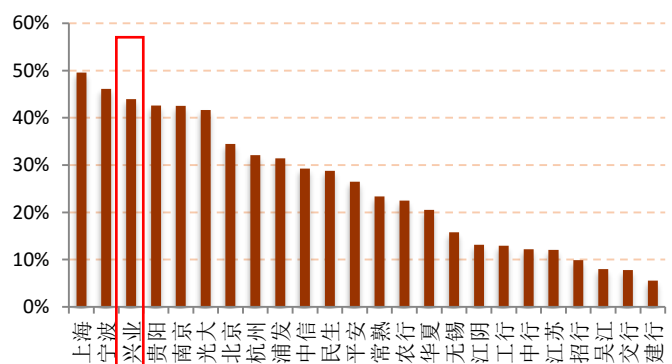
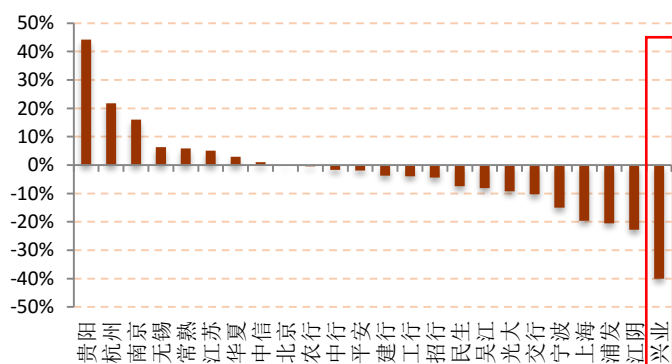


资料来源：

资料来源：

图 8：兴业银行 1Q17 金融市场业务重定价缺口

图 9：兴业银行 2Q-4Q17 金融市场业务重定价缺口



资料来源：公司财报、招商证券

资料来源：公司财报、招商证券

三、银行间市场利率上行对兴业银行业绩增速影响在 -1.04%至 1.36% 的区间

银行间市场利率中枢不断上行，投资者对兴业银行业绩增速判断过于悲观，根据我们的测算，对兴业银行净息差的影响在 -1.27 至 1.65bps 之间，对普通股股东净利润增速的影响在 -1.04%至 1.36% 之间。我们对信贷业务和金融市场业务的收益率及成本率做出不同程度的假设，在不同假设情况的组合下，我们测算了银行间市场利率变动对兴业银

行 2017 年的净息差及业绩的影响。需要注意的是，由于银行间市场流动性收紧不仅会影响同业负债成本，同时也会提升同业资产和债券投资的收益率。因此除极端情况，在下述情景分析中，我们对同业资产、同业负债和债券投资的利率变化是同向调整的。

我们假设贷款收益率提高 5bps 或不变，同业资产收益率及同业负债成本率提高 10bps、不变或降低 10bps，债券投资收益率提高 10bps、不变或降低 10bps。5 种具体情景如下：

- ◆ **情景 1：贷款定价水平上升，银行间市场收紧：** 贷款收益率提升 5bps，同业资产、债券投资收益率提升 10bps，同业负债成本率提升 10bps；
- ◆ **情景 2：贷款定价水平不变，银行间市场收紧：** 贷款收益率不变，同业资产、债券投资收益率提升 10bps，同业负债成本率提升 10bps；
- ◆ **情景 3：贷款定价水平上升，银行间市场维持现状：** 贷款收益率提升 5bps，同业资产、债券投资收益率不变，同业负债成本率不变；
- ◆ **情景 4：贷款定价水平上升，银行间市场放松：** 贷款收益率提升 5bps，同业资产、债券投资收益率下降 10bps，同业负债成本率下降 10bps；
- ◆ **情景 5：贷款定价水平不变，银行间市场放松：** 贷款收益率不变，同业资产、债券投资收益率下降 10bps，同业负债成本率下降 10bps。

五种情景测算下，最优情况为 2017 年在贷款定价水平上升、银行间市场收紧的情况下（情景 1），兴业银行净息差较 2017 年原预测值（1.81%）提高 1.65bps 至 1.83%，最差情况为在贷款定价水平不变，银行间市场放松的情况下（情景 5），兴业银行净息差较 2017 年原预测值（1.81%）收窄 1.27bps 至 1.80%。以上两种情况分别对应 2017 年普通股股东净利润增速较原预测值（7.25%）变动 1.36% 和 -1.04% 至 8.61% 和 6.20%。

另外，我们对极端情况也进行测算，即贷款定价水平不变，银行间市场收紧但仅有同业负债利率上升：极端情况下，我们假设贷款收益率、同业资产、债券投资收益率不变，同业负债成本率提升 10bps。在此极端情景下，兴业银行净息差较 2017 年原预测值（1.81%）下降 1.5bps 至 1.80%，普通股股东净利润增速较 2017 年原预测值（7.2%）下降 1.2 个百分点至 6.0%。

表 1：兴业银行银行间市场利率上行影响测算

情景分析	净息差 (2017E 原预测值)	普通股股东净利润增速 (2017E 原预测值)	净息差 (情景假设下 2017E 预测值)	较原预测值变动	普通股股东净利润增速 (情景假设下 2017E 预测值)	较原预测值变动
情景 1：贷款定价水平上升，银行间市场收紧	1.81%	7.25%	1.83%	1.65	8.61%	1.36%
情景 2：贷款定价水平不变，银行间市场收紧	1.81%	7.25%	1.83%	1.27	8.29%	1.04%
情景 3：贷款定价水平上升，银行间市场维持现状	1.81%	7.25%	1.82%	0.38	7.56%	0.31%
情景 4：贷款定价水平上升，银行间市场放松	1.81%	7.25%	1.81%	-0.89	6.52%	-0.73%
情景 5：贷款定价水平不变，银行间市场放松	1.81%	7.25%	1.80%	-1.27	6.20%	-1.04%
极端情景：贷款定价水平不变，银行间市场收紧但仅有同业负债成本上升	1.81%	7.25%	1.80%	-1.50	6.01%	-1.24%

资料来源：招商证券

四、通过调节负债结构压缩同业负债，利于兴业银行息差提升

兴业银行对同业资产负债的依存度较高，截至 1Q17，根据可得数据计算，兴业银行同业负债/总负债为 32.5%，同业负债（含同业存单）/总负债为 42.0%。未来同业存单纳入同业负债的监管口径具有较大的可能性。兴业银行可能需要压缩同业负债并将包含了同业存单后的同业负债占比维持在 1/3 以内。假设同业存单纳入同业负债的监管口径，兴业银行于 2017 年底达标，达到同业负债（含同业存单）/总负债不超过 1/3，其中同业存单占比与 1Q17 持平，在我们对兴业银行 2017 年盈利预测的基础上做了三种情景假设，测算对净息差的影响：

- ◆ **情景 1：**假设同业负债压缩带动同业资产和高流动性的债券类资产规模下降；
- ◆ **情景 2：**假设同业负债压缩的部分全部被存款替代；
- ◆ **情景 3：**假设同业负债压缩的部分，50%被存款替换，50%被金融债替换。

情景 1：资产负债同时压缩

假设 2017 年底，兴业银行大幅压缩非标准化的同业负债，并使得同业负债（含同业存单）占总负债的比重压缩至 33.33%，同时同业资产减少对应规模，超过现有同业负债的部分压缩流动性高的债券资产。在此情况下，我们测算兴业银行需要压缩同业负债 3619 亿元。静态测算下 2017 年底兴业银行的净息差将较原预测值（1.81%）下降 2.97 bps 至 1.78%。

情景 2：资产不变，同业负债全部被存款置换

假设 2017 年底，兴业银行通过负债结构的调整，压缩非标准化的同业负债并全部用存款替换，使得同业负债（含同业存单）占总负债的比重达到 33.33%。另外，假设新增存款成本较存量的存款付息率提升约 33 bps。在此情况下，我们测算兴业银行需要压缩同业负债 2413 亿元。静态测算下，2017 年底其存款成本付息率整体提升 1.3 bps，净息差将较原预测值（1.81%）上升 1.2 bps 至 1.83%。

情景 3：资产不变，同业负债一半被存款置换、一半被金融债券置换

假设 2017 年底，兴业银行通过负债结构的调整，压缩非标准化的同业负债 50%用存款替换，50%被金融债券替换，使得同业负债（含同业存单）占总负债的比重达到 33%。另外，假设新增存款付息率较存量存款提升 20bps，新发行的债券利率较存量应付债券提升 55bps（2017 年初至今商业银行金融债利率提升了 55 个基点）。在此情况下，兴业银行需要压缩同业负债 2413 亿元，压缩的部分 50%被存款替代。静态测算下，2017 年底其存款成本付息率整体提升 0.4bps、应付债券付息率整体提升 3.5bps，净息差将较原预测值（1.81%）上升 0.4 bps 至 1.82%。

表 2: 同业监管影响量化测算

同业监管影响	情景 1: 资产负债同时压缩	情景 2: 同业负债全部被存款置换	情景 3: 同业负债一半被存款置换、一半被金融债券置换
同业负债压缩规模 (亿元)	3,619	2,413	2,413
2017E 净息差 (原预测)	1.81%	1.81%	1.81%
2017E 净息差 (当前的预测)	1.78%	1.83%	1.82%
对息差的影响 (bps)	-2.97	1.17	0.38

资料来源: 公司财报、招商证券

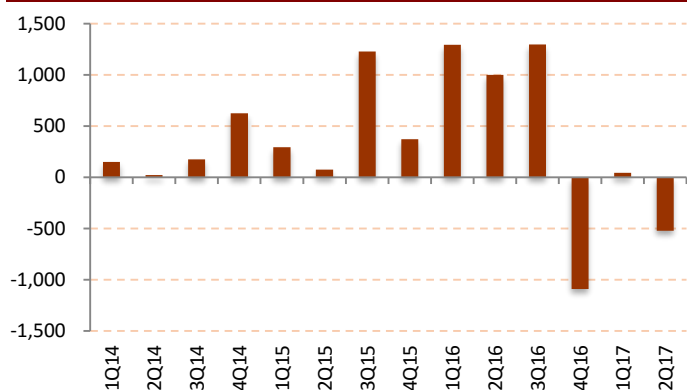
同业存单置换同业负债正在进行时

1Q17 兴业银行同业存单净发行量远远小于同业负债下降量, 正在利用同业存单置换同业负债。截至 1Q17 兴业银行同业负债较年初下降 1211 亿, 季度环比下降 6%, 而同业存单净发行量 (新发行-到期) 仅为 43 亿元。由此可见, 兴业银行在 1Q17 便已经开始积极调整负债结构, 压缩同业负债, 以标准化的同业存单进行置换。另外, 在利用同业存单置换同业负债的同时, 兴业银行也在一定程度上压缩同业存单规模。4Q16 兴业银行首次出现同业存单新发行量小于到期量 (净发行量为-1090 亿), 且 1Q17 兴业银行同业存单净发行量也小于其他股份行 (如: 招行 919 亿、中信 800 亿、民生 775 亿等), 其在负债端的快速、积极调整可见一斑, 我们判断兴业银行考虑同业存单后的同业负债占总负债的指标预计在二季度将回落至 33.33% 的水平以下。

二季度以来, 兴业银行新发行同业存单利率上升幅度收窄, 期限结构从以 12 个月为主缩短为以 3 个月为主。截至 5 月 16 日, 兴业银行二季度的同业存单 3 个月、6 个月和 12 个月平均发行利率为 4.46%/4.45%/4.31%, 较 1Q17 提升 19/21/24bps (1Q17 较 4Q16 提升幅度为 92/79/83bps), 利率上行幅度明显缩小。与此同时, 兴业银行新发行同业存单发行期限结构也从以中长期 (主要为 12 个月) 为主转向以短期 (主要为 3 个月) 为主。存量情况上看, 截至 5 月 16 日兴业银行同业存单的平均期限大于 10 个月, 我们判断随着其不断续作短期同业存单代替中长期同业存单, 兴业未来存量同业存单平均期限将逐渐下降。

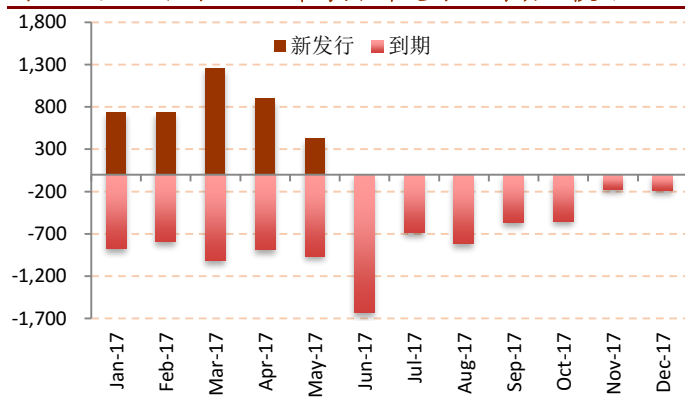
受银行间市场流动性收紧的影响, 2017 年兴业银行新发行同业存单的利率较到期同业存单利率明显抬升, 但由于整体市场利率中枢上行, 同业存单利率上升对融资成本的净影响并不大。规模上看, 2017 年以来, 兴业银行同业存单基本为到期续做, 不再大量扩张同业存单规模, 2017 年 1-4 月兴业银行同业存单净发行量分别为-143/-55/241/12 亿元。从发行利率上看, 2017 年新发行的 1、3、6 和 12 个月同业存单较到期的平均分别提升 0.06/0.68/1.42/1.18 个百分点。但考虑发行利差 (同业存单发行利率-基准利率, 本文我们选取 SHIBOR 利率作为基准利率), 我们发现: 对于今年 6 月底前兴业银行到期的同业存单, 如果继续续做, 1、3、6、12 个月的新发行利差较当时的发行利差分别变动-7/6/-74/-2/8bps, 变动并不大。

图 10: 兴业银行同业存单净发行量 (亿元)



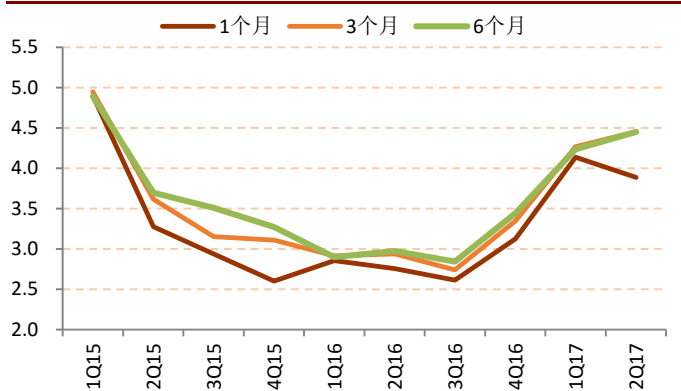
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 兴业银行 2017 年每月新发行及到期规模 (亿元)



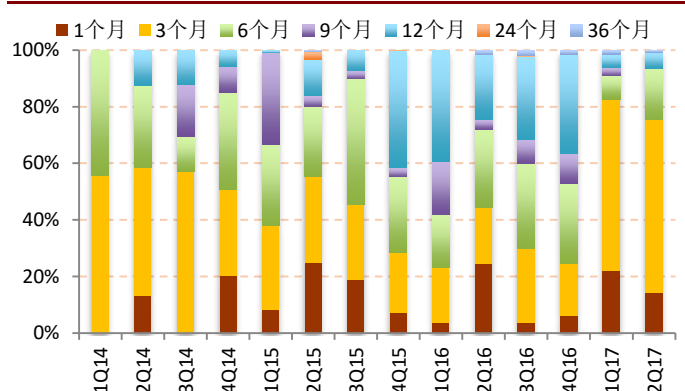
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 兴业银行发行同业存单平均利率 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 13: 兴业银行发行同业存单期限分布



资料来源: Wind、招商证券

表 3: 兴业银行 2017 年当月新发行与到期同业存单利率情况

发行利率 (%)	1个月			3个月			6个月			12个月		
	新发	到期	变动	新发	到期	变动	新发	到期	变动	新发	到期	变动
Jan-17	3.97	3.66	0.32	4.00	2.85	1.16	4.01	2.87	1.14	3.76	2.98	0.78
Feb-17	4.04	3.99	0.05	4.37	3.11	1.26	4.25	2.77	1.48	4.18	3.00	1.18
Mar-17	4.40	4.02	0.39	4.43	4.00	0.43	4.45	2.88	1.57	4.26	2.91	1.36
Apr-17	3.89	4.40	-0.52	4.35	4.01	0.34	4.38	2.90	1.48	4.29	2.96	1.33
May-17	na	3.89	na	4.56	4.35	0.21	4.51	3.09	1.43	4.32	3.05	1.28

资料来源: Wind、招商证券

表 4: 兴业银行 2017 年 6 月底前到期同业存单的发行利率与 SHIBOR 利率对比

期限(月)	发行利率 (%)	同期限发行日 SHIBOR (%)	发行利差 (%)	同期限最新一期同业存单发行利率 (%)	同期限 2017 年 5 月 23 日 SHIBOR (%)	发行利差 (%)	发行利差变动 (%)
1	4.02	4.01	0.01	4.00	4.06	-0.06	-0.07
3	4.43	4.33	0.09	4.65	4.50	0.15	0.06
6	4.08	3.21	0.87	4.55	4.42	0.13	-0.74
9	2.95	2.93	0.02	4.30	4.30	0.00	-0.02
12	3.08	3.05	0.03	4.42	4.31	0.11	0.08

资料来源: Wind、招商证券

表 5: 2017 年 6 月底前兴业银行到期同业存单明细

名称	实际发行总额(亿元)	期限(月)	发行利率(%)	同期限发行日 SHIBOR(%)	同期限最新一期同业存单发行利率(%)	同期限2017年5月23日SHIBOR(%)	发行起始日	到期日
2016年第260期	32	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-05-23	2017-05-24
2016年第622期	1	6	3.15	3.00	4.55	4.42	2016-11-23	2017-05-24
2017年第093期	19	3	4.40	4.28	4.65	4.50	2017-02-23	2017-05-24
2017年第211期	47	1	4.00	4.01	4.00	4.06	2017-04-21	2017-05-24
2016年第263期	21	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-05-24	2017-05-25
2017年第213期	15	1	4.05	4.01	4.00	4.06	2017-04-24	2017-05-25
2016年第266期	0	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-05-25	2017-05-26
2017年第215期	8	1	4.00	4.01	4.00	4.06	2017-04-25	2017-05-26
2016年第269期	5	12	3.09	3.05	4.42	4.31	2016-05-26	2017-05-27
2016年第270期	10	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-05-26	2017-05-27
2017年第094期	19	3	4.40	4.28	4.65	4.50	2017-02-24	2017-05-27
2017年第095期	2	3	4.40	4.28	4.65	4.50	2017-02-24	2017-05-27
2017年第217期	4	1	4.05	4.01	4.00	4.06	2017-04-26	2017-05-27
2016年第627期	10	6	3.20	3.02	4.55	4.42	2016-11-25	2017-05-28
2017年第099期	32	3	4.40	4.28	4.65	4.50	2017-02-27	2017-05-28
2017年第221期	5	1	4.00	4.02	4.00	4.06	2017-04-27	2017-05-28
2015年第158期	5	24	3.22	na	na	na	2015-05-28	2017-05-29
2016年第275期	3	12	3.10	3.05	4.42	4.31	2016-05-30	2017-05-31
2015年第159期	5	24	3.21	na	na	na	2015-05-29	2017-06-01
2016年第279期	25	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-05-31	2017-06-01
2016年第278期	3	12	3.10	3.05	4.42	4.31	2016-05-31	2017-06-01
2017年第100期	71	3	4.40	4.28	4.65	4.50	2017-02-28	2017-06-01
2015年第164期	5	24	3.21	na	na	na	2015-06-01	2017-06-02
2016年第283期	10	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-06-01	2017-06-02
2016年第286期	3	12	3.10	3.05	4.42	4.31	2016-06-01	2017-06-02
2017年第102期	57	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-01	2017-06-02
2016年第290期	14	12	3.10	3.05	4.42	4.31	2016-06-02	2017-06-03
2017年第103期	10	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-02	2017-06-03
2017年第105期	30	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-02	2017-06-03
2016年第292期	3	12	3.10	3.05	4.42	4.31	2016-06-03	2017-06-06
2017年第110期	3	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-03	2017-06-06
2017年第106期	50	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-03	2017-06-06
2017年第108期	65	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-03	2017-06-06
2016年第298期	1	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-06-06	2017-06-07
2016年第295期	3	12	3.10	3.05	4.42	4.31	2016-06-06	2017-06-07
2017年第113期	110	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-06	2017-06-07
2017年第112期	91	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-06	2017-06-07
2016年第301期	1	12	3.10	3.05	4.42	4.31	2016-06-07	2017-06-08
2016年第299期	25	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-06-07	2017-06-08
2017年第115期	34	3	4.30	4.29	4.65	4.50	2017-03-07	2017-06-08
2017年第117期	43	3	4.35	4.29	4.65	4.50	2017-03-08	2017-06-09
2017年第121期	15	3	4.35	4.29	4.65	4.50	2017-03-09	2017-06-10
2017年第120期	20	3	4.36	4.29	4.65	4.50	2017-03-09	2017-06-10
2015年第176期	5	24	3.25	na	na	na	2015-06-10	2017-06-11
2015年第179期	5	24	3.26	na	na	na	2015-06-11	2017-06-12
2017年第123期	22	3	4.35	4.29	4.65	4.50	2017-03-10	2017-06-13
2016年第513期	40	9	2.90	2.92	4.30	4.30	2016-09-13	2017-06-14
2017年第125期	1	3	4.35	4.29	4.65	4.50	2017-03-13	2017-06-14
2017年第128期	16	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-14	2017-06-15
2017年第131期	27	3	4.40	4.29	4.65	4.50	2017-03-15	2017-06-16
2016年第321期	1	12	3.10	3.05	4.42	4.31	2016-06-16	2017-06-17
2016年第327期	1	12	3.06	3.05	4.42	4.31	2016-06-17	2017-06-20
2017年第135期	57	3	4.55	4.35	4.65	4.50	2017-03-17	2017-06-20
2016年第329期	8	12	3.11	3.05	4.42	4.31	2016-06-20	2017-06-21
2016年第328期	10	12	3.07	3.05	4.42	4.31	2016-06-20	2017-06-21
2017年第137期	11	3	4.55	4.37	4.65	4.50	2017-03-20	2017-06-21
2017年第138期	40	3	4.58	4.37	4.65	4.50	2017-03-20	2017-06-21
2016年第331期	46	12	3.11	3.05	4.42	4.31	2016-06-21	2017-06-22
2016年第332期	10	12	3.07	3.05	4.42	4.31	2016-06-21	2017-06-22
2016年第524期	24	9	2.97	2.92	4.30	4.30	2016-09-21	2017-06-22
2017年第140期	11	3	4.55	4.38	4.65	4.50	2017-03-21	2017-06-22
2016年第528期	51	9	3.00	2.92	4.30	4.30	2016-09-22	2017-06-23
2016年第658期	79	6	4.80	3.24	4.55	4.42	2016-12-22	2017-06-23
2017年第145期	12	3	4.60	4.41	4.65	4.50	2017-03-22	2017-06-23
2017年第144期	36	3	4.65	4.41	4.65	4.50	2017-03-22	2017-06-23
2016年第338期	20	12	3.07	3.05	4.42	4.31	2016-06-23	2017-06-24
2016年第532期	2	9	2.98	2.93	4.30	4.30	2016-09-23	2017-06-26
2016年第661期	20	6	4.60	3.25	4.55	4.42	2016-12-23	2017-06-26
2016年第536期	2	9	2.90	2.93	4.30	4.30	2016-09-26	2017-06-27
2016年第662期	58	6	4.40	3.27	4.55	4.42	2016-12-26	2017-06-27
2017年第151期	2	3	4.55	4.45	4.65	4.50	2017-03-24	2017-06-27
2016年第344期	10	12	3.11	3.05	4.42	4.31	2016-06-27	2017-06-28
2016年第347期	2	12	3.06	3.05	4.42	4.31	2016-06-27	2017-06-28
2016年第664期	87	6	4.20	3.27	4.55	4.42	2016-12-27	2017-06-28
2017年第154期	39	3	4.50	4.44	4.65	4.50	2017-03-27	2017-06-28
2016年第348期	3	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-06-28	2017-06-29
2016年第667期	50	6	4.15	3.28	4.55	4.42	2016-12-28	2017-06-29
2016年第666期	42	6	4.10	3.28	4.55	4.42	2016-12-28	2017-06-29
2017年第159期	13	3	4.35	4.42	4.65	4.50	2017-03-28	2017-06-29
2017年第158期	10	3	4.40	4.42	4.65	4.50	2017-03-28	2017-06-29
2016年第353期	11	12	3.11	3.05	4.42	4.31	2016-06-29	2017-06-30
2016年第352期	15	12	3.05	3.05	4.42	4.31	2016-06-29	2017-06-30
2016年第669期	20	6	4.10	3.28	4.55	4.42	2016-12-29	2017-06-30
2017年第163期	4	3	4.35	4.41	4.65	4.50	2017-03-29	2017-06-30
2017年第166期	9	3	4.35	4.40	4.65	4.50	2017-03-30	2017-06-30

资料来源: Wind、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

五、理财监管趋严对兴业银行营业收入及净利润影响极小

理财监管趋严对兴业银行营业收入及净利润的影响分别为-0.05%至 0.01%和-0.15%至 0.01%的区间，实际影响极小。理财监管趋严对资管业务的影响主要体现在理财规模的压缩和理财利差的收窄。截至 2016 年底，兴业银行理财产品规模为 1.38 万亿，实现理财中间业务收入 123 亿元，据此推算其理财利差为 0.89%。因此，我们对兴业银行理财规模和理财利差分别设置了多种情景假设，测算不同情景下的理财中间业务收入同比增长情况，并对营业收入和净利润进行压力测试。

- ◆ **核心变量 1——理财利差：**2016 年底我们测算兴业银行的理财利差为 0.89%，我们设置了 2017 年理财利差分别收窄 10、20、30、40、50 bps 五种情景。
- ◆ **核心变量 2：——理财规模：**2016 年底兴业银行理财规模为 1.38 万亿元，我们分别设置了 2017 年理财规模同比增长-20%、-10%、0、10%、20%五种情景。

压力测试结果显示：

- 1、上述 25 种情景组合下，我们测算理财中收增长率的范围为-64.8%至 6.56%。其中，最好的情况是理财规模同比增 20%同时理财利差只收窄 10 bps，在此情境下，理财中收将继续同比增长 6.56%。最差的情况是理财规模同比下降 20%，同时理财利差大幅收窄 50bps 至 0.49%，在此情景下，理财中收同比下降 64.8%。
- 2、理财监管趋严对营业收入增速的影响为-0.05%-0.01%，对净利润增速的影响为-0.15%至 0.01%。
- 3、我们认为理财规模适度扩张是大概率事件，理财规模增 10%、理财利差收窄 30 个 bps 是相对最合理的组合，在此情况下，理财收入同比下降 26.96%，对营业收入、净利润的影响分别仅为-0.02%和-0.06%，不足 0.1%的负面影响。

表 6：压力测试：理财中间业务收入增长率

压力测试： 理财中收增长率		理财利差				
		-0.10%	-0.20%	-0.30%	-0.40%	-0.50%
理财规模	-20%	-28.96%	-37.92%	-46.88%	-55.84%	-64.80%
	-10%	-20.08%	-30.16%	-40.24%	-50.32%	-60.40%
	0	-11.20%	-22.40%	-33.60%	-44.80%	-56.00%
	10%	-2.32%	-14.64%	-26.96%	-39.28%	-51.60%
	20%	6.56%	-6.88%	-20.32%	-33.76%	-47.20%

资料来源：公司财报、招商证券

表 7：压力测试：营业收入增速

压力测试： 对营业收入增速影响		理财利差				
		-0.10%	-0.20%	-0.30%	-0.40%	-0.50%
理财规模	-20%	-0.02%	-0.03%	-0.04%	-0.04%	-0.05%
	-10%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.04%	-0.05%
	0	-0.01%	-0.02%	-0.03%	-0.04%	-0.04%
	10%	0.00%	-0.01%	-0.02%	-0.03%	-0.04%
	20%	0.01%	-0.01%	-0.02%	-0.03%	-0.04%

资料来源：公司财报、招商证券

表 8: 压力测试: 净利润增速

压力测试: 对净利润增速影响		理财利差				
		-0.10%	-0.20%	-0.30%	-0.40%	-0.50%
理财 规模	-20%	-0.07%	-0.09%	-0.11%	-0.13%	-0.15%
	-10%	-0.05%	-0.07%	-0.09%	-0.11%	-0.14%
	0	-0.03%	-0.05%	-0.08%	-0.10%	-0.13%
	10%	-0.01%	-0.03%	-0.06%	-0.09%	-0.12%
	20%	0.01%	-0.02%	-0.05%	-0.08%	-0.11%

资料来源: 公司财报、招商证券

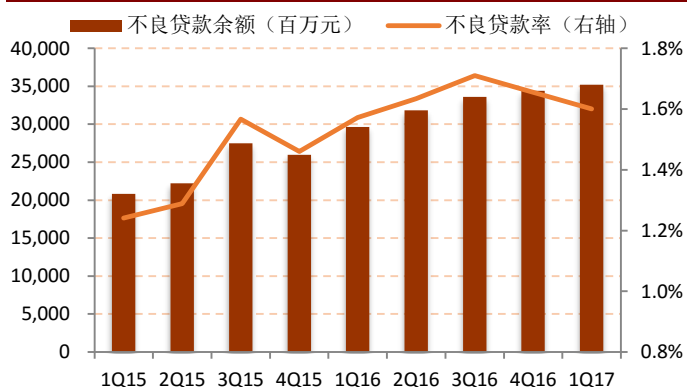
六、资产质量持续改善，反哺利润

截至 1Q17，兴业银行不良贷款率和加回核销不良生成率双降。1Q17 兴业银行不良贷款余额季度环比仅小幅增加 2.2%，不良率延续 4Q16 下降的趋势季度环比继续减少 5bps 至 1.6%。考虑加回核销后，1Q17 兴业银行不良生成率为 64bps，季度环比大幅下降 297bps，同比下降 112bps，不良边际生成情况明显改善。

从 2016 年底的先行指标看，兴业银行未来潜在不良压力下降。截至 2016 年末，兴业银行关注类贷款规模、逾期贷款规模及各自占比均较 1H16 明显下降。截至 2016 年底，兴业银行关注、逾期贷款分别较 1H16 下降 4.7% 和 25.6%，关注贷款率、逾期贷款率也较 1H16 下降 0.3 和 0.9 个百分点至 2.59% 和 2.15%。与此同时，兴业银行不良认定标准显著趋严。截至 2016 年末，兴业银行不良/90 天以上逾期为 127.1%，同比上升 30.8 个百分点，较 1H16 上升 44.9 个百分点。

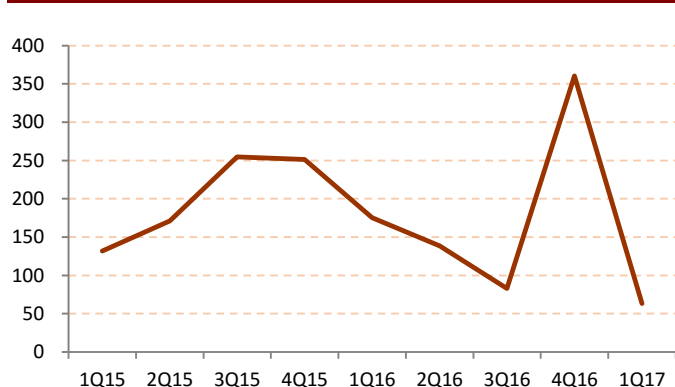
综上，兴业银行资产质量好转的趋势已经十分明显，在此前提下，兴业银行 1Q17 拨备覆盖率季度环比提升 4.6 个百分点至 215.16%，1Q17 信用成本同比下降 27bps 至 0.28%。我们判断随着兴业银行资产质量压力进一步的缓解，拨备下降可继续助其反哺利润。

图 14: 兴业银行不良贷款规模及不良贷款率



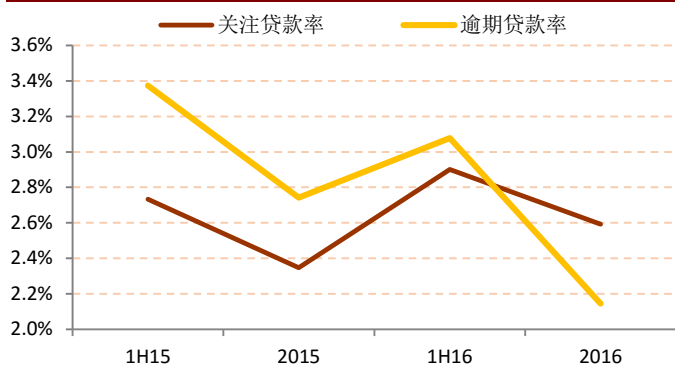
资料来源: 公司财报、招商证券

图 15: 兴业银行加回核销不良生成率 (bps)



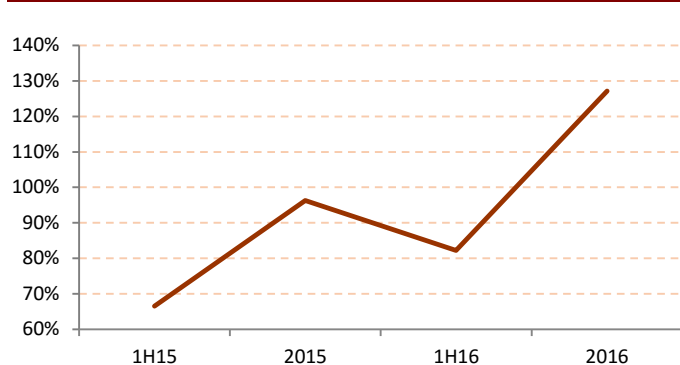
资料来源: 公司财报、招商证券

图 16: 兴业银行关注贷款率及逾期贷款率



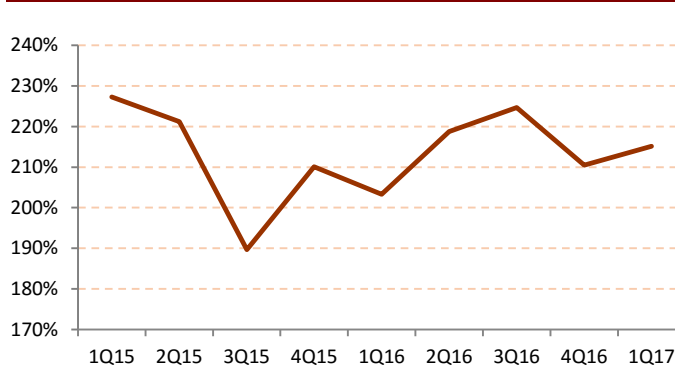
资料来源: 公司财报、招商证券

图 17: 兴业银行不良/90 天以上逾期



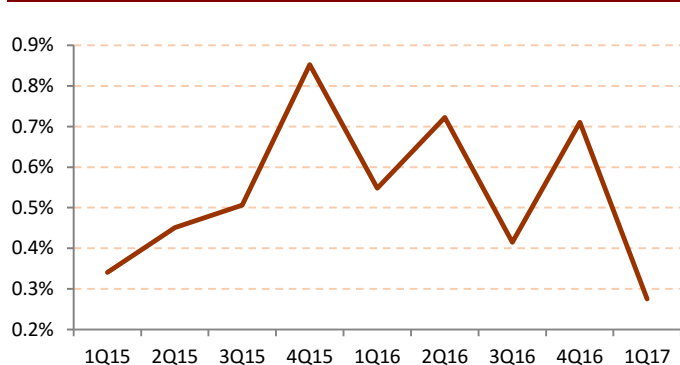
资料来源: 公司财报、招商证券

图 18: 兴业银行拨备覆盖率



资料来源: 公司财报、招商证券

图 19: 兴业银行信用成本



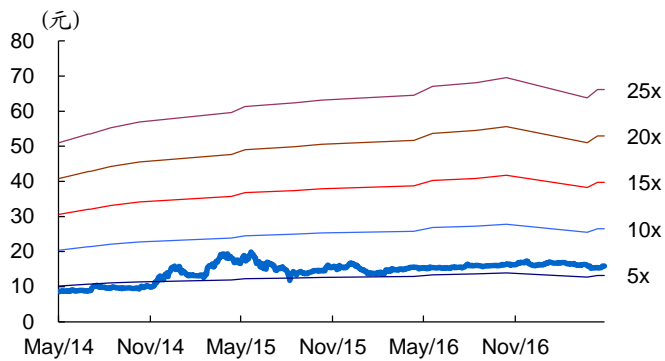
资料来源: 公司财报、招商证券

七、公司观点：基本面反转，性价比凸显

兴业银行基本面已经出现确定性见底反转的趋势，其估值相对板块和领先股份行折价较大，性价比极高，纳入重点推荐组合。兴业银行基本面已经确定性见底反转，净息差、资产质量均已经逐渐步入上升通道，最差的时候显然已经过去。另外，兴业银行前期受金融监管及流动性收紧等担忧，市场对其预期过分悲观，但根据我们上文中的测算，其对兴业的业绩影响并不大。截至 5 月 23 日，兴业银行为 0.84X 17 年 PB，相对板块折价 8.0%，相对领先股份制银行折价 34.0%。站在当前时点，我们认为兴业银行是“基本面确定好转一家，估值起来一家”的典型代表，性价比极高。预计兴业银行估值修复的第一步目标为回升至 1X 17 年 PB，对应绝对收益空间 19.4%。预计 2017/2018/2019 年兴业银行归属于母公司净利润分别为 580/629/694 亿元，同比增 7.7%/8.5%/10.3%，对应 EPS 分别为 2.72/2.96/3.27 元，对应 BVPS 分别为 19.03/21.84/25.22 元。

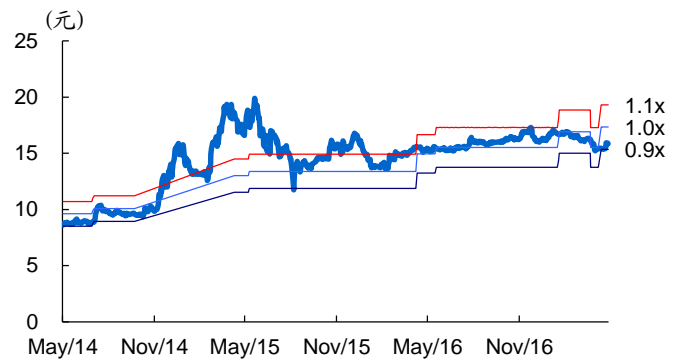
风险提示：宏观经济加速下滑，资产质量恶化超预期

图 20: 兴业银行历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 21: 兴业银行历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 22: 银行板块估值比较表 (2017 年 5 月 23 日)

	代码	收盘价 (当地货币)	A/H溢价	A/H股股本 (亿股)	总市值 (亿元)	P/E (x)		P/B (x)		ROAE (%)		ROAA (%)		股息收益率 (%)	
						17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
A股															
工商银行	601398.SH	5.10	13%	2,696	13,750	6.50	6.27	0.87	0.78	14.1%	13.2%	1.13%	1.08%	4.6%	4.8%
建设银行	601939.SH	6.20	11%	96	595	6.49	6.11	0.90	0.81	14.6%	14.0%	1.10%	1.07%	4.6%	4.9%
中国银行	601988.SH	3.68	8%	2,108	7,756	6.27	5.98	0.75	0.69	12.6%	12.1%	1.01%	1.00%	5.0%	5.2%
中信银行	601998.SH	6.01	40%	341	2,047	7.03	6.79	0.75	0.66	11.4%	10.3%	0.68%	0.62%	3.6%	3.7%
民生银行	600016.SH	7.89	16%	296	2,332	5.75	5.49	0.77	0.68	14.6%	13.2%	0.82%	0.77%	3.5%	3.6%
浦发银行	600000.SH	15.43	-	216	3,336	6.43	6.06	0.86	0.77	14.7%	13.4%	0.91%	0.87%	2.4%	2.6%
兴业银行	601166.SH	15.94	-	208	3,311	5.86	5.39	0.84	0.73	15.8%	14.5%	0.92%	0.90%	4.3%	4.6%
光大银行	601818.SH	3.91	25%	398	1,557	7.19	7.19	0.78	0.72	13.5%	10.6%	0.73%	0.69%	2.2%	2.2%
华夏银行	600015.SH	10.40	-	107	1,111	5.72	5.35	0.76	0.68	14.1%	13.5%	0.84%	0.81%	3.5%	3.7%
平安银行	000001.SZ	8.79	-	172	1,509	6.76	6.60	0.73	0.64	11.5%	10.4%	0.73%	0.66%	1.6%	1.7%
北京银行	601169.SH	8.68	-	152	1,320	8.44	7.46	0.94	0.87	12.8%	12.2%	0.85%	0.83%	2.1%	2.3%
南京银行	601009.SH	10.54	-	61	639	6.96	5.91	1.06	0.96	16.4%	17.1%	0.83%	0.81%	2.1%	2.4%
宁波银行	002142.SZ	17.68	-	39	689	11.38	9.67	1.25	1.08	17.0%	15.2%	0.97%	0.98%	2.1%	1.8%
江苏银行	600919.SH	8.89	-	115	1,026	8.58	8.38	1.12	0.99	15.5%	12.7%	0.69%	0.66%	2.3%	2.5%
上海银行	601229.SH	22.81	-	60	1,370	8.70	7.84	0.99	0.82	12.4%	11.5%	0.84%	0.82%	1.9%	2.1%
杭州银行	600926.SH	21.68	-	26	567	12.71	11.08	1.33	1.18	11.0%	11.3%	0.57%	0.57%	1.1%	1.3%
贵阳银行	601997.SH	15.41	-	23	354	8.30	7.19	1.43	1.20	20.9%	18.3%	1.07%	1.09%	2.0%	2.4%
无锡银行	600908.SH	14.49	-	18	268	26.47	22.99	2.87	2.64	11.2%	12.0%	0.73%	0.72%	1.2%	1.4%
常熟银行	601128.SH	11.42	-	22	254	21.91	19.33	2.48	2.29	11.5%	12.3%	0.83%	0.81%	1.8%	2.0%
江阴银行	002807.SZ	13.07	-	18	231	28.69	26.87	2.52	2.32	9.0%	9.0%	0.71%	0.68%	1.2%	1.3%
吴江银行	603323.SH	15.15	-	11	169	23.08	20.21	1.93	1.75	8.9%	9.1%	0.85%	0.86%	0.8%	1.0%
张家港行	002839.SZ	16.51	-	18	298	35.94	32.90	3.19	3.03	9.5%	9.4%	0.80%	0.79%	0.6%	0.7%
A股板块平均			16%			7.17	6.73	0.91	0.82	13.9%	13.1%	0.96%	0.93%	4.0%	4.2%
H股															
工商银行	1398.HK	5.12	-	868	4,444	5.80	5.61	0.78	0.70	14.1%	13.2%	1.13%	1.08%	5.2%	5.4%
建设银行	0939.HK	6.32	-	2,404	15,194	5.89	5.54	0.82	0.74	14.6%	14.0%	1.10%	1.07%	5.1%	5.4%
中国银行	3988.HK	3.86	-	836	3,228	5.85	5.59	0.70	0.64	12.6%	12.1%	1.01%	1.00%	5.3%	5.6%
中信银行	0998.HK	4.86	-	149	723	5.06	4.89	0.54	0.47	11.4%	10.3%	0.68%	0.62%	4.9%	5.1%
民生银行	1988.HK	7.73	-	69	536	5.01	4.78	0.67	0.59	14.6%	13.2%	0.82%	0.77%	4.0%	4.2%
光大银行	6818.HK	3.56	-	69	245	5.66	5.67	0.61	0.57	13.5%	10.6%	0.73%	0.69%	2.8%	2.8%
H股板块平均						5.88	5.58	0.78	0.71	14.0%	13.4%	1.04%	1.02%	5.1%	5.3%
收盘价日期	2017/5/23														

资料来源: Wind、公司财报、招商证券

附：财务预测表

资产负债表概要						利润表概要					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	52,989	60,859	66,140	74,760	84,162	净利息收入	1,198	1,123	1,127	1,217	1,344
贷款余额	17,794	20,798	24,126	27,745	31,407	手续费净收入	322	366	384	403	423
债券投资	25,970	32,921	33,579	36,937	40,631	营业费用	-463	-424	-403	-435	-470
总负债	49,815	57,315	61,877	69,908	78,598	拨备前利润	1,081	1,147	1,194	1,298	1,442
存款余额	24,839	26,948	30,720	33,792	36,833	计提减值准备	-453	-513	-496	-540	-607
应付债券	4,148	7,140	10,448	13,095	16,535	所得税	-126	-96	-120	-130	-144
股东权益	3,174	3,544	4,263	4,852	5,564	净利润	507	543	585	635	701
盈利能力						资本管理					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
ROAA	1.04%	0.95%	0.92%	0.90%	0.88%	核心资本	2,898	3,259	3,862	4,439	5,135
ROAE	19.3%	17.3%	15.8%	14.5%	13.9%	资本净额	3,835	4,570	5,229	5,862	6,621
贷款收益率	6.00%	4.98%				风险加权资产	34,276	38,027	44,246	51,386	59,814
存款成本率	2.33%	1.70%				风险权重系数	71.3%	68.6%	68.3%	66.1%	34.3%
净息差 (NIM)	2.45%	2.11%	1.81%	1.76%	1.74%	核心资本充足率	8.5%	8.6%	8.7%	8.6%	8.6%
成本收入比(含营业税)	21.6%	23.4%	25.2%	25.1%	24.6%	资本充足率	11.2%	12.0%	11.8%	11.4%	11.1%
成长能力						资产质量					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	6.6%	7.3%	7.8%	8.5%	10.3%	贷款减值准备	546	724	812	898	995
贷款余额	11.3%	16.4%	16.1%	15.2%	13.3%	不良贷款额	260	344	371	397	427
存款余额	9.5%	8.5%	14.0%	10.0%	9.0%	不良贷款率	1.46%	1.65%	1.54%	1.43%	1.36%
净利息收入	25.4%	-6.3%	0.4%	7.9%	10.5%	拨备覆盖率	210%	211%	219%	226%	233%
非利息收入	17.6%	29.6%	5.0%	10.0%	10.0%	拨贷比	3.07%	3.48%	3.37%	3.24%	3.17%
营业费用	19.3%	-8.4%	-5.0%	8.0%	8.0%	信用成本	2.20%	2.40%	2.01%	1.93%	1.93%
营业收入结构						估值分析					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利息占比	77.6%	71.5%	70.6%	70.2%	70.3%	PE	5.87	5.59	5.68	5.23	4.73
手续费收入占比	20.9%	23.3%	24.0%	23.2%	22.1%	PB	1.02	0.91	0.83	0.72	0.62
业务费用占比	-30.0%	-27.0%	-25.2%	-25.1%	-24.6%	P/POPP	6.17	4.45	4.36	3.53	4.58
计提拨备占比	-29.3%	-32.6%	-31.0%	-31.2%	-31.7%	EPS	2.63	2.77	2.72	2.96	3.27
						BVPS	15.10	17.02	19.03	21.84	25.22
						每股股利	0.61	0.67	0.68	0.74	0.82
						股息收益率	3.9%	4.3%	4.4%	4.8%	5.3%

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

何悦，金融行业研究员，曾就职于中泰证券研究所从事银行业研究，对银行业研究有深入认识和较为丰富的经验，南京大学会计学硕士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。