

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

收入端继续改善, 资产调整进度较快

——兴业银行(601166)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2018-08-28)

发布日期: 2018年08月29日

收盘价(元)	15.45
一年内最高/最低(元)	19.98/13.73
沪深300指数	3400.17
市净率(倍)	0.8
总市值(亿元)	3,209.61
流通市值(亿元)	2,943.59

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	19.70
总资产(亿元)	65,632.21
所有者权益(亿元)	4,351.93
净资产收益率(%)	7.95
总股本(亿股)	207.74
H股(亿股)	0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《兴业银行(601166)季报点评: 净息差企稳回升, 资产质量稳定》 2017-10-30

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

事件: 兴业银行发布2018年上半年度报告。18H1, 公司实现营业收入733.85亿元(+7.36%, YoY), 实现归母净利润336.57亿元(+6.51%, YoY); 18H1末, 公司不良贷款率为1.59%, 与17年末持平。

- **净息差同比改善, 收入端延续改善趋势。** 18H1, 公司营业收入同比增速较Q1提升5个百分点至7.4%, 归母净利润同比增速提升1.5个百分点至6.5%。结合16H2以来的数据看, 目前公司收入端呈阶段性拐点向上的态势。三大收入相对表现如下: 其他非息收入表现好于利息净收入, 利息净收入表现好于手续费及佣金收入。其中, 其他非息收入增长较快的主要是: 上半年债券市场表现较好, 投资收益及公允价值变动收益增速较快; 利息净收入改善的主要原因是净息差改善, 17H1, 公司净息差同比提升3bp至1.78%, 而Q1公司净息差同步下降18bp; 手续费及佣金收入方面, 理财、托管、担保承诺等业务收入受监管影响出现较大滑坡, 但银行卡手续费增速较快。
- **资产结构调整进度快于预期, 存款增速有所放缓。** 18H1末, 公司发放贷款及垫款占总资产比重较18Q1末/17年末提升1/2.8个百分点, 投资类资产占总资产比重较18Q1末/17年末下降2.7/2.9个百分点, 其中非标投资较17年末压缩2000亿, 降幅达10.5%。目前, 公司表内非标占总资产比重为26%, 未来该比例预计会下降到20%以下, 按照目前的调整进度, 预计一年内能够调整到位。18H1末, 公司吸收存款余额较17年末增长0.54%, 为上市银行较低水平。公司17年吸收存款余额大增14.55%, 快于股份行平均水平, 18年上半年存款增速放缓可以理解, 预计存款增速下半年会有所改善。
- **公司资产质量好于股份行平均水平, 但边际上出现些许负面变化。** 18H1末, 公司不良贷款率1.59%, 较18Q1末微升0.01个百分点, 与17年末持平, 不良率的上升主要来自于制造业、房地产业与租赁和商业服务业, 其中, 制造业不良率的上升是银行中报普遍存在的现象。前瞻性指标方面, 18H1末, 公司逾期贷款占比与关注类贷款占比分别较17年末上升0.53与0.02个百分点至2.12%与2.33%。从目前公布的银行中报看, 虽然部分银行逾期类贷款占比或关注类贷款占比有所上升, 但两者同时上升的情况比较少见。公司逾期90天以上贷款占比/不良贷款为75.85%, 资产质量真实性较高。拨备方面, 18H1末, 公司拨备覆盖率为209.55%, 较17年末下降2.23个百分点。
- **关注类贷款及逾期贷款占比提升或与重组贷款口径变化有关。**

18H1 兴业银行重组贷款口径发生了调整，新口径下 17 年末重组贷款由 340 亿下降到 70 亿，下降金额为 270 亿元。同时看到，18H1 末，公司关注类贷款增加 60 亿，不良贷款增加 40 亿，逾期贷款增加 180 亿，三者相加为 280 亿，与重组贷款变动规模相当。据此推断，兴业银行逾期贷款占比与关注类贷款占比上升很有可能是存量资产由隐匿到暴露所致，资产质量并没有明显边际恶化。若如此，对其下半年资产质量不必过于担忧。

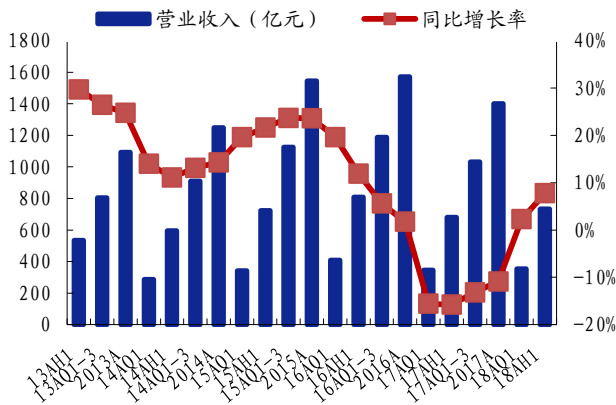
- **投资建议。**公司收入、息差及资产结构调整进度等方面略好于预期，公司是上市银行中市场利率下行的最大受益者，认为兴业银行下半年收入端存在较大改善空间，拨备前利润增速释放空间较大。公司资产质量的负面变化预计与重组贷款口径变化有关，对下半年资产质量不必过于担忧。预计 18-19 年公司 BVPS 为 20.26 与 22.55 元，以 8 月 17 日 15.45 元的收盘价计算，对应 PB 分别为 0.76 与 0.69 倍，公司目前 PB (LF) 为 0.8 倍，低于行业整体水平，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：资产质量大幅恶化，市场利率大幅上升。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	157,060	139,975	156,770	173,562	186,173
增长比率	1.76%	-10.88%	12.00%	10.71%	7.27%
净利润(百万元)	54,327	57,735	62,092	68,157	74,948
增长比率	7.26%	6.27%	7.55%	9.77%	9.96%
EPS(元)	2.83	2.75	2.97	3.26	3.59
市盈率(倍)	5.47	5.61	5.21	4.74	4.30
BVPS(元)	17.02	18.82	20.26	22.55	25.06
市净率(倍)	0.91	0.82	0.76	0.69	0.62

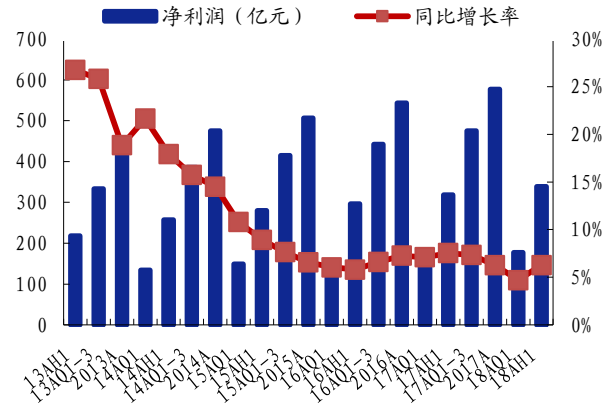
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2013-18 年公司营业收入及增速



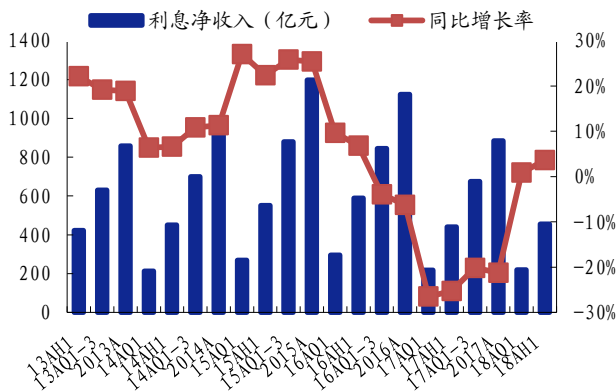
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2013-18 年公司净利润及增速



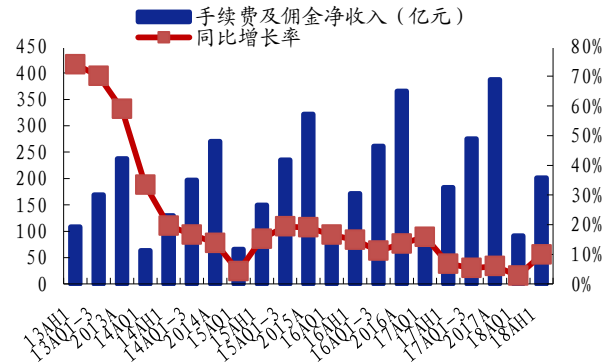
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2013-18 年公司利息净收入及增速



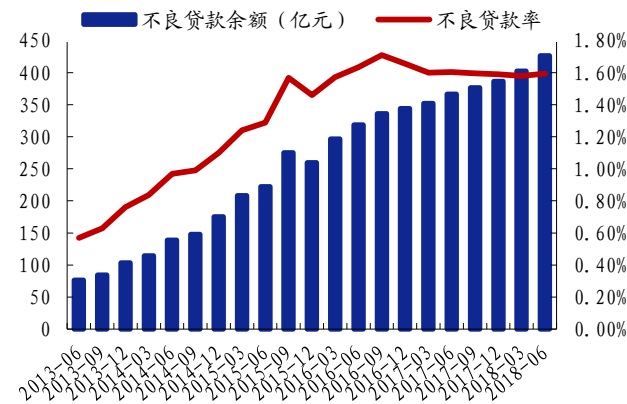
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2013-18 年公司手续费及佣金净收入及增速



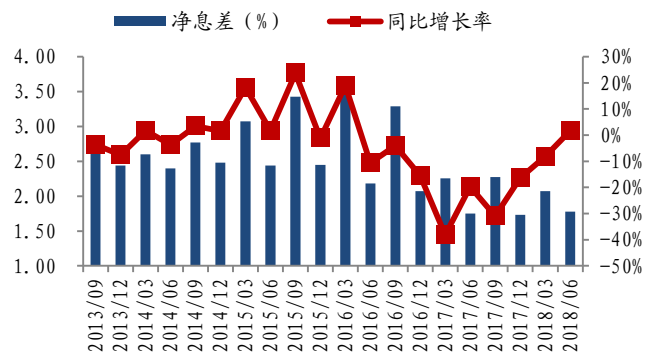
资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2013-18 年公司不良贷款余额及不良贷款率



资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 2013-18 年公司净息差及增速



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放央行	457,654	466,403	488,551	545,842	609,851	EPS (摊薄)	2.83	2.75	2.97	3.26	3.59
同业资产	100,994	201,856	243,523	272,080	303,986	BVPS	17.02	18.82	20.26	22.55	25.06
证券投资	3,292,074	3,117,158	2,698,499	2,235,698	1,711,255	P/E	5.47	5.61	5.21	4.74	4.30
贷款总额	2,079,814	2,430,695	2,894,077	3,388,516	3,967,427	P/B	0.91	0.82	0.76	0.69	0.62
贷款损失准备	72,448	81,864	102,321	133,166	165,133						
贷款净额	2,007,366	2,348,831	2,791,756	3,255,350	3,802,295	盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
生息资产总额	5,930,536	6,216,112	6,324,650	6,442,136	6,592,520	ROAA	0.95%	0.92%	0.97%	1.05%	1.12%
总资产	6,085,895	6,416,842	6,437,210	6,567,808	6,740,417	ROAE	16.18%	14.91%	14.12%	14.05%	13.86%
同业负债	2,018,489	1,863,782	1,919,611	1,645,540	1,351,847	净利差 (SPREAD)	1.86%	1.17%	1.24%	1.36%	1.37%
存款	2,694,751	3,086,893	3,280,350	3,665,026	4,094,811	净息差 (NIM)	2.03%	1.44%	1.52%	1.61%	1.65%
应付债券	713,966	662,958	625,586	565,037	510,349	信贷成本	2.65%	1.56%	1.72%	1.62%	1.41%
付息负债	5,427,206	5,613,633	5,825,547	5,875,603	5,957,008	成本收入比	23.18%	27.24%	26.64%	27.44%	27.90%
总负债	5,731,485	5,994,090	5,974,605	6,053,016	6,168,169	所得税有效税率	15.01%	10.84%	7.74%	7.32%	7.01%
少数股东权益	4,281	5,857	6,052	6,345	6,599						
母公司所有者权益	350,129	416,895	456,552	508,447	565,649	资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	不良贷款率	1.65%	1.59%	1.56%	1.51%	1.49%
利息收入	236,279	252,644	270,331	271,699	280,631	不良贷款净生成率	0.44%	0.19%	0.24%	0.20%	0.21%
利息支出	123,960	164,193	174,627	168,437	171,968	拨备覆盖率	210.51%	211.79%	227.04%	259.67%	279.97%
利息净收入	112,319	88,451	95,704	103,262	108,663	拨备/贷款总额	3.48%	3.37%	3.54%	3.93%	4.16%
手续费净收入	36,552	38,739	43,055	45,876	48,569	资本	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非息收入	8,189	12,459	17,513	24,425	28,941	资本充足率	12.02%	12.19%	12.47%	13.08%	13.85%
营业收入	157,060	139,975	156,770	173,562	186,173	核心资本充足率	8.55%	9.07%	9.49%	10.14%	10.91%
营业费用与税金	42,068	39,105	43,198	49,178	53,610	杠杆倍数	16.92	14.93	13.88	12.72	11.74
资产减值损失	51,276	35,507	45,924	50,845	51,966	业绩增长率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业利润	63,382	64,813	67,259	73,539	80,597	利息净收入	-6.27%	-21.25%	8.20%	7.90%	5.23%
营业外收支净额	543	-60	40	0	0	营业收入	1.76%	-10.88%	12.00%	10.71%	7.27%
利润总额	63,925	64,753	67,299	73,539	80,597	拨备前利润	6.10%	-12.51%	12.82%	9.90%	6.58%
所得税	9,598	7,018	5,207	5,382	5,649	净利润	7.26%	6.27%	7.55%	9.77%	9.96%
净利润	54,327	57,735	62,092	68,157	74,948						
母公司所有者利润	53,850	57,200	61,654	67,776	74,618						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。