

兴业银行 (601166)

证券研究报告
2019年08月28日

受益低于市场利率，盈利增速为何走低？

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	18.27元
目标价格	23.54元

基本数据

A股总股本(百万股)	20,774.19
流通A股股本(百万股)	19,052.34
A股总市值(百万元)	379,544.47
流通A股市值(百万元)	348,086.19
每股净资产(元)	21.97
资产负债率(%)	92.71
一年内最高/最低(元)	20.66/14.50

作者

廖志明 分析师
SAC执业证书编号: S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《兴业银行-季报点评:受益于市场利率低位,业绩反转》 2019-05-04
- 2 《兴业银行-公司点评:营收明显改善,净利增速或是主动压低》 2019-01-18
- 3 《兴业银行-季报点评:息差持续回升,业绩弹性提升明显》 2018-10-28

事件: 8月27日晚间,兴业银行披露1H19业绩:营收899.07亿元, YoY +22.51%; 归母净利润358.79亿元, YoY +6.6%。截至19年6月末,资产规模6.99万亿元,不良贷款率1.56%,拨贷比3.02%。

盈利增速走低,系拨备计提加大

营收增长较快。1H19营收、PPOP及净利润增速为22.51%/25.2%/6.6%,均较1Q19下行。1H19营收增速虽较1Q19的34.8%有所下行,但仍较高,一方面与基数低有关;另外一方面与息差改善以及非息收入明显好转等有关。

1H19盈利增速走低,系拨备计提力度明显加大。1H19计提减值损失291.01亿元,同比增加121.9亿元。其中,1H19计提贷款减值损失243.37亿元,同比增加87.63亿元。年初实施新金融工具会计政策一次性将57.13亿元贷款拨备调整至其他资产减值,提升非标类资产减值水平;另外一方面,不良生成有所上升,不良核销转出达190.7亿元,导致拨贷比较年初有所下降。

受益于市场利率大降,净息差同比大升

资产重组力度大。16年末应收款项类投资(主要是非标投资)规模达2.10万亿,18年末下降至1.39万亿;贷款总额与资产之比例由16年末的34.2%上升至1H19的46.5%,资产结构明显优化。1H19负债端存款占比57.3%。

净息差明显上升。1H19净息差2.00%,同比提升22BP,系受益于市场利率大降。期限3个月的AAA同业存单1H19日均利率2.79%,同比降幅达162BP。1H19负债成本率2.69%,同比下降32BP;而存款成本率2.37%,同比上升29BP,部分抵消了同业负债成本下降之效果。展望下半年,由于资产端收益率走低,而负债成本难降,预计净息差将有所收窄。

资产质量保持较好,拨备较充足

资产质量保持较好。1H19不良贷款率1.56%,较年初下降1BP;关注贷款率1.88%,较年初下降17BP;逾期贷款率2.00%,较年初下降2BP;各类不良指标保持较低水平。**1H19年化不良净生成率1.61%,较18年(1.46%)有所上升,与经济下行走势相吻合。**

拨备较充足。1H19拨贷比3.02%,拨备覆盖率193.5%,拨备较充足。此外,近几年对非标投资等比照贷款管理,广义拨贷比处于较高水平。

投资建议:低市场利率受益者,深耕“商行+投行”

兴业银行同业特色鲜明,17年-18年受市场利率高位等影响较大,业绩承压;但受益于流动性宽松。我们认为,兴业市场化程度较高,耕耘“商行+投行”,未来混业经营大趋势或将使其有估值提升的长逻辑。

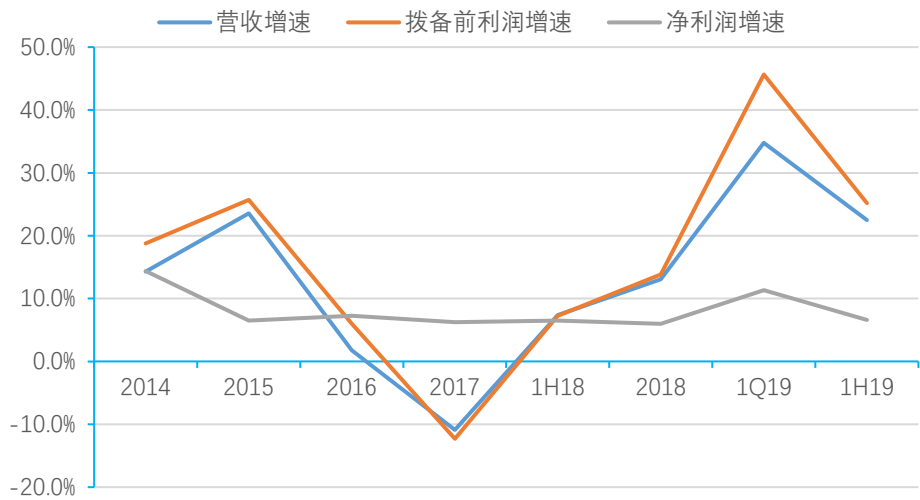
考虑到其加大拨备计提力度,我们将19/20年净利润增速预测由此前的14.1%/15.6%下调至7.6%/12.9%。给予1.0倍19年PB目标估值,对应目标价23.54元/股,维持买入评级。

风险提示:流动性收紧,非标不良风险等。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1400	1583	1873	1984	2131
增长率(%)	(10.9)	13.1	18.3	6.0	7.4
归属母公司股东净利润(亿元)	572	606	652	736	827
增长率(%)	6.2	6.0	7.6	12.9	12.4
每股收益(元)	2.75	2.92	3.14	3.54	3.98
市盈率(P/E)	6.64	6.26	5.82	5.15	4.59
市净率(P/B)	0.97	0.86	0.78	0.68	0.59

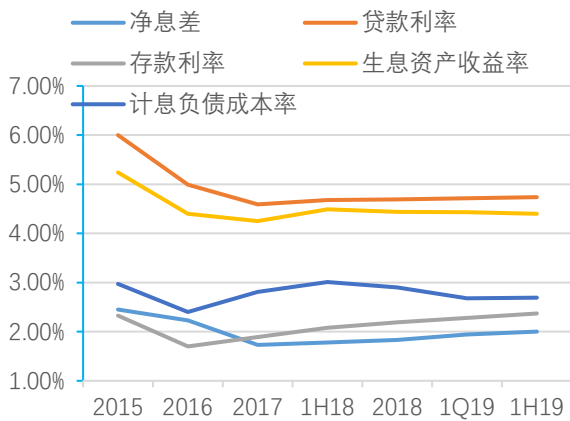
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1: 兴业银行 1H19 净利润增速有所下降



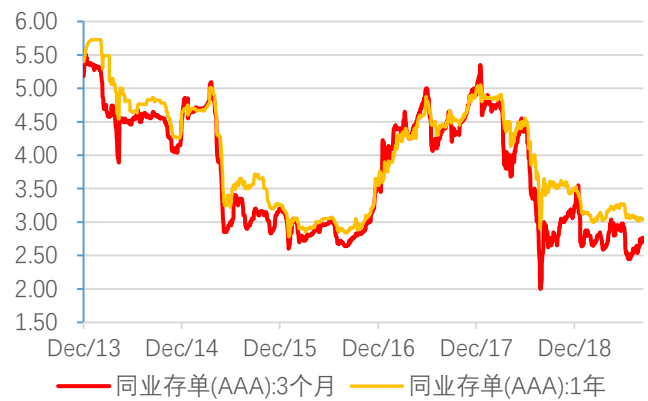
资料来源: 定期财报, 天风证券研究所

图 2: 兴业银行 1H19 净息差同比上升 22BP, 受益于低市场利率



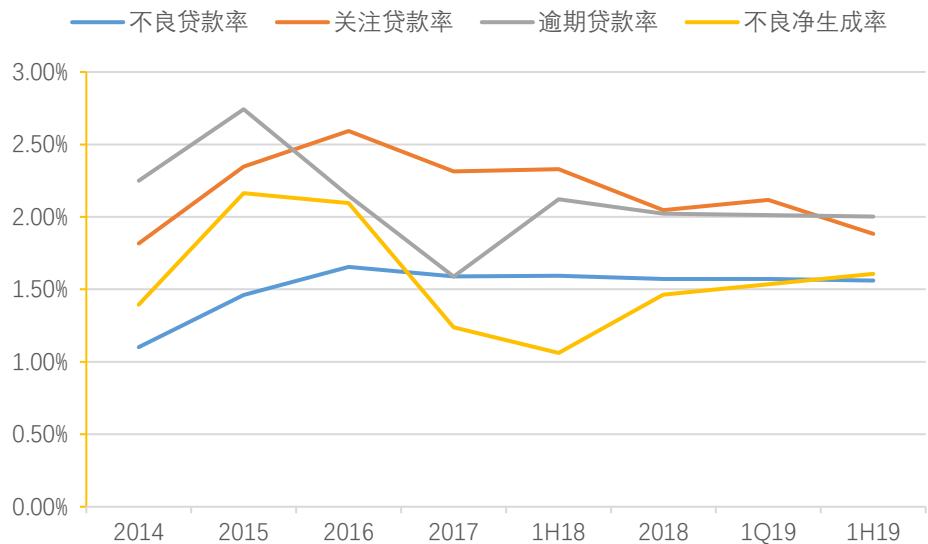
资料来源: 定期财报, 天风证券研究所

图 3: 1H19 同业存单发行利率同比大幅下降 (%)



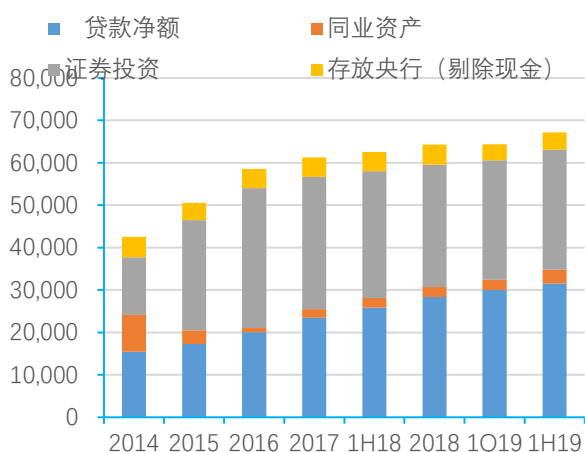
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 兴业银行资产质量保持较好



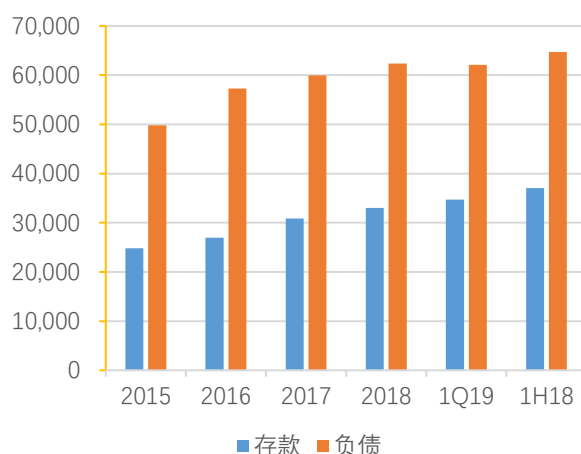
资料来源: 定期财报, 天风证券研究所

图 5：兴业银行资产规模稳健扩张，贷款增长较快（亿元）



资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 6：兴业银行 1H19 存款增长较快（亿元）



资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 1：兴业银行贷款结构变化

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
农、林、牧、渔业	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	0.29%	0.24%	0.21%
制造业	20.71%	18.44%	16.60%	14.92%	13.80%	12.26%	10.84%
建筑业	4.74%	5.04%	4.12%	4.17%	3.69%	3.25%	3.79%
采掘业	3.40%	3.37%	3.76%	3.11%	2.69%	2.03%	1.84%
房地产业	9.67%	11.92%	11.32%	7.90%	6.23%	6.66%	6.95%
交通运输、仓储和邮政业	3.51%	3.56%	3.40%	3.20%	2.87%	2.70%	2.79%
电力、燃气及水的生产和供应企业	3.02%	2.99%	3.02%	2.93%	2.98%	2.66%	2.61%
金融业	0.00%	0.00%	0.00%	0.61%	0.98%	0.73%	0.72%
批发和零售业	15.02%	15.04%	11.54%	9.46%	9.20%	7.66%	7.35%
租赁和商务服务业	6.13%	5.54%	5.09%	6.86%	9.33%	8.98%	9.04%
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)	0.00%	0.00%	0.00%	0.22%	0.13%	0.11%	0.10%
信息传输、计算机服务和软件	0.00%	0.00%	0.00%	0.75%	0.74%	0.62%	0.62%
科研、技术服务和地质勘查业	0.00%	0.00%	0.00%	0.24%	0.19%	0.29%	0.37%
水利、环境和公共设施管理业	3.72%	4.97%	5.20%	5.25%	6.73%	5.91%	6.21%
居民服务和其他服务业	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.11%	0.05%	0.04%
卫生、社会保障和社会服务业	0.38%	0.54%	0.53%	0.58%	0.45%	0.29%	0.36%
文化教育、体育和娱乐业	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.35%	0.25%	0.26%
其它	2.55%	2.63%	2.73%	0.19%	0.23%	0.13%	0.00%
对公贷款	72.86%	74.05%	67.30%	61.13%	60.99%	54.81%	54.10%
个人按揭贷款	13.64%	12.48%	16.76%	24.89%	24.81%	25.54%	25.73%
信用卡	4.45%	4.17%	4.38%	5.30%	7.66%	9.27%	9.44%
消费及经营性贷款	0.00%	0.00%	0.00%	2.37%	1.69%	2.18%	2.39%
其他	7.97%	7.58%	7.62%	3.53%	3.31%	2.76%	2.74%
个人贷款	26.06%	24.23%	28.77%	36.09%	37.47%	39.75%	40.30%
贴现票据	1.08%	1.73%	3.93%	2.79%	1.54%	5.44%	5.60%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 2：兴业银行资产收益率及负债成本率情况

	2015	2016	2017	1H18	2018	1H19
发放贷款	6.00%	4.99%	4.59%	4.68%	4.69%	4.74%
短期贷款	5.87%	5.02%	4.43%	4.57%	4.51%	4.46%
其中：票据贴现	4.20%	3.49%	2.98%	4.21%	4.12%	3.71%
中长期贷款	6.23%	5.07%	4.76%	4.78%	4.87%	5.05%
对公贷款	5.97%	5.06%	4.72%	4.82%	4.82%	4.75%
票据贴现	6.11%	4.82%	4.37%	4.43%	4.48%	
个人贷款						4.72%
债券投资	5.52%	4.54%	4.50%	4.89%	4.80%	4.73%
存放央行	1.51%	1.49%	1.50%	1.53%	1.54%	1.54%
存拆放同业	4.81%	3.73%	3.58%	3.29%	2.91%	2.56%
其他	5.79%	4.60%	4.55%	4.77%	5.22%	5.03%
生息资产	5.24%	4.40%	4.25%	4.49%	4.44%	4.40%
吸收存款	2.33%	1.70%	1.89%	2.08%	2.19%	2.37%
对公活期	0.67%	0.63%	0.68%	0.73%	0.75%	0.89%
个人活期	0.36%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.31%
对公定期	3.22%	2.52%	2.84%	3.11%	3.22%	3.31%
个人定期	3.59%	3.24%	3.45%	3.51%	3.44%	3.79%
发行债券	4.23%	3.31%	3.95%	4.45%	3.99%	3.60%
同业	3.61%	2.92%	3.71%	3.93%	3.66%	2.85%
卖出回购						
其它	3.46%	3.00%	3.11%	4.77%	3.29%	5.03%
计息负债	2.97%	2.40%	2.81%	3.01%	2.90%	2.69%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长					
净利息收入	885	957	1040	1093	1178	净利润增速	6.2%	6.0%	7.6%	12.9%	12.4%
手续费及佣金	387	430	486	534	534	拨备前利润增速	-12.3%	13.8%	23.7%	6.9%	8.7%
其他收入	128	197	347	357	419	税前利润增速	1.3%	5.1%	7.7%	13.0%	12.5%
营业收入	1400	1583	1873	1984	2131	营业收入增速	-10.9%	13.1%	18.3%	6.0%	7.4%
营业税及附加	(10)	(14)	(11)	(12)	(13)	净利息收入增速	-21.3%	8.1%	8.7%	5.1%	7.8%
业务管理费	(381)	(421)	(442)	(455)	(469)	手续费及佣金增速	6.0%	10.9%	13.0%	10.0%	10.0%
拨备前利润	1009	1148	1420	1517	1650	营业费用增速	4.7%	10.3%	5.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(355)	(464)	(682)	(683)	(711)	规模增长					
税前利润	648	681	734	829	933	生息资产增速	4.8%	5.0%	6.7%	10.5%	9.5%
所得税	(70)	(68)	(73)	(83)	(93)	贷款增速	16.9%	20.7%	17.0%	12.0%	10.0%
净利润	572	606	652	736	827	同业资产增速	99.9%	13.5%	0.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	-5.3%	-7.3%	-3.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	24307	29341	34329	38448	42293	其他资产增速	23.3%	-1.2%	39.2%	11.2%	28.3%
同业资产	2019	2291	2291	2405	2525	计息负债增速	4.1%	3.9%	7.5%	9.9%	10.0%
证券投资	31172	28890	28023	30826	33908	存款增速	14.6%	7.0%	10.0%	10.0%	10.0%
生息资产	62106	65227	69584	76867	84175	同业负债增速	-7.7%	-3.6%	0.0%	8.0%	8.0%
非生息资产	2881	2846	3960	4405	5651	股东权益增速	19.3%	11.8%	10.5%	14.0%	13.6%
总资产	64168	67117	72479	80081	88524	存款结构					
客户存款	30869	33035	36339	39972	43970	活期	42.5%	41.7%	41.70%	41.70%	41.70%
其他计息负债	27717	27826	29081	31952	35146	定期	50.8%	51.2%	51.24%	51.24%	51.24%
非计息负债	1355	1529	1835	2202	2643	其他	6.8%	7.1%	7.07%	7.07%	7.07%
总负债	59941	62391	67255	74127	81758	贷款结构					
股东权益	4228	4726	5224	5955	6766	企业贷款(不含贴现)	61.0%	60.4%	60.38%	60.38%	60.38%
每股指标						个人贷款	37.5%	37.2%	37.24%	37.24%	37.24%
每股净利润(元)	2.75	2.92	3.14	3.54	3.98	资产质量					
每股拨备前利润(元)	4.86	5.53	6.83	7.30	7.94	不良贷款率	1.59%	1.57%	1.53%	1.48%	1.38%
每股净资产(元)	18.82	21.18	23.54	27.01	30.91	正常	96.10%	96.07%	97.70%	97.75%	97.80%
每股总资产(元)	308.89	323.08	348.89	385.49	426.13	关注	2.31%	2.35%	2.30%	2.25%	2.20%
P/E	6.64	6.26	5.82	5.15	4.59	次级	0.72%	0.75%			
P/PPOP	3.76	3.31	2.67	2.50	2.30	可疑	0.49%	0.48%			
P/B	0.97	0.86	0.78	0.68	0.59	损失	0.38%	0.35%			
P/A	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04	拨备覆盖率	211.79%	207.28%	203.11%	209.58%	223.35%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.46%	1.50%	1.54%	1.49%	1.46%	资本充足率	12.19%	12.20%	12.08%	12.01%	13.12%
净利差(Spread)	1.44%	1.54%	1.59%	1.62%	1.65%	核心资本充足率	9.07%	9.30%	9.44%	9.60%	10.71%
贷款利率	4.59%	4.69%	4.77%	4.82%	4.87%	资产负债率	93.41%	92.96%	92.79%	92.56%	92.36%
存款利率	1.89%	2.19%	2.22%	2.24%	2.26%	其他数据					
生息资产收益率	4.25%	4.44%	4.54%	4.60%	4.66%	总股本(亿)	207.74	207.74	207.74	207.74	207.74
计息负债成本率	2.81%	2.90%	2.93%	2.95%	2.97%						
盈利能力											
ROAA	0.92%	0.93%	0.95%	0.98%	1.00%						
ROAE	16.00%	14.59%	14.04%	14.02%	13.75%						
拨备前利润率	1.61%	1.75%	2.03%	1.99%	1.96%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com