

兴业银行：高韧性标的，扬帆之年

——兴业银行首次覆盖报告

核心观点

- **高韧性标的：息差韧性高，保障利息净收入。**公司同业负债占比较高，受益于降息带来的同业负债成本降低；公司交易性及可供出售债券占比高，降息将导致其持有的债券价格上涨，卖出后可进一步提升证券投资收益率。此外，作为高收益率资产，兴业贷款占比仍有较大提升空间，这可进一步提高公司资产收益率，增强息差韧性。**亮眼的非息收入将使公司在面临经济下行压力时，具有良好的抗周期能力。**兴业非息收入占比在股份行中排名靠前，RORWA 较高。**中短期，**兴业投行业务领先对手银行，贡献了较多非息收入。利率降低或导致债券发行规模增速提升，兴业债券承销手续费将进一步提高，预计兴业补充资本压力将显著减轻。**长逻辑方面，**随着直接融资规模的不断扩大，预计兴业银行在债券承揽、承做和承销上的先发优势将更加显著，符合直接融资大发展的长期趋势。
- **扬帆之年：严监管对兴业银行经营造成的压力即将出清。**纳入同业存单后，公司同业负债占比经过调降已接近 1/3，继续出清压力不大；2020 年清退非标也将结束，公司为非标计提的拨备已较为充足，预计整体资产质量较稳。公司存量问题出清可期。**兴业过往的同业基因未来仍能够给其带来较大助力。**同业基因的作用在于其在发展过程中积累的千余家中小金融机构客户资源和“互联网+”运营经验，这将有利于其在金融供给侧改革中差异化定位，为中小银行提供综合金融服务。此外，兴业通过中小金融机构和子公司进行综合经营，拓展业务种类，便于提高资产收益率和分散风险。

财务预测与投资建议

- 兴业银行商投一体行带来非息收入快速增长，周期抗性提升，利息业务方面息差韧性较大，在同业中具有比较优势。我们根据 DDM 估值得到公司目标价为 25.47 元，对应估值水平为 2019 年的 7.98 倍 PE，1.08 倍 PB。2019-2021 年预测 EPS 为 3.19、3.42、3.84 元，BVPS 为 23.60、26.09、28.95 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 经济下行导致贷款风险增加；非标出清不顺利。

| 公司主要财务信息 | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入(百万元) | 139,975 | 158,287 | 183,054 | 200,051 | 220,930 |
| 同比增长(%) | -10.9% | 13.1% | 15.6% | 9.3% | 10.4% |
| 营业利润(百万元) | 64,813 | 67,914 | 74,174 | 79,368 | 89,218 |
| 同比增长(%) | 2.3% | 4.8% | 9.2% | 7.0% | 12.4% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 57,200 | 60,620 | 66,325 | 70,959 | 79,747 |
| 同比增长(%) | 6.2% | 6.0% | 9.4% | 7.0% | 12.4% |
| 每股收益(元) | 2.75 | 2.92 | 3.19 | 3.42 | 3.84 |
| 总资产收益率(%) | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 净资产收益率(%) | 15.4% | 14.3% | 14.4% | 13.7% | 14.1% |
| 市盈率 | 7.26 | 6.85 | 6.26 | 5.85 | 5.20 |
| 市净率 | 1.06 | 0.94 | 0.85 | 0.77 | 0.69 |
| P/POP | 4.14 | 3.63 | 3.12 | 2.86 | 2.59 |

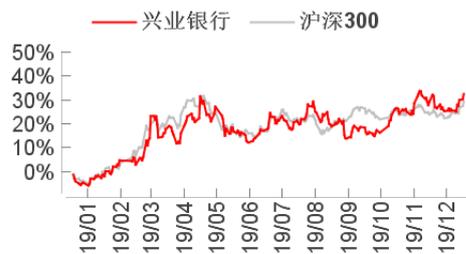
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

| | |
|-----------------|---------------------|
| 股价(2019年12月17日) | 19.98元 |
| 目标价格 | 25.47元 |
| 52周最高价/最低价 | 20.6/14.74元 |
| 总股本/流通A股(万股) | 2,077,419/1,905,234 |
| A股市值(百万元) | 415,068 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 银行 |
| 报告发布日期 | 2019年12月18日 |

| 股价表现 | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 绝对表现 | 5.94 | 2.62 | 13.78 | 25.98 |
| 相对表现 | 2.31 | -1.63 | 9.91 | -1.88 |
| 沪深300 | 3.63 | 4.25 | 3.87 | 27.86 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 张静娴
021-63325888-4311
zhangjingxian@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

| | |
|---|----|
| 1. 综合经营，非息亮眼..... | 5 |
| 1.1. 公司概况：综合性金融集团，非息收入稳步提升..... | 5 |
| 1.2. 经营概况：集团化协同效应突出，子公司实力强劲..... | 5 |
| 1.3. 股权治理：国有背景、高股权集中度，风险兜底能力强..... | 7 |
| 2. 高韧性标的：抵御经济下行及降息的比较优势..... | 8 |
| 2.1. 息差韧性保障利息净收入..... | 8 |
| 2.1.1. 负债端：同业负债占比高，降息环境下负债成本显著降低..... | 8 |
| 2.1.2. 资产端：证券投资收益率具有比较优势，贷款占比提升提振整体资产收益率..... | 9 |
| 2.2. 亮眼非息提升周期抗性..... | 11 |
| 2.2.1. 手续费及佣金收入占比持续提升，投行业务长期受益于直接融资发展..... | 12 |
| 2.2.2. 投资净收益股份行第一，投资管理能力强..... | 14 |
| 2.2.3. 商投一体、综合经营，轻型高效合趋势..... | 15 |
| 2.3. 风险无忧，资产质量预计仍稳定..... | 18 |
| 3. 扬帆之年：出清可期，老枝新芽..... | 20 |
| 3.1. 严监管带来的负面影响即将调整到位..... | 20 |
| 3.2. 同业基因仍可带来助力..... | 21 |
| 4. 盈利预测与投资建议..... | 23 |
| 4.1. 盈利预测..... | 23 |
| 4.2. 投资建议..... | 25 |
| 4.2.1. 绝对估值..... | 25 |
| 4.2.2. 辅以相对估值参考..... | 27 |
| 5. 风险提示..... | 27 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 2019Q3 兴业非息收入占比在上市银行中第三 | 5 |
| 图 2: 2019 年兴业银行非息收入占比超出股份行平均水平 | 5 |
| 图 3: 陆港通持股市值增长带动兴业银行股价提升 | 7 |
| 图 4: 兴业银行同业负债付息率（左）降幅（右）较大 | 8 |
| 图 5: 自 2011 年股份行平均值高出兴业的同业负债付息率水平（差值） | 8 |
| 图 6: 2019 年下半年 Shibor（%）保持高位水平 | 9 |
| 图 7: 自 2015 年兴业银行同业负债占生息资产比中连年下降 | 9 |
| 图 8: 2019 年逆回购数量及利率（%，右） | 9 |
| 图 9: 自 2018 年 11 月 MLF 投放值及 MLF 利率（%，右） | 9 |
| 图 10: 兴业银行债券投资/生息资产比重提升较快 | 10 |
| 图 11: 兴业银行证券投资收益率高出同业整体水平 | 10 |
| 图 12: 2019 年 8 月以后 LPR（%）利率走低 | 10 |
| 图 13: 兴业非息收入占比在上市银行中排名攀升较快 | 11 |
| 图 14: 2019 年前三季度各非息收入占比 | 12 |
| 图 15: 2018 年前三季度各非息收入占比 | 12 |
| 图 16: 2019H1 兴业手续费收入占比超过股份行平均水平 | 12 |
| 图 17: 兴业银行银行卡手续费收入及占比均较快提升 | 12 |
| 图 18: 股份行 2019H1 银行卡手续费收入及信用卡数 | 13 |
| 图 19: 股份行 2019H1 银行卡手续费收入及交易金额 | 13 |
| 图 20: 兴业银行在股份行中投行业务佣金收入占显著优势(单位:亿元) | 13 |
| 图 21: 自 2010 年兴业银行投资净收入占比整体提升较快 | 14 |
| 图 22: 2019Q3 兴业位列股份行投资收入第一(单位:亿元) | 14 |
| 图 23: 股份行投资净收益(单位:亿元)及四年复合增长率 | 14 |
| 图 24: 兴业银行 RORWA 显著高于同业 | 15 |
| 图 25: 截止至 2019 年 Q3 兴业银行 NAFMII 债券总承销规模位居第一(单位:亿元) | 16 |
| 图 26: 截止至 2019 年 Q3 兴业银行 NAFMII 债券总承销规模位居第一(单位:亿元) | 16 |
| 图 27: 兴业基金资产规模稳定(单位:亿元) | 17 |
| 图 28: 兴业托管资产规模逐年递增(单位:亿元) | 17 |
| 图 29: 2019H1 兴业在股份行托管资产规模靠前(单位:亿元) | 17 |
| 图 30: 兴业银行对公贷款行业分布 | 18 |
| 图 31: 兴业银行各行业对公贷款不良率（%） | 18 |
| 图 32: 兴业银行零售贷款类型分布 | 19 |
| 图 33: 兴业银行零售贷款不良率（%） | 19 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 34：兴业银行不良率仍呈改善趋势，且低于股份行平均水平 | 19 |
| 图 35：兴业银行不良生成率总体低于股份行平均水平 | 20 |
| 图 36：兴业银行拨备覆盖率总体高于股份行平均水平 | 20 |
| 图 37：兴业银行 MPA 同业负债占比已低于 1/3 | 20 |
| 图 38：兴业银行部门结构调整调整为单独划分同业业务部门 | 21 |
| 图 39：银银平台拉动兴业同业业务规模 | 22 |
| 图 40：“钱大掌柜”——互联网现金管理“神器” | 23 |
| | |
| 表 1：兴业银行参控股公司业绩良好，资金雄厚 | 6 |
| 表 2：兴业银行是持有金融牌照最全面的银行之一 | 6 |
| 表 3：截至 2019Q3 兴业银行十大股东 | 7 |
| 表 4：业务分类及资产质量核心假设 | 24 |
| 表 5：收入分类预测表（金额：百万元） | 24 |
| 表 6：DDM 估值结果 | 25 |
| 表 7：DDM 估值参数假设 | 26 |
| 表 8：公司经营假设 | 26 |
| 表 9：DDM 估值公司价值分布 | 26 |
| 表 10：目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试 | 27 |
| 表 11：同业一致预测情况 | 27 |

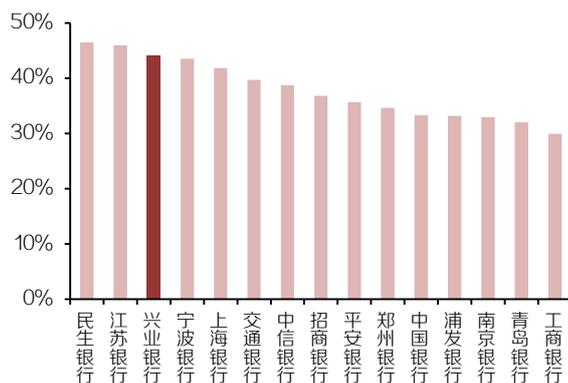
1. 综合经营，非息亮眼

1.1. 公司概况：综合性金融集团，非息收入稳步提升

公司基本信息及经营概况：（1）兴业银行成立于 1988 年，2007 年在上海证券交易所上市。（2）规模情况：截至 2019 年三季度报告，兴业银行总资产达到 69821.00 亿元，贷款和垫款总额 33866.43 亿元，客户存款总额 37530.99 亿元（含应计利息），净资产规模 5386.77 亿元。（3）资产质量：兴业银行 2019 年三季度不良贷款率 1.55%，不良贷款拨备覆盖率 197.87%，拨贷比 3.07%。各类拨备计提充足，风险抵御能力良好。（4）资本情况：截至 2019 年三季度报告，公司核心一级资本充足率 9.45%，一级资本充足率 10.57%，资本充足率 13.43%，高于监管要求的 7.5%、8.5% 和 10.5%，资本较为充足。（5）利润情况：截至甚至 2019Q3 兴业银行营业收入 1366.06 亿元，同比增长 19.18%，归母净利润 549.10 亿元，同比增长 8.52%，盈利状况良好。

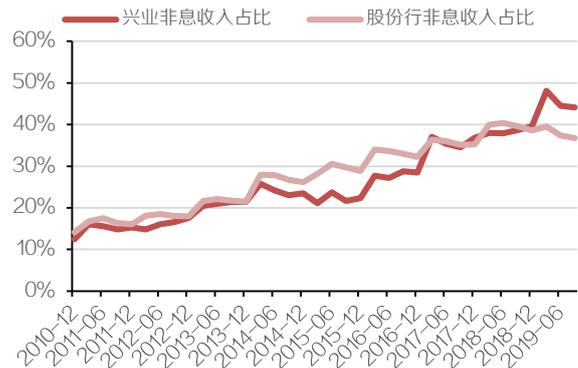
与同业相比，兴业银行 2019 年前三季度非息收入占比在国内银行中排行第三，转型驶入快车道：近年来随着银行业改革不断深化，银行业竞争日趋激烈，存贷款利差不断收窄，非息收入将是银行业突围的一个重要手段。兴业银行从“同业之王”逐渐转型为“投行化”银行，推进非利息收入业务，从而增厚营业收入。2015 年 Q3 以来，非息收入占比年平均增速达 19.47%，据 2018 年报，兴业非息收入占比首次超过股份行非息收入占比均值，转型效果初显。**截止至 2019 前三季度，兴业银行非息收入 603.05 亿元，在营业收入中占比 44.15%，非息收入贡献自 2019 年一季度维持在高水平。**

图 1：2019Q3 兴业非息收入占比在上市银行中第三



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2019 年兴业银行非息收入占比超出股份行平均水平



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2. 经营概况：集团化协同效应突出，子公司实力强劲

目标瞄准首屈一指的综合金融服务商，兴业银行坚持走多市场、综合化发展道路。自 1993 年成立兴业期货，兴业银行在多样化经营的方向上不断尝试，并取得了亮眼的业绩。截止至 2019 年第三季度，兴业银行已成长成银行为主体，涵盖金融租赁、信托、基金、期货、资产管理、消费金融、数字金融、研究咨询在内的现代综合金融服务集团。

兴业银行主要子公司经营状况良好，资金雄厚。兴业子公司包括兴业金融租赁、兴业国际信托、兴业基金管理、兴业消费金融。截止至 2019 年上半年，兴业金融租赁资产总额达 1166.24 亿元；兴业国际信托资产规模 355.82 亿元；兴业基金管理总资产 32.68 亿元；兴业消费金融总资产 309.79 亿元，主要业务指标稳步跻身行业第一梯队。兴业银行布局进一步完善各子公司联动机制，“大资管”为“大投行”和“大财富”输血，在集团和间优化产品和资金配置，形成综合经营优势，提升集团的整体效益。

表 1：兴业银行参控股公司业绩良好，资金雄厚

| 序号 | 被参控股公司 | 营业收入(单位: 亿元) | 净利润(单位: 亿元) | 总资产(单位: 亿元) |
|----|--------------------|--------------|-------------|-------------|
| 1 | 兴业金融租赁有限责任公司 | 12.96 | 7.61 | 1166.24 |
| 2 | 兴业国际信托有限公司 | 18.78 | 4.50 | 355.82 |
| 3 | 兴业国信资产管理有限公司 | NA | NA | NA |
| 4 | 兴业资产管理有限公司 | 1.14 | 0.43 | 143.54 |
| 5 | 兴业消费金融股份公司 | 20.88 | 4.42 | 309.79 |
| 6 | 兴业基金管理有限公司 | 3.96 | 1.64 | 32.68 |
| 7 | 兴业财富资产管理有限公司 | NA | NA | NA |
| 8 | 兴业期货有限公司 | NA | NA | 45.84 |
| 9 | 兴业数字金融服务(上海)股份有限公司 | NA | NA | 3.74 |
| 10 | 兴业经济研究咨询股份有限公司 | NA | NA | NA |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

兴业银行是国内最全面持有金融牌照的银行之一。不同于其他股份行依托于自身集团持有金融牌照，兴业银行直接或间接持有基金、租赁、保险、期货、资产管理、消费金融等多项金融牌照，各子公司与兴业银行在资源、业务上相辅相成、互相促进，形成了以兴业银行为中心，各子公司为分支的综合性金融集团。

表 2：兴业银行是持有金融牌照最全面的银行之一

| 名称 | 基金 | 租赁 | 保险 | 期货 | 信托 | 券商 | 资产管理 | 消费金融 |
|------|----|----|----|----|----|----|------|------|
| 兴业银行 | √ | √ | √ | √ | √ | ○ | √ | √ |
| 招商银行 | √ | √ | √ | ○ | ○ | ○ | ○ | √ |
| 光大银行 | ○ | √ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | |
| 中信银行 | ○ | √ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 平安银行 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 浦发银行 | √ | √ | | | √ | √ | √ | |
| 民生银行 | √ | √ | | √ | | √ | √ | |
| 华夏银行 | √ | | | | | | | |

注：√意为银行持有，○意为集团持有

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3. 股权治理：国有背景、高股权集中度，风险兜底能力强

兴业银行股权集中度较高，大股东基本为国有法人，一致行动力强、风险兜底能力强。截止至2019Q3，兴业银行第一大股东福建省财政厅持股 18.03%，占有较大优势。第二大股东为中国人民保险集团，通过中国人民财产保险公司、中国人民人寿保险公司合并持股 10.70%。公司股权集中于国家机关及国有法人，持股总占比 41.05%。

表 3：截至 2019Q3 兴业银行十大股东

| 排名 | 股东名称 | 占总股本比例(%) | 股本性质 |
|----|--------------------------|--------------|---------|
| 1 | 福建省财政厅 | 18.78 | 国家机关 |
| 2 | 中国烟草总公司 | 5.34 | 国有法人 |
| 3 | 中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品 | 4.56 | 国有法人 |
| 4 | 中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红 | 3.86 | 国有法人 |
| 5 | 梧桐树投资平台有限责任公司 | 3.23 | 国有法人 |
| 6 | 中国证券金融股份有限公司 | 3.00 | 国有法人 |
| 7 | 华夏人寿保险股份有限公司-自有资金 | 2.74 | 境内非国有法人 |
| 8 | 阳光控股有限公司 | 2.39 | 境内非国有法人 |
| 9 | 中国人民人寿保险股份有限公司-万能-个险万能 | 2.28 | 国有法人 |
| 10 | 香港中央结算有限公司(陆股通) | 2.28 | 境外法人 |
| | 合计 | 48.46 | |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

近三年外资持股比例呈上升趋势，特别是自 2018 年下半年陆股通持股市值快速增长：一方面说明外资看好于兴业银行未来发展前景，另一方面，外商资本的注入也将兴业银行提升资本实力，抗风险能力和盈利能力，同时有助于引进先进的管理制度，提升运营效率。

图 3：陆股通持股市值增长带动兴业银行股价提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

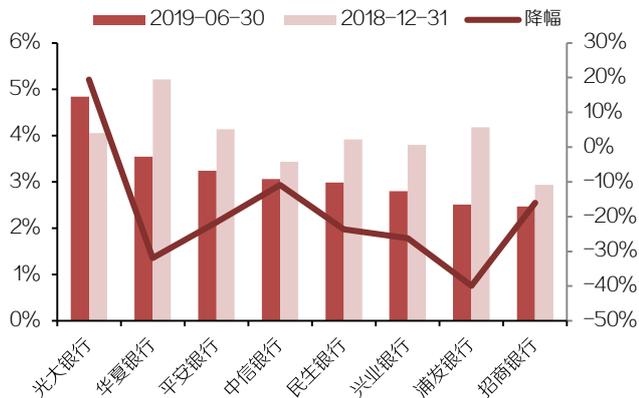
2. 高韧性标的：抵御经济下行及降息的比较优势

2.1. 息差韧性保障利息净收入

2.1.1. 负债端：同业负债占比高，降息环境下负债成本显著降低

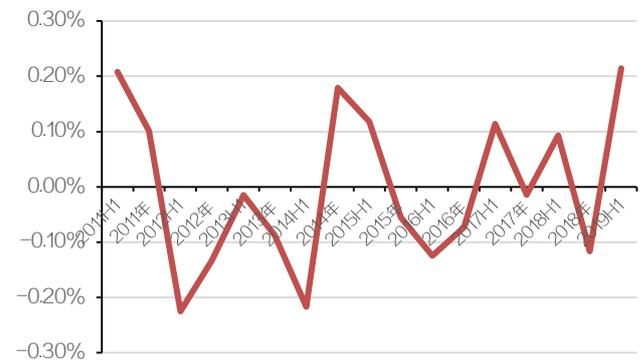
2019年上半年,兴业银行同业负债付息率在股份行中处于较低水平,且相比与同业降幅较大,同业负债压力显著减轻。2019年H1,兴业银行同业付息率仅为2.80%,相比于2018年末降幅达26.20%,降幅仅次于浦发和招商银行,同业负债成本下降幅度较大。通过比对2011年以来股份行平均同业付息率高出兴业银行同业付息率的水平可以看出,2019年H1,兴业银行同业付息率相比与同业降幅较大。近五年,兴业银行同业付息率优势并不突出,在同业负债基数较大的前提下,兴业承担着较大的同业负债成本压力。本次兴业同业付息率大幅降低,自2011年来首次低于同业平均水平20bps以上,有效缓解了负债端的压力。

图 4：兴业银行同业负债付息率（左）降幅（右）较大



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：自 2011 年股份行平均值高出兴业的同业负债付息率水平（差值）

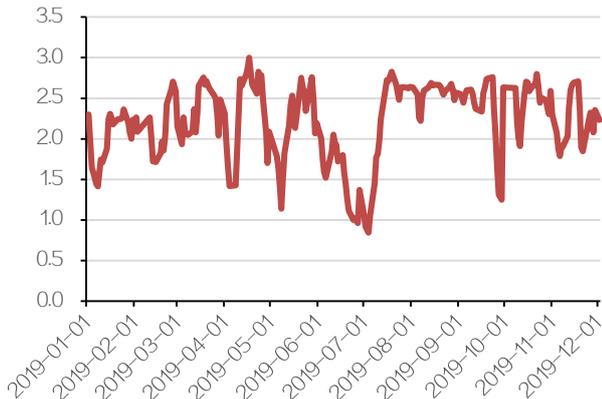


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2019年下半年以来 Shibor 仍保持高位，而其中几次大规模下调皆因央行逆回购及下调 MLF 利率操作。今年 9 月，央行在国务院指示下开始全面降准，同时进一步完善利率的传导机制。虽然近期大幅降息的可能性不大，但预期央行的一系列货币政策操作可看作是长期“降息”周期的信号。

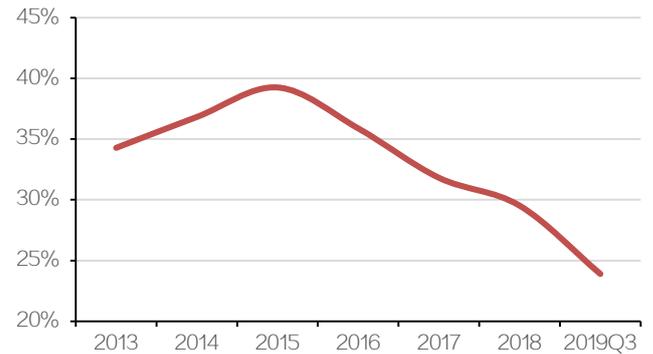
自 2015 年，兴业银行同业负债比连年下降，但是由于其同业负债基础庞大，其同业负债比在股份行中仍稳居第一。同业负债一般为中短期负债，降息后轮动较快，兴业银行付息成本快速降低，净息差边际改善的动力增强。在央行降息大环境下，看好兴业银行负债端的比较优势。

图 6：2019 年下半年 Shibor（%）保持高位水平



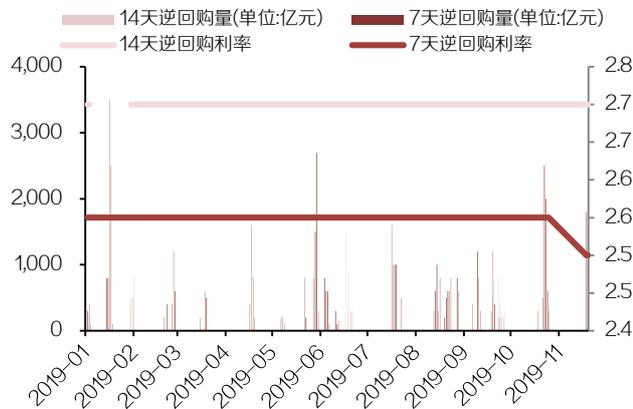
数据来源：全国银行间同业拆借中心，东方证券研究所

图 7：自 2015 年兴业银行同业负债占生息资产比中连年下降



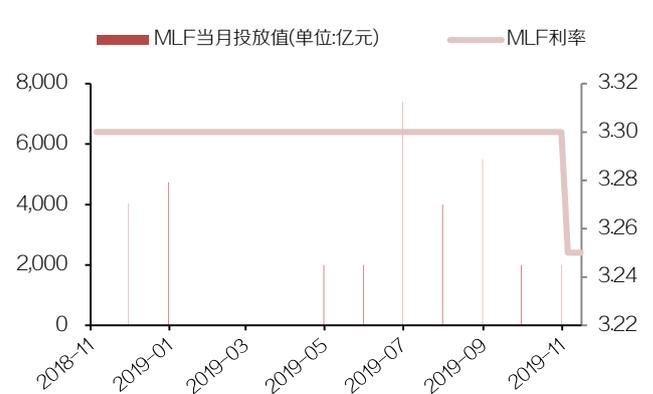
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：2019 年逆回购数量及利率（%，右）



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

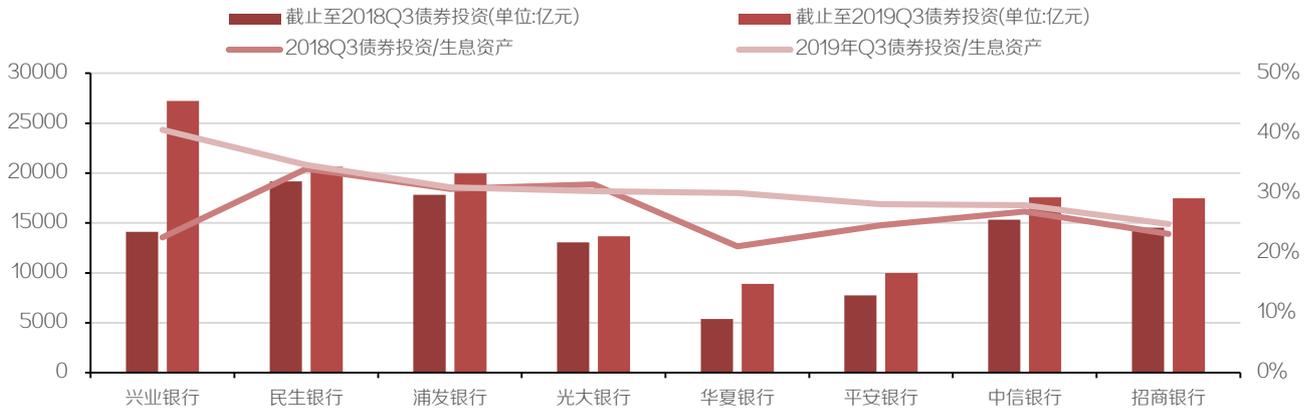
图 9：自 2018 年 11 月 MLF 投放值及 MLF 利率（%，右）



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

2.1.2. 资产端：证券投资收益率具有比较优势，贷款占比提升提振整体资产收益率

相比于其他股份行，兴业银行的债券投资规模、债券投资占生息资产比重都有大幅提升。截止至 2019 年前三季度，兴业银行资产端债券投资达 27235.69 亿元，较去年同期增加 13126.93 亿元，债券投资占生息资产 40.54%，较去年同期提升 17.96 个百分点，这主要是由于债市向好带来的金融资产的投资收益增加和会计政策变动。

图 10：兴业银行债券投资/生息资产比重提升较快


数据来源：公司公告，东方证券研究所

兴业银行历史的证券投资收益率一直高于股份行平均水平，其证券投资能力具有比较优势，投资收益占比的提升将拉动其整体资产收益率提升。今年 8 月以来 LPR 利率接连小幅度下调，市场预期降息仍将持续，面对可能到来的、统一的降息大环境，证券投资能力在银行之间的分化将愈发显现，兴业银行的证券投资能力将使其保持一定的比较优势。

兴业银行贷款占生息资产的比重在所有 A 股上市股份行中最低，2019 年三季度报仅有 49.0%，较股份行平均值 57.5%尚具有较大提升空间，预计贷款占比提升带来的资产收益率上升空间较大。当前，人民币贷款仍是社融的主要支撑，银行保持较快速度扩表在宽货币、宽财政的大背景下仍可期，预计全行业贷款占比仍将提升。由于贷款收益率高于其他资产，贷款占比的提升预计将提振整体资产收益率。

图 11：兴业银行证券投资收益率高出同业整体水平


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：2019 年 8 月以后 LPR (%) 利率走低

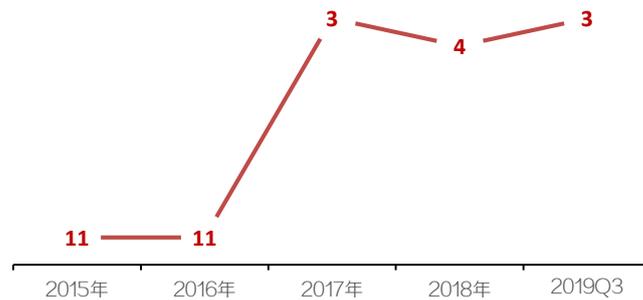

数据来源：全国银行间同业拆借中心，东方证券研究所

2.2. 亮眼非息提升周期抗性

银行的周期性波动主要来源于受利率变动和经济周期影响的利息收入，这部分收入具有不稳定的周期性特征，且需要承担天然的坏账风险。而非利息收入相对更稳定、风险小、利润率更高，可以增强银行的风险抵抗能力。因此，受经济下行压力和金融政策改革影响，各银行逐步加大对于非息收入业务的重视和投入。

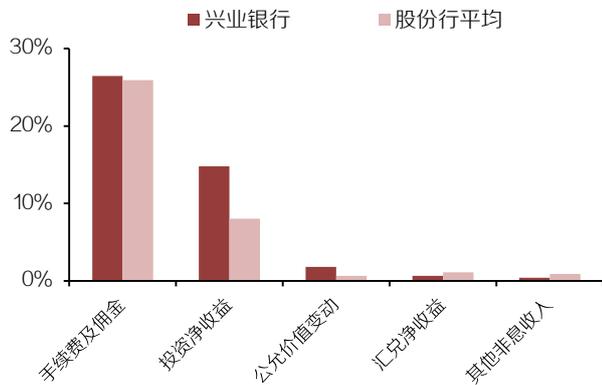
2019 年前三季度商业银行业非利息收入占比总体保持增长趋势，A 股 32 家上市银行中，有 22 家上市银行非息收入占比同比提升，其中兴业银行非息收入业务表现出色。根据 2015 年-2019 年前三季度兴业在各上市银行非息收入表现可以看出，兴业银行对于非息收入业务的重视早在 2017 年提出“商业银行+投资银行”经营战略时就有所体现。

图 13：兴业非息收入占比在上市银行中排名攀升较快

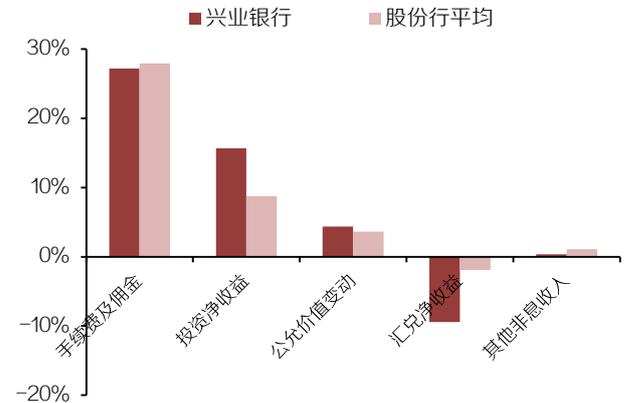


数据来源：公司公告，东方证券研究所

将非息收入拆分之后发现，兴业银行非息收入主要来源于手续费及佣金和投资收益，而这两项收入业务均优于同业平均水平。截止至 2019 年 Q3，兴业银行手续费及佣金收入 361.42 亿元，占比 26.5%，高出股份行平均手续费及佣金收入占比 54bps，投资净收益 201.75 亿元，占比 14.8%，高出股份行平均投资收益占比 6.74%。

图 14：2019 年前三季度各非息收入占比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：2018 年前三季度各非息收入占比


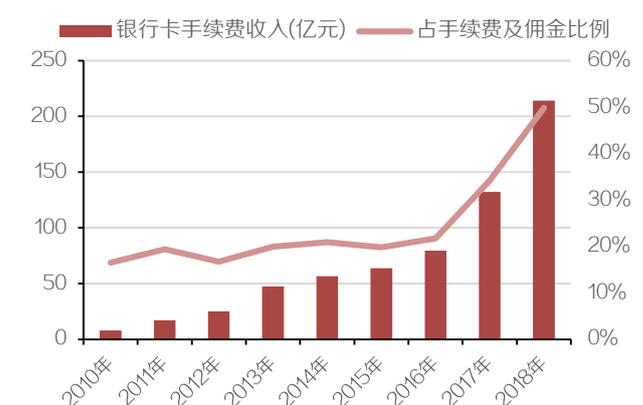
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.1. 手续费及佣金收入占比持续提升，投行业务长期受益于直接融资发展

兴业银行手续费及佣金业务迎头赶上归功于兴业银行卡手续费收入快速提升：截止至 2019 年 H1，兴业银行手续费收入占比逆势而上，超过股份行手续费收入平均占比。在各项手续费收入中，银行卡手续费收入占比不断攀升，主要归功于兴业大力推行“织网工程”，培养居民的消费用卡习惯，并联动 ApplePay、“云闪付”等各类移动支付产品，是的兴业银行的银行卡支付结算及信用卡等业务快速发展。

图 16：2019H1 兴业手续费收入占比超过股份行平均水平


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：兴业银行银行卡手续费收入及占比均较快提升


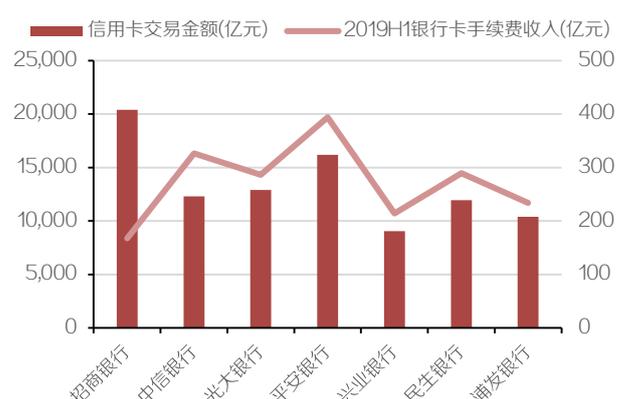
数据来源：公司公告，东方证券研究所

值得注意的是，通过对比各股份行银行卡业务的各项指标及财务数据可以看出，兴业银行的银行卡业务发展空间较大。截止至 2019H1，兴业银行卡手续费收入仅为 214.08 亿元，而股份行中手续费业务收入排行前三的平安银行、中信银行和民生银行该项业务收入分别为 393.62、326.56 和 289.46 亿元。此外，兴业银行累计发放信用卡 4724.03 万张，较招商银行的 9061.04 万张，中

信银行的 7439.80 万张，和光大银行的 6686.33 万张还有较大差距。信用卡发放总数的弱势也影响了兴业信用卡交易金额的总体水平，随着零售业务竞争加剧，薄弱的零售基础将给银行卡手续费佣金收入增长带来压力。

图 18：股份行 2019H1 银行卡手续费收入及信用卡数

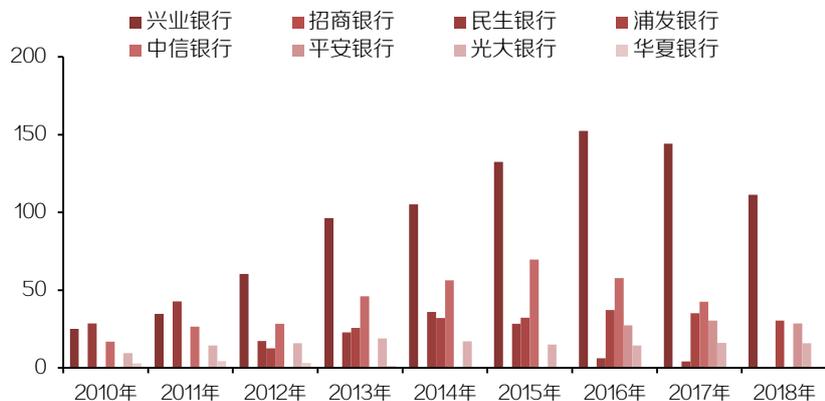

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：股份行 2019H1 银行卡手续费收入及交易金额


数据来源：公司公告，东方证券研究所

看好投行业务佣金收入作为兴业银行手续费及佣金收入的重要支柱，将长期受益于直接融资的大发展。2018 年，兴业银行投行业务佣金收入达 111.24 亿元，位列股份行中位列第一，在国内上市银行中仅次于工商银行的 240.02 亿元。归功于兴业银行“商行+投行”战略及“差异化产品+特色化服务+专业咨询顾问”思路，兴业银行的代客投资业务一直是明星业务之一。通过比对股份银行的投行业务佣金收入可以看出，兴业银行该项业务具有压倒性优势。

投行业务作为兴业的特色的业务，主要面向机构客户，提供专业性综合咨询服务。2015 年成立的兴业经济研究咨询公司在宏观研究、行业研究、策略研究积累的专业能力更是与兴业银行咨询顾问业务相互联动，相辅相成，提升兴业银行投行业务的品牌溢价。

图 20：兴业银行在股份行中投行业务佣金收入占显著优势(单位:亿元)


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.2. 投资净收益股份行第一，投资管理能力强

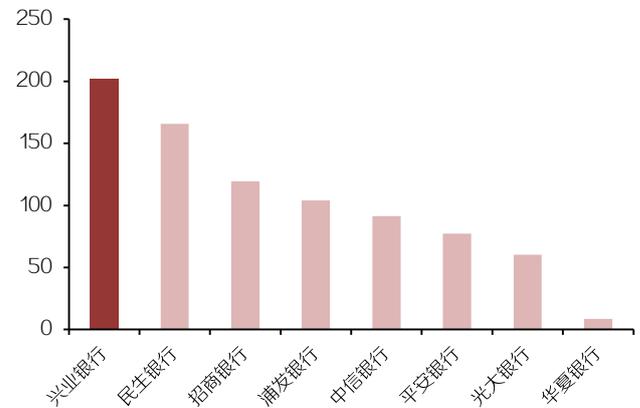
截止至 2019 年 Q3，兴业银行投资净收益仅次于中国银行，股份行中位列第一。2019 年以来投资净收益表现亮眼的主要原因有三：一是会计政策变动导致“投资收益”科目范围变广，2019 年 1 月 1 日起，兴业银行实施《新金融工具准则》，将“交易性金融资产”产生的利息收入由“利息收入”分类划归至“投资收益”科目核算；二是债券市场行情总体好助力债券相关金融资产的投资收益增加，截止至第三季度公允价值变动收益为 24.66 亿元；三是通过减持部分风险较高的地方政府债和信用债，2019 年 H1 实现 22.88 亿价差收入。

图 21：自 2010 年兴业银行投资净收入占比整体提升较快



数据来源：公司公告，东方证券研究所

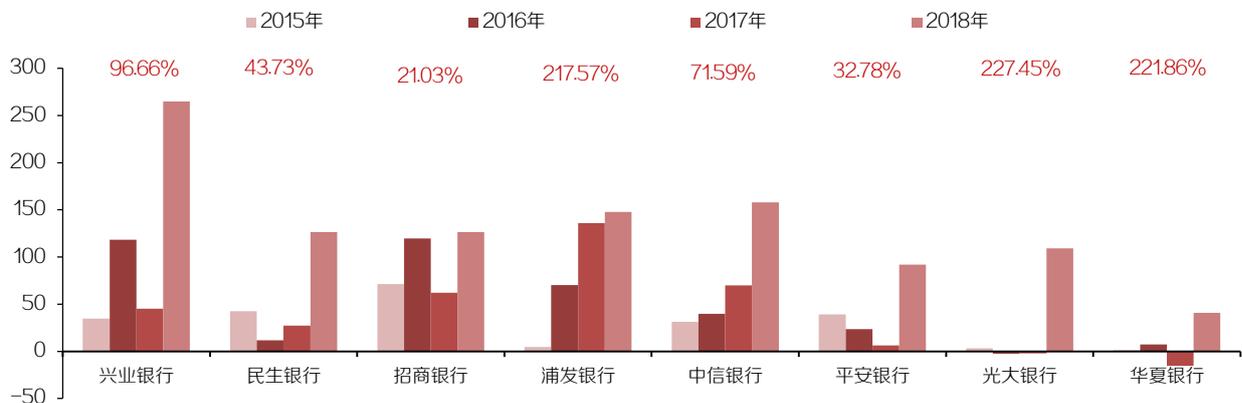
图 22：2019Q3 兴业位列股份行投资收入第一(单位:亿元)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

股份行中兴业银行的投资收益基础较好且增长迅速，综合来看较好。投资净收益增长态势较好的中信银行、浦发银行、民生银行投资基础仍较薄弱，短期内赶超兴业银行的可能性较小。通过发挥兴业银行各子公司的协同作用，进一步提升兴业银行投资的专业水平，未来兴业银行较有可能保持投资收益快速增长的优势。

图 23：股份行投资净收益(单位:亿元)及四年复合增长率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.3. 商投一体、综合经营，轻型高效合趋势

中短期，兴业银行投行业务领先对手银行，在不消耗资本的基础上，贡献了较多非息收入。当监管趋严的负面影响出清后，预计兴业银行补充资本压力将显著减轻，较好的非息收入也将有效对冲经济下行带来的业绩压力。兴业银行非息收入占比在股份行中排名靠前，RORWA 较高。此外，其通过子公司进行多种综合经营，拓展业务种类，为资产配置中提高收益率和分散风险提供了有效渠道。

长逻辑方面，随着直接融资规模的不断扩大，预计兴业银行在债券承揽、承做和承销上的先发优势将更加显著，符合直接融资大发展的长期趋势。

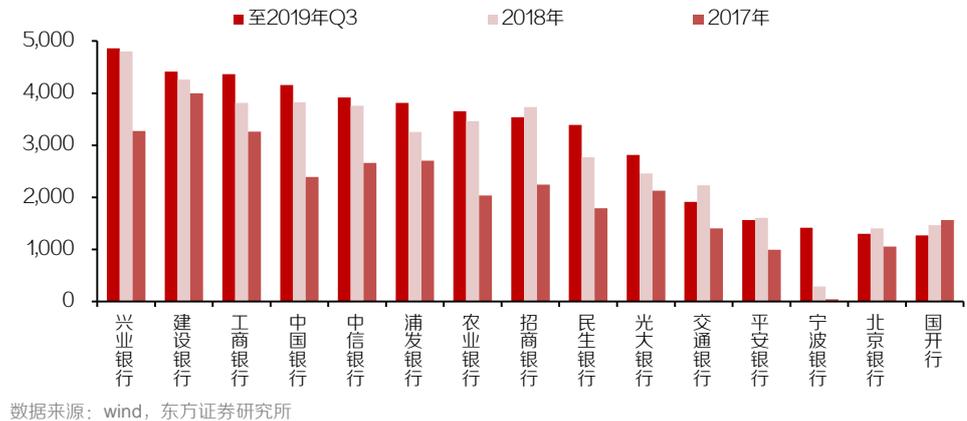
图 24：兴业银行 RORWA 显著高于同业



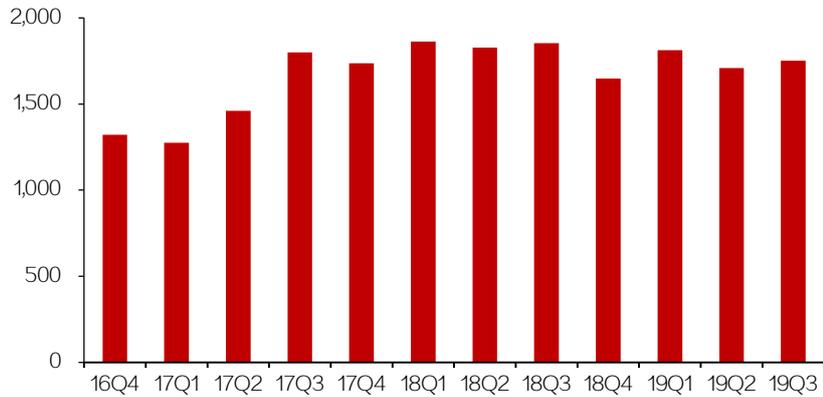
数据来源：wind，东方证券研究所

截至 2019Q3，兴业银行 NAFMII 债券承销规模位列国内行之首，承销规模高达 4863.91 亿元，超出第二名建设银行承销规模 449.33 亿元，超出股份行第二名中信银行承销规模 944.57 亿元，优势明显。2018 年，兴业银行首次超越建设银行位居 NAFMII 债券总承销规模第一，NAFMII 债券总承销规模达 4803.52 亿元，同比增长 46.67%。近五年来，兴业银行债券承销规模保持总体增长趋势，发展良好。

利率降低或导致债券发行规模增速提升，兴业债券承销手续费将进一步提高，预计兴业补充资本压力将显著减轻。

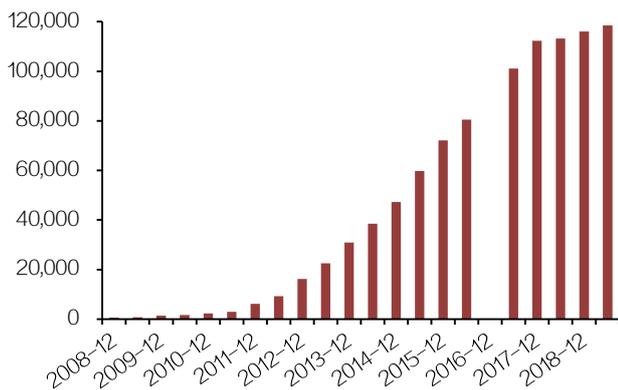
图 25：截止至 2019 年 Q3 兴业银行 NAFMII 债券总承销规模位居第一(单位:亿元)

图 26：截止至 2019 年 Q3 兴业银行 NAFMII 债券总承销规模位居第一(单位:亿元)


兴业基金资产规模保持稳定，综合表现良好。截至 2019 年 Q3，兴业基金资产规模达 1751.5 亿元，基金数量 54 只，其中 2 只市场评级为最优，7 只市场评级为次优，而在资产规模第一的华夏基金 169 只基金中只有 8 只市场评价为次优，兴业基金质量较优。

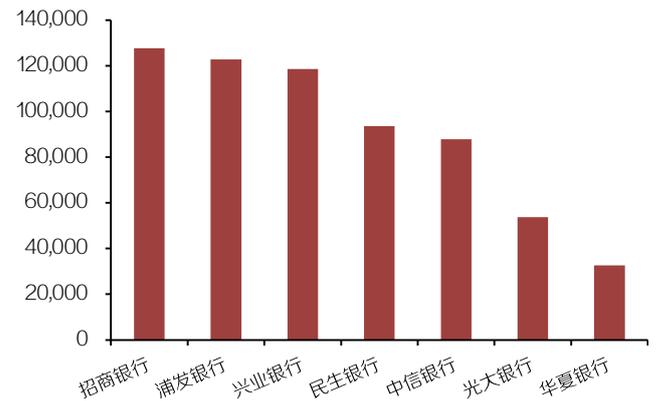
图 27：兴业基金资产规模稳定(单位:亿元)


数据来源：公司公告，东方证券研究所

兴业银行资产托管业务也是其优势业务之一。截至 2019 年 H1，兴业银行托管资产规模达到 118541.77 亿，较去年同期资产规模增长 5291.45 亿元，同比增长 4.67%。其托管资产规模在股份行中位居前列，且与规模领先银行差距较小。其证券投资基金、私募、信托、银行理财、基金公司客户资产的托管规模分别较上年末增加 1503.72、102.11、24.22、216.25、92.5 亿元，仅有证券公司客户资产和保险资产托管业务规模较去年下降，总体来说，兴业的资产托管业务发展良好。

图 28：兴业托管资产规模逐年递增(单位:亿元)


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：2019H1 兴业在股份行托管资产规模靠前(单位:亿元)


数据来源：公司公告，东方证券研究所

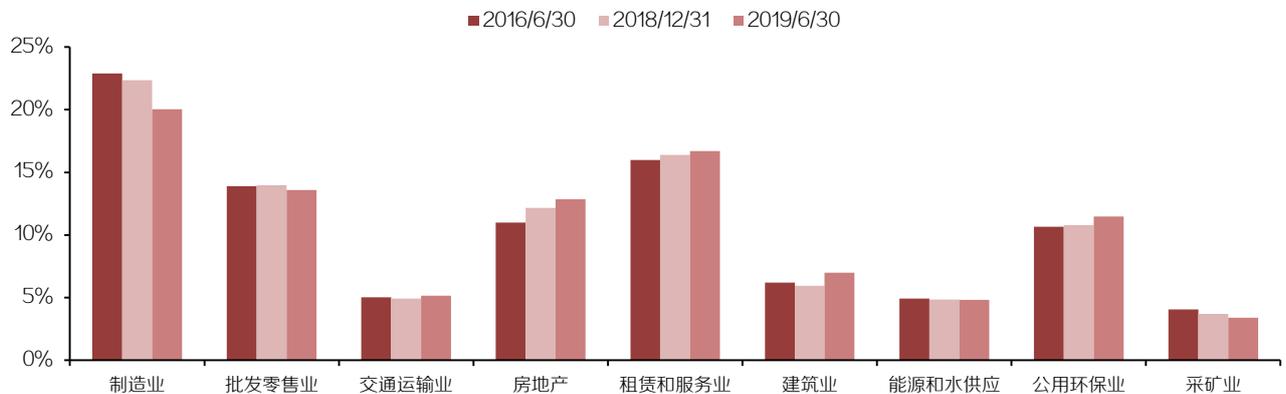
推进金融科技研发，奉行“科技兴行”战略，银银平台、钱大掌柜高速发展。兴业银行一直鼓励科技创新推动银行业务、运营优化。作为国内最大的商业银行信息系统供应商之一，兴业银行还具备自主研发核心系统的能力，保证其在银行同业的金融科技革新过程中保持领先优势。银银平台见证了兴业银行最早在业内将金融科技转化为商业模式。截止至 2019 上半年，兴业借助银银平台与 2002 家客户达成各项业务合作，合作客户较去年同期增长 44.86%。期内，“钱大掌柜”向 1403

万注册客户提供 51 家合作银行的理财产品，注册客户数较去年末增长 84 万。智能客服分流率突破 20%， “智能风控” 系统累计审批个人贷款 118 万笔，精细化运营系统，节约人力成本。

2.3. 风险无忧，资产质量预计仍稳定

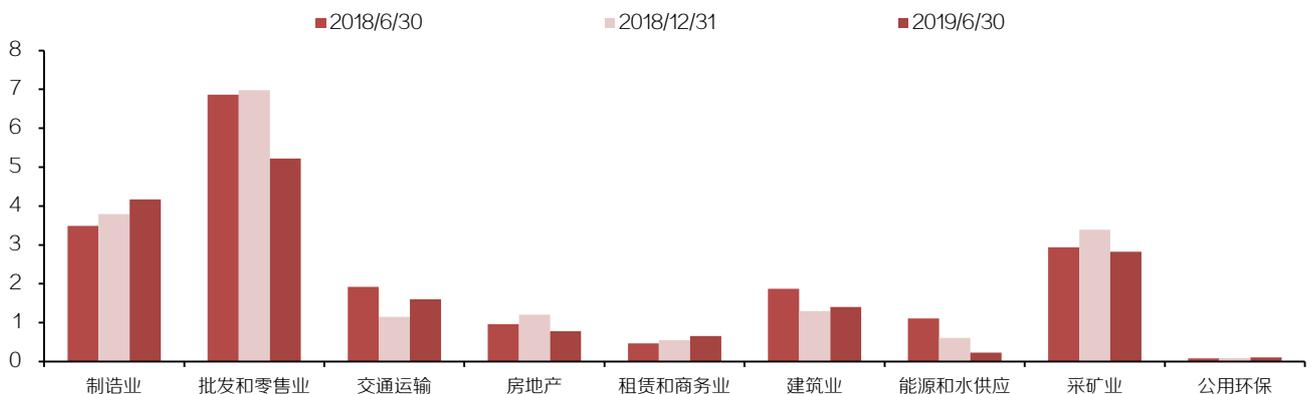
不良资产率较高的批发零售业、制造业和采矿业的比重持续下降，不良资产率低的房地产、租赁和服务业及公用环保业比重逐年攀升。受经济下行、产业结构调整、去杠杆等因素影响，兴业银行的信用风险依然承压，通过保持高压资产质量管控态势，加强不良贷款处置，严控新风险，其不良资产率较 2018 年末下降 0.01%。

图 30：兴业银行对公贷款行业分布



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：兴业银行各行业对公贷款不良率（%）

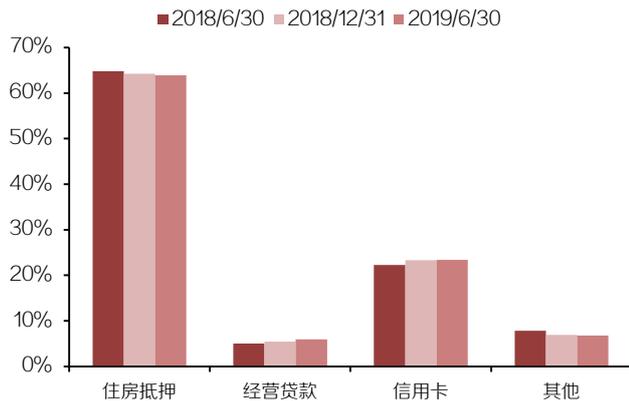


数据来源：公司公告，东方证券研究所

个人贷款不良率整体低于对公贷款且以低不良率的住房按揭贷款为主。2019H1，兴业银行住房抵押贷款占零售贷款的 63.85%，不良率仅为 0.29%，风险较小。此外，高风险的经营贷款占比

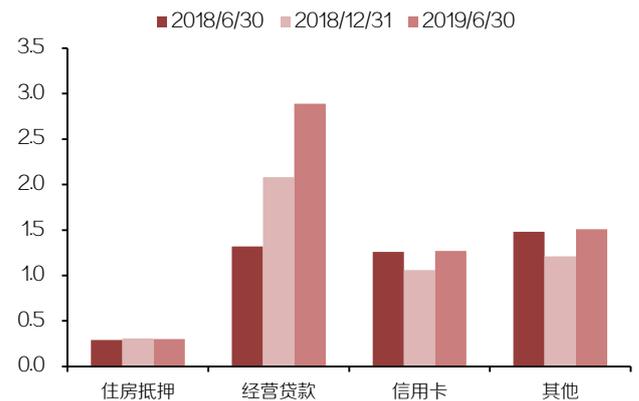
仍低于 6%，资产质量管控严格。受经营贷款不良率攀升较快的影响，2019H1 个人贷款不良率较 2018 年末上升 0.02%，总体风险可控。

图 32：兴业银行零售贷款类型分布



数据来源：公司公告，东方证券研究所

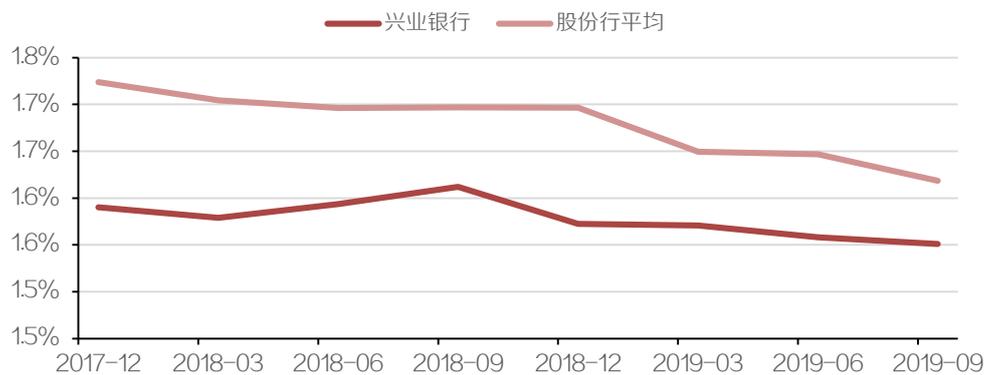
图 33：兴业银行零售贷款不良率（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

兴业银行不良贷款率仍在改善，拨备覆盖率维持合理稳定水平，资产质量风险可控。受经济下行影响，兴业银行的不良贷款生成率有所上升，但总体来说近 3 年其不良生成率低于股份行平均水平，且严格的风控体系有助于较快调整信贷风险。由于 2019 中报，公司率先将逾期 60 天以上贷款全部纳入不良，导致不良生成率上升、拨备覆盖率下降，但是公司本身质地并没有显著恶化。受不良贷款生成增加的影响，兴业银行的拨备覆盖率有所下调，但稳定在 190% 以上，显著超过 150% 的监管要求，防范贷款损失的防御充分。

图 34：兴业银行不良率仍呈改善趋势，且低于股份行平均水平



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：兴业银行不良生成率总体低于股份行平均水平


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：兴业银行拨备覆盖率总体高于股份行平均水平

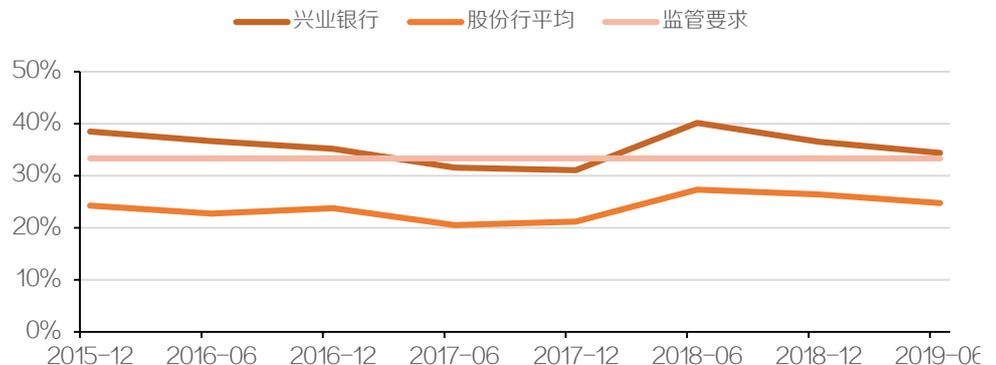

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. 扬帆之年：出清可期，老枝新芽

3.1. 严监管带来的负面影响即将调整到位

经过 2017-2018 年金融去杠杆，兴业银行同业业务的调整即将到位，预计严监管对兴业银行经营造成的压力在 2020 年将出清。

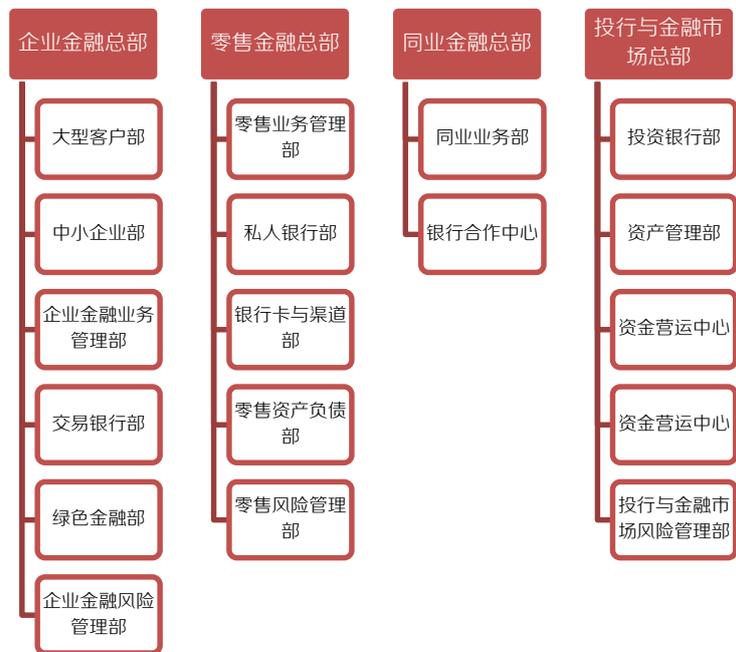
负债端，从同业业务的监管要求考虑，2019 年上半年兴业银行同业负债（含同业存单）/总负债已经显著下降至 34.4%，离监管 1/3 的要求相去不远，即将调整到位，继续出清的监管压力预计将显著减轻。资产端，2020 年为非标类资产过渡期的最后期限，结合现实情况，非标类资产已经得到了极大程度的调整，非标带来的边际恶化越来越小。

图 37：兴业银行 MPA 同业负债占比已低于 1/3


数据来源：公司公告，东方证券研究所

经过 5 年调整，当前兴业银行同业业务的经营也已经能够满足监管 127 号文和 140 号文的要求。2014 年，《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文）限制了银行同业类非标业务，同业业务收益率受到明显负面影响。其后，《关于规范商业银行同业业务治理的通知》（140 号文）作为 127 号文的配套文件下发，要求商业银行需专门设置同业业务部门开展同业业务，且必须将同业业务纳入银行的全面风险管理体系，建立健全内部控制机制。在强力的监管制度下，银行同业业务的开展受到较大限制，以同业业务见长的兴业银行面临着业务量和资产收益率的双重压力。2017 年，兴业银行改变原本企业金融、零售部门和金融市场三大部门架构，将金融市场部拆分成同业金融部、投行与金融市场总部，变成企业金融、零售金融、同业金融、投行与金融市场四部。当前非标类同业资产也已陆续出清，同业资产的风险管理机制已经不断完善。

图 38：兴业银行部门结构调整为单独划分同业业务部门



数据来源：公司公告，东方证券研究所

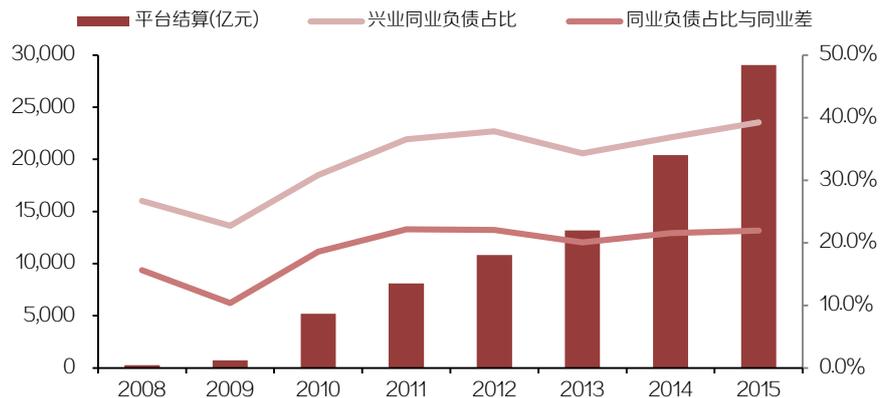
3.2. 同业基因仍可带来助力

同业基因的作用在于其在发展过程中积累的千余家中小金融机构客户资源和“互联网+”运营经验，这有利于兴业银行在金融供给侧改革中确立差异化定位，为小行及其他金融机构提供综合金融服务。在金融供给侧改革过程中，大中小银行功能定位将显著分化。大中银行行参控股的海外商行和其他类型金融机构远胜小型银行，具有先天优势，且在综合金融服务的道路上也布局较早。区域性中小银行在深耕区域的基础上，信贷业务将更加下沉，但其对于获得流动性支持、资产配置、信贷资产流转等较难通过自身高效完成。兴业银行长时间发展同业业务积累下来的金融机构客户资源，将有利于其在金融供给侧改革中，扮演中小银行综合金融服务者的功能。同时，兴业银行也可利用丰富的金融资源，提升自身资产配置收益率，有效控制风险。

兴业银行之所以成为“同业之王”，银银平台是其中的关键一环。早在 2004 年，为实现“联网合作、互为代理”的建设，兴业就提出了打造银银平台的发展构想。2007 年，银银平台正式推出，这也是当时国内为数不多的银行同业合作平台。通过结合了互联网金融和线下金融，银银平台连接了一套完整服务体系，使得兴业从两方面受益：一是客户能通过兴业银行的广大合作行网点购买到兴业的理财产品，在偏远县城或农村地区的合作网点实质上成为了兴业的代理商；二是在 2011 年，为推进网络金融业务，进一步扩大同业业务优势，兴业银行上线银银平台网站，客户可通过网页和手机客户端完成快捷支付，证券交易，购买理财产品、基金及贵金属等服务。

可以看到，在同业业务“银银平台”通过几年的沉淀期并且银行业受到的金融危机影响被逐步化解后，自 2009 年兴业银行同业业务负债比例总体上呈上升趋势，与此同时，其同业业务优势也在不断凸显，体现在其同业负债占比与上市银行平均同业负债占比差距整体上逐年增大且保持高位。2011 年，兴业银行同业负债占比首次突破 35%，确定了其“同业之王”的地位。

图 39：银银平台拉动兴业同业业务规模



数据来源：公司公告，东方证券研究所

与此同时，兴业银行主动出击应对互联网金融的大趋势，在 2013 年年底上线“钱大掌柜”。钱大掌柜的最大的优势在于其并非将线下产品生搬硬套至线上，而是借助银银平台，首次连接了银行间内部的封闭系统，促进了金融产品在银行间的多向流动。在打通金融机构特别是银行间金融产品的销售壁垒后，钱大掌柜成为兴业银行扩宽增量的主力渠道。2014 年末，仅上线一年的钱大掌柜其个人客户数量已超过 100 万。兴业银行在此基础上针对性地推出余额理财的“掌柜钱包”，2014 年期末其产品规模达 551 亿，跻身前十大货币基金。钱大掌柜低成本、快增长的特性是兴业银行将其大力推进的真正原因。

图 40：“钱大掌柜”——互联网现金管理“神器”



数据来源：兴业银行“钱大掌柜”，东方证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 贷款增速：由于当前人民币贷款仍为社融的主要支撑，直接融资短期占比提升仍较为有限，兴业银行顺应政策导向，预计未来三年贷款增速仍将较高。2019-2021 年分别给予其贷款总额以 20.0%、20.5%和 21.0%的增速。
- 2) 存款增速：由于当前存款付息率仍低于其他项负债，且兴业银行存款占比相对同业较低，因此，兴业银行仍有较大动力揽存，2019 年前三季度兴业银行存款增速已经明显高于去年。预计 2019-2021 年兴业银行存款增速仍将较高，但由于行业整体仍处在“负债荒”的大背景下，负债增速预计会逐年递减，2019-2021 年分别给予存款 14%、13%和 12%的增速。
- 3) 净息差：2019 年央行已通过 LPR、MLF 和逆回购等方式对银行资产端和负债端的利率进行了小幅调降。当前经济下行压力仍较大，中小微企业融资难度和成本仍较高，预计监管实行较为宽松的货币政策、继续降低民营中小微企业融资成本的概率较大。预计未来三年利息调降过程中，同业资产收益率、证券投资收益率将有小幅降低。同业资产及证券投资收益率在 2019 年至 2021 年分别给予 3.50%、3.45%、3.20%和 3.40%、3.20%、3.00%的假设。贷款收益率方面，经济下行压力的未来将进一步显现，导致贷款资产整体所要求的风险补偿增加，民营中小微企业贷款占比也将继续提升，以上两个方面将导致贷款风险较前期略有增加，因为贷款收益率有上行趋势；但是，出于政策导向的考虑，LPR 下降将抑制贷款收益率的走高。整体而言，我们认为兴业银行贷款收益率在 2019-

2021 年间将整体保持稳定，给予 4.85%、4.87%和 4.88%的假设。负债付息率方面，未来三年预计同业负债付息率 2.10%、1.80%和 1.70%；新发债券在货币政策较为宽松的环境下，利率也将有所下行，导致应付债券付息率未来三年较前期有所下降，但由于增量相对较小，预计降幅有限，2019-2021 年预计其付息率为 3.20%、3.10%和 3.00%；行业整体存款增速下行，定期存款占比增加，揽存难度仍较大，预计兴业银行客户存款付息率将有所提升，未来三年分别为 2.40%、2.60%、2.70%。

- 4) 手续费及佣金收入：随着公司商行+投行战略的持续推进，公司非息收入增速仍将较高，预计手续费及佣金收入也将保持较高增速，2019-2021 年统一给予 10%的增速假设。
- 5) 不良贷款：宏观经济下行压力仍较大，且随着民营小微贷款占比的提升，公司整体贷款质量风险将比前期有所增加。预计未来三年不良贷款生成率将会小幅上行，不良生成率分别为 1.35%、1.40%和 1.45%。未来三年不良贷款率则为 1.55%、1.57%和 1.58%。拨备覆盖率仍将维持在较高水平，2019-2021 年分别预计为 210%、200%和 180%。

表 4：业务分类及资产质量核心假设

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利息业务 | | | | | |
| 贷款总额增速 | 16.87% | 20.71% | 20.00% | 20.50% | 21.00% |
| 存款增速 | 14.55% | 7.02% | 14.00% | 13.00% | 12.00% |
| 计息负债增速 | 4.15% | 3.88% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| 生息资产增速 | 4.71% | 4.85% | 7.50% | 7.50% | 7.50% |
| 净息差 | 1.73% | 1.83% | 2.03% | 1.98% | 1.99% |
| 净利差 | 1.44% | 1.54% | 2.28% | 2.11% | 2.03% |
| 非息业务 | | | | | |
| 手续费及佣金收入增速 | 8.65% | 11.98% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 非息收入增速 | 14.43% | 21.05% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 资产质量 | | | | | |
| 不良贷款率 | 1.59% | 1.57% | 1.55% | 1.57% | 1.58% |
| 不良贷款生成率 | 1.13% | 1.32% | 1.35% | 1.40% | 1.45% |
| 信用成本率（贷款） | 1.26% | 1.42% | 1.49% | 1.39% | 1.24% |
| 信用成本率（生息资产） | 0.48% | 0.63% | 0.74% | 0.77% | 0.77% |
| 其他 | | | | | |
| 费用增速 | 4.75% | 10.32% | 13.61% | 9.52% | 10.42% |

数据来源：东方证券研究所

表 5：收入分类预测表（金额：百万元）

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利息收入 | 88451 | 95657 | 114882 | 125063 | 138442 |
| 利息收入 | 252644 | 270578 | 268233 | 289667 | 315522 |
| 利息支出 | 164193 | 174921 | 153351 | 164604 | 177080 |
| 手续费及佣金净收入 | 38739 | 42978 | 47276 | 52003 | 57204 |

| | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 手续费及佣金收入 | 42027 | 47062 | 51768 | 56945 | 62640 |
| 手续费及佣金支出 | 3288 | 4084 | 4492 | 4942 | 5436 |
| 其他非息收入 | 12459 | 18996 | 20896 | 22985 | 25284 |
| 营业收入 | 139975 | 158287 | 183054 | 200051 | 220930 |

同比

| | | | | | |
|-----------|--|--------|---------|--------|--------|
| 净利息收入 | | 8.15% | 20.10% | 8.86% | 10.70% |
| 利息收入 | | 7.10% | -0.87% | 7.99% | 8.93% |
| 利息支出 | | 6.53% | -12.33% | 7.34% | 7.58% |
| 手续费及佣金净收入 | | 10.94% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 手续费及佣金收入 | | 11.98% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 手续费及佣金支出 | | 24.21% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 其他非息收入 | | 52.47% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营业收入 | | 13.08% | 15.65% | 9.29% | 10.44% |

占比

| | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净利息收入 | 63.19% | 60.43% | 62.76% | 62.52% | 62.66% |
| 手续费及佣金净收入 | 27.68% | 27.15% | 25.83% | 26.00% | 25.89% |
| 其他非息收入 | 8.90% | 12.00% | 11.42% | 11.49% | 11.44% |
| 营业收入 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

数据来源：东方证券研究所

4.2. 投资建议

4.2.1. 绝对估值

采用 DDM 方法对兴业银行进行估值，得到目标价为 25.47 元。2019-2021 年 EPS 预测值为 3.19、3.42、3.84 元，BVPS 预测值为 23.60、26.09、28.95 元。目标价对应 2019 年 PB 为 1.08 倍，对应 2019 年 PE 为 7.98 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：DDM 估值结果

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 2.92 | 3.19 | 3.42 | 3.84 |
| BVPS | 21.18 | 23.60 | 26.09 | 28.95 |
| 前收盘价 | 8.28 | | | |
| 前收盘价对应 PE | 2.84 倍 | 2.59 倍 | 2.42 倍 | 2.16 倍 |
| 前收盘价对应 PB | 0.39 倍 | 0.35 倍 | 0.32 倍 | 0.29 倍 |
| 每股股利 | 0.69 | 0.75 | 0.81 | 0.91 |
| 股息率 | 8.33% | 9.12% | 9.75% | 10.96% |
| 目标价-绝对估值 | 25.47 | | | |
| 目标价对应 PE | 8.7 倍 | 7.98 倍 | 7.5 倍 | 6.6 倍 |
| 目标价对应 PB | 1.20 倍 | 1.08 倍 | 1.0 倍 | 0.9 倍 |

数据来源：东方证券研究所

DDM 折现率采用 CAPM 模型得到，其中无风险收益率采用十年期国债到期收益率 3.18%，市场组合收益率采用五年沪深 300 平均收益 7.24%，兴业银行近 24 个月收益率 beta 为 0.9241，得到折现率为 6.93%。长期杠杆假设为 9，股利永续增长率假设为 2%。

表 7：DDM 估值参数假设

| 估值日 | 2019-12-13 | |
|---------|------------|-----------------|
| 无风险收益率 | 3.18% | 十年期国债收益率 |
| 市场组合收益率 | 7.24% | 十年上证综指平均收益 |
| β | 0.9241 | 近 24 个月收益率，上证综指 |
| Ke | 6.93% | |
| 股利永续增长率 | 2% | |
| 长期杠杆 | 9 | |

数据来源：同花顺，东方证券研究所

分三阶段对公司进行估值，主要经营假设结果呈现于“公司经营假设”表，三阶段公司价值分布呈现于“DDM 估值公司价值分布”表。由于股利永续增长率及永续期的分红比例对公司估值影响较大，故对这两项因素做了敏感性分析，结果呈现于“目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试”表。

表 8：公司经营假设

| 经营假设 | 第一阶段 | | | | | 第二阶段 | 永续期首年 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 平均 | (2022-2031) | 2032 |
| 生息资产增长率 | 4.9% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 5.0% | 2.0% |
| 生息资产/总资产 | 96% | 97% | 98% | 99% | 98% | 98% | 98% |
| 贷款/生息资产 | 44% | 49% | 55% | 62% | 56% | 56% | 56% |
| 净息差 | 1.83% | 2.03% | 1.98% | 1.99% | 2.00% | 1.80% | 1.75% |
| 非息收入占比 | 39% | 37% | 37% | 37% | 37% | 42% | 45% |
| 营业成本/营业收入 | 28% | 27% | 28% | 28% | 27% | 27% | 27% |
| 资产减值损失/贷款 | 1.63% | 1.73% | 1.60% | 1.42% | 1.58% | 1.90% | 1.80% |
| 税率 | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 股利支付率 | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% |

数据来源：东方证券研究所

表 9：DDM 估值公司价值分布

| 估值结果 | 百万元 | 公司价值分布 |
|------|---------|--------|
| 第一阶段 | 47728 | 9% |
| 第二阶段 | 155242 | 29% |
| 永续期 | 326233 | 62% |
| 公司价值 | 529202 | |
| 每股价值 | 25.47 元 | |

数据来源：东方证券研究所

表 10：目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试

| 目标价敏感性测试： | | 永续期分红比例 | | | | | | |
|-----------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 元/股 | 25.47 | 18% | 20% | 22% | 24% | 26% | 28% | 30% |
| 股利永续增长率 | 0.5% | 18.93 | 19.95 | 20.97 | 21.98 | 23.00 | 24.02 | 25.04 |
| | 1.0% | 19.66 | 20.75 | 21.85 | 22.95 | 24.05 | 25.15 | 26.25 |
| | 1.5% | 20.52 | 21.71 | 22.90 | 24.10 | 25.29 | 26.48 | 27.68 |
| | 2.0% | 21.55 | 22.86 | 24.17 | 25.47 | 26.78 | 28.09 | 29.40 |
| | 2.5% | 22.81 | 24.26 | 25.71 | 27.16 | 28.61 | 30.06 | 31.51 |
| | 3.0% | 24.40 | 26.03 | 27.65 | 29.28 | 30.91 | 32.53 | 34.16 |
| | 3.5% | 26.45 | 28.31 | 30.16 | 32.02 | 33.87 | 35.72 | 37.58 |

数据来源：东方证券研究所

4.2.2. 辅以相对估值参考

作为 DDM 估值法的参考,我们也采用相对估值对兴业银行进行估值。此处采用 PB 估值方法,选取性质相近的股份行和头部城商行作为可比公司。可比公司 2019 年平均一致预期 PB 为 1.06,按照此 PB 得到兴业银行对应目标价为 25.08 元。

表 11：同业一致预测情况

| | 一致预测净利润增速 | | | 一致预测 ROE | | | 一致预测 PB | | |
|-----------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 招商银行 | 14.8% | 13.6% | 13.9% | 15.8% | 16.5% | 16.5% | 1.86 | 1.64 | 1.44 |
| 民生银行 | 1.0% | 5.7% | 5.7% | 12.6% | 16.9% | 16.2% | 0.67 | 0.61 | 0.55 |
| 浦发银行 | 3.1% | 8.2% | 10.4% | 12.5% | 13.0% | 12.8% | 0.81 | 0.72 | 0.64 |
| 中信银行 | 4.6% | 9.7% | 9.6% | 10.6% | 11.0% | 11.1% | 0.75 | 0.68 | 0.62 |
| 平安银行 | 7.0% | 15.2% | 15.8% | 10.7% | 11.7% | 12.0% | 1.42 | 1.20 | 1.07 |
| 光大银行 | 6.7% | 10.0% | 11.5% | 10.7% | 11.6% | 11.9% | 0.80 | 0.74 | 0.67 |
| 南京银行 | 14.5% | 14.1% | 15.1% | 15.3% | 16.5% | 16.5% | 1.06 | 0.93 | 0.82 |
| 宁波银行 | 19.9% | 18.4% | 18.7% | 16.2% | 17.1% | 17.4% | 2.41 | 1.98 | 1.70 |
| 平均 | 9.0% | 11.9% | 12.6% | 13.1% | 14.3% | 14.3% | 1.22 | 1.06 | 0.94 |

数据来源：wind，东方证券研究所

5. 风险提示

经济下行压力增加将导致兴业银行贷款质量风险增加，不良贷款生成有上行压力。

非标出清不顺利，导致兴业存量问题解决进程延后。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 利息收入 | 252,644 | 270,578 | 268,233 | 289,667 | 315,522 | 核心假设 | | | | | |
| 利息支出 | 164,193 | 174,921 | 153,351 | 164,604 | 177,080 | 贷款总额增速 | 16.87% | 20.71% | 20.00% | 20.50% | 21.00% |
| 净利息收入 | 88,451 | 95,657 | 114,882 | 125,063 | 138,442 | 存款增速 | 14.55% | 7.02% | 14.00% | 13.00% | 12.00% |
| 手续费和佣金净收入 | 38,739 | 42,978 | 47,276 | 52,003 | 57,204 | 计息负债增速 | 4.15% | 3.88% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| 营业收入 | 139,975 | 158,287 | 183,054 | 200,051 | 220,930 | 生息资产增速 | 4.71% | 4.85% | 7.50% | 7.50% | 7.50% |
| 营业税金及附加 | 975 | 1,408 | 1,704 | 2,011 | 2,380 | 净息差 | 1.73% | 1.83% | 2.03% | 1.98% | 1.99% |
| 业务及管理费 | 38,130 | 42,064 | 47,788 | 52,337 | 57,789 | 净利差 | 1.44% | 1.54% | 2.28% | 2.11% | 2.03% |
| 资产减值损失 | 35,507 | 46,404 | 58,808 | 65,660 | 70,755 | 手续费及佣金收入增速 | 8.65% | 11.98% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营业支出 | 75,162 | 90,373 | 108,880 | 120,683 | 131,712 | 非息收入增速 | 14.43% | 21.05% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营业利润 | 64,813 | 67,914 | 74,174 | 79,368 | 89,218 | 费用增速 | 4.75% | 10.32% | 13.61% | 9.52% | 10.42% |
| 利润总额 | 64,753 | 68,077 | 74,337 | 79,531 | 89,381 | 信用成本率（贷款） | 1.26% | 1.42% | 1.49% | 1.39% | 1.24% |
| 所得税 | 7,018 | 6,832 | 7,460 | 7,981 | 8,970 | 信用成本率（生息资产） | 0.48% | 0.63% | 0.74% | 0.77% | 0.77% |
| 归属母公司股东净利润 | 57,200 | 60,620 | 66,325 | 70,959 | 79,747 | 有效税率 | 10.84% | 10.04% | 10.04% | 10.04% | 10.04% |
| 每股收益（元） | 2.75 | 2.92 | 3.19 | 3.42 | 3.84 | 每股拨备前利润 | 4.83 | 5.50 | 6.40 | 6.98 | 7.70 |
| | | | | | | 每股净利润 | 2.75 | 2.92 | 3.19 | 3.42 | 3.84 |

| 资产负债表 | | | | | | CAMEL 分析 | | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金及存放央行 | 466,403 | 475,781 | 590,051 | 613,719 | 672,261 | C:核心资本充足率 | 12.19% | 12.01% | 13.06% | 13.34% | 13.66% |
| 存放同业 | 77,559 | 53,303 | 63,964 | 76,756 | 92,108 | C:资本充足率 | 12.19% | 12.01% | 13.06% | 13.34% | 13.66% |
| 拆出资金 | 31,178 | 98,349 | 118,019 | 141,623 | 169,947 | C:权益/贷款 | 18.00% | 16.65% | 16.27% | 14.74% | 13.34% |
| 买入返售金融资产 | 93,119 | 77,083 | 92,500 | 111,000 | 133,199 | C:权益/资产 | 6.30% | 6.85% | 7.41% | 7.86% | 8.11% |
| 发放贷款和垫款 | 2,348,831 | 2,838,445 | 3,406,293 | 4,109,462 | 4,987,645 | C:财务杠杆率 | 15.87 | 14.59 | 13.49 | 12.73 | 12.34 |
| 交易性金融资产 | 362,072 | 459,598 | 808,979 | 728,446 | 592,226 | A:不良贷款比率 | 1.59% | 1.57% | 1.55% | 1.57% | 1.58% |
| 证券投资-可供出售金融资产 | 504,221 | 647,102 | 1,139,021 | 1,025,633 | 833,839 | A:拨备覆盖率 | 211.79% | 207.28% | 210.00% | 200.00% | 180.00% |
| 证券投资-持有至到期投资 | 337,483 | 395,142 | 695,524 | 626,286 | 509,170 | A:拨备充足率 | 396.42% | 405.90% | 405.90% | 405.90% | 405.90% |
| 资产合计 | 6,416,842 | 6,711,657 | 7,160,717 | 7,600,709 | 8,080,116 | A:拨贷比 | 3.37% | 3.26% | 3.26% | 3.14% | 2.84% |
| 同业及其他金融机构存放 | 1,446,059 | 1,344,883 | 1,277,639 | 1,252,086 | 1,252,086 | A:不良资产/（权益+拨备） | 7.66% | 8.12% | 8.16% | 9.01% | 10.00% |
| 拆入资金 | 187,929 | 220,831 | 209,789 | 205,594 | 205,594 | E:ROA | 0.89% | 0.90% | 0.93% | 0.93% | 0.99% |
| 交易性金融负债 | 6,563 | 2,594 | 2,594 | 2,594 | 2,594 | E:ROAA | 0.92% | 0.93% | 0.96% | 0.97% | 1.03% |
| 卖出回购 | 229,794 | 230,569 | 219,041 | 214,660 | 214,660 | E:ROE | 13.72% | 13.01% | 12.15% | 11.87% | 12.13% |
| 客户存款 | 3,086,893 | 3,303,512 | 3,766,004 | 4,255,584 | 4,766,254 | E:ROAE | 15.35% | 14.27% | 14.45% | 13.71% | 14.06% |
| 负债合计 | 5,994,090 | 6,239,073 | 6,606,638 | 6,994,848 | 7,414,781 | E:RoRWA | 1.32% | 1.28% | 1.31% | 1.32% | 1.40% |
| 股本 | 20,774 | 20,774 | 20,774 | 20,774 | 20,774 | E:成本收入比 | 27.24% | 26.57% | 26.11% | 26.16% | 26.16% |
| 资本公积 | 75,011 | 75,011 | 74,928 | 74,928 | 74,928 | E:手续费和佣金收入占比 | 27.68% | 27.15% | 25.83% | 26.00% | 25.89% |
| 盈余公积 | 10,684 | 10,684 | 10,684 | 10,684 | 10,684 | E:股利分配比例 | 23.61% | 23.65% | 23.65% | 23.65% | 23.65% |
| 未分配利润 | 214,977 | 257,801 | 305,234 | 354,025 | 410,101 | L:存贷比 | 76.09% | 85.92% | 90.45% | 96.57% | 104.64% |
| 少数股东权益 | 5,857 | 6,631 | 8,062 | 8,062 | 8,062 | L:贷款/生息资产 | 38.29% | 44.13% | 49.26% | 55.29% | 62.42% |
| 股东权益合计 | 422,752 | 472,584 | 554,079 | 605,861 | 665,336 | L:存款/计息负债 | 52.69% | 54.28% | 58.38% | 62.23% | 65.75% |
| 负债合股东权益总计 | 6,416,842 | 6,711,657 | 7,160,717 | 7,600,709 | 8,080,116 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

