

# 兴业银行 (601166)

证券研究报告  
2020年05月05日

## 盈利增长平稳，受益于市场利率大降

**事件：**近日，兴业银行披露了19年度及1Q20业绩。1Q20营收502.58亿元，YoY+5.5%，19年营收增速14.5%。1Q20归母净利润209.85亿元，YoY+6.8%，19年归母净利润增速8.7%。截至20年3月末，资产规模7.41万亿元，不良贷款率1.52%，拨贷比3.03%。19年加权平均ROE为14.02%。

**点评：**  
**盈利增长平稳，ROE较高**

**营收增速有所下行。**1Q20营收增速5.5%，19年营收增速14.5%，19Q1以来营收增速逐季下行。1Q20营收增速较低也与1Q19高基数有关，此外，非息收入受疫情影响较大。

**盈利增长，ROE较高。**1Q20归母净利润增速6.8%，较19年的8.7%略微放缓，主要是受疫情影响。19年加权平均ROE为14.02%，为A股上市银行较高水平。兴业“1234”战略体系逐步成型，坚持走“商行+投行”之综合金融路线，朝着轻资本、轻资产、高效率的方向前进，ROE有望保持较高。

**资产负债结构优化，净息差受益于市场利率大降**

**资产负债重构力度大。**贷款总额与资产之比例由16年末的34.2%上升至1Q20的49.0%，贷款中个贷占比则由12年末的24.4%提升至1Q20的40.5%，资产结构明显优化。此外，负债端存款占比由16年末的47.0%提升至1Q20的57.9%，升幅超10个百分点。

**息差受益于市场利率大降。**由于负债端市场化负债占比较高，19年同业存单利率同比下降近100BP，带动负债成本率下降24BP至2.66%，使得净息差同比上升11BP至1.94%。

**资产质量保持较好，拨备较充足**

**资产质量保持较好。**1Q20不良贷款率1.52%，较年初下降2BP；关注贷款率2.07%，较年初上升29BP，系疫情的暂时性影响。19年末，逾期贷款率1.86%。自13年以来，信贷结构优化，制造业等高不良行业贷款占比显著下降，住房按揭等占比上升，资产质量对经济周期的敏感度下降，未来不良压力不大。随着疫情好转，复工复产加快，下半年资产质量有望改善。

**拨备较充足。**1Q20拨贷比3.03%，拨备覆盖率199.0%，抵御风险能力较强。

**投资建议：受益于市场利率再下台阶，深耕“商行+投行”**

兴业银行同业负债占比较高，17年-18年受市场利率高位的影响较大，业绩承压；20年前4个月1年期AAA同业存单平均发行利率仅2.40%，较19年下降71BP，兴业银行有望受益。

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将使其有估值提升的长逻辑。**维持1.0倍20年PB目标估值，对应目标价25.98元/股，空间较大，**维持买入评级。**

**风险提示：**疫情使得经济失速，导致资产质量恶化；贷款利率显著下降等。

### 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	16.62元
目标价格	25.98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)	19,615.25
A股总市值(百万元)	345,267.05
流通A股市值(百万元)	326,005.46
每股净资产(元)	24.42
资产负债率(%)	92.29
一年内最高/最低(元)	20.42/14.93

### 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

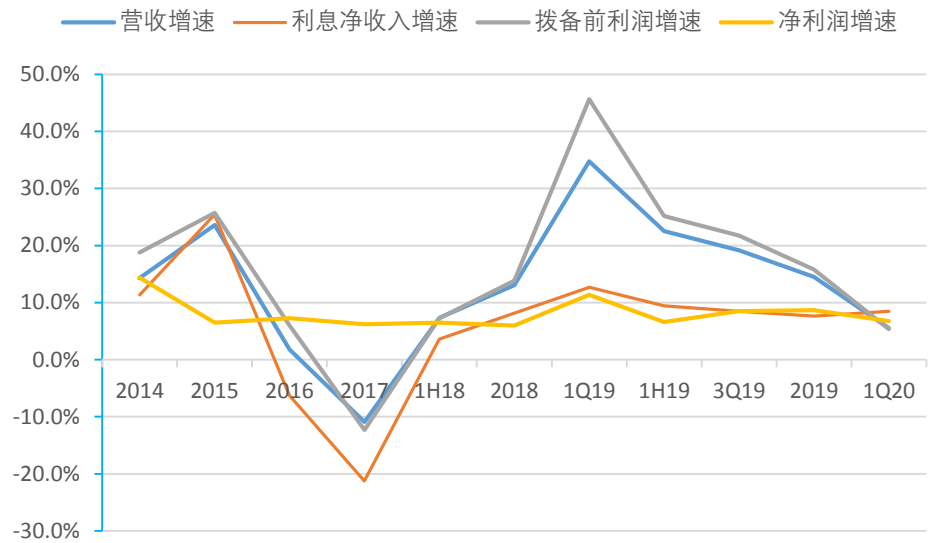
### 相关报告

- 《兴业银行-公司点评:业绩快报:盈利增速微升，资产质量保持优异》2020-01-19
- 《兴业银行-季报点评:盈利增速走高，综合金融领跑》2019-10-30
- 《兴业银行-半年报点评:受益低于市场利率，盈利增速为何走低？》2019-08-28

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1583	1813	1950	2118	2330
增长率(%)	13.1	14.5	7.6	8.6	10.0
归属母公司股东净利润(亿元)	606	659	702	770	863
增长率(%)	6.0	8.7	6.6	9.7	12.0
每股收益(元)	2.92	3.17	3.38	3.71	4.15
市盈率(P/E)	5.70	5.24	4.92	4.48	4.00
市净率(P/B)	0.78	0.71	0.64	0.58	0.53

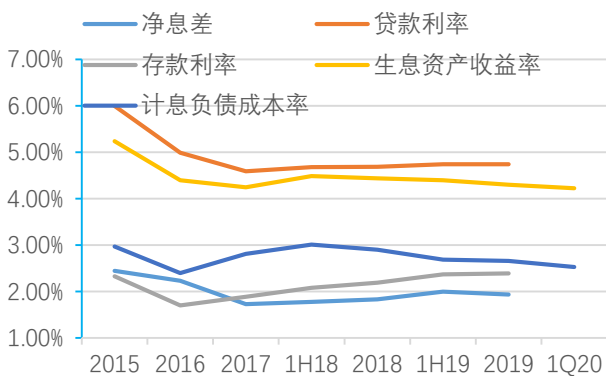
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1: 兴业银行盈利增长平稳



资料来源: 定期财报, 天风证券研究所

图 2: 兴业银行 19 年净息差 1.94%, 同比上升 11BP



资料来源: 定期财报, 天风证券研究所

图 3: 20 年前 4 月, 同业存单发行利率大降 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 1: 兴业银行资产收益率及负债成本率情况

	2015	2016	2017	1H18	2018	1H19	2019
发放贷款	6.00%	4.99%	4.59%	4.68%	4.69%	4.74%	4.74%
短期贷款	5.87%	5.02%	4.43%	4.57%	4.51%	4.46%	4.49%
其中: 票据贴现	4.20%	3.49%	2.98%	4.21%	4.12%	3.71%	3.45%
中长期贷款	6.23%	5.07%	4.76%	4.78%	4.87%	5.05%	5.04%
对公贷款	5.97%	5.06%	4.72%	4.82%	4.82%	4.75%	4.71%
个人贷款	6.11%	4.82%	4.37%	4.43%	4.48%	4.72%	4.78%
债券投资	5.52%	4.54%	4.50%	4.89%	4.80%	4.73%	4.46%
存放央行	1.51%	1.49%	1.50%	1.53%	1.54%	1.54%	1.54%
存拆放同业	4.81%	3.73%	3.58%	3.29%	2.91%	2.56%	2.54%
其他	5.79%	4.60%	4.55%	4.77%	5.22%	5.03%	4.90%
生息资产	5.24%	4.40%	4.25%	4.49%	4.44%	4.40%	4.30%
吸收存款	2.33%	1.70%	1.89%	2.08%	2.19%	2.37%	2.39%

对公活期	0.67%	0.63%	0.68%	0.73%	0.75%	0.89%	0.95%
个人活期	0.36%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.31%	0.31%
对公定期	3.22%	2.52%	2.84%	3.11%	3.22%	3.31%	3.33%
个人定期	3.59%	3.24%	3.45%	3.51%	3.44%	3.79%	3.79%
发行债券	4.23%	3.31%	3.95%	4.45%	3.99%	3.60%	3.40%
同业	3.61%	2.92%	3.71%	3.93%	3.66%	2.85%	2.83%
计息负债	2.97%	2.40%	2.81%	3.01%	2.90%	2.69%	2.66%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 2：兴业银行资产负债结构情况（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19	1H19	3Q19	2019	1Q20
贷款总额	15,931	17,794	20,798	24,307	29,341	31,035	32,505	33,866	34,415	36,290
资产规模	44,064	52,989	60,859	64,168	67,117	66,977	69,896	69,821	71,457	74,121
贷款占比	36.2%	33.6%	34.2%	37.9%	43.7%	46.3%	46.5%	48.5%	48.2%	49.0%
存款	22,678	24,839	26,948	30,869	33,035	34,727	37,056	37,153	37,591	39,599
负债	41,453	49,815	57,315	59,941	62,391	62,098	64,715	64,434	65,960	68,405
存款占比	54.7%	49.9%	47.0%	51.5%	52.9%	55.9%	57.3%	57.7%	57.0%	57.9%

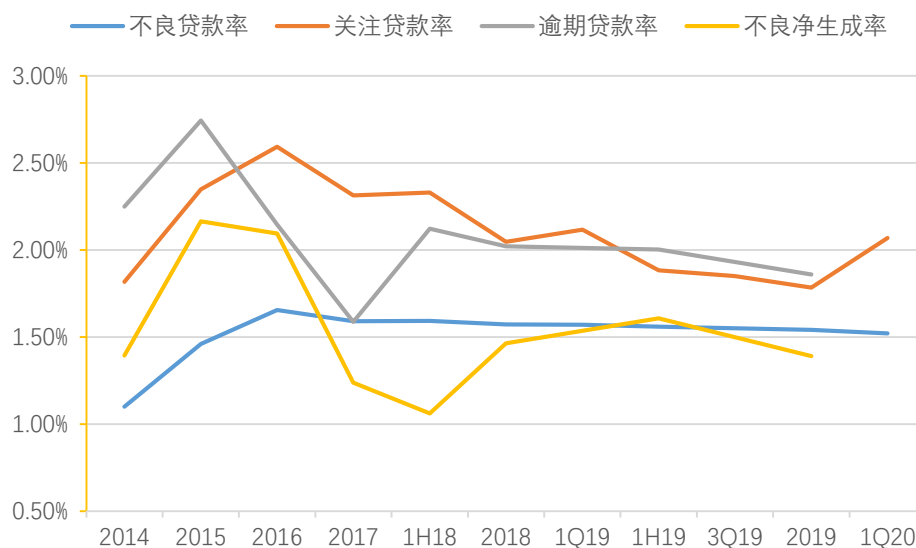
资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 3：兴业银行贷款结构情况（亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2019	1Q20
对公贷款	9,122	9,888	11,797	11,976	12,713	14,824	16,082	17,584	17,961	19,313
个人贷款	2,999	3,536	3,860	5,119	7,505	9,108	11,664	13,100	14,495	14,685
贴现票据	170	146	275	699	579	375	1,595	1,821	1,958	2,291
贷款总额	12,292	13,571	15,931	17,794	20,798	24,307	29,341	32,505	34,415	36,290
个贷占比	24.40%	26.06%	24.23%	28.77%	36.09%	37.47%	39.75%	40.30%	42.12%	40.47%

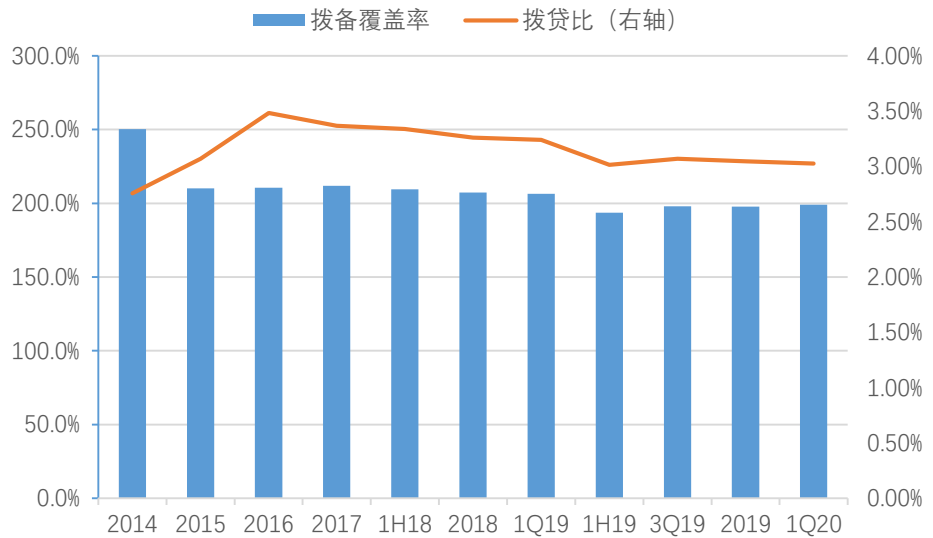
资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 4：兴业银行 1Q20 不良贷款率 1.52%，较年初下降；关注贷款率较年初有所上升



资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 5：兴业银行 1Q20 拨贷比 3.03%，保持较高水平



资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 4：兴业银行贷款行业分布情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2019
农、林、牧、渔业	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	0.29%	0.24%	0.21%	0.22%
制造业	20.71%	18.44%	16.60%	14.92%	13.80%	12.26%	10.84%	10.31%
建筑业	4.74%	5.04%	4.12%	4.17%	3.69%	3.25%	3.79%	3.60%
采掘业	3.40%	3.37%	3.76%	3.11%	2.69%	2.03%	1.84%	1.75%
房地产业	9.67%	11.92%	11.32%	7.90%	6.23%	6.66%	6.95%	7.32%
交通运输、仓储和邮政业	3.51%	3.56%	3.40%	3.20%	2.87%	2.70%	2.79%	2.95%
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%	2.33%
金融业	0.00%	0.00%	0.00%	0.61%	0.98%	0.73%	0.72%	0.76%
批发和零售业	15.02%	15.04%	11.54%	9.46%	9.20%	7.66%	7.35%	6.92%
租赁和商务服务业	6.13%	5.54%	5.09%	6.86%	9.33%	8.98%	9.04%	8.32%
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%	0.11%
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%	0.61%
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%	0.41%
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%	5.90%
居民服务和其他服务业	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.11%	0.05%	0.04%	0.09%
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%	0.24%
文化教育、体育和娱乐业	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.35%	0.25%	0.26%	0.28%
其它	2.55%	2.63%	2.73%	0.19%	0.23%	0.13%	0.00%	0.09%
对公贷款	72.86%	74.05%	67.30%	61.13%	60.99%	54.81%	54.10%	52.19%
个人按揭贷款	13.64%	12.48%	16.76%	24.89%	24.81%	25.54%	25.73%	26.47%
信用卡	4.45%	4.17%	4.38%	5.30%	7.66%	9.27%	9.44%	10.15%
消费及经营性贷款	0.00%	0.00%	0.00%	2.37%	1.69%	2.18%	2.39%	2.49%
其他	7.97%	7.58%	7.62%	3.53%	3.31%	2.76%	2.74%	3.01%
个人贷款	26.06%	24.23%	28.77%	36.09%	37.47%	39.75%	40.30%	42.12%
贴现票据	1.08%	1.73%	3.93%	2.79%	1.54%	5.44%	5.60%	5.69%

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	957	1030	1113	1222	1371	净利润增速	6.0%	8.7%	6.6%	9.7%	12.0%
手续费及佣金	430	497	546	601	661	拨备前利润增速	13.8%	15.8%	8.7%	10.5%	12.3%
其他收入	197	286	291	295	298	税前利润增速	5.1%	9.4%	6.3%	9.9%	13.8%
营业收入	1583	1813	1950	2118	2330	营业收入增速	13.1%	14.5%	7.6%	8.6%	10.0%
营业税及附加	(14)	(18)	(12)	(13)	(14)	净利息收入增速	8.1%	7.7%	8.0%	9.8%	12.3%
业务管理费	(421)	(466)	(494)	(508)	(524)	手续费及佣金增速	10.9%	15.6%	10.0%	10.0%	10.0%
拨备前利润	1148	1330	1445	1597	1793	营业费用增速	10.3%	10.7%	6.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(464)	(581)	(649)	(721)	(796)	<b>规模增长</b>					
税前利润	681	745	791	870	990	生息资产增速	5.0%	7.0%	12.8%	11.0%	9.5%
所得税	(68)	(78)	(79)	(87)	(99)	贷款增速	20.7%	17.3%	17.0%	13.0%	10.0%
净利润	606	659	702	770	863	同业资产增速	13.5%	57.4%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	-7.3%	-6.6%	10.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	29341	34415	40265	45499	50049	其他资产增速	-1.2%	-5.4%	5.4%	13.4%	9.8%
同业资产	2291	3606	3786	3976	4174	计息负债增速	3.9%	5.9%	13.4%	10.9%	9.2%
证券投资	28890	26975	29673	32640	35904	存款增速	7.0%	13.8%	15.0%	13.0%	10.0%
生息资产	65227	69813	78781	87426	95705	同业负债增速	-3.6%	-9.8%	8.0%	8.0%	8.0%
非生息资产	2846	2692	2838	3218	3533	股东权益增速	11.8%	16.3%	10.2%	9.8%	8.5%
总资产	67117	71457	80938	89832	98257	<b>存款结构</b>					
客户存款	33035	37591	43229	48849	53734	活期	41.7%	41.70%	41.70%	41.70%	41.70%
其他计息负债	27826	26870	29851	32171	34710	定期	51.2%	51.24%	51.24%	51.24%	51.24%
非计息负债	1529	1499	1799	2159	2591	其他	7.1%	7.07%	7.07%	7.07%	7.07%
总负债	62391	65960	74880	83180	91035	<b>贷款结构</b>					
股东权益	4726	5497	6058	6653	7222	企业贷款(不含贴现)	60.4%	60.38%	60.38%	60.38%	60.38%
<b>每股指标</b>						个人贷款	37.2%	37.24%	37.24%	37.24%	37.24%
每股净利润(元)	2.92	3.17	3.38	3.71	4.15	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	5.53	6.40	6.96	7.69	8.63	不良贷款率	1.57%	1.54%	1.42%	1.33%	1.35%
每股净资产(元)	21.18	23.37	25.98	28.84	31.58	正常	96.07%	97.70%	97.75%	97.80%	97.85%
每股总资产(元)	323.08	343.97	389.61	432.43	472.98	关注	2.35%	2.30%	2.25%	2.20%	2.15%
P/E	5.70	5.24	4.92	4.48	4.00	次级	0.75%				
P/PPOP	3.01	2.60	2.39	2.16	1.93	可疑	0.48%				
P/B	0.78	0.71	0.64	0.58	0.53	损失	0.35%				
P/A	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	拨备覆盖率	207.28%	197.75%	119.32%	134.12%	145.25%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	1.50%	1.66%	1.63%	1.60%	1.63%	资本充足率	12.20%	13.36%	13.31%	14.36%	15.55%
净利差(Spread)	1.54%	1.64%	1.67%	1.70%	1.73%	核心资本充足率	9.30%	9.47%	9.71%	10.77%	11.95%
贷款利率	4.69%	4.74%	4.79%	4.84%	4.89%	资产负债率	92.96%	92.31%	92.51%	92.59%	92.65%
存款利率	2.19%	2.39%	2.41%	2.43%	2.45%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	4.44%	4.30%	4.36%	4.42%	4.48%	总股本(亿)	207.74	207.74	207.74	207.74	207.74
计息负债成本率	2.90%	2.66%	2.68%	2.70%	2.72%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.93%	0.96%	0.93%	0.92%	0.95%						
ROAE	14.59%	14.23%	13.70%	13.53%	13.75%						
拨备前利润率	1.75%	1.92%	1.90%	1.87%	1.91%						

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