

兴业银行(601166)

深度报告

行业公司研究——银行II行业

证券研究报告

拨云见日，大有可为

——兴业银行深度报告

✍ 分析师: 邱冠华 S1230520010003
☎ 联系人: 梁凤洁
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

最艰难阶段已经过去，正确方向+强大执行，开辟可持续发展之路。当前时点最具性价比的优质银行，买入评级。

投资要点

□ 直观认识：最艰难阶段已经过去

① 资产负债结构调整到位。17年以来非标资产、同业负债占比不断压降，资产负债结构与同业差异持续缩小，调整接近尾声。② 盈利能力趋于稳定。17年以来，ROA优势扩大，随着资产负债结构调整到位，杠杆趋于稳定，未来ROE有望较同业保持优势。

□ 核心关注：可持续发展之路在哪

严监管以来传统的同业扩张之路不再行得通，兴业银行未来怎么走出来成为市场的核心担优点。我们认为，兴业银行在“商行+投行”的战略引领下，做精表内，做强表外，战略具有稳定性和执行力，未来大有可为。

1、走什么路：“做精表内、做强表外”是行之有效且大有可为的方向。

弥补负债端劣势：通过场景生态圈（织网工程等）做大做强客户基础，通过投资生态圈以AUM和代销促存款增长，以投行生态圈提供综合服务吸引存款。对标同业，兴业银行存款成本率若回到同业平均水平，则静态测算可节约利息支出64亿，对应可提升营收3.5%、净利润7%、ROA 7bp。

做大中收端优势：① 投行生态圈，继续巩固投资银行和FICC业务中收优势。② 场景生态圈，交易结算业务对营收的贡献度较同业平均低0.7pc，较领先银行招行低3pc，测算若营收贡献度提升至招行水平，则能够提升ROA 6bp；③ 投资生态圈，投资管理能力有优势，费率、规模和净值化程度均排名股份行前列，未来净值化转型和理财规模扩大有望提升财富管理收入。代销业务中收对营收贡献度较同业平均低1.5pc，有提升空间。测算若净值型理财占比达100%，则可提升ROA 5bp；若“非保本理财AUM/总资产”提升至招行水平，则可提升ROA 4bp；若代理代销中收对营收贡献度达到同业平均，则可提升ROA 3bp。

2、靠什么走：最市场化和具有执行力的银行之一，且预计战略可持续。

战略稳定性和执行力有保障：兴业银行战略是时代环境和自身禀赋最优选择，市场化是内生基因，因此无论管理层是否变化，战略稳定性和执行力都有保障。

□ 估值角度：最具性价比优质银行

纵向来看，截至6月18日，兴业银行PB(If)仅0.65，为过去三年最低水平。横向来看，19年末兴业银行的ROE排名全国性银行前列，但估值明显低于ROE对应的PB均值回归水平，是最具性价比的优质银行。

□ 盈利预测及估值

兴业银行最艰难时期已经过去，“做精表内，做强表外”战略配以出色战略执行保障开辟可持续发展之路，是最具性价比的优质银行。维持20-22年归母净利润同比增速预测8.41%/8.95%/10.08%，对应EPS 3.31/3.62/4.00。现价对应20-22年0.61/0.55/0.49倍PB。目标价25.2元，对应20年0.97倍PB，维持买入评级。

□ 风险提示：疫情影响失控，不良大幅暴露。

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥15.97

单季度业绩

元/股

1Q/2020	1.02
4Q/2019	0.55
3Q/2019	0.93
2Q/2019	0.79



公司简介

相关报告

- 1《战略机遇期，行稳以致远--兴业银行2019年年报暨2020年一季报点评》2020.04.29
- 2《增持显信心，极致性价比》2020.03.27
- 3《兴业银行(601166)2015年报及2016年一季报点评：不良集中处置，轻装再出发》2016.05.09

报告撰写人: 邱冠华

数据支持人: 梁凤洁

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	181,308	193,584	216,772	244,737
(+/-)	14.54%	6.77%	11.98%	12.90%
净利润	65,868	71,408	77,800	85,643
(+/-)	8.66%	8.41%	8.95%	10.08%
每股净资产(元)	23.37	25.96	28.79	31.92
P/B	0.67	0.61	0.55	0.49

正文目录

1. 直观认识：最艰难阶段已经过去.....	5
2. 核心关注：可持续发展之路在哪.....	7
2.1. 战略方向：做精表内，做强表外.....	7
2.2. 执行保障：战略稳定，市场基因.....	14
3. 估值角度：最具性价比优质银行.....	16
4. 投资建议与风险提示.....	17

图表目录

图 1: 自 16 年以来，兴业银行非标资产占比持续压降.....	5
图 2: 兴业与同业的资产端结构差异持续缩小.....	5
图 3: 自 16 年以来，兴业银行同业负债占比持续压降.....	5
图 4: 兴业与同业的存款和同业负债占比差异缩小.....	5
图 5: 兴业银行 2019 年以来 ROE 降幅相较同业较缓.....	6
图 6: 2016 年以来兴业银行 ROA 回升且速度快于同业平均.....	6
图 7: 2019Q3 以来兴业银行权益乘数趋于稳定.....	6
图 8: 资产负债结构调整到位，“RWA/总资产”趋于稳定.....	6
图 9: 兴业银行 PB (If) 与同业之差.....	7
图 10: 兴业银行综合收益好的零售贷款占比不断提升.....	8
图 11: 供应链金融的融资余额高增.....	8
图 12: 兴业银行绿色金融融资余额突破万亿，市占率提升.....	9
图 13: 20Q1 兴业核心一级资本充足率居于股份行中上水平.....	9
图 14: 兴业银行存款成本率还有改善空间.....	9
图 15: 宽松货币环境下，预计同业存单利率有继续下行空间.....	9
图 16: 兴业银行中收贡献较多（2019 年）.....	10
图 17: 2019 年末兴业同业结算性存款规模和占比均处于领先.....	11
图 18: 2019 年末兴业银行客户数较领先银行有差距.....	11
图 19: 兴业银行零售客户数增速在 2018 年超过对标行平均.....	11
图 20: 兴业银行企业客户数增速在 2018 年超过对标行平均.....	11
图 21: 兴业银行地方债承销规模远高于其他股份行平均.....	12
图 22: 兴业银行 NAFMII 承销规模远高于其他股份行平均.....	12
图 23: 兴业银行理财规模和资管费率均排名上市股份行前列.....	13
图 24: 兴业银行代理业务营收贡献较同业有增长空间.....	13
图 25: 兴业银行三个生态圈彼此赋能，提振 ROA.....	14
图 26: 兴业银行是最具性价比的优质银行.....	16
表 1: 兴业银行杜邦分解以及与同业对比.....	6
表 2: 兴业、光大、招行部分净值型理财产品以及余额宝费率整理.....	12

表 3: 测算战略落地对财务指标的提振作用	13
表 4: 2016 年以来战略逐步优化、清晰	14
表 5: 国有行和股份行主要金融牌照整理	15
表 6: 兴业银行高管层.....	16
表附录: 报表预测值	18

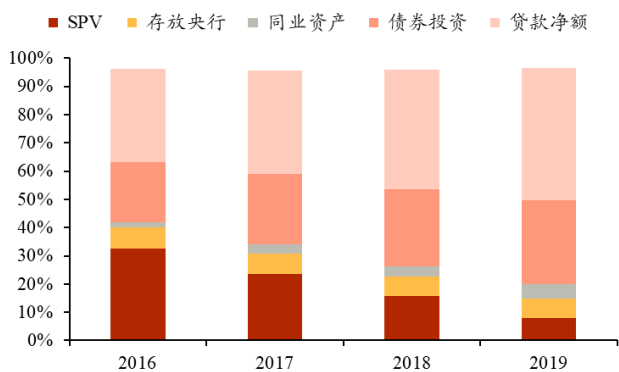
1. 直观认识：最艰难阶段已经过去

2017年严监管以来，兴业银行作为曾经的“同业之王”，历经转型调整的阵痛。经过将近四年的调整，兴业银行资产负债结构已经焕然一新，盈利能力相较同业的加速下滑已经趋稳，相较同业最艰难的时候已经过去。具体来看：

资产负债结构调整到位。前期兴业银行资产负债调整的压力点在于：

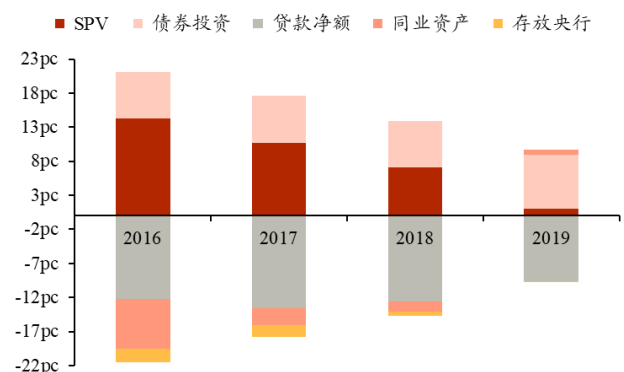
- ✓ **资产端，严监管下非标资产清退、转标、转贷款等。**纵向比较，自2016年底至2019年底，兴业银行SPV（不含基金）占总资产的比重由33%降至8%，贷款和债券投资（不含SPV，但含基金）占比分别由33%、22%提升至47%、30%。横向比较，2016年底兴业银行SPV（不含基金）占比较对标行高14pc，2019年底差异缩小至高1pc。
- ✓ **负债端，同业负债和流动性监管下，同业负债占比压降，存款占比提升。**纵向比较，2016年底至2019年底，兴业银行同业负债（不含同业结算性存款）占比由40%下降至28%，存款占比由47%提升至57%。横向比较，2016年底兴业银行同业负债占比（不含结算性同业存款）较对标行高10pc，2019年底差异缩小至高3pc；2016年底存款占比较对标行低14pc，2019年底差异缩小至低7pc。如将同业结算性存款纳入考量，则2019年底兴业银行存款占比达66%，较对标行平均仅低2pc。

图 1：2017 年以来，兴业银行非标资产占比持续压降



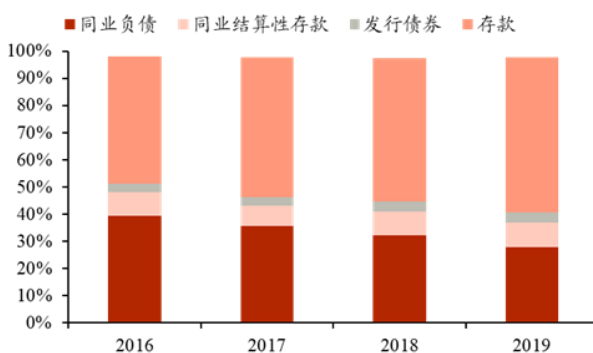
资料来源：wind，浙商证券研究所。SPV 为公司投资的未合并结构化主体（不含基金）。

图 2：兴业与同业的资产端结构差异持续缩小



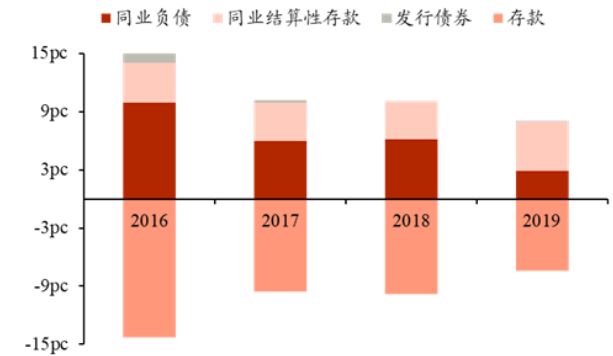
资料来源：wind，浙商证券研究所。数据为“兴业-上市股份行”。

图 3：2017 年以来，兴业银行同业负债占比持续压降



资料来源：wind，浙商证券研究所。同业结算性存款指的是“流动性风险”期限结构中即时偿还的存放同业款项。

图 4：兴业与同业的存款和同业负债占比差异缩小

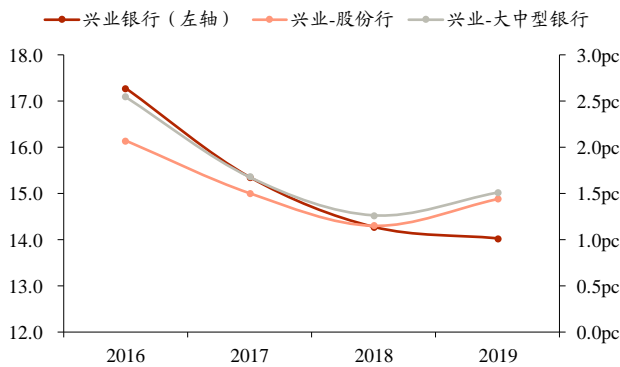


资料来源：wind，浙商证券研究所。数据为“兴业-上市股份行”。

资产负债结构调整到位的直接结果是，兴业银行盈利能力在同业中的位次趋于稳定。从ROE分解来看：①ROA的优势其实在扩大。2017年的严监管对兴业银行ROA形成较大冲击，但随后持续修复，且兴业银行ROA相较同业优势在扩大；②杠杆边际企稳。2017年以来兴业银行受严监管影响较大，资产负债深度调整，权益乘数快速下降，导致ROE下行快于同业。随着资产结构调整逐步到位，兴业银行2019年“RWA/总资产”和权益乘数趋于稳定，ROA驱动ROE相对改善。展望未来，兴业银行本身优秀的质地使得其ROA的优势将持续，因此预计ROE将继续在同业中保持相对优势。

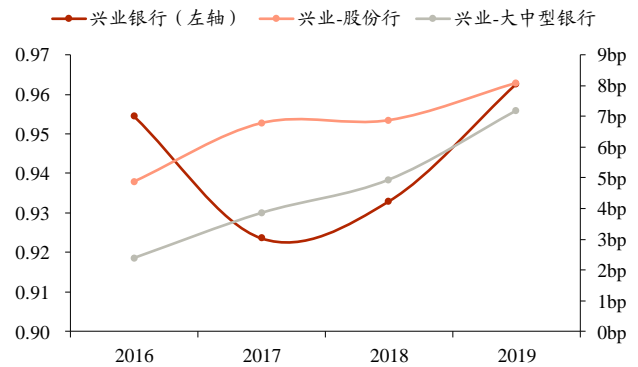
2020年银行业面临特殊的挑战，即全球突发新冠疫情对经济的冲击。但我们认为疫情的影响是阶段性的，且是行业性的，不影响兴业银行作为个股中长期的投资逻辑。因此本篇报告不对疫情的冲击做详细展开。

图 5：兴业银行 2019 年以来 ROE 降幅相较同业较缓



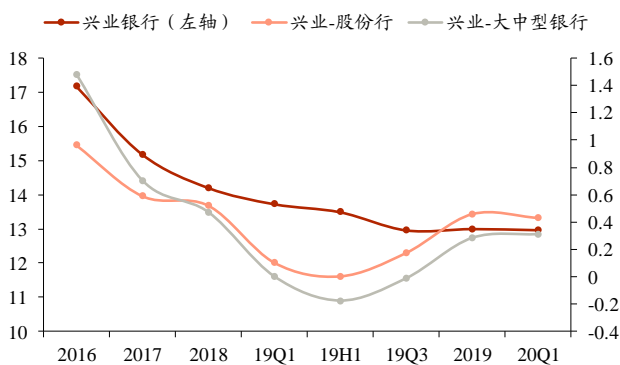
资料来源：wind，浙商证券研究所。单位：%。

图 6：2016 年以来兴业银行 ROA 回升且速度快于同业平均



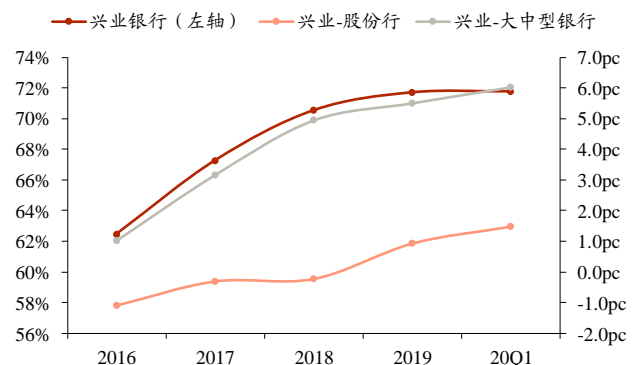
资料来源：wind，浙商证券研究所。单位：%。

图 7：2019Q3 以来兴业银行权益乘数趋于稳定



资料来源：wind，浙商证券研究所。单位：倍。

图 8：资产负债结构调整到位，兴业“RWA/总资产”趋于稳定



资料来源：wind，浙商证券研究所。单位：%。

表 1：兴业银行杜邦分解以及与同业对比

/平均总资产	兴业银行(%)				兴业银行-其他股份行平均(bp)			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
营业收入	2.76	2.24	2.41	2.62	-33	-55	-51	-48
利息净收入	1.97	1.41	1.46	1.49	-16	-44	-44	-62
利息收入	4.15	4.04	4.12	3.89	4	-8	-23	-49

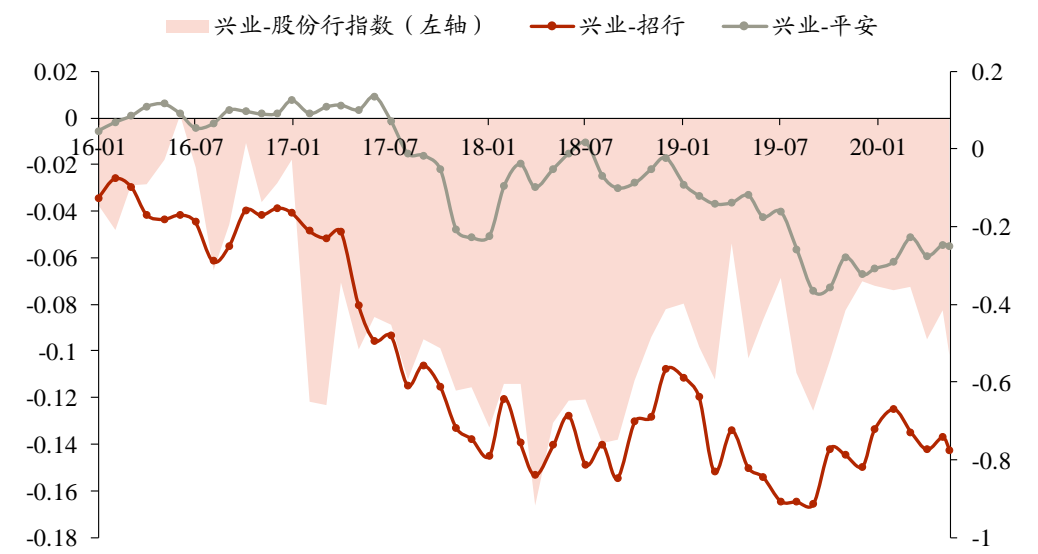
利息支出	-2.18	-2.63	-2.66	-2.41	-20	-36	-21	-12
非利息净收入	0.79	0.82	0.95	1.13	-17	-11	-6	14
手续费净收入	0.64	0.62	0.65	0.72	-19	-19	-3	2
其他非息收入	0.14	0.20	0.30	0.41	2	8	-4	12
营业费用和税费	-0.74	-0.63	-0.67	-0.71	22	25	24	21
拨备前利润	2.02	1.60	1.74	1.91	-10	-31	-26	-27
资产减值损失	-0.90	-0.57	-0.71	-0.84	6	27	24	29
税前利润	1.12	1.04	1.04	1.08	-5	-4	-2	2
所得税	-0.17	-0.11	-0.10	-0.11	10	11	9	7
税后利润	0.95	0.92	0.93	0.96	5	8	8	9

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 由于兴业银行于 2019 年实施 I9, 其他股份行多数在 2018 年即实施 I9, 且部分银行调整信用卡手续费收入确认口径, 因此利息收入、手续费净收入、其他非息收入存在一定不可比性。

2. 核心关注: 可持续发展之路在哪

正如前文所述, 市场其实清楚兴业银行的质地优异, 但兴业银行的估值相较同业平均的折价明显扩大, 在 2019 年之后相较股份行平均折价有所收窄, 但相较代表性零售银行(招行和平安)的折价中枢却在扩大。本质上, 这是因为市场担心严监管之后传统的同业扩张之路不再行得通, 兴业银行未来怎么走出来成为市场的核心担忧点。

图 9: 兴业银行 PB (If) 与同业之差



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

怎么走出来, 实际上要回答两个问题: 走什么路、靠什么走。①走什么路, 是要回答战略方向的问题。我们认为兴业银行历经 4 年摸索提出的“做精表内、做强表外”是行之有效且大有可为的方向(本质上是商行+投行的结果)。②靠什么走, 是要回答资源禀赋和管理机制的问题。兴业银行是中国最市场化和具有执行力的银行之一, 且预计战略可持续。

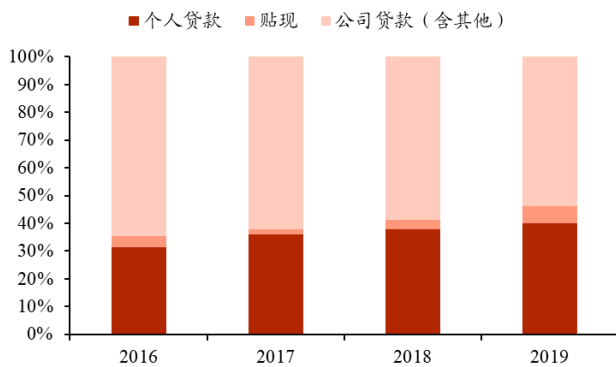
2.1. 战略方向: 做精表内, 做强表外

“做精表内、做强表外”是当下及未来大环境下的必然选择。利率下行和风险上升阶段，以往银行依靠表内资产规模迅速扩张来实现盈利增长的模式不再可持续。由于单位资产的效能难以提升，银行往往陷入估值低和融资难的双重困境。未来必须向效益要增长，归根结底 ROA 的提升才是可持续发展的路径。简单理解：①做精表内，就是做优风险调整后的息差；②做强表外，就是做大非息。

2.1.1. 做精表内

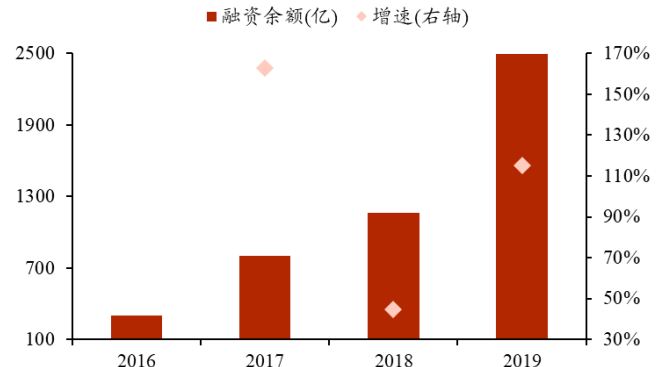
资产端，做综合收益更高的业务。表内资产做精的导向下，兴业银行未来将倾斜于综合收益更高的四个重点，即重点区域、重点行业、重点客户、重点产品。信贷方面的重点产品为绿色金融、交易银行、零售贷款等。其中交易银行（供应链金融等）、零售贷款等较为人熟知，绿色金融投资者还不太熟悉。

图 10：兴业银行贷款的对公零售结构更加均衡



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图 11：供应链金融余额高速增长



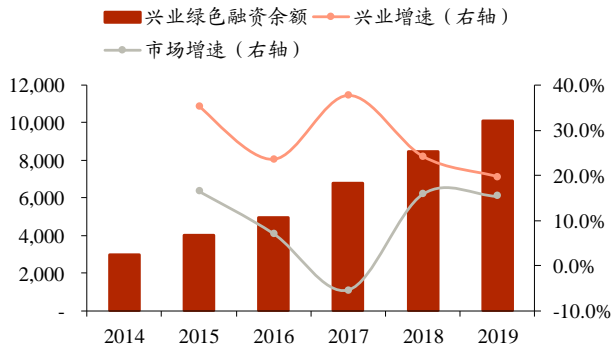
资料来源：wind，浙商证券研究所。

绿色金融名片有待认知。兴业银行是绿色金融领域的先行者，作为中国首家赤道银行，兴业银行在绿色金融领域已经深耕 14 年，2020Q1 末绿色融资余额 1.06 万亿元，占总资产比重达到 14%。2019 年兴业银行参与了多项绿色金融政策设计，包括人民银行、银保监会等监管机构绿色贷款（绿色信贷）专项统计制度修订工作。此外还参与多个地区绿色金融改革创新试验区规划方案的起草，分别与贵州、浙江、江西、新疆等 9 个省（区）签订绿色金融合作协议，总签约金额 5,700 亿元，各省区自签约以来截至 2019 年末已投放 2,600 余亿元。

综合收益优质的业务。绿色金融不仅有良好的社会效应，而且本身作为银行资产来说也具有良好的经济效益。根据兴业银行官网，绿色信贷不良率仅为银行平均资产不良率的 1/4，按照兴业银行 20Q1 不良率 1.52% 来测算，绿色信贷不良率仅为 0.38%，风险调整后的收益率推测较为可观。

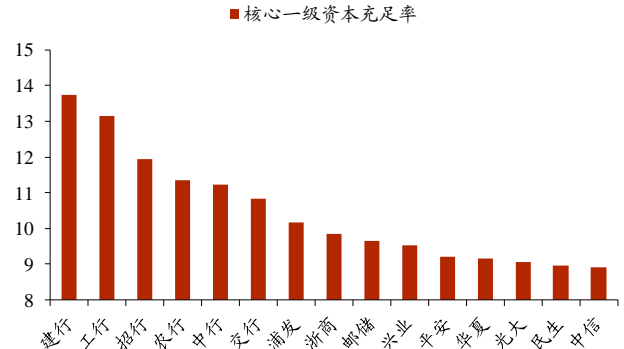
未来或进一步受益于绿色金融风险权重降低。根据人民银行《中国绿色金融发展报告（2018）》，监管层研究“适当降低对绿色资产的风险权重，对绿色信贷等业务给予较低的经济资本占用”。假设兴业银行绿色信贷占整体绿色融资比重为 90%、风险权重下调 10pc，则对应可提升核心一级资本充足率 19bp。

图 12: 兴业银行绿色金融融资余额突破万亿, 市占率提升



资料来源: wind, 浙商证券研究所。单位: 亿元。

图 13: 20Q1 兴业核心一级资本充足率居于股份行中上水平



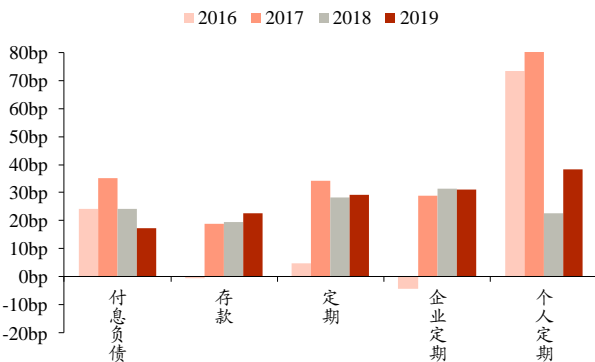
资料来源: wind, 浙商证券研究所。单位: %。

负债端, 三大生态圈做强存款。2017 年以来负债调结构的压力下, 兴业银行策略性地以高息揽储, 导致存款成本率劣势显著扩大。**预计未来存款成本率劣势有望收窄:** (1) 结构调整的迫切性来看, 随着 19 年末流动性监管指标达标, 争夺存款的压力边际减轻。(2) 未来打法来看, 打造三大生态圈有望改善存款。①场景生态圈, 推进“织网工程”, 对应结算性存款; ②投行生态圈, 对应企业和机构存款; ③投资生态圈, 一个是资管业务, 2019 年拉动新增存款 1466 亿元 (以 AUM 和代销促存款); 一个是资金业务, 2019 年自营投资债券带来资金回存超过 2400 亿元。

对标同业, 存款成本下降带来的提升空间大。若兴业银行的定期存款成本回归到同业平均水平 (即下降 29bp), 静态测算将节约 64 亿的利息支出, 对应可提升营收 3.5%、净利润 7%, 对 ROA 有约 7bp 的提振作用。

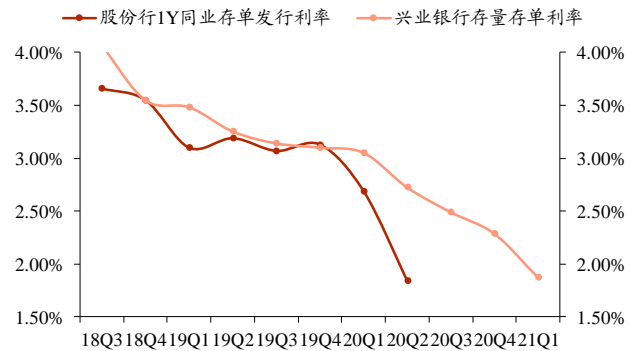
2020 年货币宽松环境下腾挪余地更大。①价格方面, 2020 年宽松环境下, 主动负债利率快速下行, 对息差起到支撑作用。根据测算, 不考虑新发行同业存单, 20Q2 起兴业银行存量同业存单利率将持续较快下行, 每个季度下降 20bp 左右; 如果新发行同业存单随行就市, 那么同业负债成本率下降将更快。②结构方面, 2019 年末兴业银行同业负债 (含同业存单, 不含同业结算性存款) 占比约 28%, 具有一定灵活调整的空间。

图 14: 兴业银行存款成本率还有改善空间



资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 此处为各类负债成本率兴业银行与对标行的差异, 兴业银行-对标行。

图 15: 宽松货币环境下, 预计同业存单利率有继续下行空间

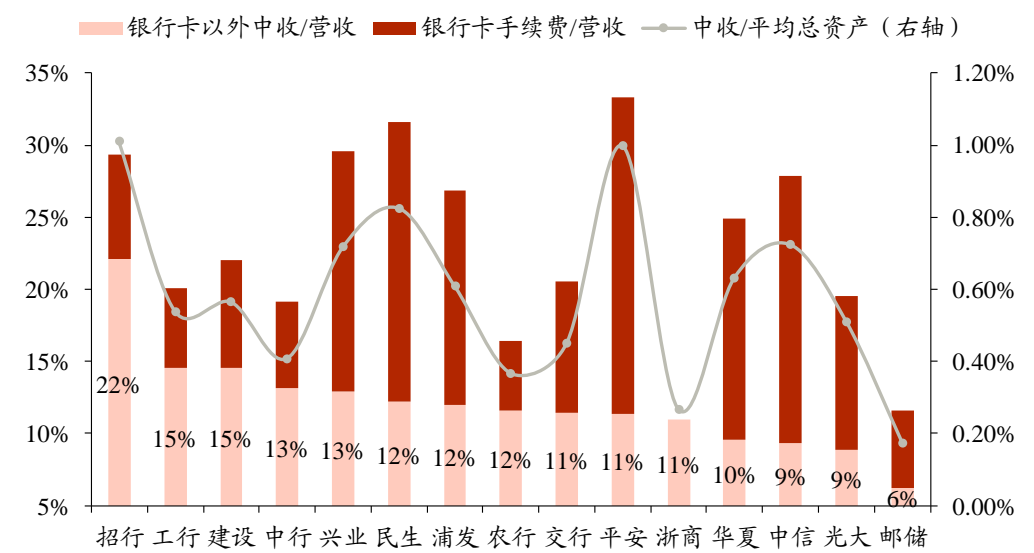


资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 存量存单利率为测算值。

2.1.2. 做强表外

中收还有很大提升空间。与同业相比，2019年兴业银行中收对营收贡献较多，其中：①银行卡业务贡献较大，银行卡手续费占营收比重高达17%，但值得注意的是部分银行信用卡分期手续费计入利息收入，因此并不完全可比；②非银行卡业务中收相较同业有一定优势，但相较头部的招行还有较大差距。2019年兴业银行非银行卡中收对营收的贡献度为13%，而招行为22%。

图 16：兴业银行中收对营收贡献较多（2019年）



资料来源：wind，浙商证券研究所。

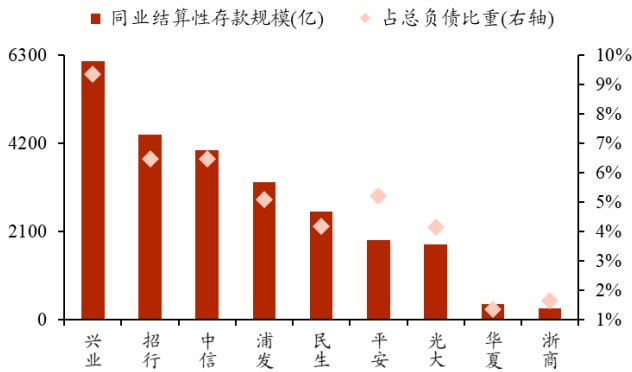
从兴业与对标银行的差距来看，在投资银行和受托理财上，兴业银行优势明显，但是在交易结算和代销上，兴业银行仍有提升空间。具体来看：

（1）场景生态圈——交易结算

兴业银行交易结算业务与对标行相比，仍有提升空间。表现为2019年兴业银行交易结算业务对营收的贡献度1.3%，较对标行平均低0.7pc，差距主要来自对公及零售交易结算业务。具体来看：①**同业结算有优势。**2019年兴业同业结算性存款超6千亿，占总负债9%，规模和占比均处于同业领先。②**对公及零售客户交易结算与领先银行有差距。**2019年末兴业企业客户近80万户，零售客户近8千万户，总体处于上市股份行中位水平，但较领先的招行分别少130万户和7千万户，客户基础还有改善空间。2018年以来，兴业银行零售客户增速与企业客户增速已经超过对标行平均，2019年分别高于对标行平均2pc与3pc，客户基础在边际改善。未来兴业通过推进织网工程，打造场景生态圈，提升客户的数量和黏性，有望缩小和领先银行差距。

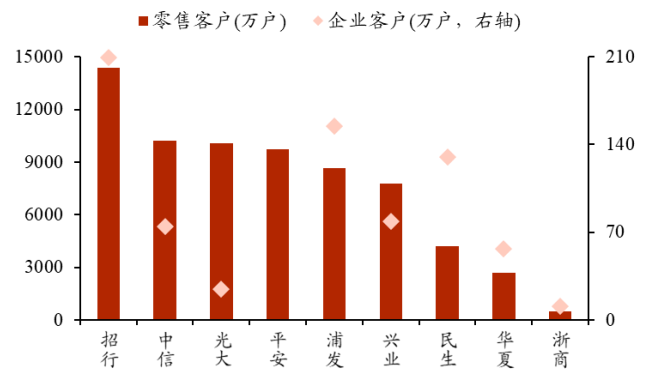
假设兴业交易结算业务中收对营收贡献提升至招行的水平，可带来约57亿中收增量，对应3.1%营收增长，6.4%利润增长和6bp的ROA提升。

图 17: 2019 年末兴业同业结算性存款规模和占比均处于领先



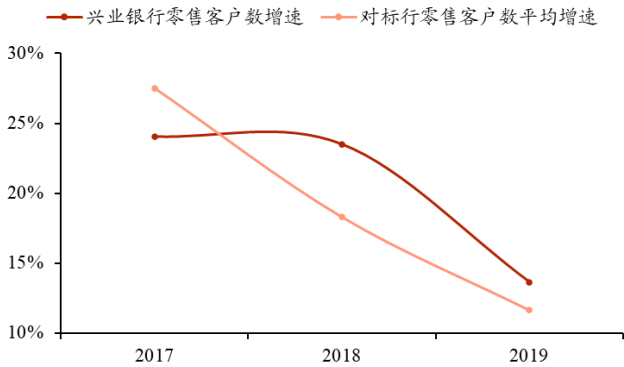
资料来源: wind, 浙商证券研究所。数据截至 19 年末。

图 18: 2019 年末兴业银行客户数较领先银行有差距



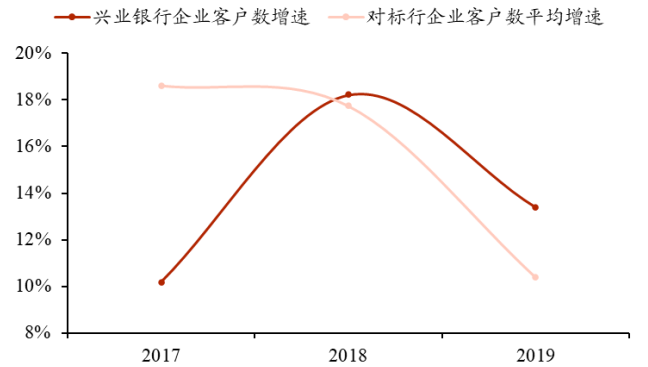
资料来源: wind, 浙商证券研究所。数据截至 19 年末。平安银行未披露对公客户数。

图 19: 兴业银行零售客户数增速 2018 年以来超过对标行平均



资料来源: wind, 浙商证券研究所。对标行为光大银行外的其他上市股份行, 光大银行未披露相关数据。

图 20: 兴业银行企业客户数增速 2018 年以来超过对标行平均



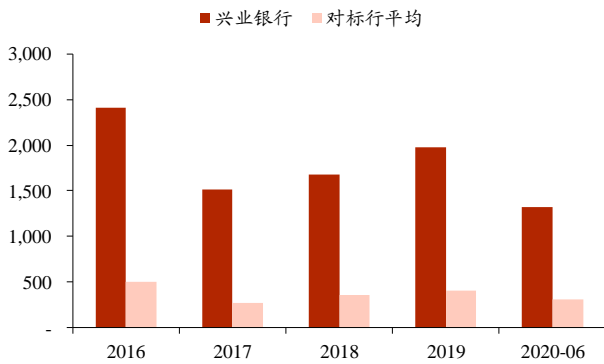
资料来源: wind, 浙商证券研究所。对标行为光大和平安银行外的其他上市股份行, 该两家银行未披露相关数据。

(2) 投行生态圈——投资银行

目前兴业银行在债券承销上已经占据领先地位。表现为 2018 年以来 NAFMII 承销市场份额持续占据第一名（超过大行），地方债承销金额仅次于五大行。

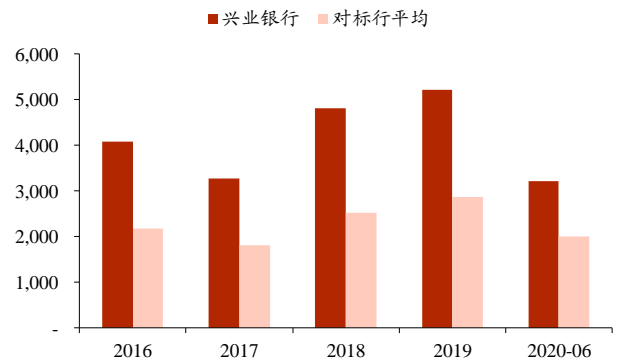
除了发债本身的手续费以外，由发债带来的存款也使得该业务的综合收益较为可观。根据兴业银行 2019 年业绩说明会，投行业务带来法定利率存款 2065 亿元，结算性存款日均 1732 亿元。按照存款利率较定期存款基准利率上浮 50%测算（假设都是 1 年期），存款利率为 2.25%。假设目前兴业的结构性存款利率为 3.5%，以存款利率 2.25%、结算性存款利率 0.35%来计算，分别每年可节约利息支出 25.8 亿元、54.6 亿元，占 2019 年营收 4%、税前利润 10.8%。

图 21: 兴业银行地方债承销规模远高于其他股份行平均



资料来源: wind, 浙商证券研究所。单位: 亿元。注: 2020 年数据截至 2020 年 6 月 15 日。

图 22: 兴业银行 NAFMII 承销规模远高于其他股份行平均



资料来源: wind, 浙商证券研究所。单位: 亿元。注: 2020 年数据截至 2020 年 6 月 15 日。

(3) 投资生态圈——代理受托

构建投资生态圈将从受托理财和代理业务两个层面提振整体中收。

受托理财: AUM 增长和净值转型拉动理财中收。 兴业理财业务经营优异, 2019 年理财规模和整体资管费率均居行业前列。①兴业银行理财规模和净值化转型进度均位于行业前列。目前兴业银行非保本理财达 1.3 万亿, 排名上市股份行第三, 净值型理财占非保本理财的 57%, 较同业平均高 15pc。②资管费率优势: 兴业银行 2019 年资管费率(管理的结构化主体贡献中收/管理的结构化主体规模)达 0.43%, 较同业平均费率高 19bp, 优势明显。兴业优异的资产创设和理财能力为费率优势奠定基础。根据普益发布的银行理财能力排名报告, 兴业银行 2019 年综合理财能力排名位列全国性银行榜首。

①**理财规模的扩张。** 目前兴业的理财 AUM 占总资产比例较领先同业仍有提升空间。19 年末, 兴业银行非保本理财 AUM/总资产为 18%, 较行业平均低 1pc, 较招行低 13pc。假设兴业非保本理财 AUM 占比达到招行水平测算, 可带来理财中收增量 39 亿, 对应营收提升 2.1%, 净利润提升 4.3%, ROA 可提升 4bp。

②**净值化转型的推进。** 净值型产品费率较目前资管费率更高。目前兴业银行净值型理财产品除托管费以外的综合费率约在 0.55%-0.80%/年, 较目前的资管费率高 12-37bp。同时, 兴银理财将权益类产品作为发力方向之一。参照光大银行, 权益类净值型理财产品综合费率高于混合类及固收类。未来随着兴业权益类产品发行, 理财费率将有望进一步提升。**测算净值化转型对中收的促进作用巨大。** 假设净值型产品占比由 19 年末的 57% 提升至 100%, 以 19 年末理财规模测算, 可带动理财中收增量 16-49 亿, 增幅 17-53%, 对应营收增长 2.7%, 净利润增长 5.5%, ROA 提升 5bp, 净值化转型带来的增长潜力巨大。

表 2: 兴业、光大、招行部分净值型理财产品以及余额宝费率整理

银行	名称	类型	期限	销售服务费/年	投资管理费/年	托管费/年	综合费率/年
兴业	添利日日生金	类货币型	随时赎回	0.30%	0.30%	0.03%	0.63%
	睿盈年年升【3】号	固收类	1 年期	0.45%	0.35%	0.03%	0.83%
	睿盈优选平衡【5】号	混合类	1 年期	0.00%	0.80%	0.03%	0.83%
	稳利恒盈【R】2 年	固收类	2 年期	0.40%	0.15%	0.03%	0.58%
光大	阳光红卫生安全主题精选	权益类	随时赎回	0.00%	1.00%	0.05%	1.05%
	阳光橙优选科创	混合类	半年期	0.00%	0.60%	0.05%	0.65%

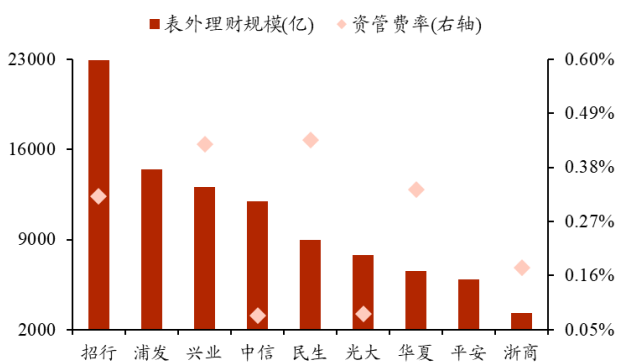
	阳光金 12M 添利 5 号	固收类	1 年期	0.00%	0.50%	0.03%	0.53%
余额宝	天弘余额宝货币	货币基金	随时赎回	0.25%	0.30%	0.08%	0.58%
招行	青葵一年 8 号 A	固收类	1 年期	0.30%	0.30%	0.10%	0.70%
	招智红利月开一号	混合型	1 月期	0.00%	1.00%	0.05%	1.05%

资料来源：产品说明书，浙商证券研究所。固收类指投资于债权类资产比例超过 80%，混合类指投资于债权、权益、商品及衍生类资产且任一资产占比不超过 80%。权益类指投资于权益类资产比例超过 80%。类货币型指可随时赎回，对标收益率与活期存款收益率相近的产品。

代理业务：建设投资生态圈，代理业务增长空间广阔。目前兴业银行代理业务较对标行仍有提升空间，体现在 19 年兴业代理中收的营收贡献为 1.8%，较对标行低 1.5pc。19 年招行代销基金规模近 2200 亿，代理保费达 943 亿，实现代理中收 136 亿，营收贡献达 5%。对标招行，兴业代理中收有将近 3.2pc 的营收贡献改善空间。

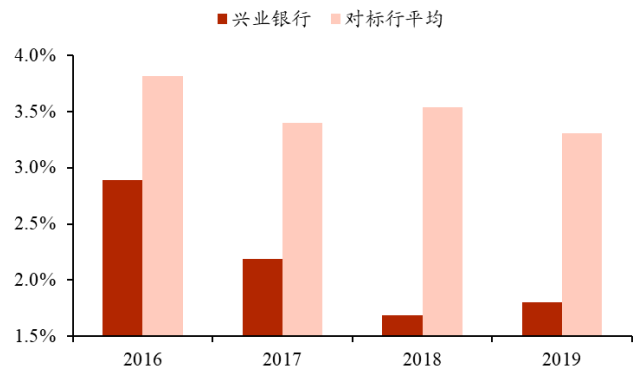
在构建投资生态圈战略下，预计兴业将在代理代销业务上发力。2019 年兴业银行代理业务收入增速达 22%，高于对标行平均 11pc，与同业差距收窄。假设 19 年兴业银行代理业务收入对营收贡献达到对标行平均水平（3.3%），则对应提升营业收入 1.6%、ROA 3bp。

图 23：兴业银行理财规模和资管费率均排名上市股份行前列



资料来源：wind，浙商证券研究所。数据为 19 年数据。资管费率=表外资管手续费收入/表外资管规模。表外资管=非保本理财+投资基金等其他表外资管。浦发、平安未披露表外资管手续费。

图 24：兴业银行代理业务对营收的贡献较同业有增长空间



资料来源：wind，浙商证券研究所。

2.1.3. 总结归纳

兴业银行的“做精表内，做强表外”战略方向将围绕三大生态圈的构建，生态圈互相协同赋能，主要从中收和存款成本两个方面提振整体财务表现。

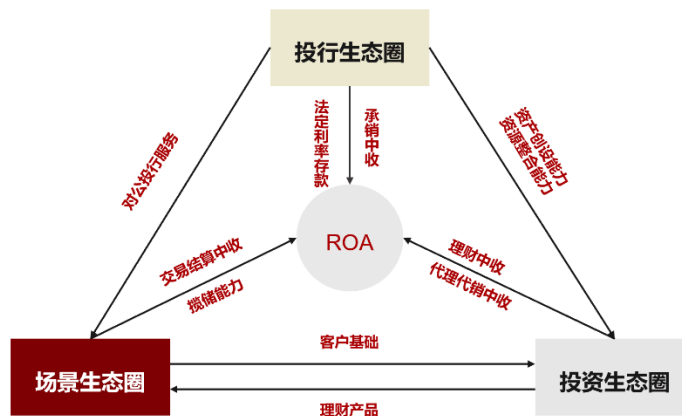
表 3：测算战略落地对财务指标的提振作用

改善路径		测算假设	提升营收	提升净利润	提振 ROA	
做精表内	降低成本	存款成本下降	定期存款成本率与同业一致	3.5%	7.2%	7bp
		交易结算	交易结算中收对营收贡献与招行一致	3.1%	6.4%	6bp
做强表外	做大中收	代理业务	代理业务中收对营收贡献与同业一致	1.6%	3.2%	3bp
		净值化转型	净值型理财占比达	2.7%	5.5%	5bp

	到 100%			
理财规模	AUM/总资产 与招行一致	2.8%	5.7%	4bp
合计		13.7%	28%	25bp

资料来源：浙商证券研究所。

图 25：兴业银行三个生态圈彼此赋能，提振 ROA



资料来源：浙商证券研究所。

2.2. 执行保障：战略稳定，市场基因

市场担忧兴业银行董事会换届将导致管理层变动，从而影响战略执行。但我们认为，目前的战略是基于时代环境和兴业银行自身禀赋的最优选择，市场化是兴业银行内生的基因，因此无论管理层是否变动都不会影响大的战略方向和执行。

- (1) **资源禀赋决定其更适合大对公的“商行+投行”。** 银行经营战略往往因外部环境和自身特色而定，经济、监管环境和兴业银行自身的资源禀赋，决定了“商行+投行”的大对公模式更加适合其发展。2016 年以来，兴业银行的战略不断调整、优化，2018 年至 2019 年初总结出“1234”战略体系，基本定调了未来一段时间的发展方向 and 路径。

表 4：2016 年以来战略逐步优化、清晰

时间	具体战略
2006-2010	从严治行、专家办行、科技兴行、服务立行
2011-2015	建设基础坚实、结构协调、专业突出、特色鲜明、实力雄厚、富有责任的主流银行集团
2016	“三型、四轮”：结算型、投资型、交易型“三型”业务能力，驱机构金融、零售金融、投资银行、资产管理“四轮”并进
2017	“商业银行+投资银行”
2018	“1234” 战略体系：一条主线，即稳中求进，以轻资产、轻资本、高效率为方向加快转型；两个抓手，即商行+投行，以客户为本、商行为体、投行为用；三项能力，即持续提升结算型银行、投资型银行、交易型银行建设能力；四个重点，即在重点分行、重点行业、重点客户、重点产品实现新的突破

资料来源：wind，浙商证券研究所。

- ✓ **长期积累的业务和品牌优势:** ①同业金融优势, 银银平台的长期积累使得兴业银行具备市场上最强的同业能力。2019年, 银银平台合作法人机构超过2000家, 非银金融行业支付平台“汇收付”交易金额超过12000亿, 同比增长1696%。通过为银行和非银机构提供综合服务, 兴业银行与同业机构在财富管理、资产流转、资金运用等多个领域有合作空间。②地方政府优势, 兴业银行与地方政府的合作关系紧密, 从地方债承销金额仅次于五大行即可看出。
- ✓ **综合金融叠加研究和科技赋能:**
 - ①**协同赋能。** 大对公型银行, 综合金融服务能力至关重要, 兴业银行作为一个集团已经覆盖银行、租赁、信托、消金、基金、理财、期货、资管、研究、科技多个板块。同时, 相较其他股份行, 兴业银行还拥有控股优势。兴业银行除境内券商牌照以外, 其他牌照均为银行直接控制, 资源整合效率高, 牌照间的协同效应强, 而其他股份行的牌照大多为银行的母公司拥有, 非银行直接控制。

表 5: 国有行和股份行主要金融牌照整理

	基金	金融租赁	保险	期货	信托	境内券商	资产管理	理财子公司
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		✓*						
浙商银行		✓*						
工商银行	✓*	✓*	✓*	✓*			✓*	✓*
建设银行	✓*	✓*	✓*	✓*	✓*		✓*	✓*
农业银行	✓*	✓*	✓*				✓*	✓*
中国银行	✓*		✓*	✓*		✓	✓*	✓*
交通银行	✓*	✓*	✓*		✓*		✓*	✓*
邮储银行	✓		✓			✓		✓*

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: “✓”表示此牌照为银行母公司拥有或银行非直接控制, “✓*”表示银行直接控制此牌照。

②**研究赋能。** 研究能力是泛投行业务的核心能力之一, 兴业研究是国内首家、也是唯一一家独立银行系研究公司。目前兴业研究涵盖宏观、行业、策略, 100%覆盖发债主体, 密切跟踪1500个重点发债主体, 签约服务客户数超过160家。

③**科技赋能。** 控股子公司兴业数金是最早成立的银行系金融科技子公司, 兴业也是最早一批将科技作为战略、实现数据大集中的银行, 对科技的重视和金融科技发展的战略前瞻能力都属于行业前列。兴业银行对内已经实现科技服务的定价, 对外子公司独立、市场化运营。市场化机制有利于兴业银行能够均衡科技投入与产出, 以结果为导向, 实现科技赋能的最大效益。

- (2) **市场化机制和强大执行力是兴业银行内在基因。** 从历史上来看, 兴业银行踩准了地产、融资平台、同业业务的节奏, 从一个地方性银行迅速成长为全国性股份制银行, 创新和市场化基因毋庸置疑。

因此无论管理层是否变动，预计都不会影响大的战略方向和执行。

表 6：兴业银行高管层

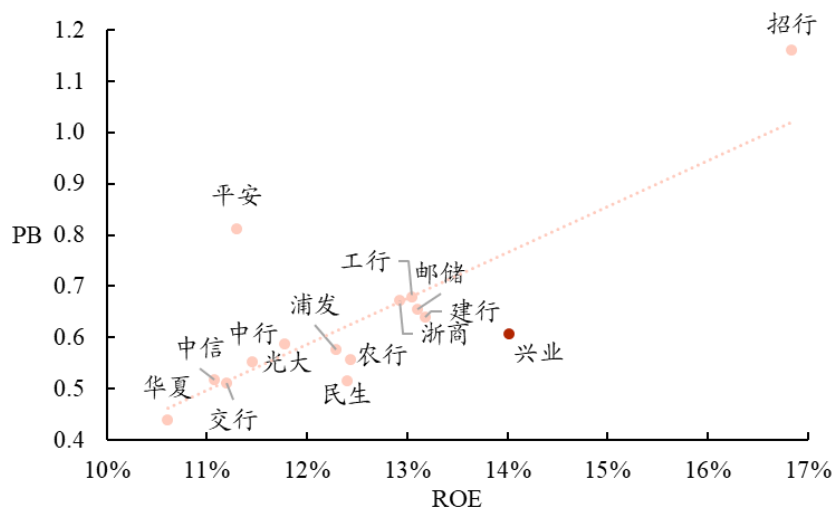
姓名	职务	出生年月	年龄	任期	履历
陶以平	暂代董事长 行长	1963.04	57	2019.09.03 至今 2016.04.28 至董事会换届	历任中国银行福建省分行行长，中国银行山东省分行行长； 现任兴业银行党委委员、董事、行长，暂代董事长。
陈锦光	董事 副行长	1961.11	58	2016.06.20 至董事会换届 2013.02.04 至董事会换届	专科学历，经济师。历任兴业银行上海分行副行长、宁波分行 行长、成都分行行长、北京分行行长；现任兴业银行党委 委员、董事、副行长。
陈信健	董事 副行长 董秘	1967.10	52	2016.06.20 至董事会换届 2014.07.10 至董事会换届 2015.11.26 至董事会换届	历任福建省财政厅金融处、外债处处长，兴业银行上海分行 副行长，兴业银行厦门分行副行长(主持工作)、行长，兴业 银行南京分行行长，兴业银行北京分行行长；现任兴业银行 党委委员、董事、副行长、董事会秘书。
孙雄鹏	副行长	1967.04	53	2016.08.25 至董事会换届	历任兴业银行漳州分行行长、泉州分行行长、厦门分行行长、 福州分行行长；现任兴业银行党委委员、副行长。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

3. 估值角度：最具性价比优质银行

最具性价比的优质银行。① 纵向来看，兴业银行目前估值水平处于历史底部。截至 2020 年 6 月 18 日，兴业银行 PB(If) 仅为 0.65，为过去三年估值最低水平。② 横向来看，兴业银行性价比优于其他股份行和国有行。为了排除不良认定口径和拨备覆盖率的干扰，我们统一为各银行设定 100% 拨备覆盖率和 100% 逾期偏离度，测算各家银行加回超额拨备后的 PB 水平。国股银行的测算 PB 估值和 ROE 呈显著正相关关系。兴业银行 2019 年 ROE 14%，排名国有行和股份行第 2 高，盈利能力优异，但加回超额拨备后 PB 仅 0.60，显著低于均值回归水平，是最具性价比的优质银行。

图 26：兴业银行是最具性价比的优质银行



资料来源：wind，浙商证券研究所。PB 口径为加回超额拨备后的 PB，股价数据截至 2020 年 6 月 18 日。ROE 为 2019 年数据。

4. 投资建议与风险提示

随着资产负债调整逐渐到位，兴业相较同业最艰难的时期已经过去，可谓“拨云见日”；“做精表内，做强表外”战略方向，配以出色的执行保障开辟可持续发展之路，未来大有可为。兴业银行是当下最具性价比的优质银行，维持 20-22 年归母净利润同比增速预测 8.41%/8.95%/ 10.08%，对应 EPS 3.31/3.62/4.00。现价对应 20-22 年 0.61/0.55/0.49 倍 PB。目标价 25.2 元，对应 20 年 0.97 倍 PB，维持买入评级。

风险提示：疫情影响失控，不良大幅暴露。

表附录：报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
存放央行	486,444	451,822	497,004	551,675
同业资产	360,596	396,656	436,321	479,953
贷款总额	3,441,451	3,904,326	4,372,845	4,853,858
贷款减值准备	-105,581	-117,889	-132,789	-150,127
贷款净额	3,345,180	3,786,437	4,240,057	4,703,731
证券投资	2,697,521	2,646,732	2,738,407	2,911,003
其他资产	255,940	292,250	317,603	347,128
资产合计	7,145,681	7,690,797	8,357,983	9,134,939
同业负债	1,787,918	1,914,628	2,052,367	2,202,300
存款余额	3,759,063	4,097,379	4,507,117	5,002,899
应付债券	899,116	862,141	904,274	948,467
其他负债	149,932	212,603	230,838	252,175
负债合计	6,596,029	7,086,750	7,694,596	8,405,842
股东权益合计	549,652	604,046	663,387	729,098
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
业绩增长				
利息净收入增速	7.66%	0.51%	9.35%	10.98%
手续费净增速	15.59%	15.00%	15.00%	15.00%
非息净收入增速	25.05%	15.00%	15.00%	15.00%
拨备前利润增速	15.82%	6.77%	11.96%	12.90%
归属母公司净利润增	8.66%	8.41%	8.95%	10.08%
盈利能力				
ROAE	13.68%	13.44%	13.23%	13.18%
ROAA	0.95%	0.96%	0.97%	0.98%
RORWA	1.34%	1.34%	1.35%	1.36%
生息率	4.34%	3.75%	3.77%	3.78%
付息率	2.67%	2.56%	2.55%	2.54%
净利差	1.64%	1.19%	1.22%	1.25%
净息差	1.94%	1.42%	1.44%	1.47%
成本收入比	25.68%	25.68%	25.68%	25.68%
资本状况				
资本充足率	13.36%	13.44%	13.48%	13.48%
核心资本充足率	10.56%	10.78%	10.91%	10.98%
风险加权系数	71.70%	71.86%	71.86%	71.86%
股息支付率	24.03%	23.14%	23.21%	23.29%

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
净利息收入	102,988	103,516	113,193	125,623
净手续费收入	49,679	57,131	65,700	75,556
其他非息收入	28,641	32,937	37,878	43,559
营业收入	181,308	193,584	216,772	244,737
税金及附加	-1,756	-1,926	-2,174	-2,443
业务及管理费	-46,557	-49,709	-55,663	-62,845
营业外净收入	237	65	65	65
拨备前利润	132,591	141,563	158,495	178,945
资产减值损失	-58,088	-61,146	-70,879	-82,498
税前利润	74,503	80,417	87,615	96,447
所得税	-7,801	-8,444	-9,200	-10,127
税后利润	66,702	71,973	78,416	86,320
归属母公司净利润	65,868	71,408	77,800	85,643
归属母公司普通股股东	63,319	68,859	75,251	83,094
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
资产质量				
不良贷款余额	53,022	58,457	65,980	73,541
不良贷款净生成率	1.48%	1.39%	1.39%	1.38%
不良贷款率	1.54%	1.50%	1.51%	1.52%
拨备覆盖率	199%	202%	201%	204%
拨贷比	3.07%	3.02%	3.04%	3.09%
流动性				
贷存比	91.55%	95.29%	97.02%	97.02%
贷款/总资产	48.16%	50.77%	52.32%	53.14%
平均生息资产/平均	99.04%	98.46%	97.76%	97.82%
每股指标 (元)				
EPS	3.05	3.31	3.62	4.00
BVPS	23.37	25.96	28.79	31.92
每股股利	0.76	0.80	0.87	0.96
估值指标				
P/E	5.17	4.75	4.35	3.94
P/B	0.67	0.61	0.55	0.49
P/PPOP	2.47	2.31	2.06	1.83
股息收益率	4.84%	5.05%	5.52%	6.10%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>