

# 兴业银行 (601166.SH)

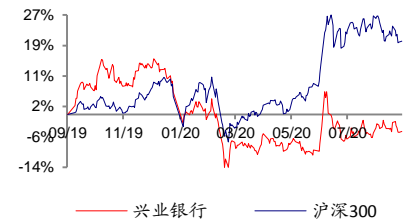
## 战略坚定，成功可期

### 核心观点：

- **银行业 Beta 源自经济趋势，银行业 Alpha 源自微观银行战略选择和管理层执行力。**银行龙头的出现取决于宏观趋势、行业周期和微观选择的共振，行业周期取决于宏观周期，趋势确定性较强。而微观战略验证周期较长，战略制定需要管理层格局视野，战略执行考验管理层定力与公司执行力。任何执行成功战略的银行，都需要投资者保持信心和耐心。
- **兴业银行以“城商行禀赋”起家，顺应市场趋势，凭借高超的战略择时能力，灵敏的市场反应，差异化创新发展，最终位列股份行前列。**虽然近年资管整治、金融供给侧改革对兴业银行过去经营模式形成一定挑战，但趋势上，兴业银行结合自身禀赋，“商行+投行”战略方向明确，执行定力较强，市场化、投行化、综合化基因也符合未来我国经济金融转型发展方向。
- **兴业银行战略核心是“商行+投行”。**(1)表内做精做细，商行业务借助投行丰富金融功能，持续提升客户服务质效，夯实稳固发展基础。(2)表外做大做强，大力发展轻资本业务，增厚中间收入。债券承销是兴业银行传统优势，“大投行、大资管、大财富”是重点发力方向，未来有望形成三大百亿利润板块。(3)公司优势体现在金融科技、经济研究、风险管理、协同联动能力均在同业靠前水平，有效赋能综合金融转型。
- **ROE 保持同业领先，中收贡献持续强劲，资产负债结构不断优化。**(1)有历史数据以来，兴业在同业中盈利能力一直处于上游，中间收入贡献强劲。从 2020H1 累计业绩驱动拆分来看，生息资产规模、中间收入是主要正贡献因素，拨备计提是主要负贡献因素。(2)19 年以来，活期存款在存款中的占比、对总存款增速的贡献均有所提升，同时存款在计息负债中的占比提升，息差压力有望缓和。(3)公司资产质量稳定，不良认定严格，不良生成较为稳定。较高的拨备水平赋予其较强的风险抵补能力。
- **投资建议：**我们认为金融市场化趋势滚滚向前，兴业银行顺应历史潮流，坚守比较优势，坚定执行“商行+投行”战略，最终将能收获差异化战略的果实，当前战略价值被大幅低估。随着兴业银行战略顺利推进，中收占比进一步提升，兴业银行有望从估值折价逐步走向溢价，值得投资者积极关注。预计公司 20/21 年归母净利润增速分别为 -15.16% 和 7.39%，EPS 分别为 2.57/2.77 元/股，最新收盘价对应 20/21 年 PE 分别为 6.23X/5.78X，PB 分别为 0.63X/0.58X。过去两年，公司估值中枢在 0.80X 左右，我们认为随着公司战略逐步清晰，估值中枢有望抬升，可以给予 20 年 PB 估值 0.90X，合理价值 22.68 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1. 经济增长超预期下滑，资产质量大幅恶化；2. 管理层变动，战略执行不及预期；3. 市场利率超预期回升，负债成本恶化，息差承压。

公司评级	买入
当前价格	15.95 元
合理价值	22.68 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-28

### 相对市场表现



#### 分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

#### 分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

#### 分析师：

王先爽



SAC 执证号：S0260520040002



021-38003645



wangxianshuang@gf.com.cn

请注意，倪军、王先爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

兴业银行 (601166.SH) : PPOP 增速回升，拨备覆盖率大幅提升	2020-08-30
兴业银行 (601166.SH) : 业绩增速放缓，不良率下降	2020-04-29
兴业银行 (601166.SH) : 业绩增速彰显韧性，不良率持续压降	2020-01-16
联系人：伍嘉慧	
gzwujiahui@gf.com.cn	

## 目录索引

一、序言：经济决定 BETA，战略创造 ALPHA .....	6
二、发展回顾：顺应利率市场化的市场化经营.....	7
（一）2004 年-2013 年：信贷+同业双引擎驱动“黄金十年” .....	10
（二）2014 年-2017 年：大资管助力资产扩张，投行业务崭露头角.....	15
（三）2018 年至今：综合化金融服务转型 .....	17
三、未来战略核心及优势：商行+投行 .....	19
（一）商行：表内做精做细，夯实基础业务，提升息差短板.....	19
（二）投行：表外做大做强，发展轻资本业务，增厚中间收入.....	22
（三）可持续经营与社会责任：绿色金融.....	25
（四）优势：4 个维度赋能综合金融业务发展 .....	26
四、财务分析：ROE 持续位居股份行前列 .....	31
（一）盈利能力居同业上游，中收表现强劲 .....	31
（二）活期存款占比提升，息差压力有望缓和.....	35
（三）资产质量稳定，不良认定严格 .....	39
五、盈利预测和投资建议：战略坚定，有望从估值折价走向溢价 .....	41
六、风险提示.....	43

## 图表索引

图 1: 里根供给侧革命后, 美国经济转型, 银行业集中度上升 (% , 家) .....	6
图 2: 从美国经验来看, 我国银行业非息收入占比仍有加大提升空间 (%) .....	7
图 3: 兴业银行、老 16 家、股份行总资产增速对比 .....	8
图 4: 兴业银行、老 16 家、股份行贷款增速对比 .....	8
图 5: 兴业银行、老 16 家、股份行非贷款类资产增速对比 .....	9
图 6: 兴业银行、老 16 家、股份行存款增速对比 .....	9
图 7: 兴业银行、老 16 家、股份行非存款负债增速对比 .....	9
图 8: 兴业银行、老 16 家、股份行非息收入占比对比 .....	10
图 9: 老 16 家银行 2006A-2013A 累计业绩驱动拆分 .....	10
图 10: 兴业银行 2004A-2013A 累计业绩驱动拆分 .....	10
图 11: 兴业银行、老 16 家、股份行同业存放规模及增速 (百万元, %) .....	12
图 12: 2013 年末老 16 家、股份行同业存放、同业负债规模 (百万元) .....	12
图 13: 兴业银行、老 16 家、股份行手续费及佣金净收入规模及增速 (百万元, %) .....	13
图 14: 银银平台为兴业银行积累了丰厚的渠道优势 (亿元) .....	13
图 15: 钱大掌柜实现渠道延伸至 C 端 (亿元) .....	14
图 16: 兴业银行对公贷款房地产规模 (亿元) .....	14
图 17: 兴业银行对公贷款房地产增速 .....	14
图 18: 兴业银行个人住房抵押贷款规模 (亿元) .....	15
图 19: 兴业银行个人住房抵押贷款增速 .....	15
图 20: 2009 年房地产业反弹, 银行业抓住机遇 (亿元) .....	15
图 21: 兴业买入返售信托受益权快速扩张 (百万元) .....	15
图 22: 老 16 家银行 2013A-2017A 累计业绩驱动拆分 .....	16
图 23: 兴业银行 2013A-2017A 累计业绩驱动拆分 .....	16
图 24: 社融委托信托贷款存量与兴业银行新增非标资产对比 (万亿元) .....	16
图 25: 2016-2017 年末兴业银行应收款项类投资规模 VS 老 16 家 (百万元) ...	17
图 26: 非金融企业债务融资工具承销量及增速 (亿元) .....	17
图 27: 老 16 家银行 2017A-2019A 累计业绩驱动拆分 .....	18
图 28: 兴业银行 2017A-2019A 累计业绩驱动拆分 .....	18
图 29: 兴业银行“1234”战略体系 .....	18
图 30: 19Q3-20Q3, 兴业同业存单发行利率持续低于行业水平 .....	19
图 31: 存量同业存单成本率对比 (%) .....	20
图 32: 债券总承销排行中, 兴业仅次于五大行, 市场份额股份行中最高 .....	22
图 33: 地方政府债承销方面, 兴业承销金额远高于其他股份行 .....	23
图 34: 兴业手续费净收入增速在大行及股份行中最高, 老 16 家中仅次于宁波银行 .....	25
图 35: 兴业银行绿色信贷余额增速可观, 在 21 家主要银行中占近 10%份额 .....	25
图 36: 兴业手机银行客户量稳步增长, 交易替代率保持较高水平 .....	26
图 37: 可比同业: 兴业手机银行 MAU 增速较快 .....	27
图 38: 可比同业: 兴业手机银行月活跃用户占比较高 .....	27
图 39: 可比同业: 金融科技投入&营收中占比 .....	28

图 40: 兴业在老 16 家上市银行中不良贷款偏离度保持较低水平, 不良认定严格	29
图 41: 兴业在老 16 家上市银行中风险加权资产增速较低, 风控能力较强	30
图 42: 兴业年化 ROE 位于上市股份行第二, 仅次于招商	31
图 43: 兴业年化 ROA 位于同业前列, 表现稳定强劲	32
图 44: ROA 表现稳定, 杠杆率持续降低	32
图 45: 2020H1 累计业绩驱动拆分	34
图 46: 2020Q2 单季度业绩驱动拆分	34
图 47: 历年累计业绩驱动拆分	34
图 48: 中间收入一直以来保持稳定占比	35
图 49: 手续费增速明显回升	35
图 50: 低生息资产收益率+高计息负债成本率导致净息差较低	36
图 51: 可比同业中净息差水平处于劣势	36
图 52: 贷款结构偏向对公贷款, 零售贷款占比逐渐提升	36
图 53: 零售贷款以住房按揭贷款为主, 信用卡占比较低	36
图 54: 同业负债占比较高, 但 19 年来有所下落	37
图 55: 以往存款增长主要来自于对公存款	38
图 56: 19 年以来, 活期存款对总存款增速的贡献有所提升	38
图 57: 存款以对公为主, 活期占比较高	38
图 58: 资产质量稳定	40
图 59: 拨备水平较高, 风险抵补能力强	40
图 60: 不良生成较为稳定	40
图 61: 不良贷款偏离度较低, 不良认定严格	40
图 62: 2009Q4-2019Q4 累计贷款损失绝对额&相对额 (百万元)	40
图 63: 可比同业: 兴业高 ROE、低 PB 估值, 投资性价比高 (截至 2020 年 9 月 28 日)	42
图 64: 目前兴业银行 PB 估值处于历史低位	43
图 65: 目前兴业银行 PE 估值处于历史低位	43
表 1: 银银平台产品介绍	11
表 2: 20H1/19A: 上市股份行贷款规模及增速 (百万元)	20
表 3: 20H1/19A: 兴业银行贷款余额及不良率行业分布 (百万元)	21
表 4: 20H1/19A: 兴业银行贷款余额地区分布 (百万元)	21
表 5: 2020H1 中国银行间市场交易商协会 (NAFMII) 承销排行	23
表 6: 2020Q2 全国性银行理财能力排名	24
表 7: 兴业银行董事长、行长简介及历年变化	28
表 8: 同业对比: 银行作为母公司持股情况	30
表 9: 兴业银行主要子公司 (截至 2020H1)	31
表 10: 2020H1 可比同业杜邦分析	32
表 11: 2019A 可比同业杜邦分析	33

表 12: 可比同业: 2020H1/2019A 生息资产日均余额、利息收入、平均收益率情况 (百万元) .....	37
表 13: 可比同业: 2020H1/2019A 计息负债日均余额、利息支出、平均成本率情况 (百万元) .....	39
表 14: 兴业银行关键指标假设 .....	41
表 15: 兴业银行可比同业估值 (截至 2020 年 9 月 28 日) .....	42



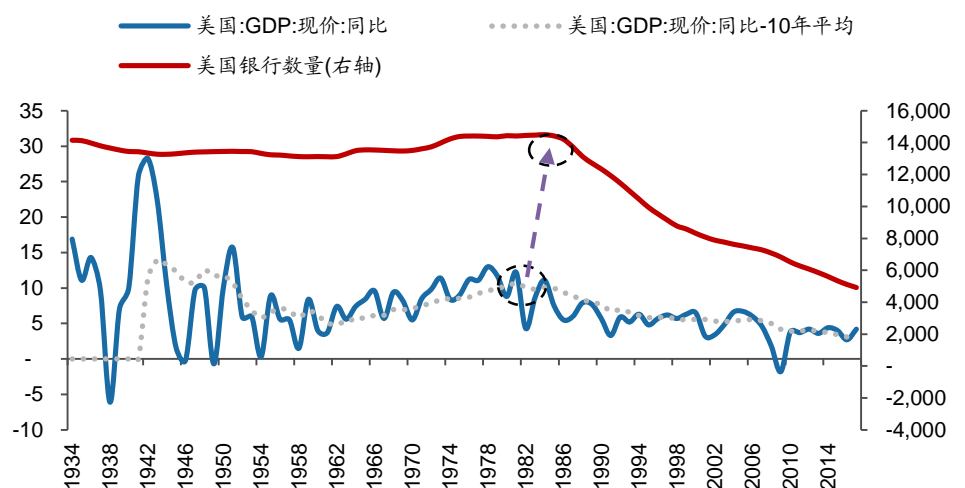
## 一、序言：经济决定 Beta，战略创造 Alpha

银行业背后对应债务周期，作为宏观经济的信用扩张器，银行自身难以超越周期，所以经济趋势决定了银行业的Beta。对于微观银行主体，由于战略选择的超前性，提前适应下一个周期，穿越周期，实现超越行业的增长和收益，成为龙头，所以战略选择和管理层执行力是银行Alpha的来源。银行龙头的出现取决于宏观趋势、行业周期和微观选择的共振，行业周期取决于宏观周期，趋势确定性较强。而微观战略验证周期较长，战略制定需要管理层格局视野，战略执行考验管理层定力与公司执行力。任何执行成功战略的银行，都需要投资者保持信心和耐心。

通常，高经济增速出现在一个经济体工业化初期，对应着更年轻的人口结构，更高的宏观储蓄率，第二产业占比较高，金融市场不够发达，监管通常通过利率管制方式，借助银行体系实现宏观储蓄向宏观投资的转移，实现工业化初期的资本积累。在此期间，金融一般分业经营，银行体系主导的间接融资占比高，银行体系资产扩张与经济增速相同步，同时银行内部对公信贷又占主导地位。此时的银行主要承担将居民部门的储蓄转移为企业部门投资的职能，以粗放化经营取胜，规模胜于质量，这基本上是2000-2016年我国银行业发展的情况。

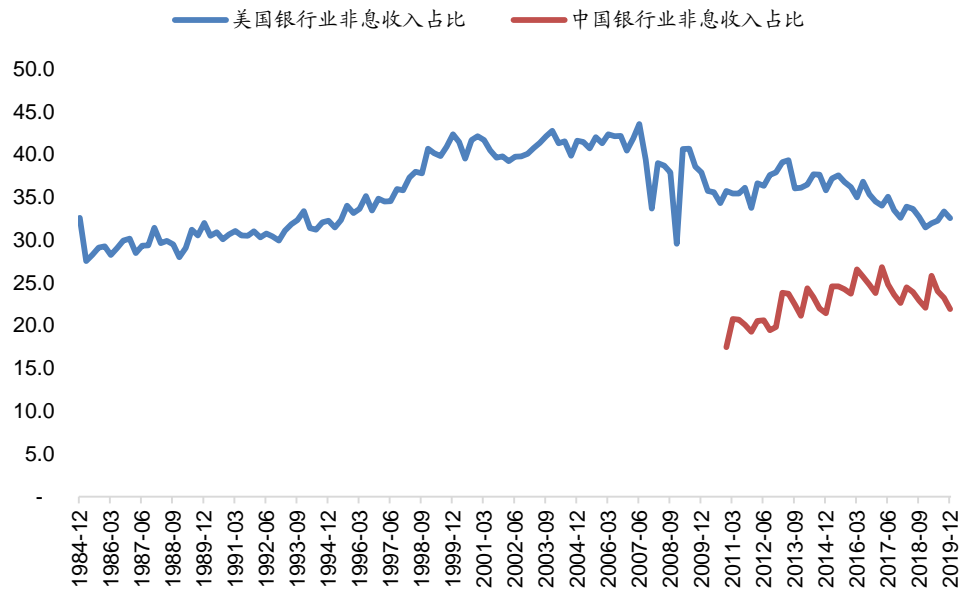
在工业化后期，随着人口老龄化，储蓄率下降，经济增速下降，宏观经济对银行体系信用扩张的依赖程度下降，此时随着金融体系发达，利率逐渐市场化，金融监管逐渐从分业走向混业，大企业直接融资占比提升，银行表内经营逐渐向小微和零售倾斜，表内资产增速下降，表外投行交易、资产管理、财富管理业务重要性上升，银行间兼并重组增加，行业集中度上升。居民财富管理和直接融资服务职能在银行业务中占比提升，银行将以精细化、综合化经营取胜，质量胜于规模。这将是未来较长时间的经济金融业的发展趋势。

图1：里根供给侧革命后，美国经济转型，银行业集中度上升（%，家）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2: 从美国经验来看, 我国银行业非息收入占比仍有加大提升空间 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

就兴业银行而言, 近年资管整治、金融供给侧改革对兴业银行过去经营模式形成一定挑战, 但是在趋势上, **兴业银行战略方向明确, 执行定力较强, 市场化、投行化、综合化基因恰恰符合未来我国经济金融转型发展趋势。**一定程度上, 同业、资管、理财业务发展是我国利率市场化、金融综合化经营进程的产物, 这一趋势本身是符合历史进程, 只是由于地产、城投等隐性刚兑产业资产存在, 导致利率市场化、金融综合化趋势过度超前发展, 导致潜在风险产生。

但是这一轮金融监管改革, 不是要逆转利率市场化、金融综合化进程, 而是要让金融业发展回到与经济发展转型的同步轨道上。一方面, 金融市场化进程节奏有所放缓, 所以兴业银行感受到了过去以来的高速发展的成功路径似难为继的压力; 另一方面, 金融市场化趋势仍滚滚向前, 兴业银行顺应历史潮流, 坚守自己的比较优势, 坚定执行“商行+投行”战略, 最终将能收获差异化战略的果实。所以, **我们认为当前兴业银行战略价值被大幅低估, 值得投资者积极关注。**

## 二、发展回顾: 顺应利率市场化的市场化经营

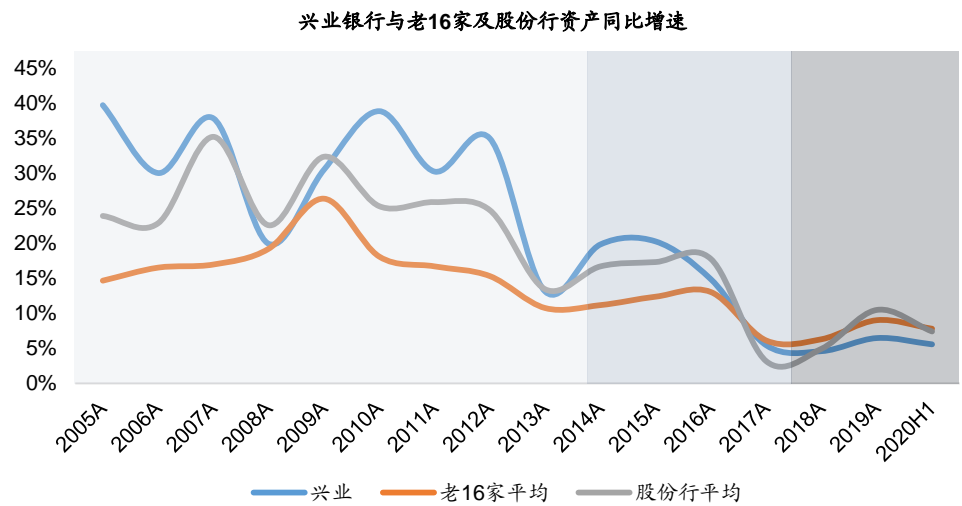
兴业银行成立于1988年, 2001年福建兴业银行更名“福建兴业银行股份有限公司”, 2003年正式更名为“兴业银行股份有限公司”。2007年2月在上海证券交易所挂牌上市, 是经国务院、中国人民银行批准成立的首批股份制商业银行之一, 也是中国首家赤道银行, 全球银行30强、世界企业500强。

兴业银行的初始禀赋类似城商行, 但凭借福建闽商“爱拼才会赢”精神, 相对市场经

营机制、灵活的创新能力和高超的战略择时能力，持续展现业务特色和专业优势，坚持走差异化发展道路，最终列身我国股份行前列。

分阶段看，2004年-2013年是公司信贷+同业双引擎驱动的“黄金十年”；2014年-2017年，大资管助力公司资产扩张，投行业务崭露头角；2018年公司开始综合化金融服务转型，“商行+投行”战略进一步坚定执行。兴业银行不仅在同业业务领域取得了领先优势，同时也根据不同行业背景进行灵活调整经营策略，在业务模式上不断取得创新。这些特点也是“商行+投行”转型战略在未来实现的保障。

图3：兴业银行、老16家、股份行总资产增速对比

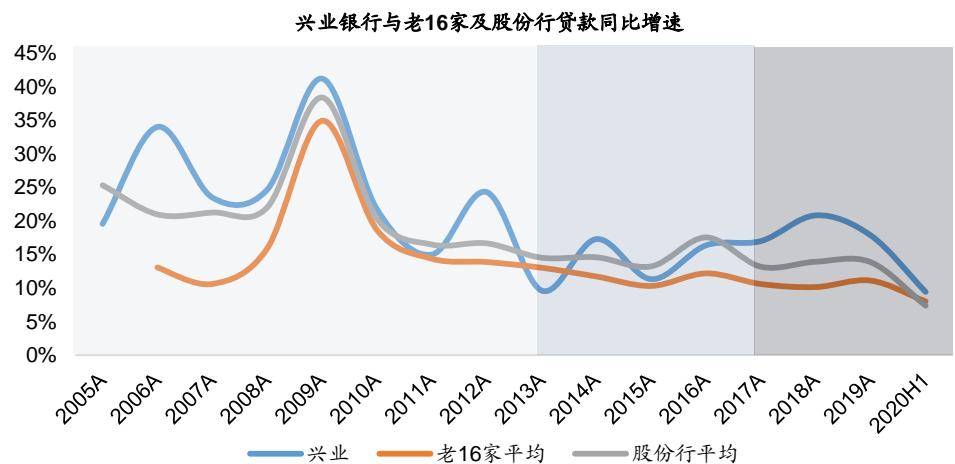


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：老16家银行包括工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、兴业银行、招商银行、浦发银行、中信银行、民生银行、光大银行、平安银行、华夏银行、北京银行、南京银行、宁波银行。股份行包括：兴业银行、招商银行、浦发银行、中信银行、民生银行、光大银行、平安银行、华夏银行。（下同）

图表背景按兴业银行发展阶段分段设色。（下同）

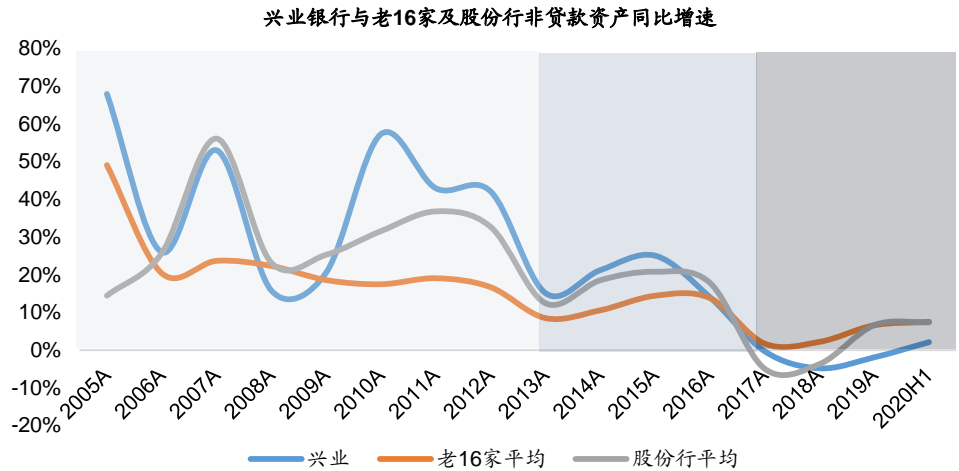
图4：兴业银行、老16家、股份行贷款增速对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

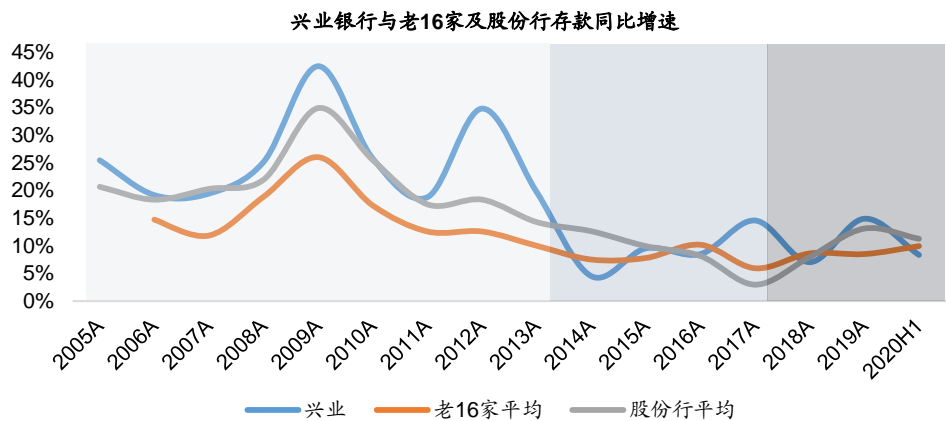


图5: 兴业银行、老16家、股份行非贷款类资产增速对比



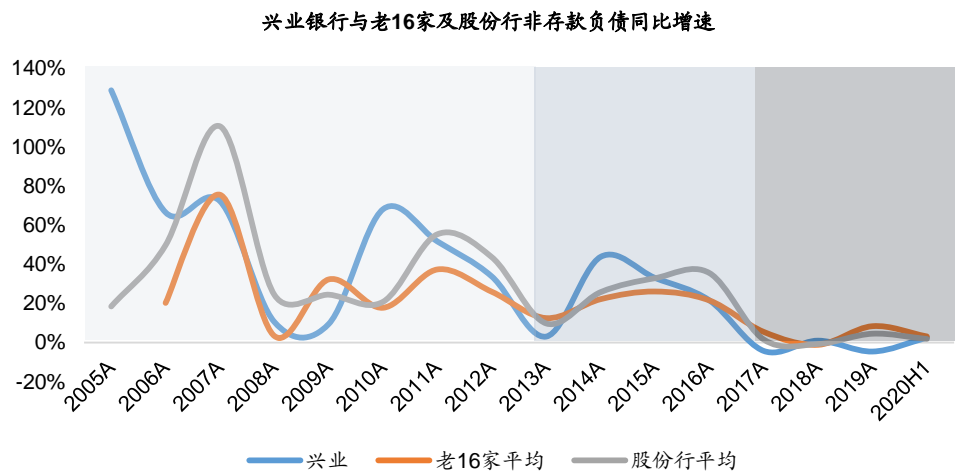
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 兴业银行、老16家、股份行存款增速对比



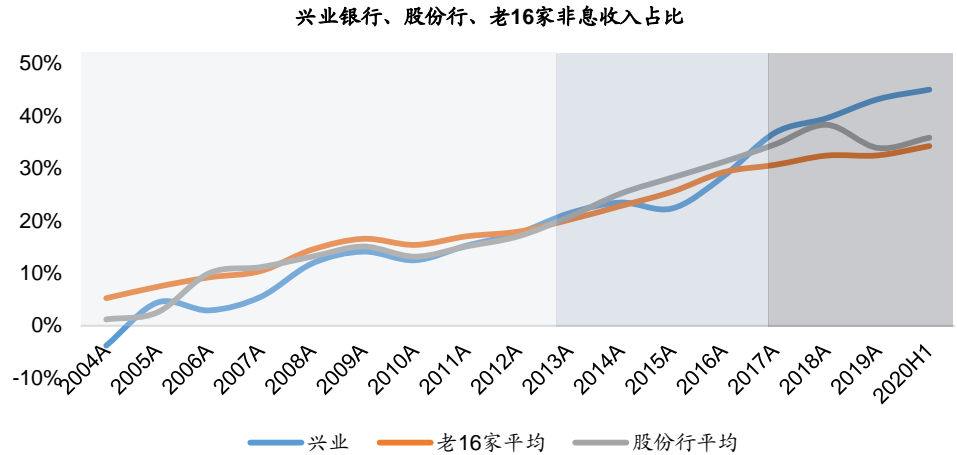
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 兴业银行、老16家、股份行非存款负债增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 兴业银行、老16家、股份行非息收入占比对比



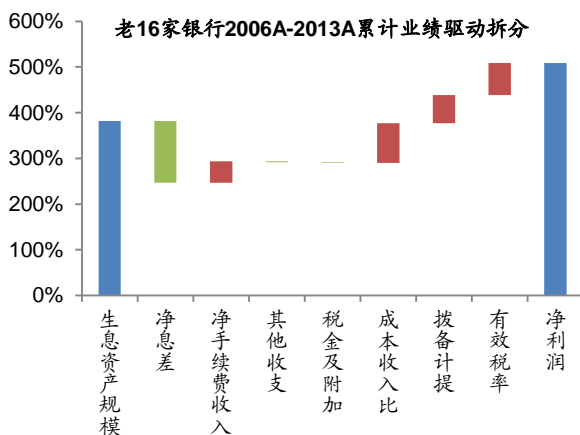
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (一) 2004年-2013年: 信贷+同业双引擎驱动“黄金十年”

2004年-2013年, 兴业银行经历了发展的“黄金十年”, 2013年底总资产达到3.68万亿元, 较2004年底增长981.39%; 2013年全年实现归母净利润412.11亿元, 较2004年全年增长2234.12%。

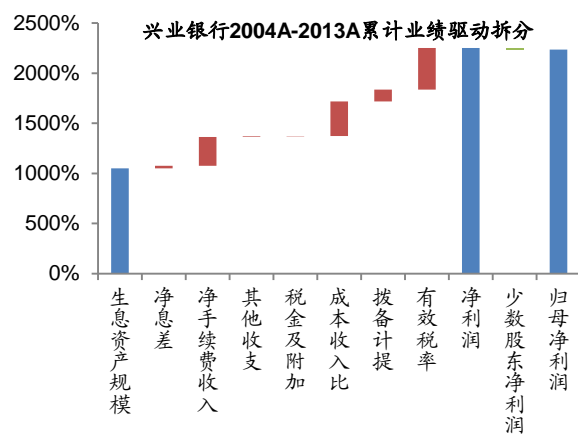
通过对这一阶段累计业绩的拆分, 对比老16家, 兴业银行的非息收入和净息差的正贡献均较为突出。具体来看, 利率市场化浪潮下, 兴业银行积极开展同业业务, 走差异化、特色化发展路径, 顺应并一定程度上促进了我国利率市场化进程, 在银行和金融体系内获得较高的同业地位。同时, 身处房地产行业蓬勃发展的大环境, 兴业银行以个人住房按揭贷款带动零售业务, 以房地产贷款、信托受益权带动对公业务, 结合优势的同业业务, 业绩呈现高速增长。

图9: 老16家银行2006A-2013A累计业绩驱动拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 兴业银行2004A-2013A累计业绩驱动拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注：由于老 16 家银行早期数据不全，2004 年生息资产平均余额仅有 1 家可计算得到，2005 年仅有 7 家，2006 年可以得到 14 家，故本阶段老 16 家业绩驱动拆分为 2006A-2013A；取样本银行相关指标平均值计算。

### 1. 把握利率市场化机遇，同业业务厚积薄发

兴业银行于1996年和1999年相继成为上交所、深交所证券资金清算制定结算银行，随后于2001年底获得客户交易资金主办存管银行资格，持续拓展结算交易业务。在此基础上，兴业银行充分利用耕耘结算交易业务期间积累的经验，提出“联网合作，优势互补”的新理念，并于2005年推出“银银平台”，为后续同业业务奠定基础。

次年，银银平台从单纯的互联系统迭代成为提供支付结算、财富管理、科技管理输出服务、融资服务、资本及资产负债结构优化服务、资金运用服务、外汇代理服务及综合培训服务的综合金融服务平台，有效覆盖了中小金融机构经营管理的各个方面，开拓了金融机构同业合作新模式。

2013年，银银平台理财门户升级，推出互联网财富管理平台“钱大掌柜”，整合银行理财产品、银证转账、基金代销、信托理财等财富管理业务。由此形成广阔的资管产品体系，强化了渠道销售能力。

银银平台击中了中小金融机构经营业务资格受限、资金实力薄弱的痛点，吸引了大量同业客户，连接网点迅速铺开。一方面，银银平台吸纳了稳定的同业资金存放。2005年平台正式上线后，兴业银行同业存放规模同比增长111%，达654.3亿元，2013年同业存放突破万亿。另一方面，银银平台稳步发展的十年中，为兴业银行贡献了多样化的中间收入。科技管理输出业务对中收的贡献突出，2007年-2013年，咨询顾问手续费收入保持高速增长，由4.03亿元提升至96.48亿元。

如今，银银平台也在加速国际化建设。2016年，兴业银行代理合作银行接入人民币跨境支付系统（CIPS），开展代理外币跨境清算业务。以此为契机，银银平台围绕“一朵金融科技云+支付结算、财富管理、资产交易三大平台+银银平台国际版”发展战略推进中小银行综合金融服务。截至2019年末，银银平台各项业务合作单位机构达2,022家，商业银行核心业务信息系统累计上线226家，代理人民银行大小额支付系统、网联平台、超级网银系统交易规模达35,143亿元，同比增长30.91%。

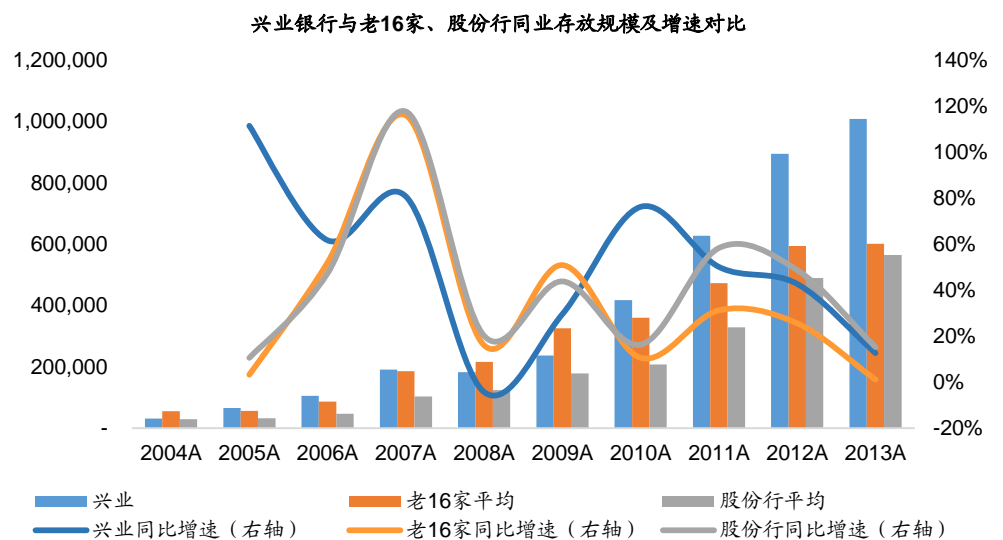
表1：银银平台产品介绍

服务板块	具体内容
支付结算	柜面代理结算、信用卡代还款、代理接入支付系统、银银邮路、快捷支付
财富管理	钱大掌柜（理财超市、掌柜钱包、银证转账、基金超市、代理贵金属）、理财产品托管、代创设理财产品
科技管理合作、输出	商业银行、村镇银行核心业务信息系统建设、托管、运维服务，以及省级农信联社、城商行、证券公司的异地灾难备份服务
融资服务	综合授信、同业拆借、同业借款、票据贴现、代签汇票、信用增级

资金运用	机构理财、同业存单、集合资产管理计划、银行理财计划、人民币利率互换 清算结算代理、债券结算代理、债券投资、外汇交易、贵金属自营等
资本与资产负债结构优化	资本管理（次级债、混合债）、资产管理（银团）、负债管理（金融债）、流动性支持管理工具
代理国际结算	代开/转递/保兑进口信用证、代理审单、代理保函、代理托收等
培训交流	公司治理、企业文化、资产负债管理、风险管理、境内外联合培训等

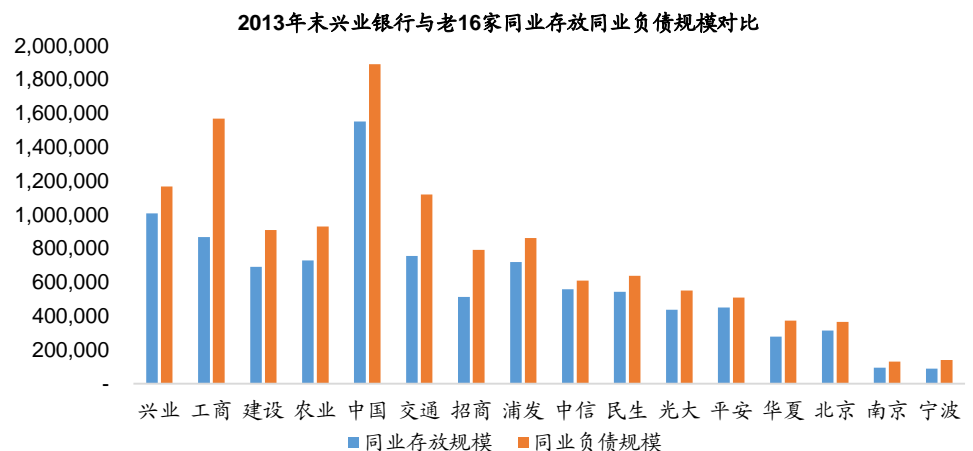
数据来源：兴业银行官网，广发证券发展研究中心

图11：兴业银行、老16家、股份行同业存放规模及增速（百万元，%）



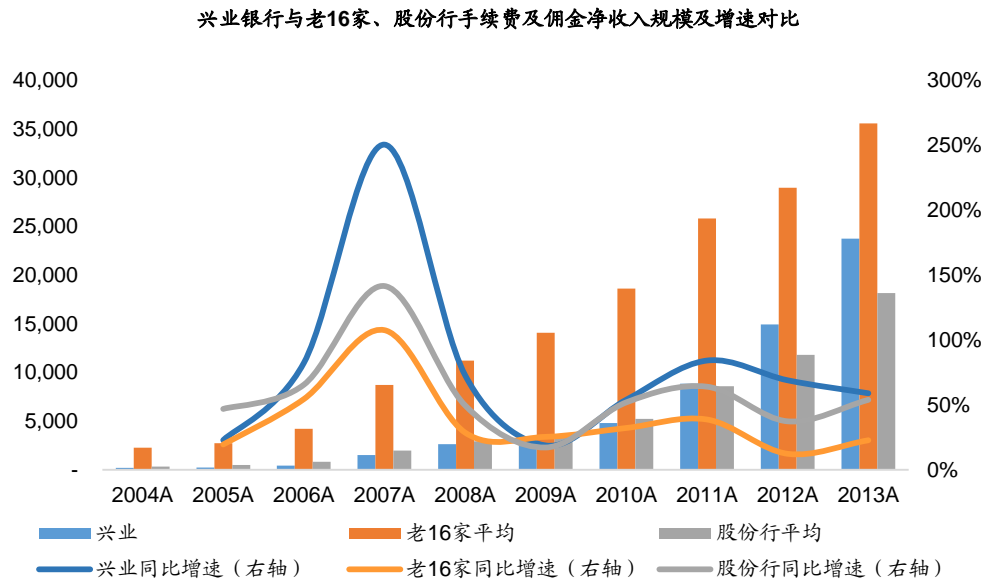
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：2013年末老16家、股份行同业存放、同业负债规模（百万元）



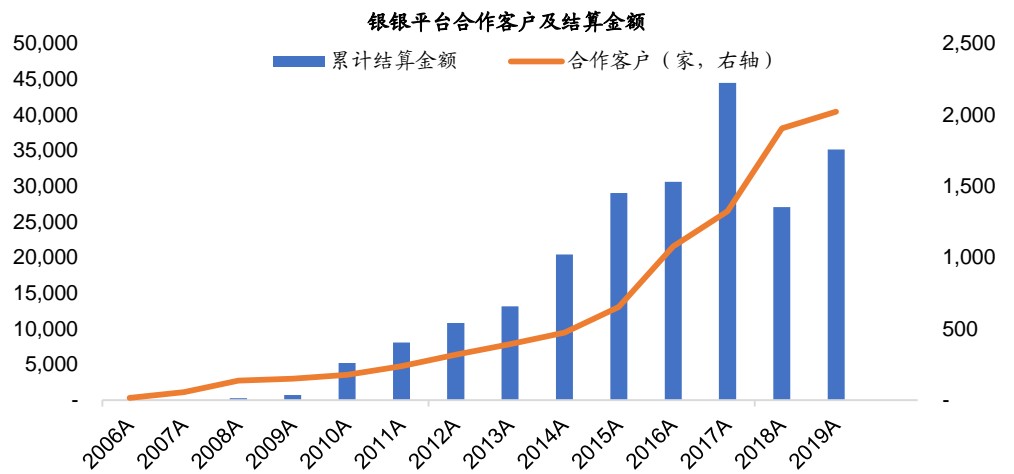
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13: 兴业银行、老16家、股份行手续费及佣金净收入规模及增速 (百万元, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 银银平台为兴业银行积累了丰富的渠道优势 (亿元)

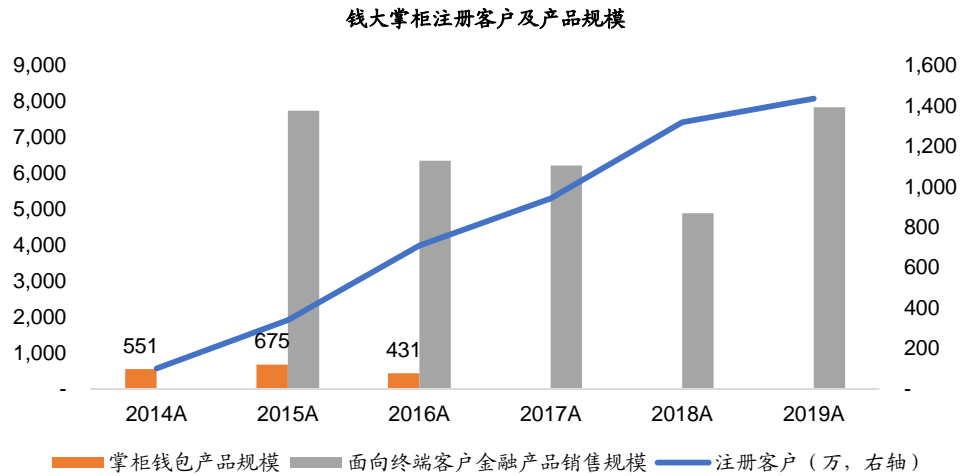


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 2018年起公司年报不再披露银银平台结算金额, 图中2018年起结算金额数据为代理人民行大小额支付系统、CIPS、网联平台、超级网银系统交易规模



图15: 钱大掌柜实现渠道延伸至C端 (亿元)



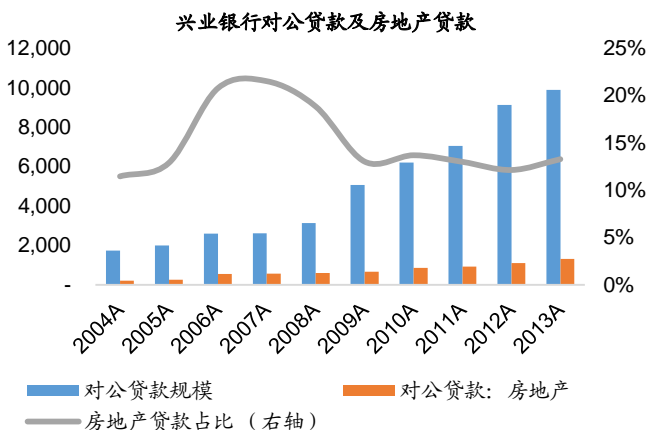
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2. 踩准房地产市场节奏, 银信合作模式实现规模跨越式发展

2008年以前, 兴业银行着力推进业务发展模式转变: 公司业务方面聚焦优质贷款, 房地产业贷款占比持续扩大; 零售业务由个人按揭贷款牵头, 目标实现跨越式发展。地产相关信贷的迅速扩张为营收提供了强劲增长动能。

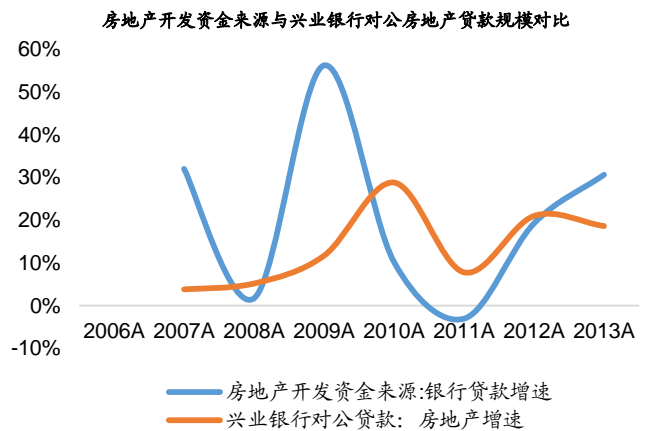
2009年, 受到金融危机冲击而短暂调整之后, 房地产业在4万亿经济刺激计划作用下反弹, 地产融资需求旺盛, 而供给逐步受限。兴业银行继续抓住机遇, 创新地产信贷业务, 实现资产规模跨越式发展, 这一高速增长态势一直持续到2013年末。

图16: 兴业银行对公贷款房地产规模 (亿元)



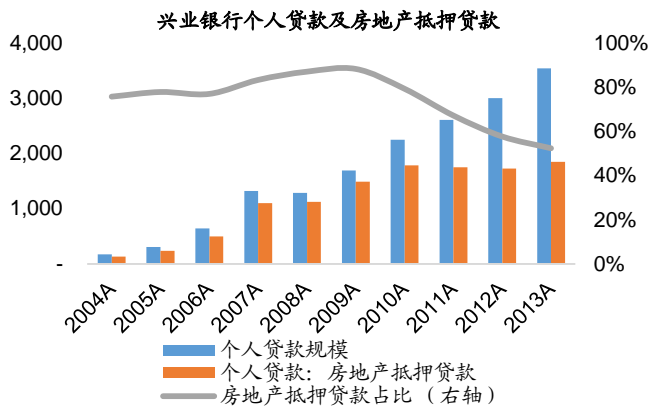
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 兴业银行对公贷款房地产增速



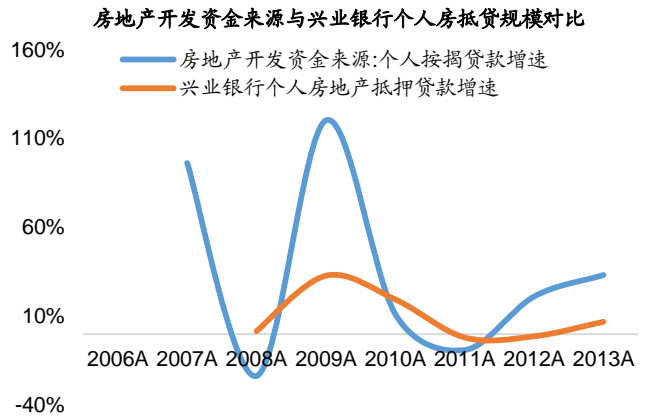
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 兴业银行个人住房抵押贷款规模(亿元)



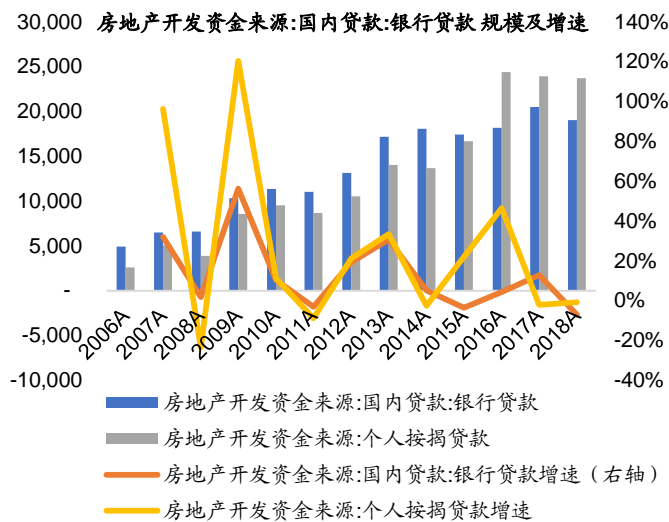
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图19: 兴业银行个人住房抵押贷款增速



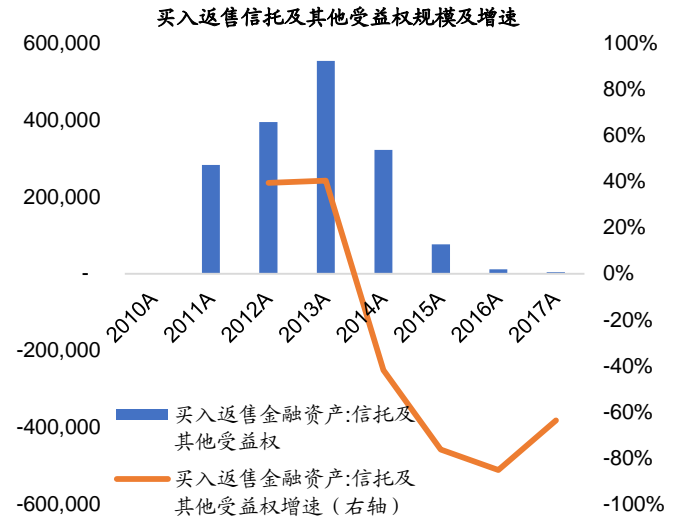
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 2009年房地产业反弹, 银行业抓住机遇(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 兴业买入返售信托受益权快速扩张(百万元)



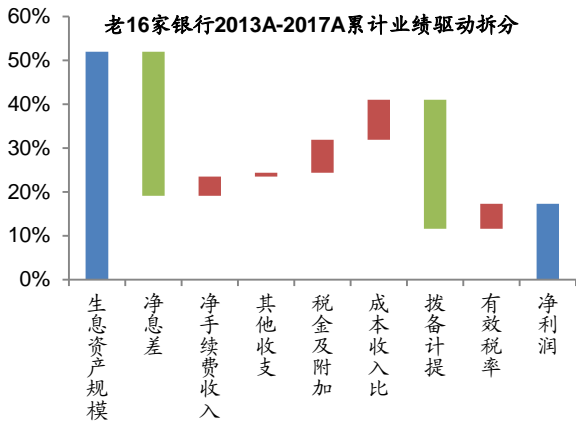
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 2014年-2017年: 大资管助力资产扩张, 投行业务崭露头角

2013年, 监管层出手治理“影子银行”, 兴业银行以同业资金投资非标难以继, 业务模式亟待转型。通过对这一阶段累计业绩的拆分, 对比老16家, 兴业银行的净息差表现较差, 但生息资产规模和非息收入依然表现强劲。

大资管背景下, 兴业银行投行业务因为集团齐全的牌照优势在股份制银行中逐渐领先, 个人财富管理业务也凭借多层次的营销渠道、丰富的产品链、出众的投研实力成为业内领导者。另外, 同业业务的历史积淀, 也为兴业银行资产负债结构调整提供了较高灵活性。2014年至2015年, 兴业银行恢复了较高速增长, 2015年在总资产规模上位于国内股份制银行首位。

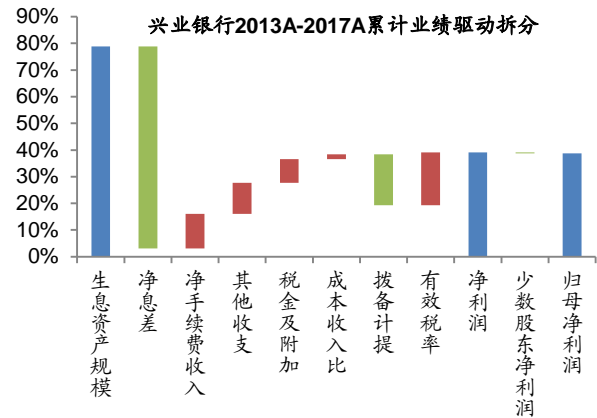
图22: 老16家银行2013A-2017A累计业绩驱动拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 取样本银行相关指标平均值计算。

图23: 兴业银行2013A-2017A累计业绩驱动拆分



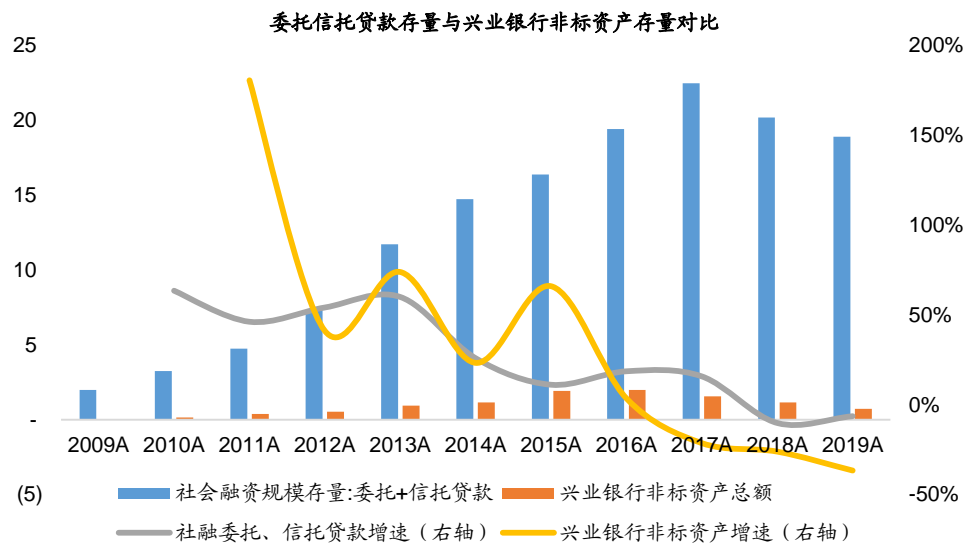
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2014年五部委印发《关于规范金融机构同业业务的通知》，联合整治同业业务。《通知》限制了表内资金对非标资产的持有，尤其是对买入返售类金融资产进行规范。兴业银行业务模式转型迫在眉睫。

银发127号文虽严格限制买入返售，但其他业务仍存在监管真空。兴业银行打穿通道业务，将表内非标资产转入应收款项类投资，2016年末非标资产及理财规模创下1.99万亿元新高，其中应收账款类占比达65.63%。

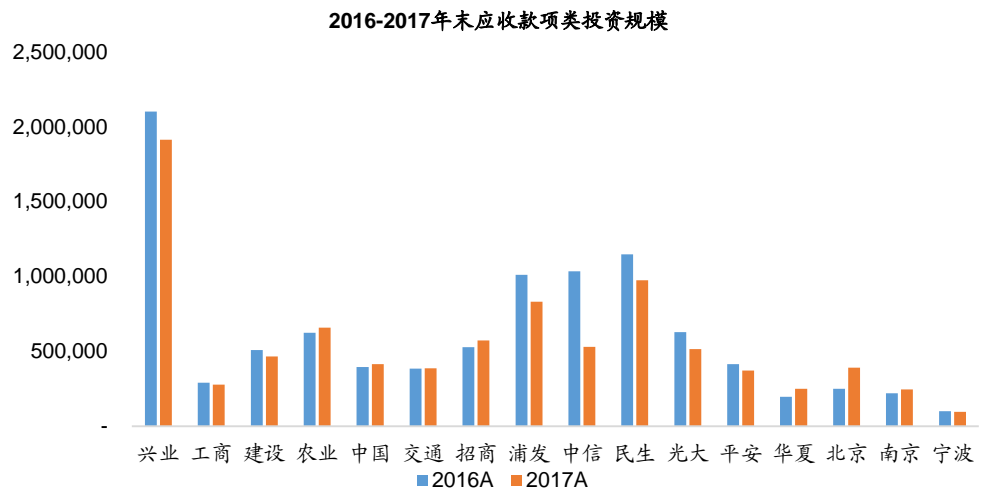
2014年，正值兴业银行集团化布局成型阶段。通过直接或间接控股，兴业银行坐拥信托、租赁、基金、期货、资产管理、消费金融等金融牌照，子公司协同效应开始显露，投行业务收入表现亮眼。2012年至2017年，兴业银行非金融企业债务融资工具承销规模连续6年蝉联股份制银行第一。

图24: 社融委托信托贷款存量与兴业银行新增非标资产对比 (万亿元)



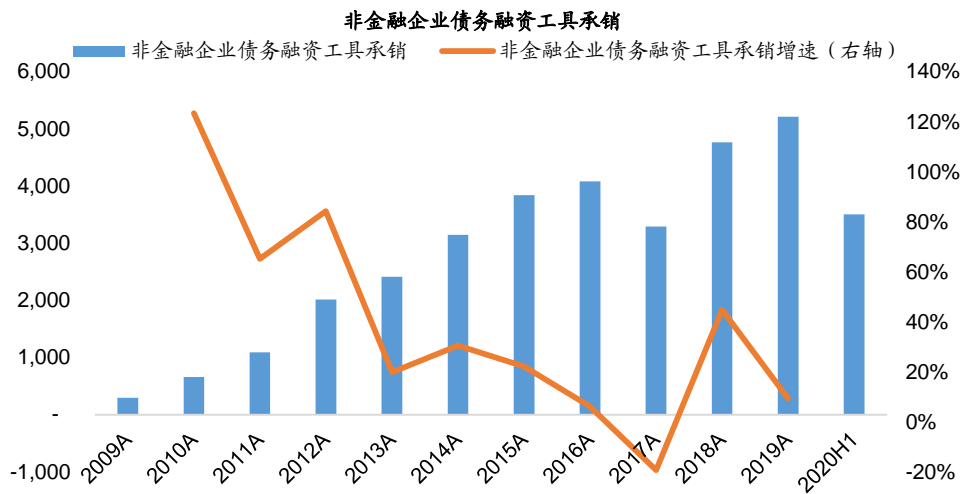
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 2016-2017年末兴业银行应收款项类投资规模VS老16家 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 非金融企业债务融资工具承销量及增速 (亿元)

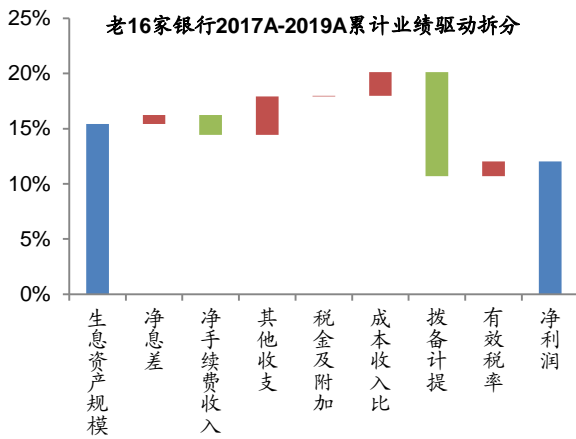


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 2018 年至今: 综合化金融服务转型

面对同业、非标压降的挑战, 兴业银行提出“商行+投行”战略, 向综合化金融服务转型。对比老16家, 这阶段兴业银行规模扩张放缓, 但净息差和非息收入展现出强的业绩驱动力, 这正是“表内做精做细, 表外做大做强”的体现。

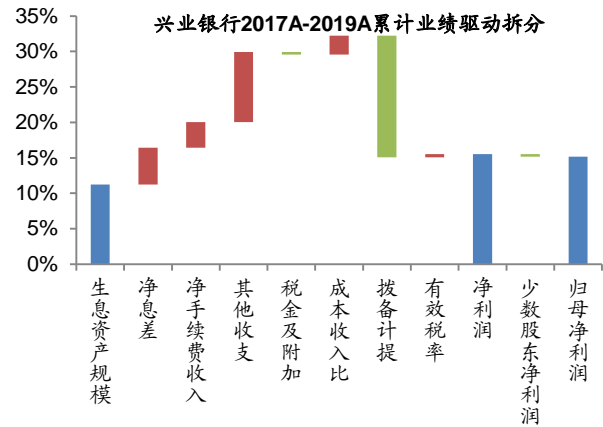
图 27: 老16家银行2017A-2019A累计业绩驱动拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 取样本银行相关指标平均值计算。

图 28: 兴业银行 2017A-2019A 累计业绩驱动拆分



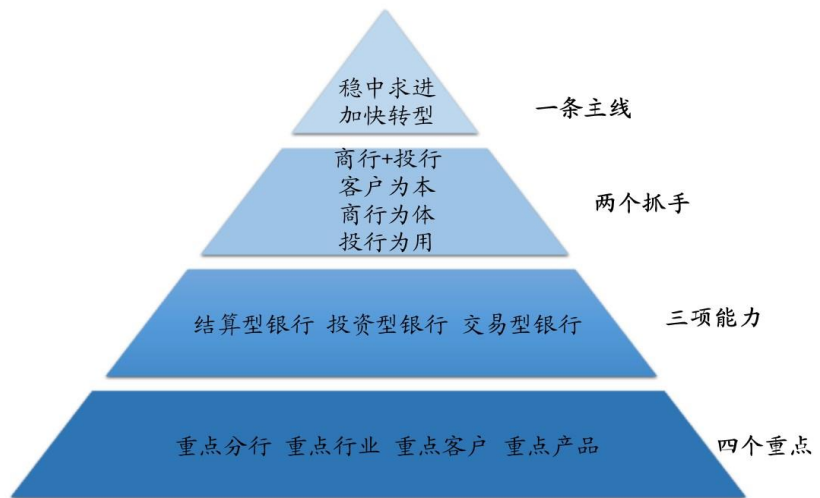
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2016年, 兴业银行在2016-2020五年规划中围绕“轻资本、高效率”加快业务转型升级, 增强结算型、投资型、交易型“三型”业务能力, 驱动批发金融、工商金融、零售金融、资管金融“四轮”并进。

2017年监管进一步收紧, 密集出台一揽子政策整治银行非标业务。兴业银行优势业务难以为继, 亟需探索新的经营模式。困局之下, 兴业银行发挥集团牌照比较齐全的优势, 提出“商行+投行”战略, 融合商业银行和投资银行的金融功能、业务模式、管理机制、经营文化。由此, 兴业银行“1234”战略体系版图成型:

- “1”是“一条主线”, 向轻资本、轻资产、高效率转型;
- “2”是“两个抓手”, 即“商行+投行”;
- “3”是“三项能力”, 即结算型、投资型、交易型银行能力建设;
- “4”是“四个重点”, 即重点分行、重点行业、重点客户、重点产品。

图 29: 兴业银行“1234”战略体系



数据来源: 兴业银行官网, 广发证券发展研究中心



### 三、未来战略核心及优势：商行+投行

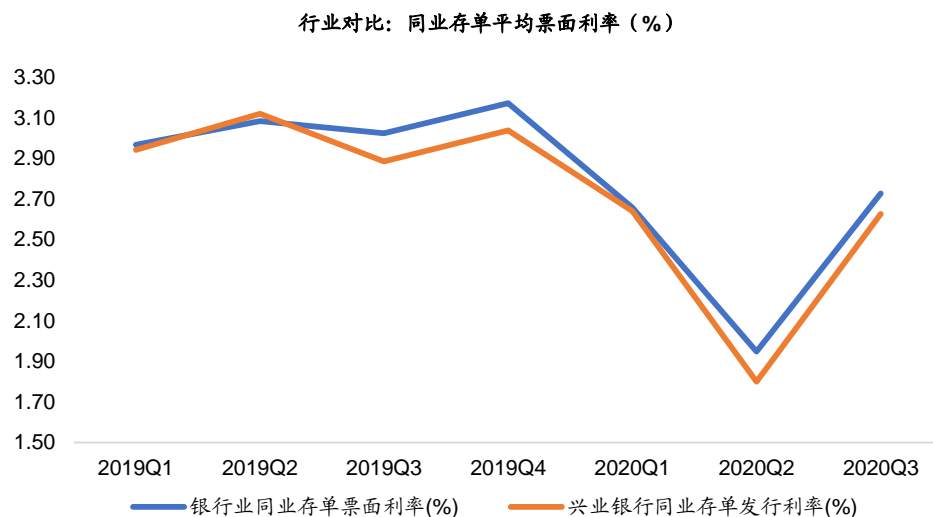
#### （一）商行：表内做精做细，夯实基础业务，提升息差短板

负债端，截至2020H1，兴业银行存款余额41,107亿元，占总计息负债余额60%。从增速拆分来看，17年以来，兴业银行计息负债的主要增长驱动因素由同业负债转向存款。以存款为主的负债结构可以帮助兴业压降负债成本，巩固基础业务。无论是从结构还是增速贡献上来看，兴业银行存款都以对公为主，强势的同业业务给兴业带来了高占比的同业存款，却不利于成本稳定。往未来看，随着“商行+投行”战略不断推进，综合化经营有望提升存款在兴业银行计息负债中的占比，同时压降高成本的结构存款规模，引导付息成本率下降。

**加强同业存单发行，吸收同业低息负债。**根据我们的债券发行追踪数据，兴业银行20Q1发行同业存单104支，规模1,715.5亿元，加权平均票面利率2.64%；20Q2发行同业存单133支，规模2,369.7亿元，加权平均票面利率1.80%。20Q2同业存单发行规模环比上升38%，平均票面利率环比下降84BP。截止2020年6月末，集团未偿付的同业存单295支，合计面值折合人民币5,946.37亿元，利率为1.30%-3.16%。20H1同业负债付息率2.34%，较上年末下降49BP。

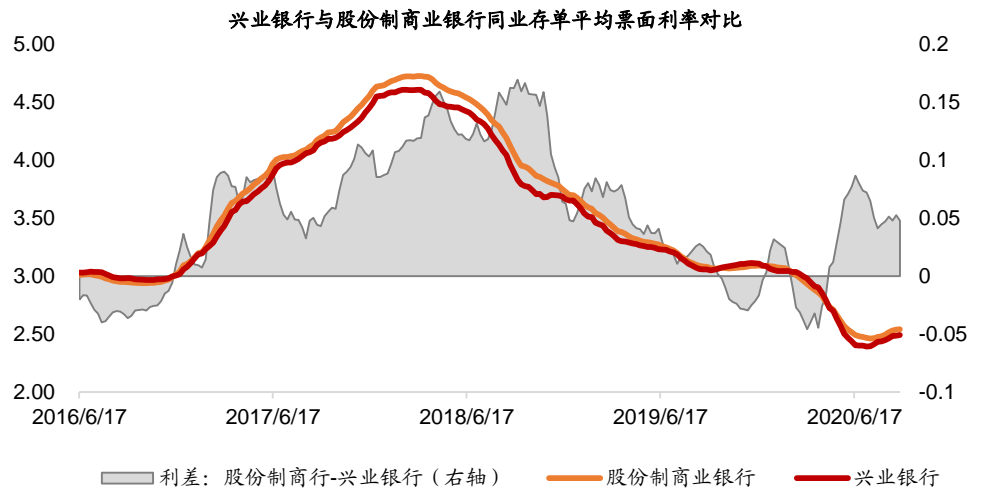
**拓展低成本、稳定性强的结算性存款，持续推动“结算型银行”建设。**零售负债业务坚持拓展核心负债，推动“织网工程”建设，大力发展代发工资、收单、第三方存管等基础结算业务，加强结算性存款拓展能力。20H1，活期存款规模达到3,142.2亿元，首次突破3,000亿元。

图30：19Q3-20Q3，兴业同业存单发行利率持续低于行业水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31: 存量同业存单成本率对比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资产端, 公司贷款投向进一步精细化, 增配优质信贷资产, 有利于巩固资产质量; 20H1贷款收益率较19A仅下降5BP, 在同业中下降幅度较小, 未来贷款收益率有望随行业提升; 公司在金融投资领域经验丰富, 19A/20H1投资类资产收益率4.46%/4.09%, 稳定高于同业水平。公司发挥金融投资领域优势, 合理摆布投资类资产, 增强投资收益, 有利于缓和资产端收益率下行趋势。

今年在政策引导下, 兴业积极储备优质信贷资产。贷款业务上, 截至2020H1, 兴业银行贷款余额37,708.2亿元, 较19A增长9.6%, 增速领先上市股份行。对公贷款投向, 制造业投放占比最高, 20H1制造业贷款余额占贷款总额9.8%。根据公司20H1财报, 公司重点关注处于快速发展期、市场前景广阔的高端装备制造、高端电子信息制造业、新材料及人工智能等领域的业务机会。公司贷款区域结构基本保持稳定, 主要分布在广东、福建、江苏、浙江、北京、上海等经济较发达地区。公司顺应国家区域发展战略, 积极支持粤港澳、长三角、京津冀、长江经济带等国家重大战略规划区域的信贷资金需求, 结合区域重点行业和特色业务, 充分挖掘大城市群发展中的业务机遇。

表 2: 20H1/19A: 上市股份行贷款规模及增速 (百万元)

	2020H1	2019A	20H1 较年初增速
兴业银行	3,770,820	3,441,451	9.6%
招商银行	4,851,715	4,490,650	8.0%
浦发银行	4,182,222	3,972,086	5.3%
中信银行	4,214,523	3,997,987	5.4%
民生银行	3,798,459	3,487,601	8.9%
光大银行	2,921,562	2,712,204	7.7%
平安银行	2,508,408	2,323,205	8.0%
华夏银行	2,039,567	1,872,602	8.9%
浙商银行	1,126,171	1,027,131	9.6%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**表 3: 20H1/19A: 兴业银行贷款余额及不良率行业分布 (百万元)**

行业	2020H1			2019A		
	贷款余额	占比(%)	不良率 (%)	贷款余额	占比(%)	不良率 (%)
农、林、牧、渔业	7,620	0.20	1.10	7,724	0.22	1.29
采矿业	59,621	1.58	1.98	60,172	1.75	2.52
制造业	369,370	9.80	3.27	354,788	10.31	3.34
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	84,696	2.25	0.59	80,332	2.33	0.50
建筑业	131,628	3.49	1.35	123,785	3.60	1.47
交通运输、仓储和邮政业	109,911	2.91	0.51	101,484	2.95	2.59
信息传输、软件和信息技术服务业	24,455	0.64	1.93	20,863	0.60	0.33
批发和零售业	249,247	6.61	6.24	238,168	6.92	6.87
住宿和餐饮业	4,360	0.12	0.72	3,794	0.11	0.43
金融业	31,743	0.84	5.12	26,020	0.76	9.49
房地产业	301,621	8.00	0.76	251,859	7.32	0.84
租赁和商务服务业	332,179	8.81	0.56	286,222	8.32	0.85
科学研究和技术服务业	13,968	0.37	1.86	14,145	0.41	1.75
水利、环境和公共设施管理业	234,410	6.22	0.58	202,979	5.90	0.04
居民服务、修理和其他服务业	3,385	0.09	0.90	3,028	0.09	0.25
教育	2,501	0.07	0.00	2,125	0.06	0.00
卫生和社会工作	10,272	0.27	2.62	8,214	0.24	0.09
文化、体育和娱乐业	8,197	0.22	1.31	7,355	0.21	1.28
公共管理、社会保障和社会组织	155	0.00	0.00	3,023	0.09	0.00
国际组织	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00
个人贷款	1,549,726	41.10	0.99	1,449,547	42.12	0.75
票据贴现	241,755	6.41	0.00	195,824	5.69	0.00
合计	3,770,820	100.00	1.47	3,441,451	100.00	1.54

数据来源: 公司 2020 年半年报, 广发证券发展研究中心

**表 4: 20H1/19A: 兴业银行贷款余额地区分布 (百万元)**

地区	2020H1		2019A	
	贷款余额	占比(%)	贷款余额	占比(%)
总行	401,651	10.65	359,167	10.44
福建	380,332	10.09	359,748	10.45
广东	444,554	11.79	395,599	11.49
江苏	401,135	10.64	336,525	9.78
浙江	333,837	8.85	276,693	8.04
上海	163,378	4.33	151,732	4.41

北京	202,503	5.37	179,249	5.21
东北部	122,494	3.25	128,394	3.73
西部	437,807	11.61	435,396	12.65
中部	524,758	13.92	495,151	14.39
其他	358,371	9.50	323,797	9.41
合计	3,770,820	100.00	3,441,451	100.00

数据来源：公司 2020 年半年报，广发证券发展研究中心

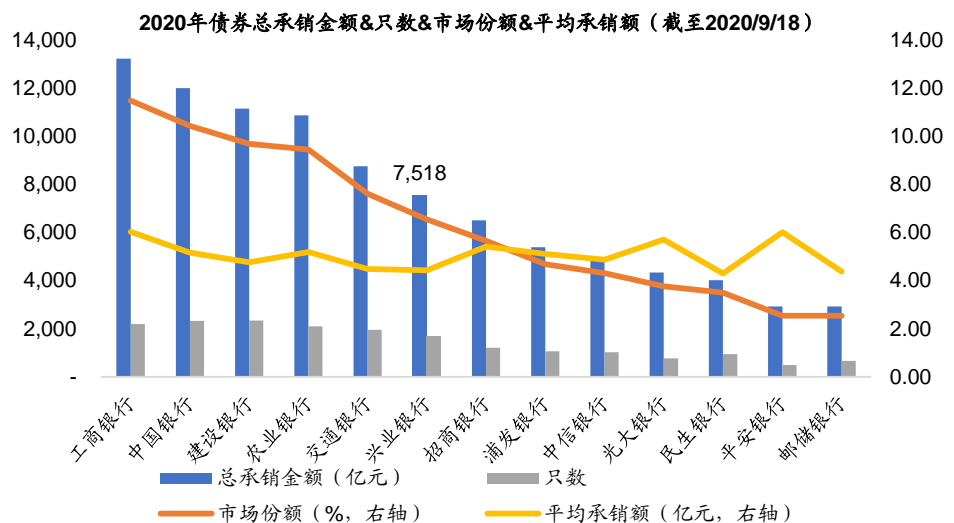
## （二）投行：表外做大做强，发展轻资本业务，增厚中间收入

表外业务方面，债券承销是兴业银行传统优势，“大投行、大资管、大财富”是重点发力方向，有望形成三大百亿利润板块。公司借助同业业务长期积淀的客户与渠道优势，在债券承销、资产管理、财富管理等多个方面同时推进“商行+投行”战略。

债券业务上，2020H1公司非金融企业债务融资工具承销规模3,504.9亿元，承销规模及只数继续保持市场第一。近几年公司构建了“投承、投研、投销”的一体化体系，联动了研究子公司和资金中心FICC、投行、资管等多个部门，有效带动了债券的承销、投资、流转，在兑现收益的同时，带动多项业务开展，例如：帮助综合金融服务切入重点基金客户；地方债承销中标增长，带动发债资金回存，拉动财政存款。

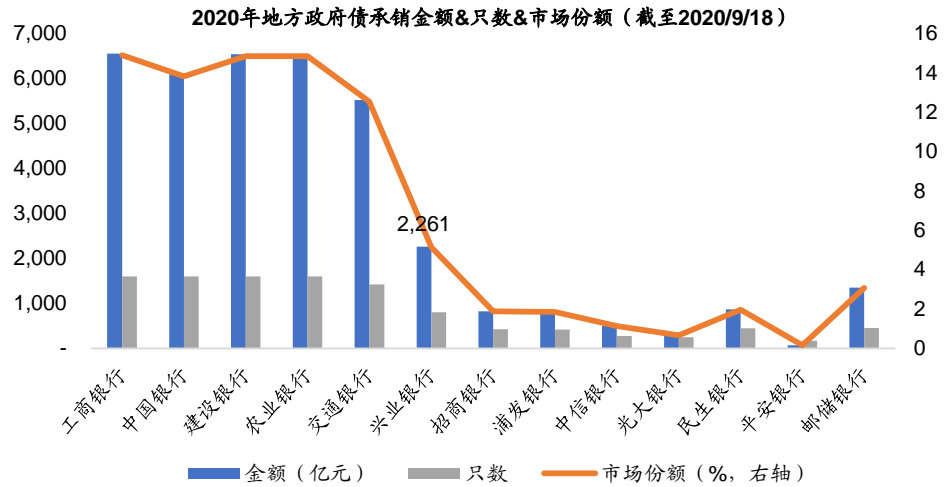
除债券承销外，传统投行业务上，公司通过建设“兴财资”流转平台，推动资产证券化、代理推介等业务发展。2020H1公司发行信贷资产证券化规模合计180.97亿元，先后落地市场首单疫情防控资产证券化产品、市场首批资产支持商业票据等。“兴财资”资产推介平台于2019年12月18日正式上线，由兴业银行自主研发，面向包括银行及理财子公司、保险资管、信托公司、租赁公司、股权投资机构等各类金融机构，线上推介包括非金债券、金融债券、城市开发及基础设施、资产证券化、并购、股权等十二大类资产，实现企业客户融资需求与各类金融机构投资需求的高效精准对接。

图32：债券总承销排行中，兴业仅次于五大行，市场份额股份行中最高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图33: 地方政府债承销方面, 兴业承销金额远高于其他股份行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 2020H1 中国银行间市场交易商协会 (NAFMII) 承销排行

排名	银行名称	承销金额 (亿元)	只数
1	兴业银行	3,467.5	564
2	中信银行	3,392.7	549
3	工商银行	3,162.2	273
4	浦发银行	2,940.9	402
5	建设银行	2,937.8	474
6	光大银行	2,902.4	344
7	招商银行	2,666.8	434
8	农业银行	2,646.2	290
9	中国银行	2,559.9	375
10	民生银行	2,380.6	341

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资产管理方面, 2020H1公司非保本理财产品(含理财子公司)余额13,429.1亿元, 同比增长11.3%; 其中净值型理财产品余额8,871.5亿元, 同比提升15.8%, 占总理财规模66.1%。结构上, 重点布局“固收+”产品, 把握资本市场发展机遇及居民配置权益类资产需求, 推出固收增强“稳利睿盈年年升”品牌, 创新股债混类产品、增加权益资产覆盖厚度, 创新发行“平衡”和“进取”两大系列股债混合类产品。根据2020Q2普益标准银行理财能力排名报告, 全国性银行中, 兴业银行运营管理能力 and 信息披露规范性得分均排名全国性银行第一位, 其他各方面能力发展良好, 综合理财能力在全国性银行中蝉联榜首。



表 6: 2020Q2 全国性银行理财能力排名

排名	银行名称	发行能力得分	收益能力得分	运营管理得分	投资者服务体系得分	信息披露规范性得分	评估问卷得分	综合得分
1	兴业银行	24.47	15.34	24.00	16.18	10.14	98.48	90.97
2	工商银行	25.00	14.74	22.55	17.97	9.16	96.00	90.07
3	光大银行	22.91	14.95	23.38	17.71	10.04	98.00	89.88
4	华夏银行	21.54	14.97	22.96	17.96	10.02	99.00	88.60
5	中国银行	22.80	14.88	22.92	17.00	9.10	99.50	87.98
6	招商银行	24.48	14.70	21.73	17.02	9.71	91.00	87.97
7	中信银行	22.22	14.54	23.38	16.96	8.62	97.60	86.91
8	平安银行	22.18	14.59	23.10	16.72	8.81	98.60	86.73
9	渤海银行	21.44	15.79	20.97	17.30	9.97	97.80	86.70
10	广发银行	21.06	14.87	22.96	16.81	8.80	98.88	85.93
11	浦发银行	23.65	14.53	22.02	16.05	8.00	95.56	85.38
12	恒丰银行	19.60	15.73	21.93	16.01	9.06	98.60	83.96
13	浙商银行	19.61	14.65	21.84	16.41	8.72	98.20	82.93
14	建设银行	22.19	12.53	22.89	17.18	6.66	95.20	82.83
15	交通银行	22.02	14.73	22.04	16.26	6.45	93.88	82.74
16	邮储银行	22.23	12.55	22.71	15.66	8.25	94.60	82.72
17	民生银行	21.61	14.89	20.21	15.49	9.03	96.00	82.71
18	农业银行	21.70	13.57	13.90	15.53	6.47	73.00	71.35

数据来源: 普益标准, 广发证券发展研究中心

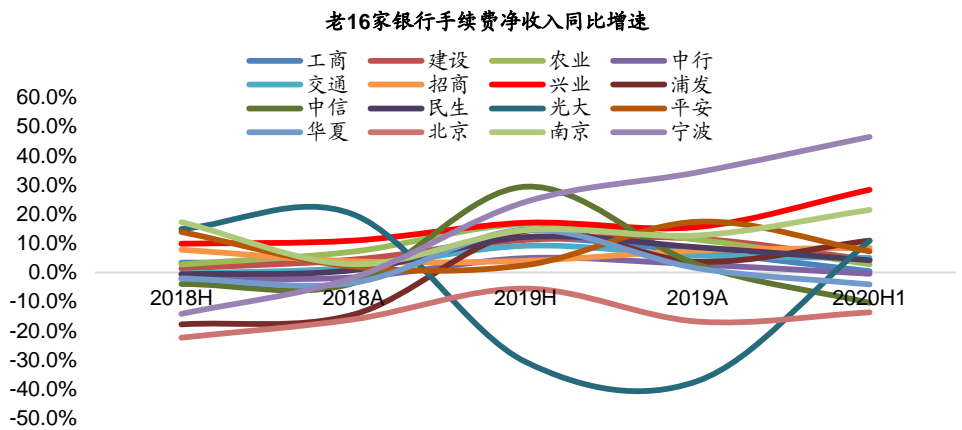
**财富管理方面**, 公司利用零售资源、同业资源, 加强零售端销售布局, 拓宽产品销售渠道。20H1零售财富类产品累计销售2.71万亿元, 其中基金产品销售618.28亿元, 同比增长332.89%; 标准净值型期限型理财产品销售1,368亿元, 同比增长126.90%, 带动实现零售财富类产品销售收入42.74亿元, 同比增长46.12%; 代理类产品销售收入占比升高至54.40%。公司利用在同业端跟多家省联社构建的合作关系, 来代销公司零售财富管理产品, 增强零售理财渠道营销能力。

**资金业务方面**, 持续推进“债券银行”及“FICC银行”品牌建设。FICC银行上, 继续强化汇率类、利率类避险业务, 积极把握LPR改革窗口期, 在贷款端引入利率互换, 支持实体经济降低融资成本, 实现快速发展。

**资产托管方面**, 截止2020H1, 公司在线托管产品26,291只, 继续保持行业第一位。资产托管业务规模126,745.4亿元, 较19A增加2,905亿元, 增长2.35%, 其中信托和券商资管托管规模继续保持全行业第二位。产品及收入结构进一步优化, 估值类产品收入占比增长4.76%。

**表外业务的优秀表现强力支撑中收增长**。20H1兴业银行实现手续费及佣金净收入302.2亿元, 同比增长28.4%。其中咨询顾问手续费收入、代理业务手续费收入分别占16.7%、8.2%。

图34: 兴业手续费净收入增速在大行及股份行中最高, 老16家中仅次于宁波银行

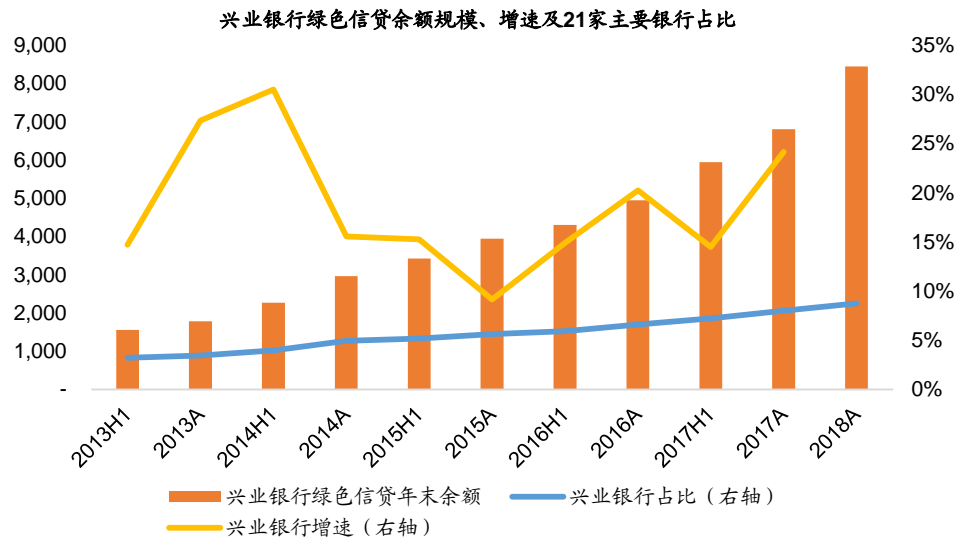


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 可持续经营与社会责任: 绿色金融

2008年10月31日, 兴业银行成为我国首家“赤道银行”。作为绿色金融领域的开拓者, 兴业银行先行先试, 开展绿色信贷业务, 体现兴业银行的社会责任和可持续经营理念。到2018年末, 兴业银行绿色信贷余额在21家主要银行余额中占将近10%份额。2019年末, 兴业银行绿色信贷余额突破万亿, 提前一年完成融资余额超过一万亿元、客户数超过一万户“两个一万”中期目标。

图35: 兴业银行绿色信贷余额增速可观, 在21家主要银行中占近10%份额



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 主要银行机构包括: 国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行、中国工商银行、中国建设银行、交通银行、中信银行、中国光大银行、华夏银行、广发银行、平安银行、招商银行、上海浦东发展银行、兴业银行、中国民生银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行、中国邮政储蓄银行等 21 家银行机构

兴业银行绿色信贷经济效益显著。据兴业银行官网披露<sup>1</sup>, 绿色信贷不良率仅为整体

<sup>1</sup> 陶以平.“两山”理论的兴业绿色金融实践[J].中国金融,2020(13):17-19.

资产不良率的1/4。以2020年年中报披露的资产不良计算，兴业银行绿色信贷不良率仅为0.37%，绿色金融资产占总资产的14.15%，成为稳定资产质量的重要砝码。

同时，兴业银行积极参与“一带一路”倡议，成为受邀加入“一带一路”绿色发展国际联盟的唯一一家银行。2019年初，兴业银行签署中国绿金委和伦敦金融城发起的《“一带一路”绿色投资原则》，成为首批加入的金融机构。截至2019年末，兴业银行已在“一带一路”沿线建立了343家代理行，已形成代理行网络。近年已落地全国首单“海上丝绸之路”建设项目永续中期票据，“一带一路”中期票据等“一带一路”债。

#### （四）优势：4个维度赋能综合金融业务发展

##### 1. 金融科技动能：由支持保障角色向引领执行者转变

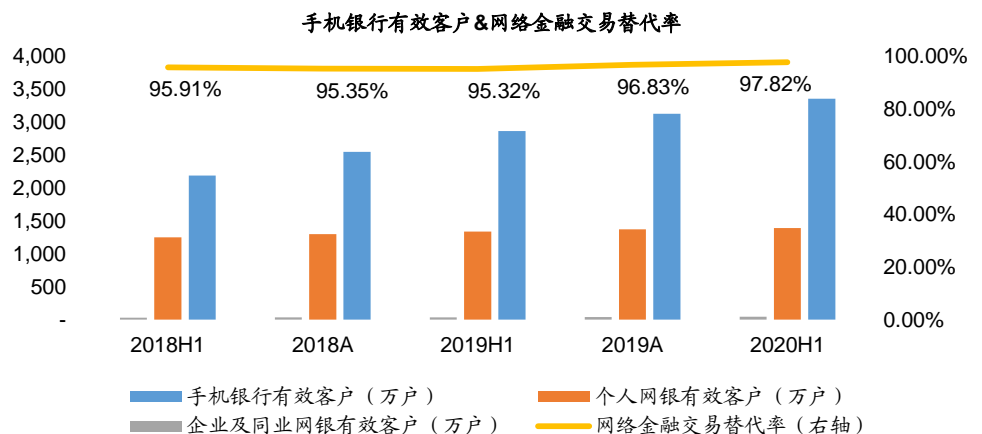
公司在网络金融领域布局较早，2007年兴业银行在国内率先推出银银合作品牌“银银平台”，2013年12月推出互联网理财品牌“钱大掌柜”，此后公司致力于将F端成功经验转移复制到G端、B端、C端，发挥同业、投行等领域的禀赋优势打造场景生态圈，依托数金子公司、杭州等区域研发分中心、海外机构研发中心进行科技金融创新。

在金融科技研发投入上，公司不断加大力度。19A集团信息科技正式员工1,910人，科技人员占比约4.07%，信息科技投入35.65亿元，同比增长24.66%。从营收占比来看，兴业银行在金融科技方面的投入还有上升潜力。

同业及财富业务方面，截至20H1，全行已为超620家非银金融机构上线资金管理云平台，与384家中小银行建立核心业务信息系统合作，在机构投资交易平台注册的金融机构达到1,603家，在互联网财富管理平台“钱大掌柜”注册的客户达到1,465.9万户，通过“财富云”携手18家省级联社向农村地区供给优质理财服务。

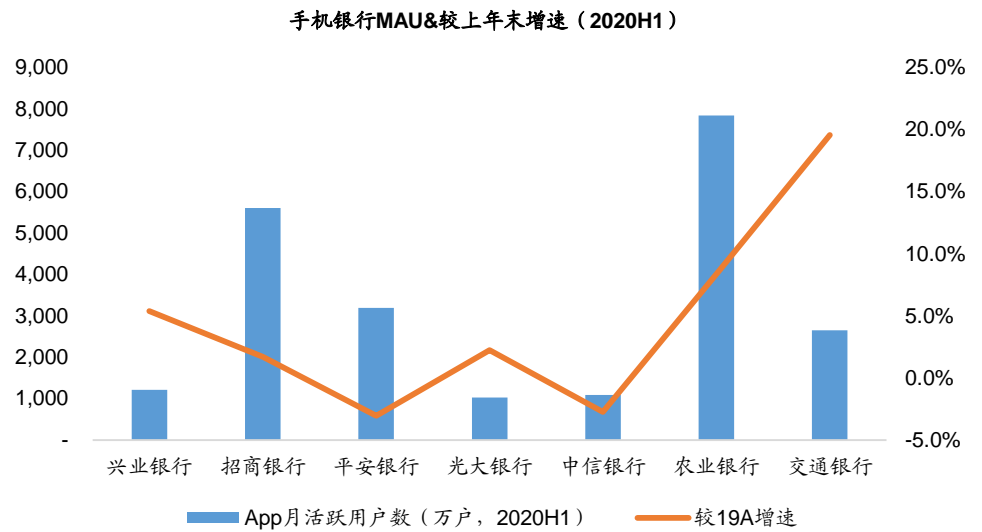
网银方面，截至20H1，公司手机银行有效客户3,358.2万户，较19A增长7.3%；月活跃用户（MAU）1,214万户，较19A增长5.4%。20H1手机银行累计交易笔数12,573.9万笔，同比增长8.76%。

图36：兴业手机银行客户量稳步增长，交易替代率保持较高水平



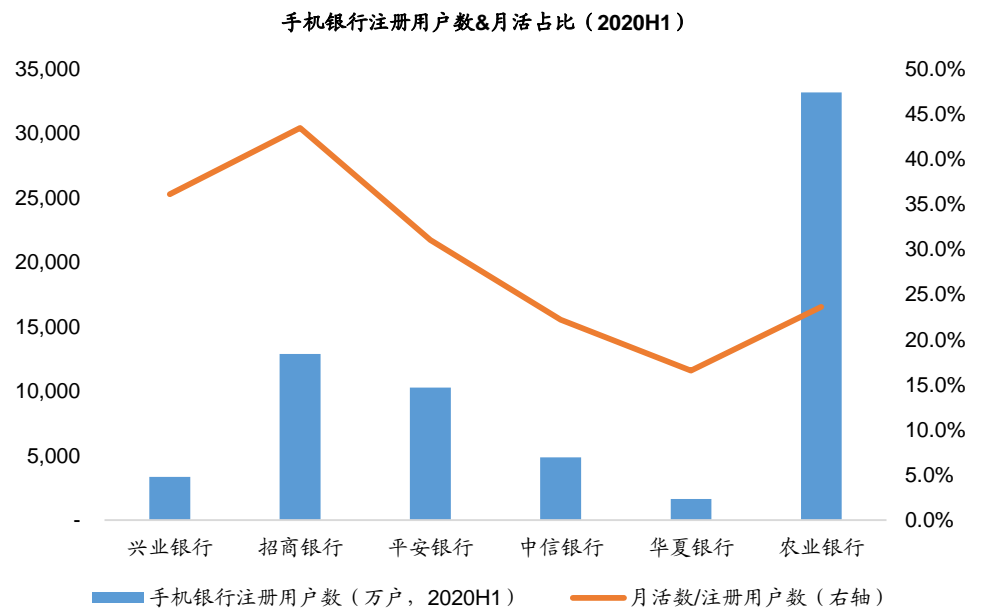
数据来源：公司 18H1-20H1 财报，广发证券发展研究中心

图37: 可比同业: 兴业手机银行MAU增速较快



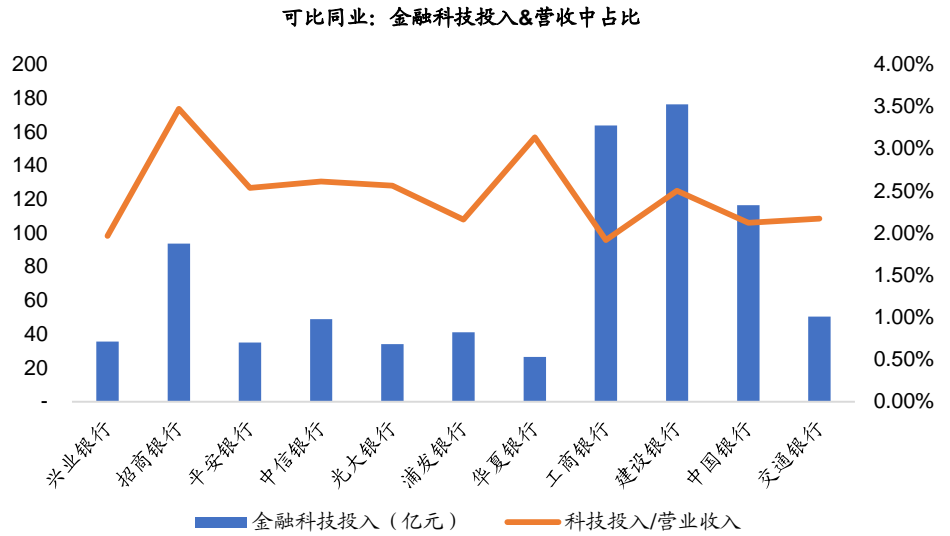
数据来源: 公司 20H1 财报, 广发证券发展研究中心

图38: 可比同业: 兴业手机银行月活跃用户占比较高



数据来源: 公司 20H1 财报, 广发证券发展研究中心

图39: 可比同业: 金融科技投入&营收中占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2. 经济研究势能: 管理层经验丰富, 首家银行研究子公司发挥定价优势

公司管理层在职时间较长, 经验丰富, 对公司经营情况熟悉; 同时管理层战略大胆进取, 意志坚定, 执行力强, 可有力推动公司更加有效拓展低风险客户获取综合收益, 更有把握服务高风险客户赚取超额收益, 不断提高资本收益水平。

研究业务上, 公司立足金融资产定价优势, 依托研究子公司为银行内部及金融市场参与各方提供包括宏观经济、大类资产配置、行业研究、信用研究、汇率商品和绿色金融等各领域的研究服务。截至20H1, 兴业研究新增签约客户22家, 累计客户达187家, 服务客户全面覆盖银行、保险、证券、基金等各类金融机构, 以及政府、企业等各类市场参与主体; 20H1兴业研究签约金额突破1,500万元, 同比增长16%。

表 7: 兴业银行董事长、行长简介及历年变化

时间	董事长	行长
2019.9-至今		陶以平, 男, 1963年4月生, 董事任期2016.06.20-至今, 行长任期2016.04.28-至今。大学本科学历, 硕士学位, 高级经济师。历任中国银行福建省分行综合计划处科长, 中银集团港澳管理处办公室高级经理, 金城银行香港分行中国业务部高级经理, 中国银行福建省分行办公室主任、资金计划处处长, 中国银行福州市中支行行长, 中国银行福建省分行行长助理、副行长, 中国银行厦门市分行行长, 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、董事会临
2016.4-2019.9	高建平, 男, 1959年7月生, 董事长任期2000.9-2019.9。大学本科学历, 高级经济师。历任兴业银行办公室副总经理, 兴业银行办公室副总经理兼福州经济技术开发区办事处主任, 兴业银行办公室总经理, 兴业银行上海分行筹建组组长, 兴业银行上海分行行长, 兴业银行行长助理, 兴业银行副	

	行长，兴业银行行长，兴业银行党委书记、 董事长、行长；时任全国政协委员，兴业银 行党委书记、董事长。	时负责人、董事、行长。
2002.6-2016.4	高建平	李仁杰，男，1955年3月生，行长任期 2002.06.26-2016.02.29。大学本科学 历，高级经济师。历任中国人民银行福 建省分行计划处处长，香港江南财务公 司执行董事，长城证券有限责任公司董 事长，兴业银行深圳分行筹建组组长， 兴业银行深圳分行行长，兴业银行副行 长，兴业银行党委委员、董事、行长。
2000.9-2001.11	高建平	高建平

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

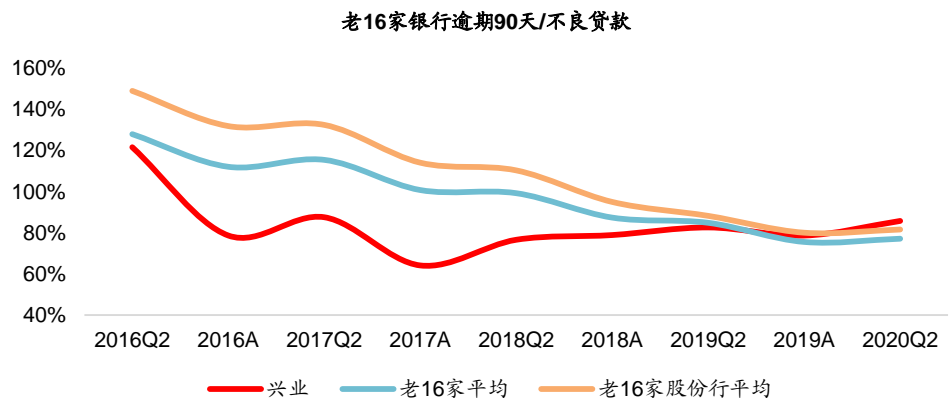
### 3. 风险管理本能：通过提高风控水平及时抓住业务机会

同业第一家将逾期60天以上划作不良。16A开始，兴业银行逾期90天的不良贷款偏离度首次降至100%以下，在上市股份行中处于领先水平。自19年中报，兴业银行率先同业将逾期60天的贷款划入不良贷款，逆周期调节使得其不良认定愈严，信贷风险控制能力增强。

公司制订了业务运营与风险管理并重的发展战略，建立了以风险资产管理为核心的事前、事中、事后风险控制系统，在日常风险管理工作中，由业务部门、风险管理职能部门和内部审计部门组成职责明确的风险管理“三道防线”，各司其职，共同致力于风险管理目标的实现。

根据金融时报，在信用风险领域，兴业银行智能风控产品“黄金眼”以随机森林机器学习算法为核心，辅以网络爬虫和搜索引擎，能够对未来3个月内可能降为“关注”类别以下的企业进行风险预警，准确率达55%。在合规内控领域，兴业银行推出“啄木鸟”智能风控系统，用机器学习算法改进数据模型，支持业务逻辑多维配置，能够从一年数十亿条交易流水中准确筛选高风险特征流水，加强操作风险预警与控制。

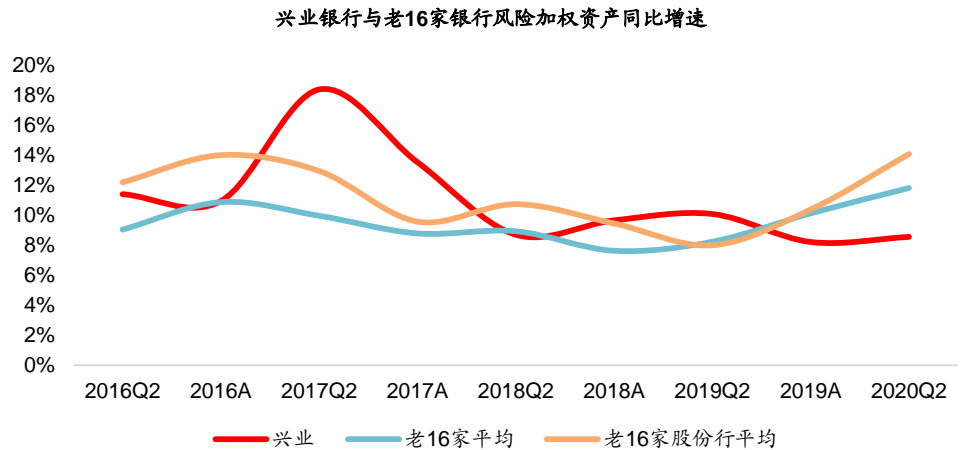
图40：兴业在老16家上市银行中不良贷款偏离度保持较低水平，不良认定严格



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



图41: 兴业在老16家上市银行中风险加权资产增速较低, 风控能力较强



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### 4. 协同联动潜能: 银行直接控股牌照领先同业, 综合金融服务功能基本健全

兴业银行是同业中银行作为母公司控股的金融牌照最全的银行。在综合化、跨业经营的趋势下, 多数银行直接或间接走向全牌照布局, 少数银行如平安银行则通过集团完成综合化布局。在全国性银行中, 兴业银行拿到了较少银行持有的信托牌照, 且是银行而不是金控集团控股子公司, 成为同业中银行作为母公司控股的金融牌照最全的银行。

公司从银行业务延伸和跨业经营两个维度, 稳步推进综合化、集团化进程, 已从单一银行演进为以银行为主体, 涵盖信托、租赁、基金、期货、资产管理、消费金融、理财、数字金融、研究咨询在内的现代综合金融服务集团。有效整合集团力量, 有助于为客户提供优质综合金融服务, 实现整体利益最大化。

表 8: 同业对比: 银行作为母公司持股情况

	兴业银行	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	招商银行
证券	华福证券	工银国际	建银国际	农银国际	中银国际	永隆证券
保险		工银安盛人寿	建信人寿	农银人寿	中银保险、中银三星人寿	招商信诺人寿
基金	兴业基金	工银瑞信	建信基金	农银汇理	中银基金	招商基金
金融租赁	兴业租赁	工银租赁	建信租赁	农银租赁		招银租赁
消费金融	兴业消金				中银消金	招联消金
信托	兴业国际信托		建信信托			
期货	兴业期货	工银国际期货、标准银行	建信期货		中银国际期货	
理财	兴业理财	工银理财	建信理财	农银理财	中银理财	招银理财
金融科技	兴业数金	工银科技	建信金科		中银金科	招银云创
AIC/AMC	兴业资管	工银投资	建信投资	农银投资	中银资管、中银投资	

其他	兴业研究	工银国际控股、工银金融服务	建银国际控股、中德住房储蓄银行	农银国际控股、农银财务、中刚非洲银行	中银国际控股、中银香港控股、中银航空租赁、澳门大丰银行	招银国际金融控股
----	------	---------------	-----------------	--------------------	-----------------------------	----------

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

备注：标注为蓝色的子公司为银行控股，银行是其第一大股东，未标注蓝色的子公司银行仅参股。表中未列出金控集团持股公司情况。

表 9：兴业银行主要子公司（截至 2020H1）

成立时间	公司名称	业务性质	注册资本（百万元）
2010.8.30	兴业金融租赁有限责任公司	金融租赁	9,000
2011.1.30	兴业国际信托有限公司	信托	10,000
2013.4.17	兴业基金管理有限公司	基金	1,200
2014.4.4	兴业期货有限公司	期货	500
2014.12.23	兴业消费金融股份公司	消费金融	1,900
2015.6.28	兴业经济研究咨询公司	研究服务	60
2015.11.10	兴业数字金融服务股份有限公司	金融科技	350
2017.2.20	兴业资产管理有限公司	特殊资产专业经营	1,950
2019.12.13	兴银理财有限责任公司	理财	5,000

数据来源：兴业银行历年年报，广发证券发展研究中心

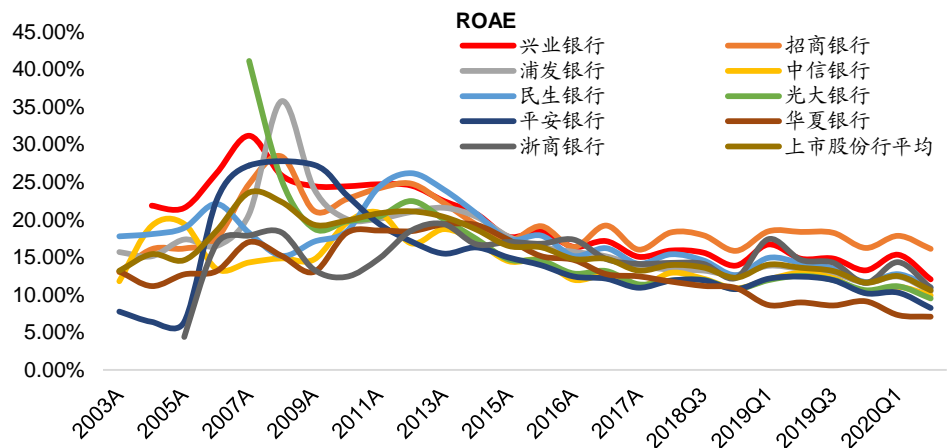
## 四、财务分析：ROE 持续位居股份行前列

### （一）盈利能力居同业上游，中收表现强劲

#### 1. 16年开始，兴业盈利能力开始在同业中凸显

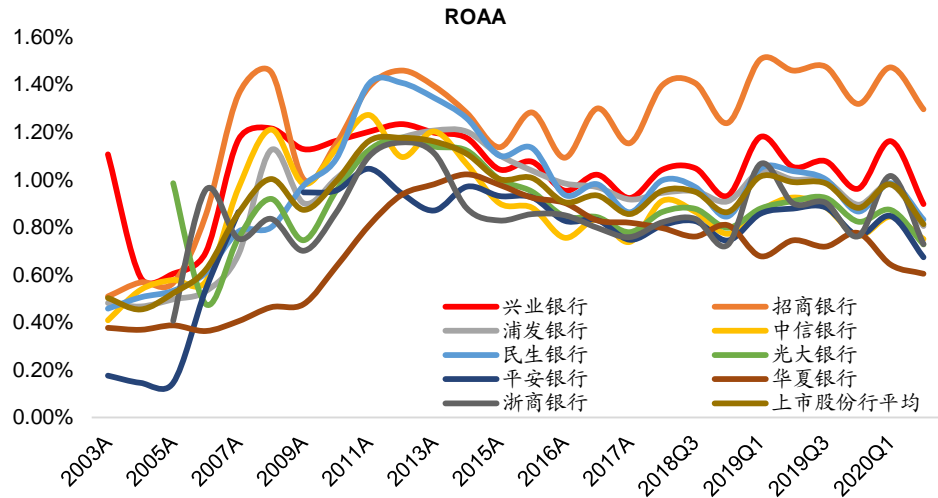
有历史数据以来，兴业在同业中盈利能力一直处于上游，16年后表现稳定优秀。从 ROE 来看，兴业整体盈利能力处于上市股份行上游。从杜邦拆分来看，兴业中间收入贡献强劲，净息差表现稍逊色。

图 42：兴业年化 ROE 位于上市股份行第二，仅次于招商



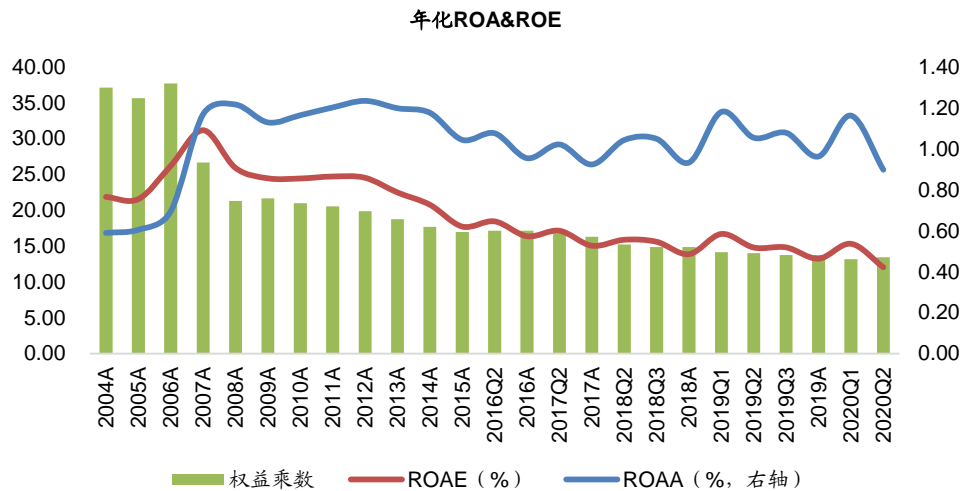
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图43: 兴业年化ROA位于同业前列, 表现稳定强劲



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: ROA表现稳定, 杠杆率持续降低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 10: 2020H1 可比同业杜邦分析

2020H1	兴业	招商	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	上市股份行
营业收入	2.72%	3.84%	2.79%	2.95%	2.84%	2.85%	3.86%	3.03%	2.65%	3.07%
利息净收入	1.50%	2.35%	1.70%	1.88%	1.60%	2.16%	2.48%	2.30%	1.90%	1.94%
利息收入	3.73%	3.98%	3.81%	4.06%	3.87%	4.39%	4.68%	4.34%	4.37%	4.05%
利息支出	2.23%	1.63%	2.10%	2.18%	2.27%	2.23%	2.20%	2.04%	2.47%	2.11%
非利息收入	1.23%	1.49%	1.09%	1.07%	1.24%	0.69%	1.38%	0.73%	0.76%	1.14%
手续费及佣金净收入	0.82%	1.09%	0.69%	0.73%	0.82%	0.56%	0.97%	0.62%	0.31%	0.79%
净其他非息收入	0.40%	0.39%	0.40%	0.34%	0.42%	0.13%	0.41%	0.11%	0.45%	0.35%
营业支出	1.73%	2.21%	1.87%	2.06%	1.88%	1.98%	2.99%	2.26%	1.82%	2.05%

税金及附加	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用	0.57%	1.08%	0.59%	0.65%	0.57%	0.72%	1.05%	0.75%	0.62%	0.73%
<b>PPOP</b>	2.11%	2.67%	2.16%	2.26%	2.20%	2.08%	2.73%	2.23%	2.00%	2.29%
资产减值损失	1.12%	1.05%	1.23%	1.37%	1.24%	1.21%	1.87%	1.46%	1.16%	1.27%
利润总额	0.99%	1.63%	0.92%	0.89%	0.96%	0.87%	0.87%	0.77%	0.83%	1.02%
所得税	0.09%	0.33%	0.12%	0.14%	0.12%	0.14%	0.19%	0.16%	0.10%	0.16%
<b>ROAA</b>	<b>0.90%</b>	<b>1.30%</b>	<b>0.81%</b>	<b>0.75%</b>	<b>0.83%</b>	<b>0.73%</b>	<b>0.67%</b>	<b>0.60%</b>	<b>0.73%</b>	<b>0.86%</b>
<b>ROAE</b>	<b>12.05%</b>	<b>16.10%</b>	<b>10.46%</b>	<b>9.91%</b>	<b>11.00%</b>	<b>9.50%</b>	<b>8.24%</b>	<b>7.07%</b>	<b>10.92%</b>	<b>11.08%</b>
<b>权益乘数</b>	<b>13.42</b>	<b>12.42</b>	<b>12.98</b>	<b>13.20</b>	<b>13.21</b>	<b>13.06</b>	<b>12.22</b>	<b>11.69</b>	<b>14.97</b>	<b>12.93</b>

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 11: 2019A 可比同业杜邦分析

2019A	兴业	招商	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	上市股份行
营业收入	2.62%	3.81%	2.87%	2.93%	2.85%	2.92%	3.75%	2.97%	2.69%	3.06%
利息净收入	1.49%	2.44%	1.94%	1.99%	1.55%	2.24%	2.45%	2.26%	1.97%	1.99%
利息收入	3.89%	4.14%	4.24%	4.19%	3.96%	4.62%	4.83%	4.51%	4.61%	4.24%
利息支出	2.41%	1.69%	2.31%	2.20%	2.41%	2.38%	2.38%	2.24%	2.65%	2.25%
非利息收入	1.13%	1.36%	0.93%	0.94%	1.30%	0.68%	1.30%	0.71%	0.72%	1.06%
手续费及佣金净收入	0.72%	1.01%	0.61%	0.72%	0.83%	0.51%	1.00%	0.63%	0.27%	0.74%
净其他非息收入	0.41%	0.35%	0.32%	0.22%	0.48%	0.17%	0.31%	0.08%	0.46%	0.32%
营业支出	1.54%	2.16%	1.82%	2.05%	1.82%	1.93%	2.76%	2.01%	1.84%	1.96%
税金及附加	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用	0.67%	1.22%	0.65%	0.81%	0.76%	0.80%	1.11%	0.91%	0.71%	0.85%
<b>PPOP</b>	1.91%	2.52%	2.17%	2.08%	2.01%	2.07%	2.57%	2.03%	1.95%	2.16%
资产减值损失	0.84%	0.86%	1.12%	1.20%	0.99%	1.08%	1.59%	1.06%	1.10%	1.06%
利润总额	1.08%	1.65%	1.05%	0.88%	1.02%	0.99%	0.99%	0.97%	0.85%	1.10%
所得税	0.11%	0.33%	0.16%	0.12%	0.15%	0.17%	0.22%	0.19%	0.09%	0.18%
<b>ROAA</b>	<b>0.96%</b>	<b>1.32%</b>	<b>0.90%</b>	<b>0.76%</b>	<b>0.87%</b>	<b>0.82%</b>	<b>0.77%</b>	<b>0.78%</b>	<b>0.76%</b>	<b>0.92%</b>
<b>ROAE</b>	<b>13.24%</b>	<b>16.23%</b>	<b>11.61%</b>	<b>10.27%</b>	<b>11.70%</b>	<b>10.60%</b>	<b>10.20%</b>	<b>9.12%</b>	<b>11.57%</b>	<b>12.04%</b>
<b>权益乘数</b>	<b>13.76</b>	<b>12.30</b>	<b>12.97</b>	<b>13.44</b>	<b>13.50</b>	<b>12.87</b>	<b>13.30</b>	<b>11.76</b>	<b>15.18</b>	<b>13.11</b>

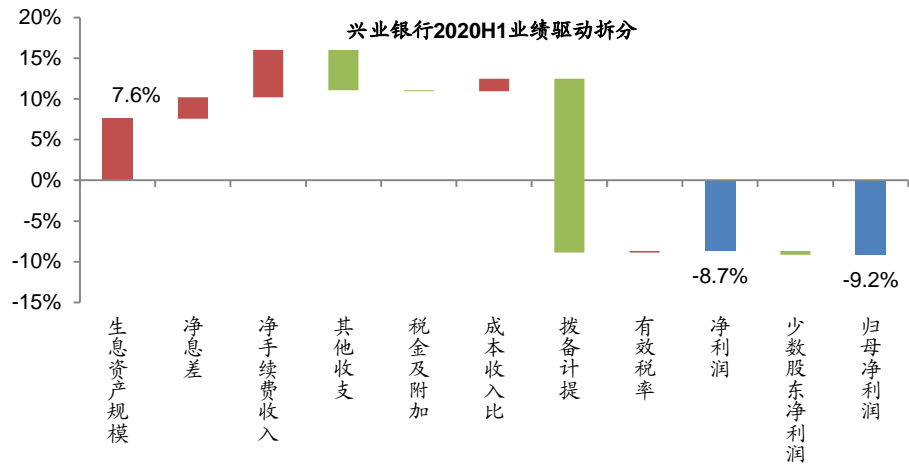
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2. 业绩驱动拆分

从2020H1累计业绩驱动拆分来看, 生息资产规模、中间收入是主要正贡献因素, 拨备计提是主要负贡献因素。

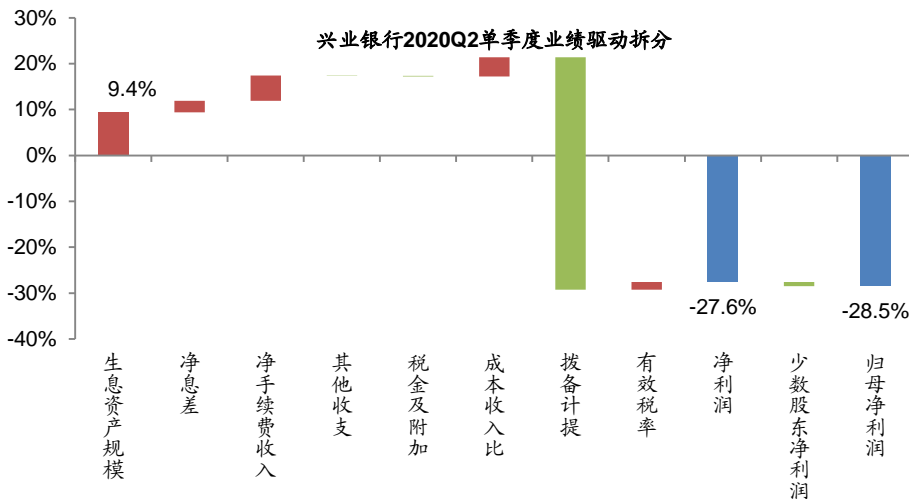
从历年累计业绩驱动拆分来看, 16年以前, 生息资产规模是利润增长的主要助推力量, 18-19年, 其他非息收入是业绩增长的主要正贡献因素, 20年以来, 手续费收入贡献较大。

图45: 2020H1累计业绩驱动拆分



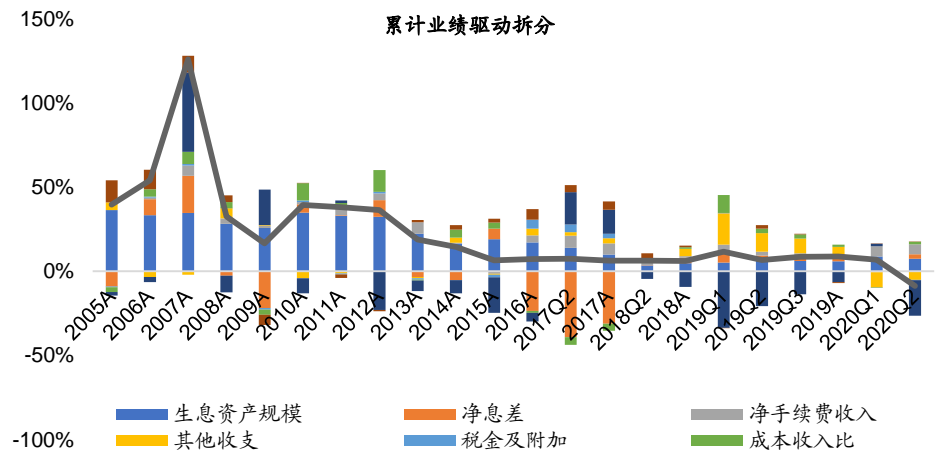
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图46: 2020Q2单季度业绩驱动拆分



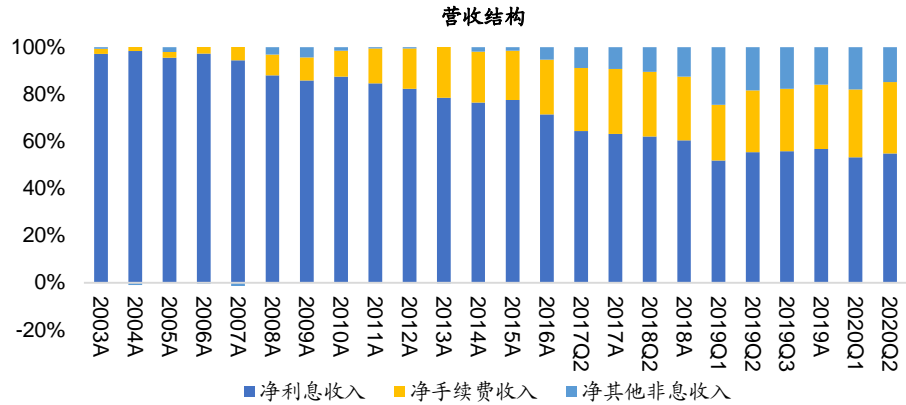
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图47: 历年累计业绩驱动拆分



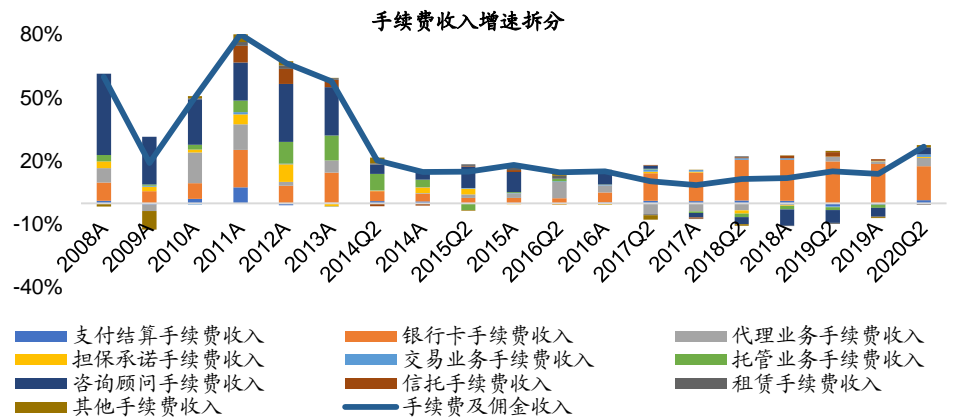
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图48: 中间收入一直以来保持稳定占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图49: 手续费增速明显回升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 活期存款占比提升, 息差压力有望缓和

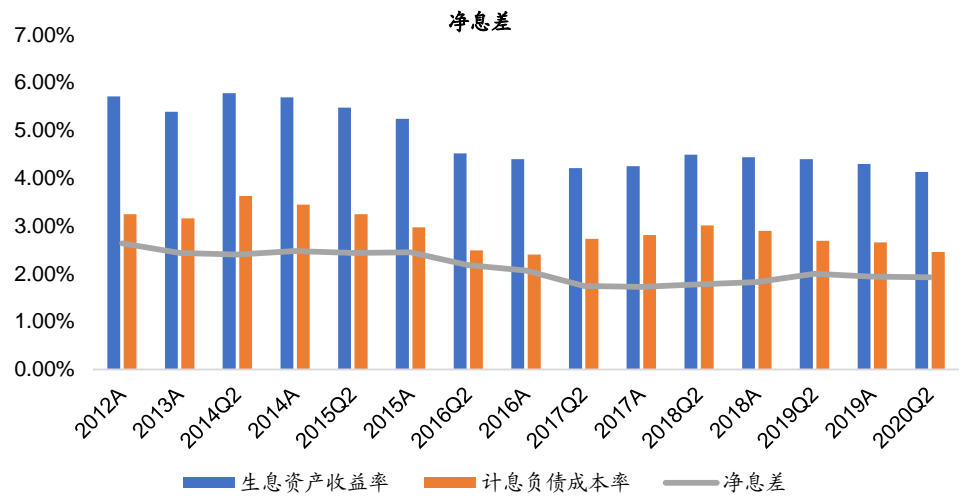
存量息差现状来看, 由于公司负债端成本相对较高, 和今年资产端风险偏好下降, 公司净息差较可比同业不占优。

从生息资产结构来看, 公司以贷款和投资类资产为主。贷款上, 零售贷款中住房按揭比例较高, 导致收益率较低。2020H1对公贷款行业投向前五: 制造业、租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业、水利、环境和公共设施管理业。从历史数据来看, 行业投向比较稳定。

从计息负债结构来看, 由于同业负债成本率较存款成本率而言较高, 高占比的同业负债导致计息负债成本率较高。19年以来, 存款占比上升, 计息负债成本率有所下降。如果未来存款占比进一步提升, 同时存款中活期增长贡献持续提升, 净息差下行压力有望缓和。

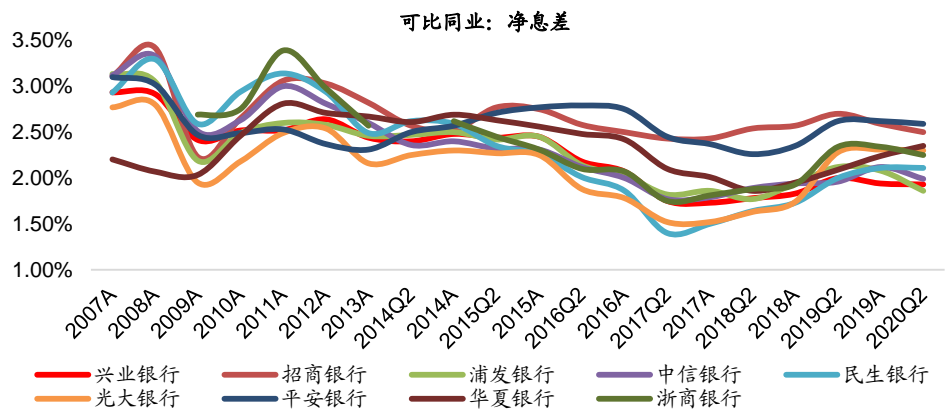


图50: 低生息资产收益率+高计息负债成本率导致净息差较低



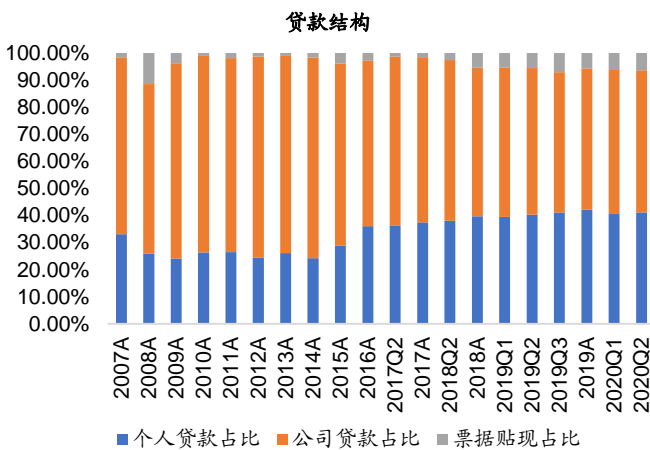
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图51: 可比同业中净息差水平处于劣势



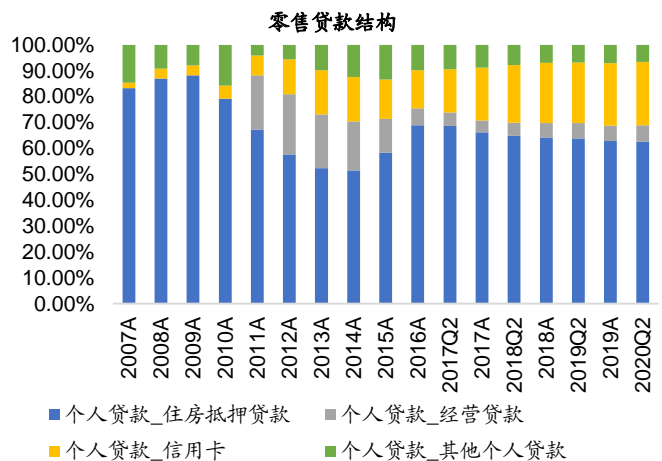
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图52: 贷款结构偏向对公贷款, 零售贷款占比逐渐提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图53: 零售贷款以住房按揭贷款为主, 信用卡占比较低



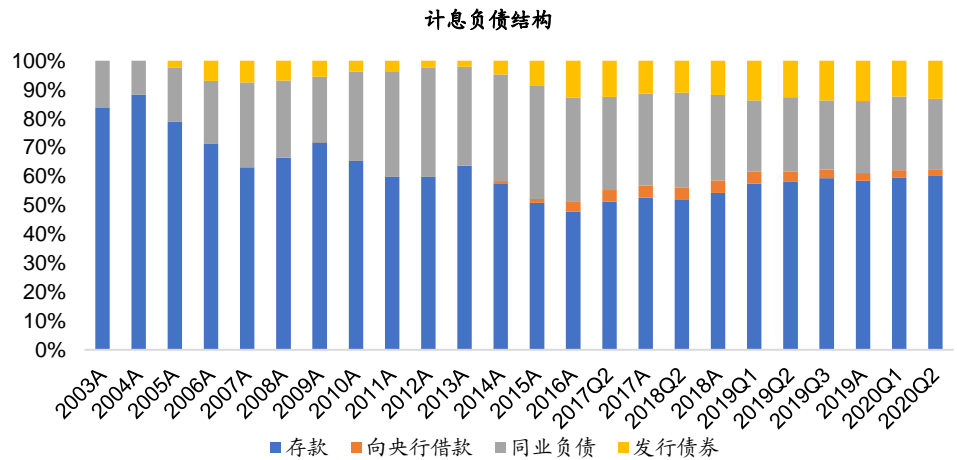
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 12: 可比同业: 2020H1/2019A 生息资产日均余额、利息收入、平均收益率情况 (百万元)

2020H1											
兴业银行	日均余额	利息收入	平均收益率	日均余额占比	利息收入占比	招商银行	日均余额	利息收入	平均收益率	日均余额占比	利息收入占比
发放贷款和垫款	3,620,151	80,997	4.69%	54.79%	59.21%	发放贷款和垫款	4,711,883	118,376	5.05%	64.56%	77.03%
公司贷款	2,153,939	-	4.51%	32.60%	-	公司贷款	2,023,642	41,687	4.14%	27.73%	27.12%
个人贷款	1,466,212	-	4.95%	22.19%	-	个人贷款	2,399,571	72,824	6.10%	32.88%	47.39%
投资类资产	1,967,157	41,048	4.09%	29.78%	30.01%	投资类资产	1,427,366	25,008	3.52%	19.56%	16.27%
存放央行	382,958	2,895	1.52%	5.80%	2.12%	存放央行	488,521	3,744	1.57%	6.69%	2.44%
同业资产	537,816	5,788	2.16%	8.14%	4.23%	同业资产	670,526	6,557	1.97%	9.19%	4.27%
生息资产总计	6,606,723	136,799	4.13%	100.00%	100.00%	生息资产总计	7,298,296	153,685	4.23%	100.00%	100.00%
2020H1											
民生银行	日均余额	利息收入	平均收益率	日均余额占比	利息收入占比	平安银行	日均余额	利息收入	平均收益率	日均余额占比	利息收入占比
发放贷款和垫款	3,433,414	89,999	5.24%	53.60%	64.16%	发放贷款和垫款	2,309,617	72,807	6.32%	59.41%	76.65%
公司贷款	2,234,119	57,500	5.15%	34.88%	40.99%	公司贷款	932,152	20,422	4.39%	23.98%	21.50%
个人贷款	1,199,295	32,499	5.42%	18.72%	23.17%	个人贷款	1,377,465	52,385	7.63%	35.43%	55.15%
投资类资产	2,122,212	38,732	3.65%	33.13%	27.61%	投资类资产	769,483	11,642	3.03%	19.79%	12.26%
存放央行	332,700	2,599	1.56%	5.19%	1.85%	存放央行	225,989	1,700	1.51%	5.81%	1.79%
同业资产	392,862	5,571	2.83%	6.13%	3.97%	同业资产	582,765	8,837	3.04%	14.99%	9.30%
生息资产总计	6,405,290	140,263	4.38%	100.00%	100.00%	生息资产总计	3,887,854	94,986	4.90%	100.00%	100.00%
2019A											
兴业银行	日均余额	利息收入	平均收益率	日均余额占比	利息收入占比	招商银行	日均余额	利息收入	平均收益率	日均余额占比	利息收入占比
发放贷款和垫款	3,232,179	146,482	4.74%	52.01%	54.32%	发放贷款和垫款	4,289,765	221,979	5.17%	64.12%	75.76%
公司贷款	1,934,451	-	4.71%	31.13%	-	公司贷款	1,818,831	78,914	4.34%	27.19%	26.93%
个人贷款	1,297,728	-	4.78%	20.88%	-	个人贷款	2,220,299	134,763	6.07%	33.19%	46.00%
投资类资产	2,090,509	94,976	4.46%	33.64%	35.22%	投资类资产	1,335,247	48,902	3.66%	19.96%	16.69%
存放央行	403,170	6,209	1.54%	6.49%	2.30%	存放央行	493,722	7,759	1.57%	7.38%	2.65%
同业资产	380,268	9,677	2.54%	6.12%	3.59%	同业资产	570,995	14,354	2.51%	8.54%	4.90%
生息资产总计	6,214,138	269,677	4.30%	100.00%	100.00%	生息资产总计	6,689,729	292,994	4.38%	100.00%	100.00%
2019A											
民生银行	日均余额	利息收入	平均收益率	日均余额占比	利息收入占比	平安银行	日均余额	利息收入	平均收益率	日均余额占比	利息收入占比
发放贷款和垫款	3,013,089	162,054	5.38%	51.66%	60.91%	发放贷款和垫款	2,025,073	133,278	6.58%	58.98%	75.07%
公司贷款	1,930,845	101,637	5.26%	33.11%	38.20%	公司贷款	793,555	38,004	4.79%	23.11%	21.40%
个人贷款	1,082,244	60,417	5.58%	18.56%	22.71%	个人贷款	1,231,518	95,274	7.74%	35.87%	53.66%
投资类资产	1,997,180	79,608	3.99%	34.24%	29.92%	投资类资产	642,686	21,415	3.33%	18.72%	12.06%
存放央行	331,892	5,195	1.57%	5.69%	1.95%	存放央行	222,097	3,345	1.51%	6.47%	1.88%
同业资产	370,166	12,805	3.46%	6.35%	4.81%	同业资产	543,900	19,511	3.59%	15.84%	10.99%
生息资产总计	5,832,303	266,073	4.56%	100.00%	100.00%	生息资产总计	3,433,756	177,549	5.17%	100.00%	100.00%

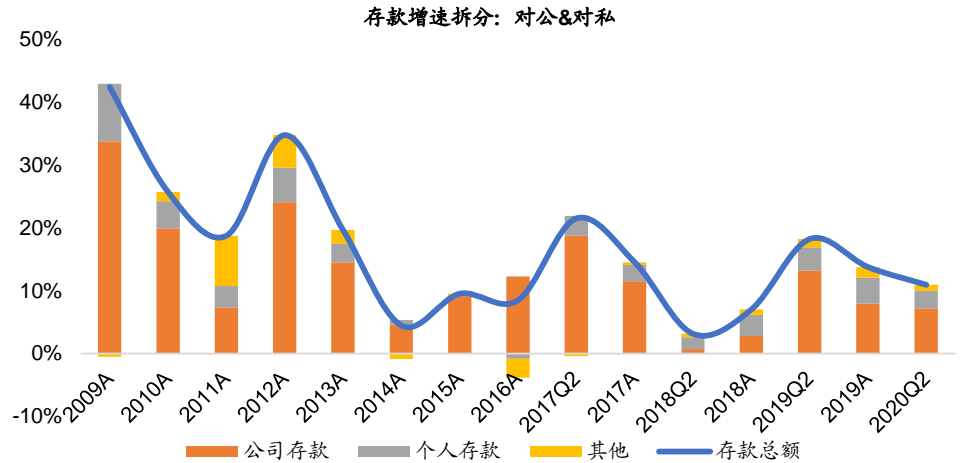
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 54: 同业负债占比较高, 但 19 年来有所下落



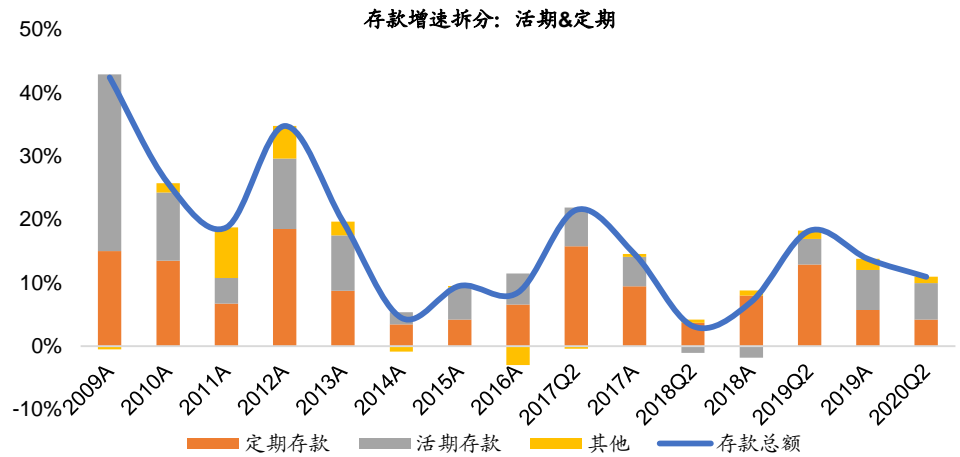
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图55: 以往存款增长主要来自于对公存款



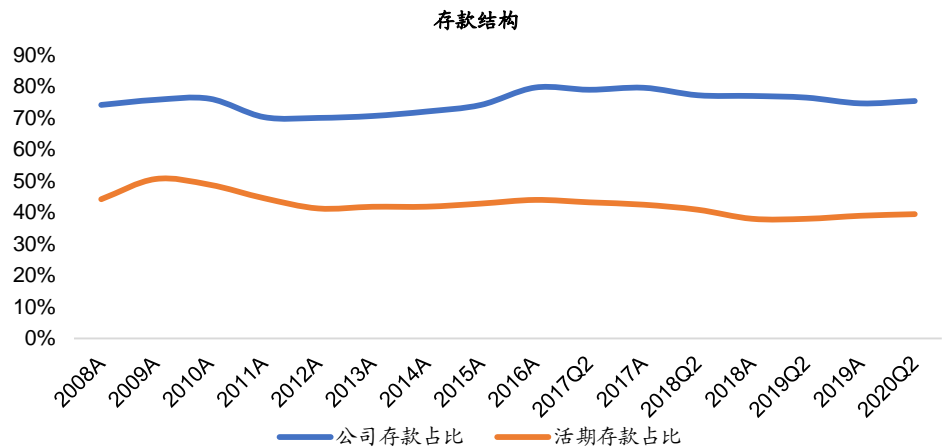
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图56: 19年以来, 活期存款对总存款增速的贡献有所提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图57: 存款以对公为主, 活期占比较高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 13: 可比同业: 2020H1/2019A 计息负债日均余额、利息支出、平均成本率情况 (百万元)

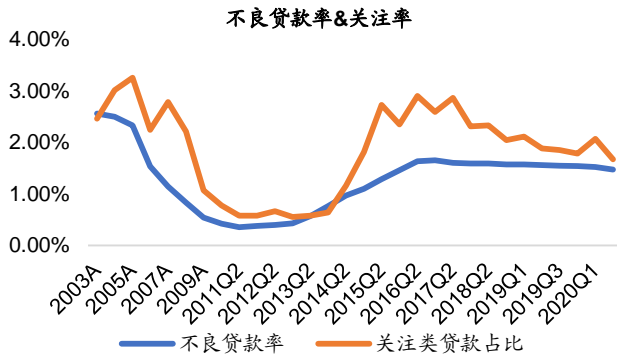
2020H1											
兴业银行	日均余额	利息支出	平均成本率	日均余额占比	利息支出占比	招商银行	日均余额	利息支出	平均成本率	日均余额占比	利息支出占比
吸收存款	3,890,268	44,913	2.32%	58.17%	54.89%	吸收存款	5,246,137	41,916	1.61%	75.17%	66.73%
公司存款	3,214,086	-	2.31%	48.06%	-	公司存款	3,365,045	29,486	1.76%	48.22%	46.94%
活期存款	1,938,672	-	1.00%	28.99%	-	活期存款	1,834,517	7,931	0.87%	26.29%	12.63%
定期存款	676,182	-	3.18%	10.11%	-	定期存款	1,530,528	21,555	2.83%	21.93%	34.32%
个人存款	396,037	-	2.36%	5.92%	-	个人存款	1,881,092	12,430	1.33%	26.95%	19.79%
活期存款	1,275,414	-	0.30%	19.07%	-	活期存款	1,201,383	2,091	0.35%	17.21%	3.33%
定期存款	280,145	-	3.82%	4.19%	-	定期存款	679,709	10,339	3.06%	9.74%	16.46%
应付债券	873,378	13,629	3.14%	13.06%	16.66%	应付债券	525,046	8,570	3.28%	7.52%	13.64%
同业负债	1,760,661	20,570	2.34%	26.32%	25.14%	同业负债	889,274	7,429	1.68%	12.74%	11.83%
向央行借款及其他	163,926	2,674	3.28%	2.45%	3.27%	向央行借款及其他	302,886	4,583	3.04%	4.34%	7.30%
计息负债总计	6,688,233	81,821	2.46%	100.00%	100.00%	计息负债总计	6,978,871	62,812	1.81%	100.00%	100.00%
民生银行	日均余额	利息支出	平均成本率	日均余额占比	利息支出占比	平安银行	日均余额	利息支出	平均成本率	日均余额占比	利息支出占比
吸收存款	3,700,371	43,292	2.34%	58.83%	55.14%	吸收存款	2,523,754	29,518	2.35%	68.15%	66.06%
公司存款	2,947,616	34,225	2.32%	46.86%	43.59%	公司存款	1,919,248	21,955	2.29%	51.83%	49.14%
活期存款	1,146,788	6,398	1.12%	18.23%	8.15%	活期存款	560,083	1,783	0.64%	15.12%	3.99%
定期存款	1,800,828	27,827	3.09%	28.63%	35.44%	定期存款	970,899	15,263	3.15%	26.22%	34.16%
个人存款	752,755	9,067	2.41%	11.97%	11.55%	个人存款	604,506	7,563	2.51%	16.32%	16.93%
活期存款	212,476	389	0.37%	3.38%	0.50%	活期存款	197,538	291	0.30%	5.33%	0.65%
定期存款	540,279	8,678	3.21%	8.59%	11.05%	定期存款	385,366	6,897	3.59%	10.41%	15.44%
应付债券	768,857	12,047	3.13%	12.22%	15.34%	应付债券	502,417	7,723	3.08%	13.57%	17.28%
同业负债	1,449,072	17,020	1.17%	23.04%	21.68%	同业负债	677,084	7,440	2.20%	18.28%	16.65%
向央行借款及其他	371,320	6,159	3.32%	5.90%	7.84%	向央行借款及其他	-	-	-	-	-
计息负债总计	6,289,620	78,518	2.50%	100.00%	100.00%	计息负债总计	3,703,255	44,681	2.42%	100.00%	100.00%
2019A											
兴业银行	日均余额	利息支出	平均成本率	日均余额占比	利息支出占比	招商银行	日均余额	利息支出	平均成本率	日均余额占比	利息支出占比
吸收存款	3,630,994	86,691	2.39%	58.12%	52.01%	吸收存款	4,636,967	73,430	1.58%	73.62%	61.24%
公司存款	3,035,254	-	2.42%	48.58%	-	公司存款	2,971,818	52,145	1.75%	47.18%	43.49%
活期存款	1,164,053	-	0.95%	18.63%	-	活期存款	1,607,847	13,245	0.82%	25.53%	11.05%
定期存款	1,871,201	-	3.33%	29.95%	-	定期存款	1,363,971	38,900	2.85%	21.65%	32.44%
个人存款	595,741	-	2.25%	9.54%	-	个人存款	1,665,149	21,285	1.28%	26.44%	17.75%
活期存款	263,900	-	0.31%	4.22%	-	活期存款	1,081,045	3,973	0.37%	17.16%	3.31%
定期存款	331,841	-	3.79%	5.31%	-	定期存款	584,104	17,312	2.96%	9.27%	14.44%
应付债券	817,016	27,812	3.40%	13.08%	16.68%	应付债券	504,241	17,631	3.50%	8.01%	14.70%
同业负债	1,581,787	44,725	2.83%	25.32%	26.83%	同业负债	843,293	19,079	2.26%	13.39%	15.91%
向央行借款及其他	217,812	7,215	3.31%	3.49%	4.33%	向央行借款及其他	314,267	9,764	3.11%	4.99%	8.14%
计息负债总计	6,247,610	166,689	2.66%	100.00%	100.00%	计息负债总计	6,298,768	119,904	1.90%	100.00%	100.00%
民生银行	日均余额	利息支出	平均成本率	日均余额占比	利息支出占比	平安银行	日均余额	利息支出	平均成本率	日均余额占比	利息支出占比
吸收存款	3,369,064	79,525	2.36%	59.32%	52.05%	吸收存款	2,274,753	56,002	2.46%	68.51%	63.94%
公司存款	2,721,398	64,966	2.39%	47.91%	42.52%	公司存款	1,762,693	47,574	2.42%	53.09%	54.32%
活期存款	1,032,427	9,617	0.93%	18.18%	6.29%	活期存款	538,268	3,383	0.63%	16.21%	3.86%
定期存款	1,688,971	55,349	3.28%	29.74%	36.23%	定期存款	979,628	33,131	3.38%	29.50%	37.83%
个人存款	647,666	14,559	2.25%	11.40%	9.53%	个人存款	512,060	13,428	2.62%	15.42%	15.33%
活期存款	198,709	834	0.42%	3.50%	0.55%	活期存款	169,289	512	0.30%	5.10%	0.58%
定期存款	448,957	13,725	3.06%	7.90%	8.98%	定期存款	318,506	11,815	3.71%	9.59%	13.49%
应付债券	715,429	25,131	3.51%	12.60%	16.45%	应付债券	405,019	14,477	3.57%	12.20%	16.53%
同业负债	1,233,437	34,858	2.83%	21.72%	22.82%	同业负债及其他	640,636	17,109	2.67%	19.29%	19.53%
向央行借款及其他	362,001	13,267	3.66%	6.37%	8.68%	向央行借款及其他	-	-	-	-	-
计息负债总计	5,679,931	152,781	2.69%	100.00%	100.00%	计息负债总计	3,320,408	87,588	2.64%	100.00%	100.00%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 资产质量稳定, 不良认定严格

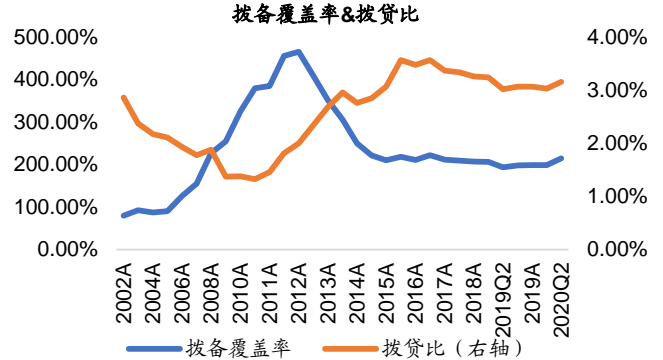
公司披露20H1不良贷款率1.47%, 较20Q1/19A下降5bps/7bps; 关注贷款率1.67%, 较19A下降0.40pct, 不良确认加快。虽然受疫情和宏观经济影响, 20H1公司贷款/个人贷款不良率分别为2.77%/0.99%, 较19A上升42bps/24bps, 但我们测算20H1公司整体不良新生成率1.42%, 较20Q1/19A下降0.19pct/0.06pct, 资产质量压力总体可控。公司加大拨备计提, 20H1累计计提拨备约412.68亿元, 同比增长41.81%, 拨备覆盖率为214.97%, 环比大幅上升43.01pct。我们认为, 公司存量的资产结构受疫情冲击相对较少, 在本轮大幅计提拨备后, 后续业绩弹性空间大。

图58: 资产质量稳定



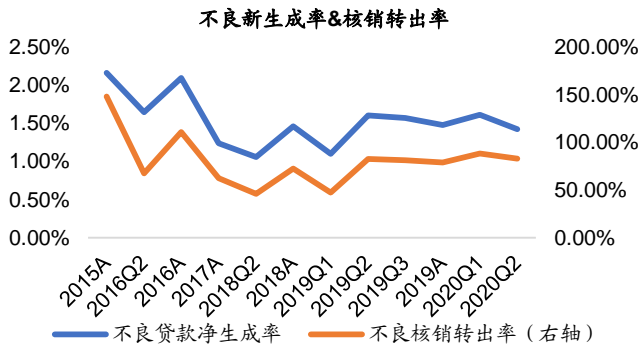
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图59: 拨备水平较高, 风险抵补能力强



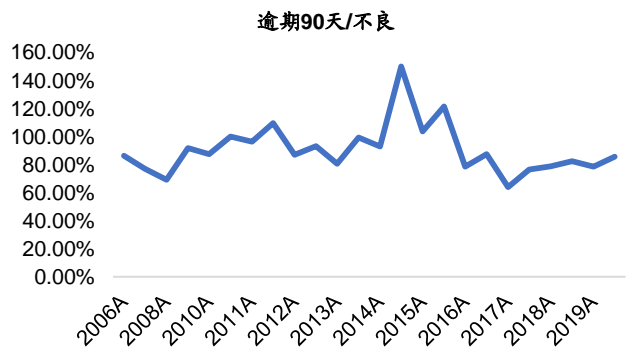
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图60: 不良生成较为稳定



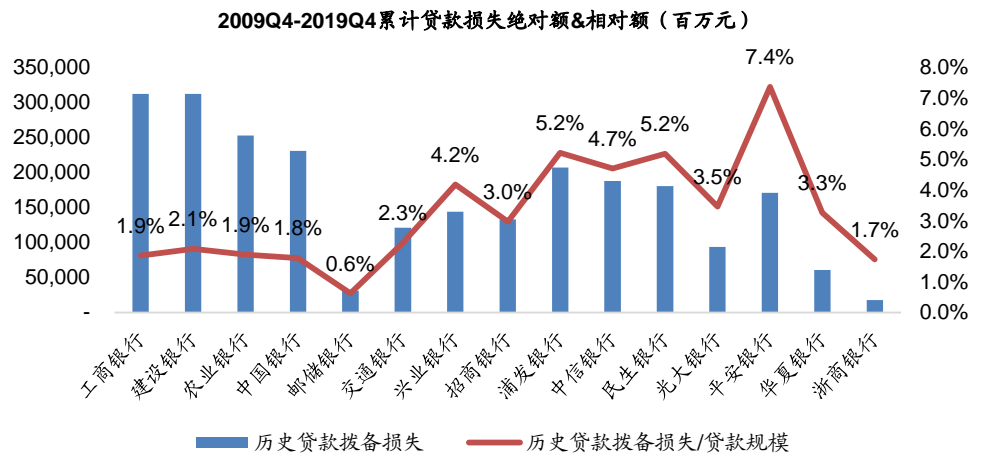
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图61: 不良贷款偏离度较低, 不良认定严格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图62: 2009Q4-2019Q4累计贷款损失绝对额&相对额 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



## 五、盈利预测和投资建议：战略坚定，有望从估值折价走向溢价

### 关键细分假设及盈利预测：

**(1) 规模增速方面**，随着经济逐步复苏，财政政策更加积极，零售贷款规模恢复较快，对公贷款中基建类行业信贷需求较大。受疫情影响，上半年兴业银行贷款增速略有回落。但兴业银行近年来一直积极调整资产负债结构，资产端贷款类资产占比大幅提升。预计下半年信贷仍有发力空间，全年贷款增速依然高位企稳，进而带动生息资产规模扩张。存款方面，财政相关投放将带来存款衍生竞争。上半年兴业银行个人存款增长放缓，但公司存款增长较快，且活期存款占比的提升有助于改善存款负债结构，预计总体存款增速保持稳定态势。

**(2) 净息差方面**，得益于负债结构的优化调整，计息负债向相对低成本的存款倾斜，成本压力改善明显。随着经济企稳，预计之前高增长的票据类资产增速和占比将下降，一般贷款和投资类资产收益率有望企稳回升，若负债成本稳定或趋于降低，息差下行压力将得到缓释。

**(3) 非息收入方面**，随着市场利率后续开启上行通道，净其他非息收入增速以及对ROA的贡献度将有所下降。但在“大投行、大资管、大财富”的定位和布局下，预计相关的手续费及佣金收入对营收贡献持续强劲，从而带动整体非息收入较快增长。

**(4) 拨备支出方面**，金融让利实体经济的政策指引下，兴业银行上半年拨备计提、不良处置力度加大，对利润造成侵蚀。短期来看，下半年依然面临较大的拨备和不良处置压力。中长期来看，兴业银行存量资产受疫情冲击较小，随着存量风险出清和新增资产控质，预计后续拨备计提压力较小，业绩弹性空间大。

表 14：兴业银行关键指标假设

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款增速	20.71%	17.29%	16.00%	13.00%	10.00%
存款增速	7.02%	14.87%	12.00%	10.00%	9.00%
生息资产增速	5.01%	7.02%	7.47%	7.45%	6.09%
计息负债增速	3.88%	6.50%	7.26%	7.46%	6.45%
贷款收益率	4.65%	4.80%	4.63%	4.55%	4.55%
生息资产收益率	4.25%	3.99%	3.82%	3.85%	3.89%
存款付息率	2.19%	2.44%	2.24%	2.20%	2.18%
计息负债付息率	2.93%	2.65%	2.47%	2.44%	2.43%
净息差(NIM)	1.50%	1.52%	1.52%	1.59%	1.64%
净手续费收入增速	10.94%	15.59%	23.00%	15.00%	10.00%
拨备支出/平均贷款	1.73%	1.82%	2.30%	2.30%	2.20%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



表 15: 兴业银行可比同业估值 (截至 2020 年 9 月 28 日)

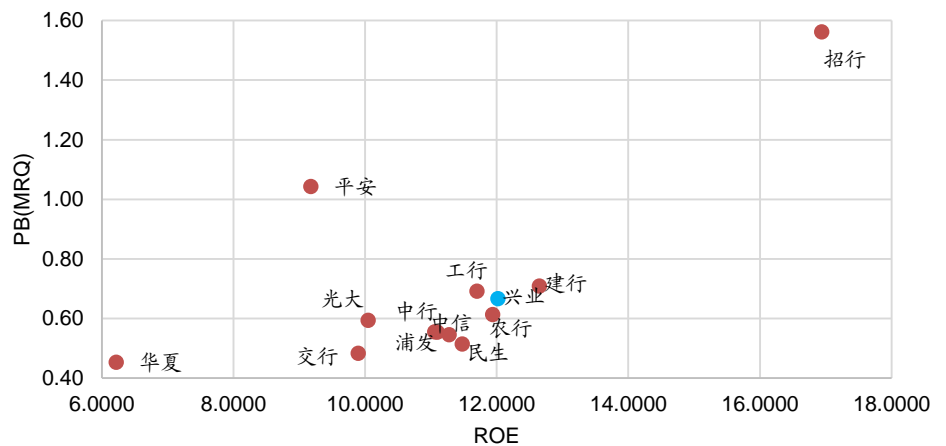
代码	银行名称	货币	股价 (2020/9/28)	归母净利润 (百万元)			PB (倍)		
				2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
601166.SH	兴业银行	CNY	15.99	60,620	65,868	55,885	0.75	0.68	0.63
600036.SH	招商银行	CNY	37.25	80,560	92,867	86,415	1.86	1.63	1.48
600000.SH	浦发银行	CNY	9.46	55,914	58,911	41,258	0.63	0.56	0.54
601998.SH	中信银行	CNY	5.06	44,513	48,015	40,764	0.62	0.56	0.53
600016.SH	民生银行	CNY	5.33	50,327	53,819	44,451	0.57	0.52	0.49
601818.SH	光大银行	CNY	3.63	33,659	37,354	30,728	0.65	0.60	0.57
000001.SZ	平安银行	CNY	15.31	24,818	28,195	23,397	1.19	1.09	1.02
600015.SH	华夏银行	CNY	6.17	20,854	21,905	17,772	0.48	0.46	0.43
601916.SH	浙商银行	CNY	4.20	11,490	12,925	10,816	0.91	0.80	0.76

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 除兴业银行外, 其余可比银行预测值均来自广发银行组最近外发报告。

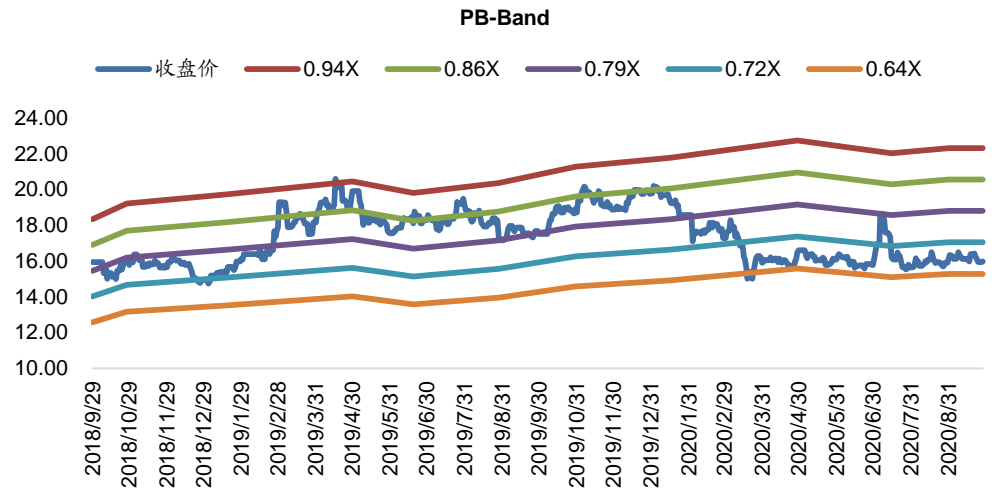
截至2020年9月28日, 兴业PB (LF) 为0.67X, 估值历史低位。短期来看, 随着经济恢复, 行业景气度上升, 银行股整体估值修复趋势下, 兴业较强的盈利能力将支撑其股价反弹。长期来看, 我们认为金融市场化趋势仍滚滚向前, 兴业银行顺应历史潮流, 坚守自己的比较优势, 坚定执行“商行+投行”战略, 最终将能收获差异化战略的果实, 当前兴业银行战略价值被大幅低估。随着兴业银行战略顺利推进, 中间业务收入占比进一步提升, 兴业银行有望从估值折价逐步走向溢价, 值得投资者积极关注。预计公司20/21年归母净利润增速分别为-15.16%和7.39%, EPS分别为2.57/2.77元/股, 最新收盘价对应20/21年PE分别为6.23X/5.78X, PB分别为0.63X/0.58X。过去两年, 公司估值中枢在0.80X左右, 我们认为随着公司战略逐步清晰, 估值中枢有望抬升, 可以给予20年PB估值0.90X, 合理价值22.68元/股, 维持“买入”评级。

图63: 可比同业: 兴业高ROE、低PB估值, 投资性价比高 (截至2020年9月28日)



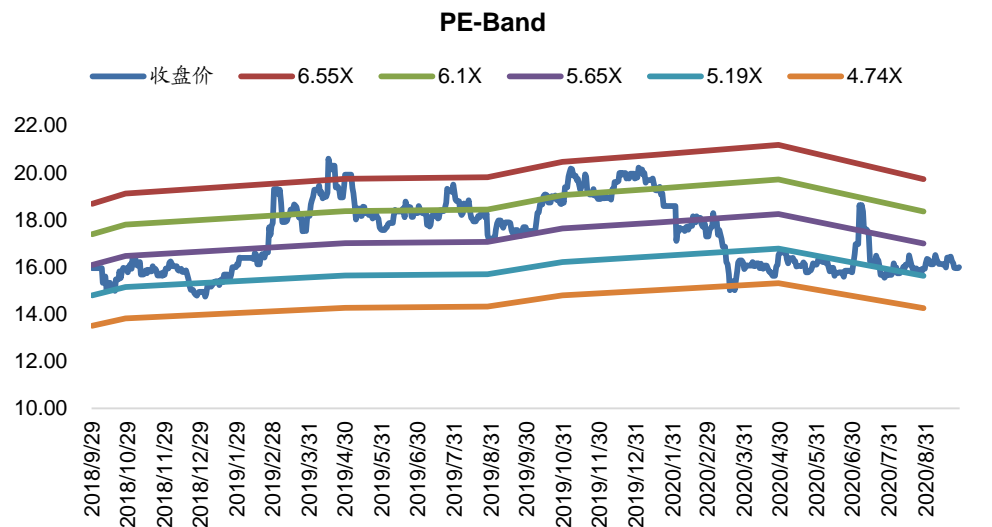
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图64: 目前兴业银行PB估值处于历史低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图65: 目前兴业银行PE估值处于历史低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

1. 经济增长超预期下滑, 导致资产质量出现大幅恶化;
2. 管理层变动, 战略执行不及预期;
3. 资金市场利率超预期回升, 负债成本恶化, 净息差承压。

附表：兴业银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>价值评估（倍）</b>						<b>利润表</b>					
P/E	5.61	5.16	6.23	5.78	5.05	净利息收入	95,657	102,988	110,351	123,683	136,111
P/B	0.75	0.68	0.63	0.58	0.53	利息收入	270,578	269,677	276,537	299,803	323,634
P/PPOP	2.64	3.31	2.90	2.51	2.25	利息支出	174,921	166,689	166,187	176,119	187,523
<b>每股指标</b>						净手续费收入	42,978	49,679	61,105	70,271	77,298
EPS	2.85	3.05	2.57	2.77	3.17	净其他非息收入	19,652	28,641	27,782	30,004	31,805
BVPS	21.18	23.37	25.20	27.45	30.06	营业收入	158,287	181,308	199,238	223,959	245,214
PPOPPS	5.51	6.38	7.12	7.95	8.70	营业支出	89,876	106,409	136,398	156,149	168,144
DPS	0.69	0.76	0.68	0.73	0.83	税金及附加	1,408	1,756	2,099	2,373	2,635
股息支付率	24.24%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	业务及管理费	42,064	46,557	48,813	55,990	61,304
股息收益率	4.32%	4.77%	4.28%	4.59%	5.22%	营业利润	68,411	74,899	62,840	67,810	77,070
<b>驱动性因素</b>						营业外净收入	-334	-396	-420	-432	-441
贷款增长	20.71%	17.29%	16.00%	13.00%	10.00%	拨备前利润	114,481	132,599	147,906	165,163	180,834
存款增长	7.02%	14.87%	12.00%	10.00%	9.00%	资产减值损失	46,404	58,096	85,486	97,786	104,205
生息资产增长	5.01%	7.02%	7.47%	7.45%	6.09%	利润总额	68,077	74,503	62,420	67,377	76,629
计息负债增长	3.88%	6.50%	7.26%	7.46%	6.45%	所得税	6,832	7,801	5,618	6,401	7,280
平均贷款收益率	4.65%	4.80%	4.63%	4.55%	4.55%	净利润	61,245	66,702	56,802	60,976	69,349
平均生息资产收益率	4.25%	3.99%	3.82%	3.85%	3.89%	归母净利润	60,620	65,868	55,885	60,013	68,338
平均存款付息率	2.19%	2.44%	2.24%	2.20%	2.18%	<b>资产负债表</b>					
平均计息负债付息率	2.93%	2.65%	2.47%	2.44%	2.43%	贷款总额	2,934,082	3,441,451	3,992,083	4,511,054	4,962,159
净息差(NIM)-测算值	1.50%	1.52%	1.52%	1.59%	1.64%	贷款减值准备	95,639	105,583	138,048	180,255	221,002
净利差(NIS)-测算值	1.32%	1.34%	1.34%	1.41%	1.46%	贷款净额	2,838,445	3,345,180	3,854,035	4,330,799	4,741,158
净手续费收入增速	10.94%	15.59%	23.00%	15.00%	10.00%	投资类资产	2,888,992	2,697,521	2,751,471	2,751,471	2,751,471
净非息收入/营收	39.57%	43.20%	44.61%	44.77%	44.49%	存放央行	475,781	486,444	403,770	444,147	484,120
成本收入比	26.57%	25.68%	24.50%	25.00%	25.00%	同业资产	228,735	360,596	360,596	360,596	360,596
拨备支出/平均贷款	1.73%	1.82%	2.30%	2.30%	2.20%	其他资产	279,704	255,940	307,298	330,343	352,186
实际所得税率	10.04%	10.47%	9.00%	9.50%	9.50%	生息资产	6,527,590	6,986,012	7,507,921	8,067,269	8,558,347
<b>业绩年增长率</b>						资产合计	6,711,657	7,145,681	7,682,442	8,258,578	8,804,639
净利息收入	8.15%	7.66%	7.15%	12.08%	10.05%	存款	3,303,512	3,794,832	4,250,212	4,675,233	5,096,004
净手续费收入	10.94%	15.59%	23.00%	15.00%	10.00%	向央行借款	268,500	168,259	142,071	142,071	142,071
营业收入	13.08%	14.54%	9.89%	12.41%	9.49%	同业负债	1,796,283	1,619,659	1,652,052	1,718,134	1,769,678
营业支出	20.46%	18.40%	28.18%	14.48%	7.68%	发行债券	717,854	899,116	908,107	935,350	944,704
拨备前利润	14.18%	15.83%	11.54%	11.67%	9.49%	计息负债	6,086,149	6,481,866	6,952,442	7,470,789	7,952,457
利润总额	5.13%	9.44%	-16.22%	7.94%	13.73%	负债合计	6,239,073	6,596,029	7,094,329	7,623,254	8,114,752
净利润	6.08%	8.91%	-14.84%	7.35%	13.73%	股东权益合计	472,584	549,652	588,113	635,324	689,887
归母净利润	5.98%	8.66%	-15.16%	7.39%	13.87%	<b>资产质量</b>					
<b>盈利能力</b>						不良贷款余额	46,130	53,020	58,505	66,799	73,261
ROAA	0.93%	0.96%	0.77%	0.77%	0.81%	不良贷款率	1.57%	1.54%	1.47%	1.48%	1.48%
ROAE	14.27%	14.02%	10.57%	10.51%	11.01%	不良净生成率	1.46%	1.48%	1.70%	1.60%	1.55%
RORWA	1.35%	1.35%	1.07%	1.06%	1.13%	拨备覆盖率	207%	199%	236%	270%	302%
<b>资本状况</b>						拨贷比	3.26%	3.07%	3.46%	4.00%	4.45%
资本充足率	12.20%	13.36%	13.20%	13.24%	13.35%	<b>流动性</b>					
一级资本充足率	9.85%	10.56%	10.51%	10.62%	10.78%	存贷比	88.82%	90.69%	93.93%	96.49%	97.37%
核心一级资本充足率	9.30%	9.47%	9.50%	9.68%	9.91%	贷款/总资产	43.72%	48.16%	51.96%	54.62%	56.36%
加权风险资产	4,734,315	5,123,362	5,533,231	5,920,557	6,334,996	投资类资产/总资产	43.04%	37.75%	35.82%	33.32%	31.25%
风险加权系数	70.54%	71.70%	72.02%	71.69%	71.95%	同业资产/总资产	3.41%	5.05%	4.69%	4.37%	4.10%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：高级分析师，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：研究助理，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 伍嘉慧：研究助理，上海交通大学金融硕士，2020年7月加入广发证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与渤海银行(09668.HK)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。