

2023年04月02日

对公信贷投放强劲，投商联动赋能中收改善

兴业银行(601166)

| | | | |
|--------|-------|-------------|-------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 601166 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 22.42/14.91 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 3,508.77 |
| 最新收盘价: | 16.89 | 自由流通市值(亿) | 3,508.77 |
| | | 自由流通股数(百万) | 20,774.26 |

事件概述

兴业银行发布 2022 年报：实现营业收入 2223.74 亿元(+0.51%，YoY)，营业利润 1061.62 亿元(+11.52%，YoY)，归母净利润 913.77 亿元(+10.52%，YoY)。年末总资产 92666.71 亿元(+7.71%，YoY；+1.95%，QoQ)，存款 47369.82 亿元(+9.88%，YoY；+1.00%，QoQ)，贷款 49828.87 亿元(+12.53%，YoY；+3.08%，QoQ)。2022 年净息差 2.10%(-19bp，YoY)；不良贷款率 1.09%(-1bp，QoQ)，拨备覆盖率 236.44%(-15.55pct，QoQ)，拨贷比 2.59%(-0.17pct，QoQ)；资本充足率 14.44%(-0.01pct，QoQ)；ROE13.85%(-0.09pct，YoY)。拟派现 1.188 元/股，披露分红率 28.31%。

分析判断：

► 非息收入拖累营收承压，擦亮“三张名片”赋能中收边际改善

2022 年全年实现营收同比+0.5%，较前三季度降 3.6pct，营收端表现承压主因交易类非息收入拖累（全年累计同比-2.4%，前三季度为+31.4%，源于债市波动影响。核心营收来看，利息净收入全年同比-0.3%，Q4 单季增速转负，息差下行有一定压力；中收边际改善，全年手续费净收入同比+5.5%，较 Q1-3 提升 8.8pct，虽然代理和交易类中收同比负增，但得益于投行业务优势的巩固，咨询顾问类中收同比实现+32.6%的高增长，占手续费收入的比例升至 39%，支付清算类中收也实现+22.4%的增长。公司“绿色+财富+投行”三张名片的建设持续推进显效：1) 债券承销规模保持市场第二水平，并购融资、资本市场业务、银团融资分别实现同比+77%/+83%/+61%的高增长，期末集团 FPA 同比+12%至 7.84 万亿元，占总资产的比例较上年提升 3.1pct 至 84.6%，其中，占比近四成的非传统表外融资余额 3.07 万亿元，同比+13.3%高于扩表增速。2) 财富业务增长亮眼，零售 AUM 达 3.37 万亿元，同比增速高达 18.3%，AUM/总资产的比例小幅提升至 30.5%，其中管理的表外资产占比 67.7%，全年理财规模突破 2 万亿元，同比+17.2%。相应的财富银行业务中收同比+10.35%，其中理财收入同比+27%。营收承压下，下半年也主要通过放缓减值计提反哺利润，全年归母净利润同比实现+10.5%的增长，环比 Q1-3 回落 1.6pct。

► 对公贷款投放强劲，Q4 净息差环比改善

2022 年净息差 2.1%，同比降 19BP，较上半年降 5BP。一方面全年贷款平均收益率 4.81%，同比降 22BP，存款付息率同比上行 4BP；另一方面结构来看，全年兴业银行总资产、存款和贷款分别同比+7.7%/+9.9%/+12.5%，其中对公贷款投放强劲，年增速超 18.3%，增量的 36%投向制造业，实现余额增速+33.7%，零售贷款受宏观环境影响增速降至 5%，按揭规模年内减少 2%，主要是经营贷贡献了 38%的高增长，增量占比超八成。边际来看，Q4 总资产、存款和贷款分别环比+1.95%/+1.1%/+3.1%，贷款投放提速，单季增量的 84%投放对公。负债端，存款定期化程度年内上升至 59.4%，但环比 Q3 企稳还略有下行。结合息差来看，我们测算 Q4 单季净息差环比有 7BP 的回升，资产端收益率边际企稳，负债端还有改善，有存款挂牌利率下调的贡献，也有资产负债结构优化的因素。

► Q4 不良双降，关注信用卡不良走势

兴业银行四季度不良实现双降，年末不良率收录 1.09%，环比 Q3 降 1BP，不良余额环比减少 0.9%；前瞻指标略有波动，关注类贷款占比 1.49%，环比小幅上行 2BP，逾期率 1.67%，较中期略升 3BP，逾期 90+/不良较中期升 0.9pct 至 84.9%，但认定仍较为审慎。关注结构性的风险趋势：1) 零售贷款不良率下半年上行 30BP，主因信

用卡不良率较中期升高 1.28pct 至 4.01%，后续伴随企业经营环境和居民收入的改善压力或有所缓释。2) 对公房地产贷款不良率较中期显著回落 85BP 至 1.3%，风险化解积极推进，包括推动项目顺利开发销售、并购重组、特资保全等方式加快风险处置。3) 地方政府融资平台债务余额同比大幅降低 28%，敞口继续收缩，不良率同比降 74BP 至 1.23%。拨备方面，年末拨备覆盖率、拨贷比分别为 236.4%、2.59%，环比三季度分别降低 15.6pct 和 17BP，整体较为稳定。

投资建议

兴业银行年报来看，虽然营收承压，但业绩和质量仍然稳健。亮点关注：一方面中收边际改善，商行+投行 2.0 战略启动赋能，投行和财富业务体量和收益增长显著；另一方面积极调结构下，四季度息差有明显回升；此外，虽然零售不良有上浮，但房地产和城投等结构性风险持续化解，整体不良率环比实现双降。

结合公司 2022 年年报表现，我们调整公司 23-25 年营收 2618/2919/-亿元的预测至 2295/2534/2821 亿元，23-25 年归母净利润 1088/1226/-亿元的预测至 946/1027/1171 亿元，对应增速为 3.5%/8.6%/14.1%；23-25 年 EPS 5.10/5.77/-元的预测至 4.42/4.81/5.50 元，对应 2023 年 3 月 31 日 16.89 元/股收盘价，PB 分别为 0.49/0.44/0.40 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 221,236 | 222,374 | 229,502 | 253,360 | 282,108 |
| YoY (%) | 8.9 | 0.5 | 3.2 | 10.4 | 11.3 |
| 归母净利润 | 82,680 | 91,377 | 94,564 | 102,687 | 117,147 |
| YoY (%) | 24.1 | 10.5 | 3.5 | 8.6 | 14.1 |
| 每股收益 (元) | 3.85 | 4.26 | 4.42 | 4.81 | 5.50 |
| 每股净资产 (元) | 28.65 | 31.64 | 34.79 | 38.22 | 42.15 |
| ROE(%) | 12.72 | 12.78 | 12.14 | 12.12 | 12.68 |
| 市净率 | 0.59 | 0.53 | 0.49 | 0.44 | 0.40 |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

财务报表和主要财务比率

| 百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 百万元/元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 损益表数据 | | | | | | 指标和估值 | | | | | |
| 生息资产 | 8,204,644 | 8,899,110 | 9,628,089 | 10,489,182 | 11,475,977 | ROAA (%) | 1.00 | 1.02 | 0.98 | 0.98 | 1.02 |
| 净息差 (测算, %) | 2.03 | 1.84 | 1.75 | 1.77 | 1.79 | ROAE (%) | 12.72 | 12.78 | 12.14 | 12.12 | 12.68 |
| 利息收入 | 315,158 | 328,746 | 354,738 | 396,013 | 450,024 | 每股净资产 | 28.65 | 31.64 | 34.79 | 38.22 | 42.15 |
| 利息费用 | 169,479 | 183,473 | 204,801 | 230,781 | 266,209 | EPS | 3.85 | 4.26 | 4.42 | 4.81 | 5.50 |
| 净利息收入 | 145,679 | 145,273 | 149,938 | 165,232 | 183,815 | | | | | | |
| 非利息收入 | | | | | | 股利 | 21,501 | 24,680 | 26,346 | 28,609 | 32,637 |
| 佣金手续费净收入 | 42,680 | 45,041 | 49,095 | 56,459 | 66,621 | DPS | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.5 |
| 交易性收入 | 31,657 | 30,883 | 29,292 | 30,492 | 30,494 | 股利分配率 (%) | 27 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 其他收入 | 1,220 | 1,177 | 1,177 | 1,177 | 1,177 | 股本 | 20,774 | 20,774 | 20,774 | 20,774 | 20,774 |
| 非利息收入合计 | 75,557 | 77,101 | 79,564 | 88,128 | 98,292 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩指标 | | | | | |
| 非利息费用 | | | | | | 增长率 (%) | | | | | |
| 业务管理费 | 55,468 | 64,843 | 63,313 | 70,556 | 79,272 | 净利息收入 | 1.5 | -0.3 | 3.2 | 10.2 | 11.2 |
| 其他管理费用 | 1,352 | 471 | 518 | 570 | 627 | 非利息收入 | 26.7 | 2.0 | 3.2 | 10.8 | 11.5 |
| 营业税金及附加 | 2,207 | 2,278 | 2,469 | 2,788 | 3,206 | 非利息费用 | 15.4 | 14.5 | -1.9 | 11.5 | 12.4 |
| 非利息费用合计 | 59,027 | 67,592 | 66,300 | 73,914 | 83,105 | 归母净利润 | 24.1 | 10.5 | 3.5 | 8.6 | 14.1 |
| 税前利润 | 95,310 | 106,221 | 107,664 | 117,696 | 134,758 | 生息资产 | 9.7 | 8.5 | 8.2 | 8.9 | 9.4 |
| 所得税 | 11,494 | 13,807 | 13,100 | 15,009 | 17,612 | 总付息负债 | 7.1 | 8.2 | 8.8 | 8.8 | 8.7 |
| 归母净利润 | 82,680 | 91,377 | 94,564 | 102,687 | 117,147 | 风险加权资产 | 7.7 | 10.5 | 9.7 | 10.0 | 10.5 |
| | | | | | | 收入分解 | | | | | |
| 资产负债表数据 | | | | | | 净利息收入/营业收入 | 65.8 | 65.3 | 65.3 | 65.2 | 65.2 |
| 总资产 | 8,603,024 | 9,266,671 | 10,061,851 | 10,974,967 | 12,014,423 | 手续费净收入/营业收入 | 19.3 | 20.3 | 21.4 | 22.3 | 23.6 |
| 客户贷款 | 4,428,183 | 4,982,887 | 5,567,935 | 6,267,132 | 7,088,719 | | | | | | |
| 客户存款 | 4,355,748 | 4,788,754 | 5,171,854 | 5,559,743 | 5,976,724 | 效率 (%) | | | | | |
| 其他付息负债 | 3,366,126 | 3,511,776 | 3,847,988 | 4,290,966 | 4,820,211 | 成本收入比 | 25.1 | 29.2 | 27.6 | 27.8 | 28.1 |
| 股东权益 | 684,111 | 746,187 | 811,613 | 882,898 | 964,614 | | | | | | |
| 资产质量 | | | | | | 流动性 (%) | | | | | |
| 不良贷款 | 48,714 | 54,488 | 59,630 | 65,162 | 70,641 | 客户贷款/生息资产 | 51.2 | 52.9 | 54.8 | 56.4 | 58.2 |
| 不良贷款率 | 1.10 | 1.09 | 1.07 | 1.04 | 1.00 | | | | | | |
| 贷款拨备覆盖 | 130,909 | 128,834 | 135,360 | 149,872 | 169,540 | 资本信息 (%) | | | | | |
| 拨备覆盖率 | 269 | 236 | 227 | 230 | 240 | 核心一级资本充足率 | 9.8 | 9.8 | 9.8 | 9.8 | 9.8 |
| 信贷成本 (%) | 1.08 | 0.80 | 0.90 | 0.93 | 0.87 | 一级资本充足率 | 11.2 | 11.1 | 11.0 | 10.9 | 10.7 |
| | | | | | | 资本充足率 | 14.4 | 14.4 | 14.1 | 13.8 | 13.7 |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。