

**601166.SH**
**买入**

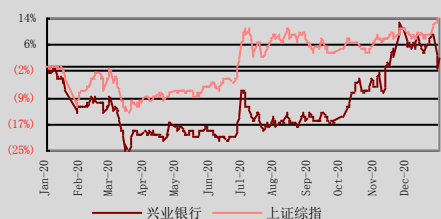
原评级: 买入

市场价格: 人民币 20.1

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 同业转型积淀深厚, “商投” 特色潜力可期

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.3	(2.0)	24.6	5.2
相对上证指数	0.2	(6.6)	13.5	(10.0)

发行股数(百万)	20,774
流通股(%)	92
总市值(人民币 百万)	417,561
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,502
资本充足率(%) (2020H)	12.6
主要股东(%)	
福建省财政厅	19

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 1 月 7 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

**证券分析师: 熊颖**

(8621)20328596

ying.xiong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090003

**证券分析师: 林颖颖**

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

# 兴业银行

## 同业转型积淀深厚, “商投” 特色潜力可期

兴业银行是一家成立 30 余年的全国性股份制商业银行, 金融牌照较为齐全, 在国内银行业中一直秉持差异化的经营特色, ROE 水平在股份行中处于前列。作为曾经的“同业之王”兴业银行体制机制灵活, 管理层务实有为, 在同业客户资源、资管业务方面积累了深厚的优势。近年来公司持续推进“1234”的商行+投行战略转型, 表内调整资产负债结构, 表外发展中介型投行服务。目前兴业银行各项业务调整已基本到位, 轻资本“1234”转型顺应行业发展大势, 未来潜力值得期待, 首次覆盖给予买入评级。

**支撑评级的要点**

- **老牌全国股份行, 重点布局经济发达地区。**成立于 1988 年 8 月的兴业银行, 总部设在福建省福州市。经历了三十多年的长足发展, 截止 2020 年三季报, 公司总资产 7.62 万亿, 在同类型股份行中排名第三。兴业银行股权集中度较高, 大股东基本为国有法人机构。作为一家全国性的股份制银行, 公司在全国各大主要城市均有网点布局。兴业银行在长三角与珠三角等经济发达地区进行了重点布局, 2020H 沿海经济发达地区的信贷投放合计占比为 61.7%, 营收占比为 75.8%。
- **同业禀赋根基深厚, “商投” 转型前景广阔。**作为曾经的“同业之王”, 兴业银行在同业和资管业务方面积累深厚。公司基于其投行企业文化、较为齐全的金融牌照和原有业务优势, 将发展重点转向有投行特色的商业银行, 提出“1234”战略体系, 打造“三个生态圈建设”, 旨在为客户提供除信贷服务外, 包括股权、债券等更加多元的直接融资服务。目前公司各项整改业务调整已基本到位, “商行+投行”战略转型成效初现, 未来可轻装上阵持续发力。2020 年兴业银行在银行间债券市场总承销金额连续三年银行业排名第一, 资产托管规模也处股份行前列, 2020Q3 非息收入占比达 42.9%。公司轻资产转型模式符合行业发展趋势, 适应新经济体系融资需求, 对标国际头部银行摩根大通, 未来潜力可期。
- **ROE 股份行领先, 结构优化潜力可期。**截止 2020 年 3 季度, 兴业银行年化 ROE 13.1%, 在上市股份行中仅次于招商银行, 主要源于公司在非息收入端的良好表现, 随着商行+投行战略转型的推进, 看好公司非息收入的持续增长潜力。此外, 公司良好的成本管控和稳健的资产质量也优于上市股份行平均, 正向贡献 ROE。2020Q3 兴业银行不良率 1.47%, 在股份行中处于较低水平。且公司不良认定严格, 截止 2020H, 逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额比例为 85.7%。兴业银行基本面上净息差表现偏弱, 这主要与兴业银行过去同业业务特色的资产负债结构有关。近年来兴业银行持续在表内进行资产负债结构的调整优化, 信贷资产占比较 2 年前已大幅提升 7% 至 49.3%, 但同业比较仍存改善空间, 有望支撑公司息差提升向好。

**估值**

- 我们预计兴业银行 20/21 年 EPS 分别为 3.10/3.37 元, 目前股价对应 20/21 年 PB 为 0.79/0.72, PE 为 6.48/5.97, 首次覆盖给予买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 经济下行导致资产质量恶化超预期。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入(人民币 百万)	157,790	180,675	201,206	229,308	255,267
变动(%)	13.2	14.5	11.4	14.0	11.3
净利润(人民币 百万)	60,620	65,868	64,469	69,911	76,461
变动(%)	6.0	8.7	(2.1)	8.4	9.4
净资产收益率(%)	14.6	14.2	12.7	12.6	12.5
每股收益(人民币)	2.92	3.17	3.10	3.37	3.68
市盈率(倍)	6.89	6.34	6.48	5.97	5.46
市净率(倍)	0.95	0.86	0.79	0.72	0.65

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

<b>一、公司概况：特色鲜明的老牌股份制银行</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司简介.....	5
1.2 公司股权结构.....	5
1.3 业务重点布局发达地区.....	6
<b>二、业务特色：同业转身，商投并重</b> .....	<b>7</b>
2.1 “商行+投行”模式到底做什么？.....	7
2.2 同业转身，投行基因.....	11
2.3 对标“大摩”，前景广阔.....	14
<b>三、基本面财务分析：ROE 处于股份行领先水平</b> .....	<b>18</b>
3.1 非息占比高位提升，轻型化战略潜力可期.....	19
3.2 资产质量：不良率优于可比同业，拨备计提压力较轻.....	19
3.3 息差：息差同业比较偏弱，结构优化潜力可期.....	21
3.4 较低的成本收入比正向贡献 ROE 表现.....	23
<b>四、盈利预测及估值</b> .....	<b>24</b>
4.1 盈利预测.....	24
4.2 估值分析.....	25
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 兴业银行在股份行中资产规模排名第三..... 5

图表 2. 兴业银行在股份行中网点数排名第二..... 5

图表 3. 兴业银行前十大股东列表 (2020Q3) ..... 6

图表 4. 信贷投放主要集中在沿海经济发达地区 (2020H) ..... 6

图表 5. 兴业银行营业收入分布的地区拆分 ..... 6

图表 6. 兴业银行“2344” 战略..... 7

图表 7. 兴业银行三个金融生态圈建设..... 8

图表 8. 兴业银行债券承销排名行业第一..... 8

图表 9. 兴业银行债券承销规模连续 3 年行业排名第一..... 8

图表 10. “兴财资” 平台业务流程示意图..... 9

图表 11. 兴财资平台上线以来项目成果丰硕..... 9

图表 12. 兴财资平台项目推荐落地情况..... 9

图表 13. 兴业银行保本理财产品已全部清零..... 10

图表 14. 净值型理财产品占比 66.06%..... 10

图表 15. 兴银理财目前以固收类产品为主..... 10

图表 16. 钱大掌柜用户数持续增长..... 10

图表 17. 兴业银行场景生态圈建设..... 11

图表 18. 兴业银行托管规模持续上行..... 11

图表 19. 兴业银行资产托管规模在股份行内排名第三..... 11

图表 20. 兴业发展大事记简图..... 13

图表 21. 兴业银行是持有牌照较为齐全的银行之一..... 13

图表 22. 兴业银行主要子公司概况..... 14

图表 23. 银银平台用户数持续提升..... 14

图表 24. 广泛的同业合作伙伴..... 14

图表 25. 摩根大通银行各项业务协同发展..... 15

图表 26. 摩根大通的非息收入占比一直保持 40% 以上..... 15

图表 27. 摩根大通资产质量优异、拨备水平较高..... 15

图表 28. 摩根大通估值表现获市场认可..... 16

图表 29. 摩根大通投行和财富管理的收入占比合计为 44.8%..... 16

图表 30. 2017-2019 年摩根大通非息收入中投行资管相关占比占比 66.7%..... 16

图表 31. 2017-2019 年兴业银行非息收入结构 .....	17
图表 32. 2020Q3 公司 ROE 在股份行中处于领先水平 .....	18
图表 33. 兴业银行 ROE 总体维持较高水平 .....	18
图表 34. 主要股份行 ROE 拆分比较 (2020H) .....	18
图表 35. 非息收入占比逐年提升 .....	19
图表 36. 非息收入占比在股份行中位于前列 .....	19
图表 37. 手续费收入占比排名股份行排名第一 .....	19
图表 38. 手续费收入构成以银行卡业务为主 .....	19
图表 39. 不良贷款率在股份行中处于低位 .....	20
图表 40. 不良认定较为严格 .....	20
图表 41. 关注类贷款占比持续下降 .....	20
图表 42. 关注类贷款同业比较偏低 .....	20
图表 43. 公司拨备覆盖率处于股份行较高水平 .....	20
图表 44. 2020Q3 季度末公司拨备覆盖率 211.7% .....	20
图表 45. 净息差处于上市股份行较低水平 .....	21
图表 46. 净息差回升表现弱于其他股份行 .....	21
图表 47. 生息资产收益率在股份行中偏低 .....	21
图表 48. 付息负债成本率在股份行中处中游水平 .....	21
图表 49. 兴业银行贷款占比稳步提升 .....	22
图表 50. 资产结构上: 贷款占比同业比较最低 .....	22
图表 51. 兴业银行贷款收益率股份行最低 .....	22
图表 52. 证券投资类资产收益率明显高于股份行平均 .....	22
图表 53. 负债端结构: 存款占比股份行最低 .....	22
图表 54. 存款成本率在股份行中处于中游偏上 .....	22
图表 55. 兴业银行活期存款占比相对较低 .....	23
图表 56. 兴业银行的存款以对公为主 .....	23
图表 57. 成本收入比持续压降 .....	23
图表 58. 成本收入在上市股份行中处于较低水平 .....	23
图表 59. 对标银行的估值比较分析 .....	25
附录图表. 报告中提及上市公司估值表 .....	27
损益表(人民币十亿元) .....	28
主要比率(人民币十亿元) .....	28

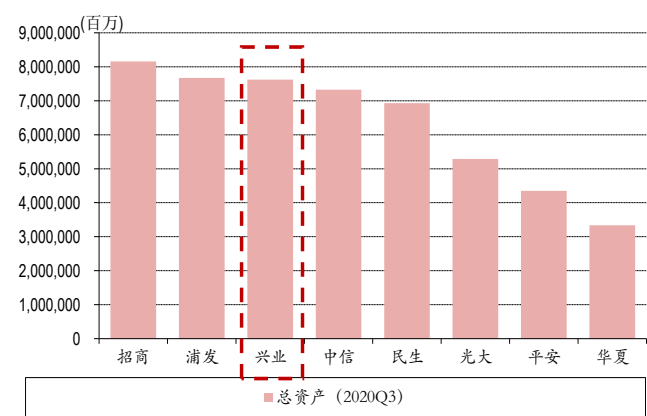
## 一、公司概况：特色鲜明的老牌股份制银行

### 1.1 公司简介

建立于 1988 年 8 月的兴业银行，经历了三十多年的长足发展。成立之初，兴业银行原名福建兴业银行，是福州市当地经国务院、央行批准成立的首批股份制商业银行之一，当时主要精耕地方业务。1996 年 3 月，福建兴业银行在上海开出了第一家分行，同年逐渐在经济发达地区，如深圳、广州、北京等地区布局全国业务。2003 年 3 月公司正式更名为兴业银行，总部仍设立在福建省福州市，这一更名也标志其全国业务逐渐成型。2007 年 2 月公司正式登录 A 股上市。

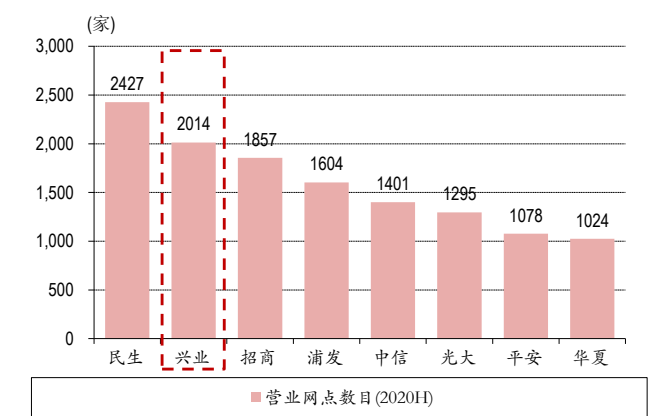
兴业银行总资产规模和银行网点数在所有股份行中排名前列。截止 2020 年三季度，兴业银行资产规模近 7.61 万亿，在股份行中排名第三。截止 2020 半年报，兴业银行网点数在所有股份行中排名第二，仅次于民生银行，业务覆盖范围广泛。

图表1.兴业银行在股份行中资产规模排名第三



资料来源：万得，中银证券

图表2.兴业银行在股份行中网点数排名第二



资料来源：万得，中银证券

### 1.2 公司股权结构

兴业银行股权集中度较高，大股东基本为国有法人机构。截止 2020 年第三季度，兴业银行前 10 大股东中国有机构占据 7 席。其中公司第一大股东为福建省财政厅，持股占比 18.78%。第二大股东为中国人民保险集团，通过中国人民财产保险公司、中国人民人寿保险公司合并持股 10.7%。第三大股东为中国烟草总公司。通过分析持股比例不难发现，兴业银行主要控股股东皆为国有资本，大多数公司股东为长期战略投资者，股权结构稳定。

图表3.兴业银行前十大股东列表 (2020Q3)

序号	股东名称	股东性质	持股比例 (%)
1	福建省财政厅	国家机关	18.78%
2	中国烟草总公司	国有法人	5.34%
3	中国人民财产保险股份有限公司—传统—普通保险产品	国有法人	4.56%
4	中国人民人寿保险股份有限公司—分红—一个险分红	国有法人	3.86%
5	中国证券金融股份有限公司	国有法人	3.00%
6	华夏人寿保险股份有限公司—自有资金	境内非国有法人	2.74%
7	香港中央结算有限公司	境外法人	2.58%
8	阳光控股有限公司	境内非国有法人	2.39%
9	中国人民人寿保险股份有限公司—万能—一个险万能	国有法人	2.28%
10	福建烟草海晟投资管理有限公司	国有法人	2.13%

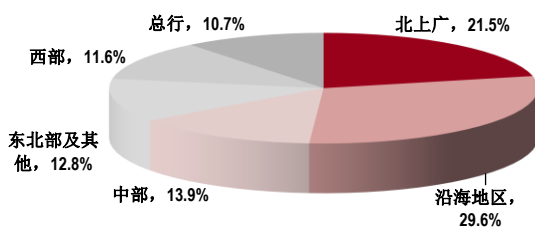
资料来源：万得，中银证券

### 1.3 业务重点布局发达地区

作为一家全国性的股份制银行，兴业银行基本在全国各大主要城市均有网点布局。但仔细拆分来看，兴业银行主要在长三角与珠三角等经济发达地区进行了重点布局。根据 2020H 数据显示，公司在沿海经济发达地区（北上广浙闽等）的信贷投放合计占比为 61.7%，远超在东北和中西部地区的贷款比例。这一方面保证了公司较为优质的信贷质量，另一方面也为公司多元化的金融服务提供了更大的市场空间。因为在经济较发达地区，企业与个人多样化的金融服务需求更为旺盛，更有助于兴业银行发挥自身所长，拓展各种非信贷类金融服务。

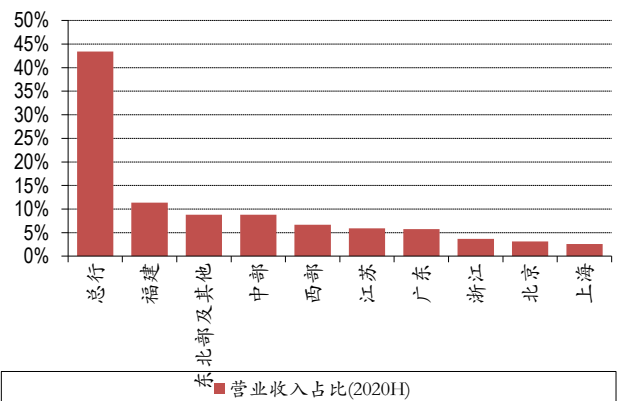
从营收分布来看，总行创造的营收占比高达 43.4%，远超其他分支机构，这主要是由于公司营收中占比超过 40% 的非息收入业务（包括投资和投行业务等）大多集中由总行职能部门开展。此外，除总行和福建省外的其他经济较发达地区（北上广浙苏）营收贡献占比为 20.7%，占比也相当高。

图表4.信贷投放主要集中在沿海经济发达地区 (2020H)



资料来源：万得，中银证券

图表5.兴业银行营业收入分布的地区拆分



资料来源：万得，中银证券

## 二、业务特色：同业转身，商投并重

### 2.1 “商行+投行”模式到底做什么？

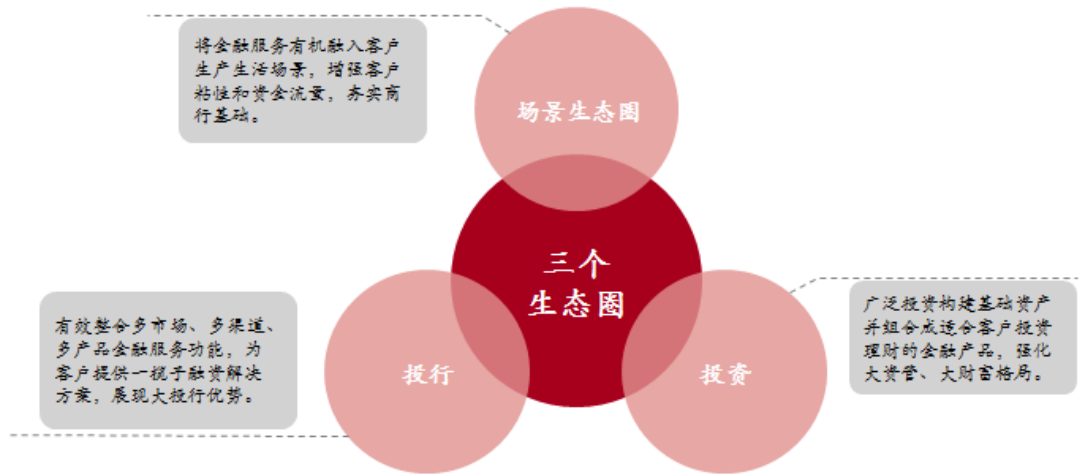
兴业银行在2018年提出了“1234”的发展战略，是对公司“商行+投行”战略更完整的阐述和解释。2019年公司对“1234”战略内涵进一步深入阐述，提出未来要做到表内表外两个布局，打造3个场景生态的战略目标。解读公司战略规划可以看出，未来兴业银行“商行+投行”旨在做到“商行投行双向联动，表内表外均衡发展”。未来围绕客户资源，公司在表内将主要基于传统银行业务，继续优化资产负债结构；而在表外将主要通过投行化的业务模式，以“债”“股”等轻资本的方式为客户提供更加多元的非信贷类金融服务，一方面减少自身资本消耗，另一方面满足新时代背景下客户提升直接融资占比，降低自身杠杆水平的实际需求。“商行+投行”战略，未来商行发展更多看表内，仍以利息收入为主要盈利来源；而投行模式更多看表外，非息收入表现是关注重点，呈现商行投行相互补充，协同发展的局面。

图表6.兴业银行“2344”战略



资料来源：公司2019年年报，中银证券

图表7.兴业银行三个金融生态圈建设

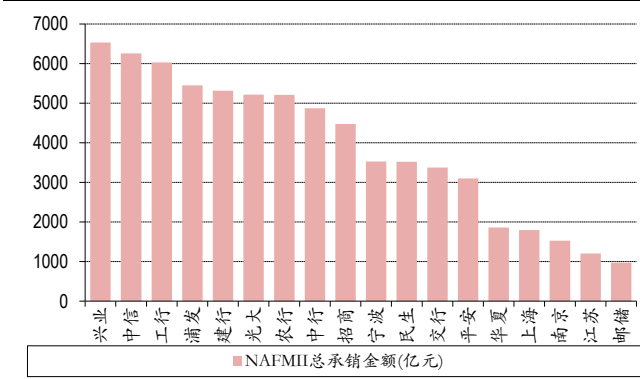


资料来源：公司2019年年报，中银证券

## 投行生态圈

兴业银行在债券承销业务方面竞争优势一直领先同业，自2018年公司在银行间债券市场总承销金额持续同业排名第一。2020年兴业银行债券承销市场份额达7.94%，继续保持行业领先。除此之外，公司投行业务也在积极探索并购重组，资产证券化等方向，努力打造“轻型投行”，从更多持有资产到资产管理转变。

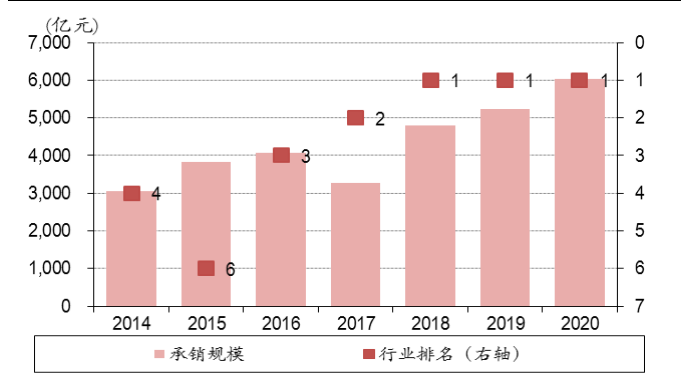
图表8.兴业银行债券承销排名行业第一



资料来源：万得，中银证券

注：统计数据截止日为2020年12月31日

图表9.兴业银行债券承销规模连续3年行业排名第一



资料来源：万得，中银证券

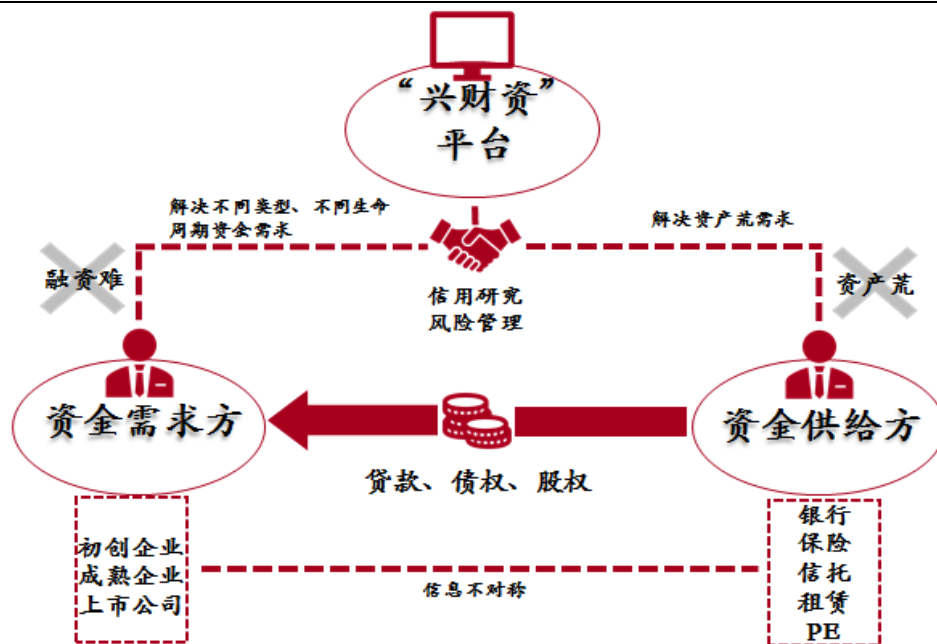
兴业银行贯彻“轻型投行”战略，未来希望实现更多从资产持有到资产流转的转变，成为业务的中介方和撮合者，减少资金的投入以达到轻资产的目的。兴业银行在2019年推出的“兴财资”平台就是这一理念的良好实践，同时也是兴业银行投行业务如何展开的一个缩影。

融资市场上常常出现“融资难”和“资产荒”并存的现象。一方面银行信贷是我国社融的主要供给，但银行信贷往往难以满足处在不同生命周期的企业不同类型的资金服务；另一方面对于新经济企业而言，轻资产、高风险等特征也使得他们难以成为银行的合格授信对象。对于资金供给方而言，由于信息的不对称，却往往苦于缺乏收益合意的优质标的。兴业银行在2019年推出的兴财资平台准确把握这一痛点，更多作为中介方的维度，向资金供需两方进行项目的推荐与撮合。



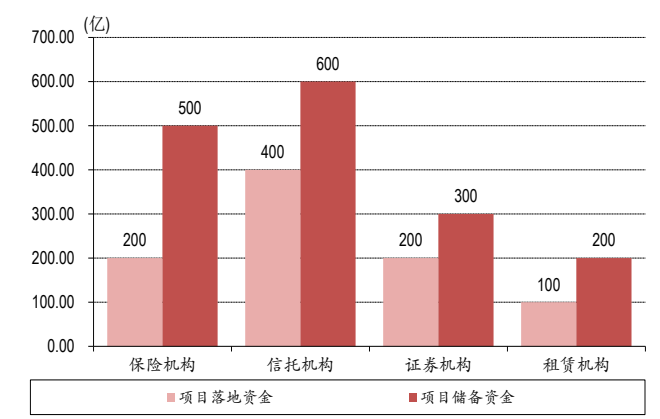
具体而言，“兴财资”平台将兴业银行标准化债券、并购及银团贷款、股权融资、各类非标资产等客户各类“股”、“债”、“贷”需求进行线上推介。线上推介的资产类型包括城市开发及基础设施类、地产类、租赁类、资产证券化类、股权类、私募债权类、北金所类、非金债券类、金融债券类等十二大门类。对于处于不同生命周期的企业客户，兴业银行提供更多融资渠道选择，而对于同业机构则提供更多投资标的。兴业银行在此过程中扮演风险管理，项目筛选的角色。“兴财资”推出仅1年时间已取得丰硕成果，保险、信托、证券、租赁机构积极参与，累计线上推荐项目约2000亿元，其中已获机构批复约1200亿元，实际资金落700亿元左右。

图表10.“兴财资”平台业务流程示意图



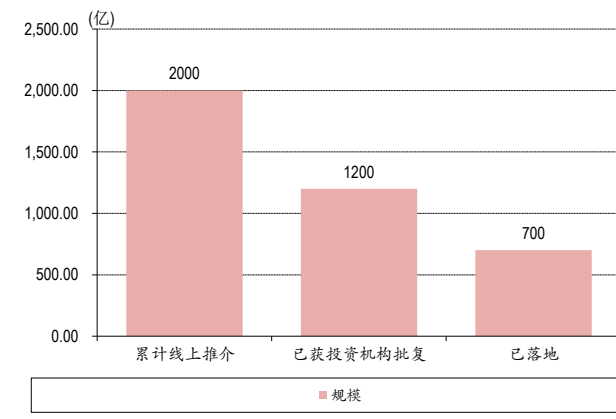
资料来源：中银证券

图表11.兴财资平台上线以来项目成果丰硕



资料来源：兴业银行微信公众号，中银证券

图表12.兴财资平台项目推荐落地情况



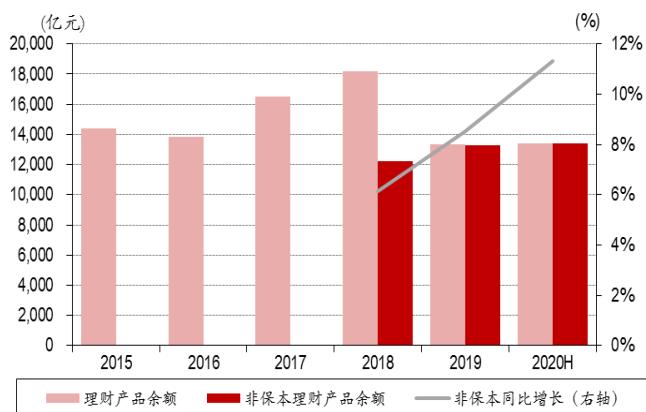
资料来源：兴业银行微信公众号，中银证券

## 投资生态圈

截止2020年半年末，兴业银行保本理财规模已全部归零，而非保本理财产品余额1.34万亿元，同比仍然实现了较高增速（11.31%）。其中净值化转型进展良好，净值化理财产品余额8,871亿元，占比已达66%，同比提升15.8个百分点。2019年12月，兴业银行理财子公司正式在福州开业，定位于统筹发挥集团优势，为全集团客户提供资产类型全覆盖、主流策略全覆盖的资管产品。未来兴业理财一方面可作为部分资管业务的资金提供方，另一方面可为公司大财富业务提供丰富的产品库，继而为公司“大财富、大资管、大投行”业务提供重要助力。

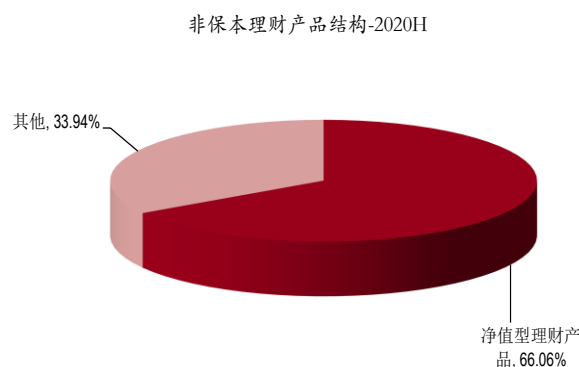
在理财业务的外部合作方面，兴业银行继续深化“银银平台”优势。截止2020半年末，在“银银平台”基础上通过“财富云”理财代销业务累计与18家省级联社达成合作，将优质丰富的财富管理产品向三四线城市和农村地区输送；通过互联网财富管理平台“钱大掌柜”累计引入59家合作银行的理财产品，客户1,465.86万户，致力于为广大个人客户提供一站式全方位的财富管理服务。

图表13.兴业银行保本理财产品已全部清零



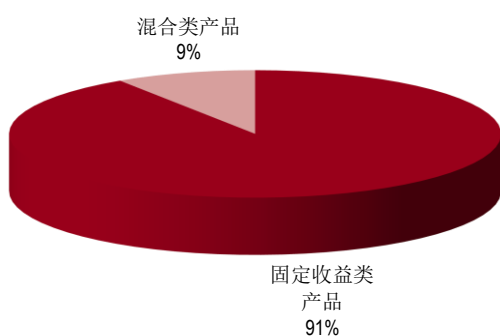
资料来源：公司财报，中银证券

图表14.净值型理财产品占比66.06%



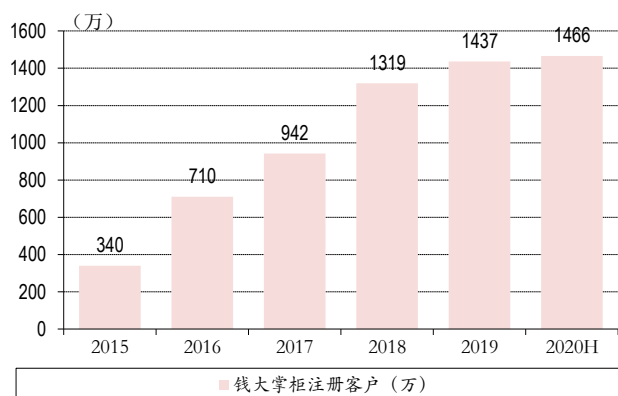
资料来源：公司财报，中银证券

图表15.兴银理财目前以固收类产品为主



资料来源：公司财报，中银证券

图表16.钱大掌柜用户数持续增长



资料来源：公司财报，中银证券

## 场景生态圈

兴业银行一直致力于场景生态圈的建设，通过场景生态更好的把握客户特征，将金融服务有机融入客户生产生活场景，增强客户粘性和资金流量，夯实商行基础。我们通过公司披露财报梳理出公司已公布的各个业务条线场景生态建设成果。兴业银行在对公、小微、零售、同业各个业务条线均通过不同生态场景的打造来更多的提高客户黏性，提升资金留存率，并已取得积极成效。

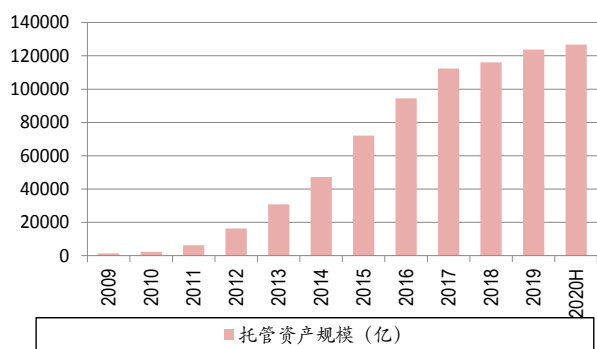
图表17.兴业银行场景生态圈建设

场景名称	业务条线	业务内涵	取得成果
兴享票据池、U+保理、兴财通	交易银行	着力构建供应链金融产品生态圈	截至2020H,供应链融资达标余额2,608.67亿元,合作核心企业484户,通过核心企业带动上下游客户5,621户.票据池业务入池量1,015.91亿,票据池融资业务量836.57亿元
兴车融	对公业务	实现与国内主要乘用车整车制造集团及厂商、经销商集团、零部件企业以及商用车、工程机械重要车企在更广泛金融领域的合作。	2019年汽车金融客户数9,067户,融资余额2,054.03亿元,日均存款余额1,108.18亿元
小巨人营销	对公业务	聚焦高新园区,提供综合金融解决方案。	截至2020H,国家高新技术企业合作客户达2.34万户
金服云平台	小微业务	汇聚工商、税务、市场监管、电力等多源数据指标,智能匹配融资需求与金融供给,	截止2020H已为4.3万家中小微企业提供300项融资产品,解决融资需求近150亿元
好兴动	零售业务	以开放共赢的互联网理念推进跨界合作,拓展零售生态服务场景,以数字化能力重塑信用卡业务价值链。	截至2020H,公司累计发行信用卡5,463.03万张,期内新增发卡270.25万张;报告期内累计实现交易金额10,844.94亿元
非银(金融机构)资金管理云	同业业务	专业服务非银金融机构的一体化综合平台。	截至2020H,累计上线超620家,实现证券资金结算量累计9.19万亿元,并通过各类存管结算业务实现大量资金沉淀
银银平台	同业业务	是公司在国内率先推出的金融同业合作品牌,重点在支付结算、财富管理、机构投资交易、跨境金融、资金授信等领域服务中小金融机构需求。	截至2019年,与2,104家法人机构开展业务合作,累计与372家商业银行建立核心业务信息系统合作关系,其中已实施上线226家;中小金融机构类客户同业存单余额6,175.00亿元。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35,143.25亿元。互联网财富管理平台“钱大掌柜”累计引入54家合作银行的理财产品,注册客户1,437.07万。银银平台各项金融产品销售额7,843.70亿元

资料来源:公司财报,中银证券

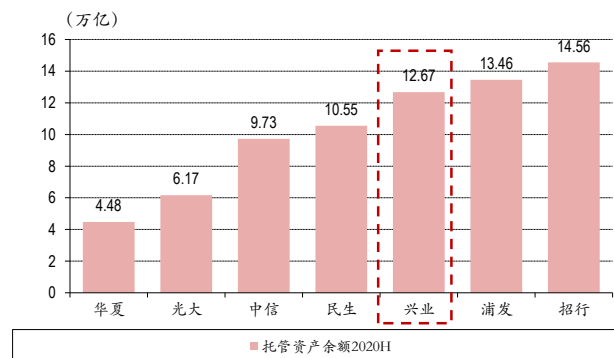
托管业务也是兴业银行的传统优势之一。基于公司积极的生态场景建设、丰富的同业业务资源,较为全面的金融业务牌照,兴业银行的托管资产规模在股份行的比较中排名靠前。截止2020H,公司资产托管业务规模达12.7万亿元,较年初增长2.35%;在线托管产品26,291只,继续保持行业第一位。

图表18.兴业银行托管规模持续上行



资料来源:万得,中银证券

图表19.兴业银行资产托管规模在股份行内排名第三



资料来源:万得,中银证券

## 2.2 同业转身, 投行基因

我们看好兴业银行“商行+投行”业务模式的长期发展前景,一方面是因为“商行+投行”战略符合行业发展趋势;二是因为兴业银行在企业文化、金融牌照、同业资源方面的积累使其具备落实战略的执行能力;三是兴业银行战略在海外有成熟的对标企业——摩根大通可以借鉴。

## 顺应实体融资新需求，应对利率市场化改革调整

### 兴业银行轻资产的运营模式符合实体经济融资需求

(1) 金融供给侧改革持续推进，监管层积极倡导提升直接融资比例，在此背景下许多传统企业自身有降低表内负债占比，通过直接融资降低负债成本的实际需求，传统的信贷手段与客户需求不相匹配。

(2) 新兴的产业形态需要新的融资手段与之相适应。根据中共中央制定的十四五规划和二零三五年远景规划，新兴产业主要包括新一代信息技术、高端装备、新材料、生物技术、新能源汽车、新能源、绿色环保、航空航天以及海洋装备等产业，未来要不断提高战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重。但新经济类企业往往技术含量高但轻资本，处于初创阶段，具备战略前景但尚不能盈利或盈利不稳定，因此相较于传统信贷，直接融资服务更能满足此类企业的需求。

### 兴业银行轻资产的运营模式符合我国金融业长期发展趋势。

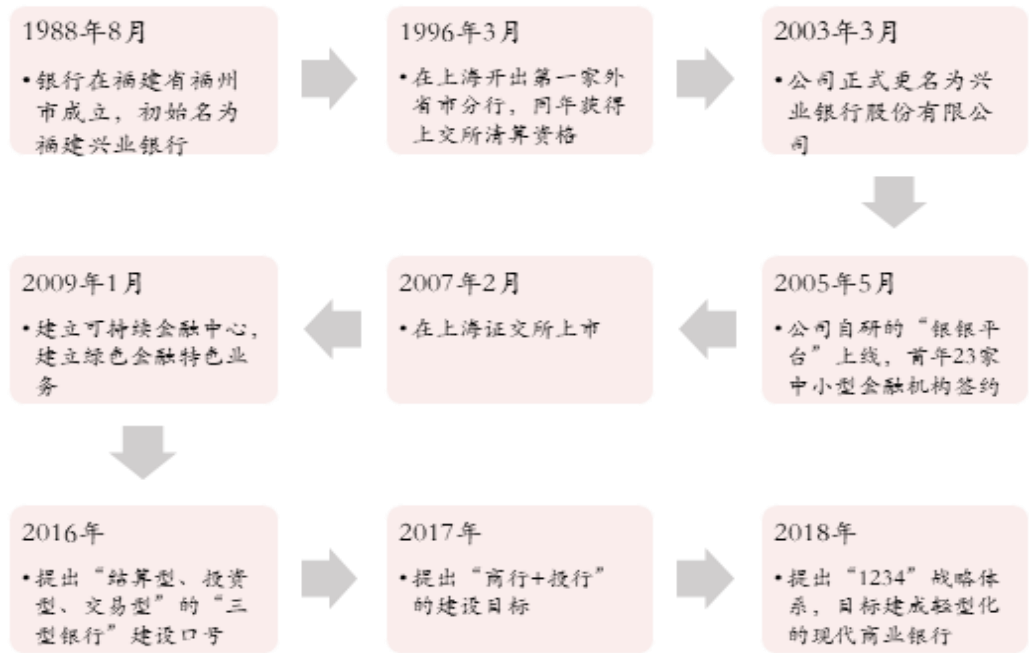
一是提升直接融资占比是金融行业发展大势；二是利率市场化改革的逐渐深入，资产负债两端利率波动增大，给银行业息差管理带来更大挑战；三是中长期来看国内利率总体将呈下行趋势。因此展望未来，可以预见银行利息收入的占比将逐步降低，非息收入的前景将更加值得期待。兴业银行的战略布局顺应行业发展趋势，有望在前瞻性布局中把握更多行业发展新机会。

### 先发优势，投行基因

不同于大多数银行以“存贷”业务为主的传统模式，兴业银行一直以具有差异化的发展特色在上市银行中独树一帜。1996年，兴业银行正式成为上交所证券资金清算银行之一，借助这一机会所积累的结算交易业务经验，兴业银行在2005年正式推出“银银平台”，为中小型金融机构提供一揽子金融服务，开创业内先河。随着公司“银银平台”平台和资金业务的快速发展，兴业银行在负债端同业负债占比远高于行业平均，资产端采取了多元化的投资手段，一度在业内获得“同业之王”的称号。近年来随着监管政策的调整变化，兴业银行在资产负债两端进行了系列调整，并逐步将发展重点转向有投行特色的商业银行。公司在2016年提出将重点建设成为“结算型、投资型、交易型”的三型银行，2017年报中将此提法升级成为“商行+投行”的发展战略，2018年报中则提出“1234”战略体系。“1234”战略的提法核心在于，公司将转型成为信息和资本的中介者和管理者，而非传统意义上的资产持有者。

回顾兴业银行各历史阶段的发展重点不难发现，兴业银行很早就开始同业协作、资管业务的探索，“商行+投行”战略不是空穴来风，而是兴业银行既往发展思路的承接与延续。经过30多年的积累，投资银行的业务思路 and 模式已嵌入兴业银行的企业文化和基因，这是其他同业者短时间内难以复制的。

图表20.兴业发展大事记简图



资料来源：公司财报，中银证券

## 金融牌照齐全，内部协作潜力巨大

兴业银行是股份制中金融牌照较为齐全的银行之一，金融牌照涵盖信托、租赁、基金、期货、资产管理、消费金融、互联网金融、研究咨询等。母子之间、子公司之间在客户互荐、产品交叉销售、集团核心业务群建设等方面潜力巨大。

图表21.兴业银行是持有牌照较为齐全的银行之一

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

资料来源：公司财报，中银证券

图表22. 兴业银行主要子公司概况

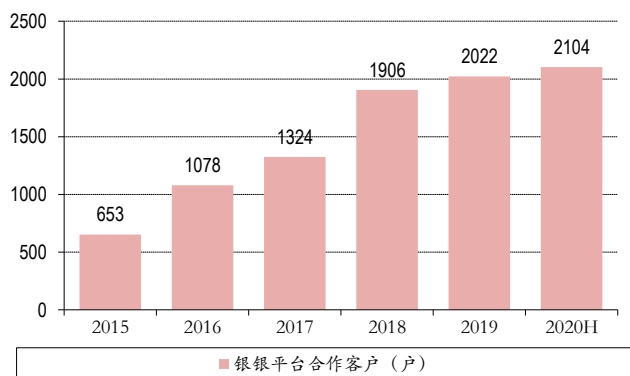
子公司名称 (单位: 百万)	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
兴业金融租赁	9,000	110,094	17,021	1,602	1,270	961
兴业国际信托	10,000	44,835	20,105	2,130	984	692
兴业基金管理	1,200	3,655	3,290	479	290	225
兴业消费金融	1,900	34,832	4,087	2,962	692	532
兴银理财有限	5,000	5,145	5,112	144	138	103
兴业期货	500	6,518				
兴业经济研究咨询	60					
兴业数字金融服务(上海)						
兴业资产管理有限公司	1,950	180,900	41,440	3,360		1,710

资料来源: 公司2020年半年报, 中银证券

### 对公积淀深厚, 同业合作广泛

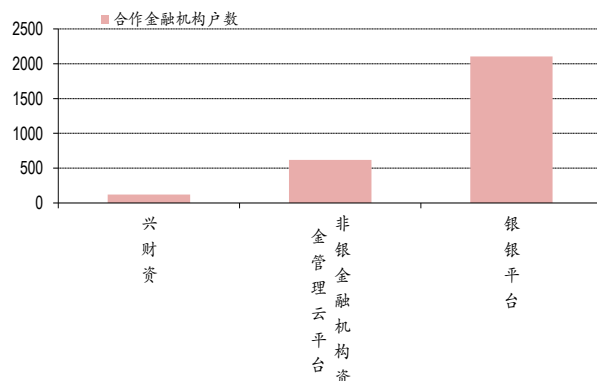
在客户积累方面, 首先兴业银行表内以对公业务为主, 截止 2020H, 对公贷款(含票据)在总贷款中占比为 59%。据公司官方微信公众号显示, 兴业银行有超过 70 万企业客户的金融需求可待挖掘。其次作为曾经的“同业之王”兴业银行积累了丰富的同业资源, 金融客户覆盖率超过 90%, 与银行同业、信托、保险、基金、融资租赁、PE 等外部金融机构建立了广泛的合作。截止 2020H, 专业服务非银金融机构的一体化综合平台——非银(金融机构)资金管理云平台累计上线超 620 家, 实现证券资金结算量累计 9.19 万亿元, 并通过各类存管结算业务实现大量资金沉淀。兴业银行与中小金融机构开展广泛合作的“银银平台”, 合作机构已达 2,104 家。截止 2020 年 9 月兴业银行“兴财资”资产推介平台的合作机构突破 120 家。

图表23. 银银平台用户数持续提升



资料来源: 公司财报, 中银证券

图表24. 广泛的同业合作伙伴



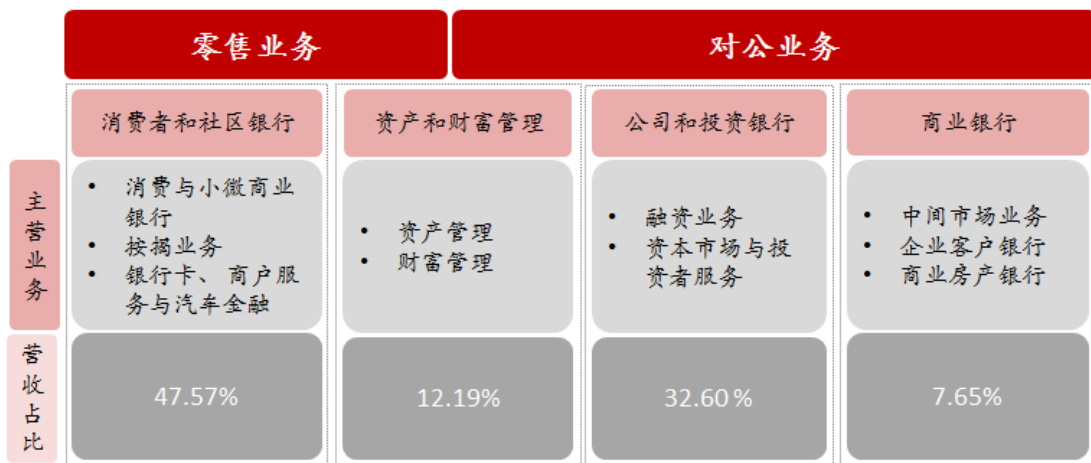
资料来源: 公司财报, 中银证券

## 2.3 对标“大摩”, 前景广阔

放眼全球, 兴业银行的战略远景可与美国的摩根大通银行进行对标。摩根大通是美国最大的银行之一, 也是全球十大银行排行榜上的常客。摩根大通业务范围广泛多元, 尤其以出色的投行业务在全球银行业中独树一帜, 其经纪交易、并购咨询、股债承销、资产管理、市场研究业务均处于全球领先地位。2019 年摩根大通投资银行业务创收 383 亿美元, 盈利 119 亿美元, 在公司总收入中占比达 32.6%, 其全球投资银行业务收入已连续 11 年全球排名第一。同时, 摩根大通银行也是商行+投行业务的业内典范, 除投行业务表现出色外, 其他商业银行表现也同样出色, 真正实现了各项业务协同发展的良好局面。

图表25. 摩根大通银行各项业务协同发展

## 摩根大通业务结构

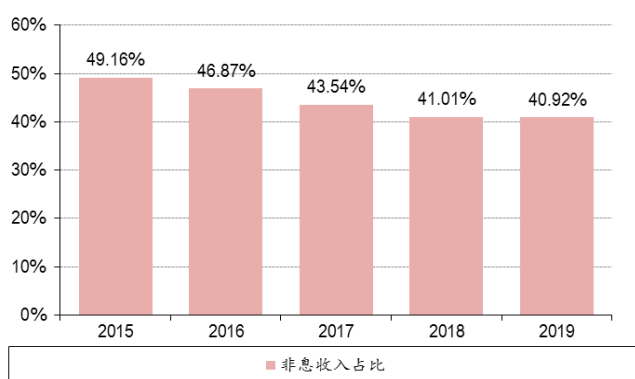


资料来源：公司财报，中银证券

注：营收占比为2019年数据

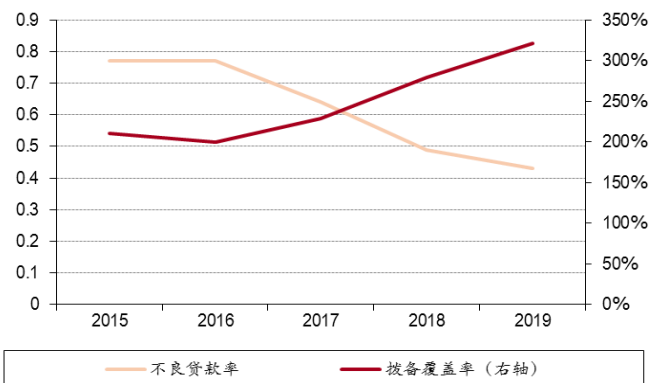
在摩根大通的投行业务中，资本中介型业务是摩根大通投行部的核心业务，以利率债与高等级信用债承销、大型优质企业并购贷款为核心的债权业务，其收入占比长期高于股权承销收入。中介型业务为主资本占用少，在风险变换的全球市场中能更好的做到风险控制，给摩根大通带来了高非息收入占比和优质的资产质量。2019年摩根大通非息收入占比41%，不良率仅为0.44%，ROE14.9%，优质的基本面获得的市场的广泛认可，因此也获得了更高的估值定价。

图表26. 摩根大通的非息收入占比一直保持40%以上



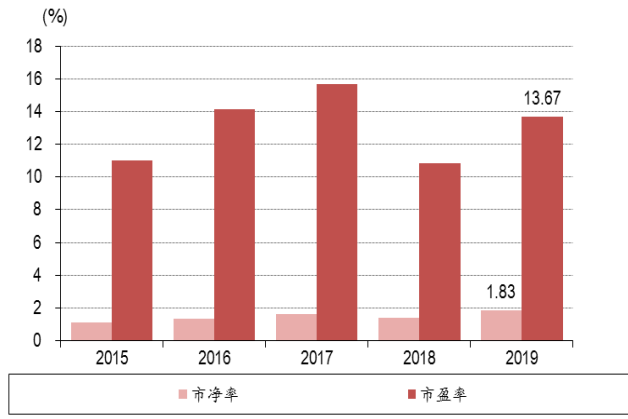
资料来源：公司财报，中银证券

图表27. 摩根大通资产质量优异、拨备水平较高



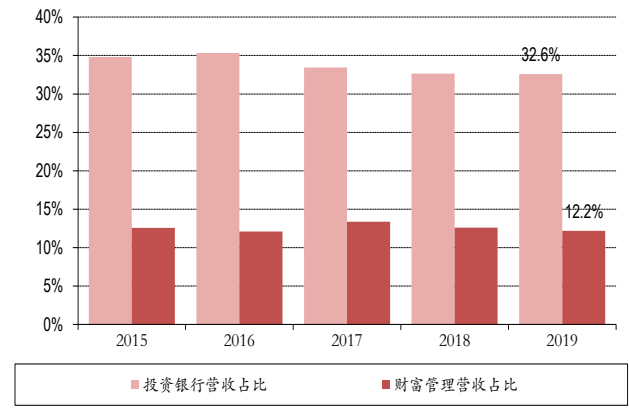
资料来源：公司财报，中银证券

图表28. 摩根大通估值表现获市场认可



资料来源：公司财报，中银证券

图表29. 摩根大通投行和财富管理的收入占比合计为 44.8%



资料来源：公司财报，中银证券

我们将兴业银行与摩根大通银行的业务表现相对照，目前兴业银行的非息收入占比已达到 40% 以上，与摩根大通基本一致，但仔细拆分来看，两者结构有所不同。2019 年摩根大通银行非息收入中与投行、资管类业务相关的收入占比达 66.7%（包含资管、自营、投行、证券投资业务收入）；而兴业银行非息收入中主要为手续费收入，其中银行卡业务的占比最高（56.3%，2019），直接与投行业务关联的手续费收入并没有明确的披露口径。目前，兴业银行关于投行业务相关收入的信息披露还比较分散，期待公司未来有关于“1234”战略更系统详实的数据指标可以方便投资者持续跟进。若兴业银行可以坚守相对优势，保持战略定力，持续推进“商行+投行”转型，一方面参照摩根大通银行经营表现，兴业银行的资产质量将持续优化，非息收入的提升带动 ROE 和基本面改善，助推公司估值提升。另一方面，也应注意到我国的监管和金融市场环境与美国有所不同，短期内兴业银行要实现与摩根大通的全面看齐有一定难度，但摩根大通较高的估值水平依然给兴业银行未来估值表现提供了更大的想象空间。

图表30. 2017-2019 年摩根大通非息收入中投行资管相关占比占比 66.7%

非息收入构成项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产管理收入 asset management, administration and commissions	17165	29.40%	17118	31.72%	16287	32.18%
自营交易收入 principal transactions	14018	24.01%	12059	22.34%	11347	22.42%
投行业务收入 investment banking fees	7501	12.85%	7550	13.99%	7412	14.65%
存贷款相关收入 lending- and deposit-related fees	6369	10.91%	6052	11.21%	5933	11.72%
其他收入 other income	5731	9.82%	5343	9.90%	3646	7.20%
信用卡收入 card income	5304	9.08%	4989	9.24%	4433	8.76%
抵押费用和相关收入 mortgage fees and related income	2036	3.49%	1254	2.32%	1616	3.19%
证券投资收益/损失 investment securities gains/(losses)	258	0.44%	-395	-0.73%	-66	-0.13%

资料来源：公司财报，中银证券



图表31.2017-2019年兴业银行非息收入结构

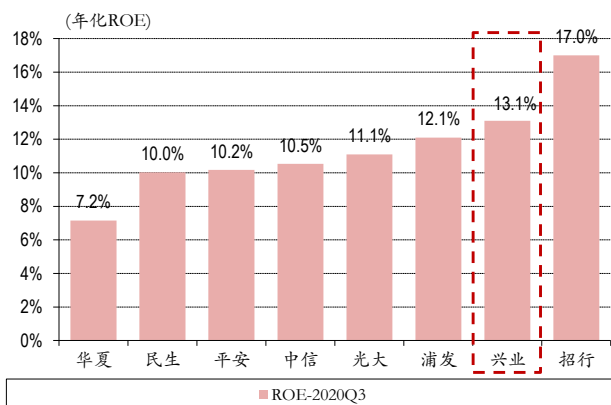
非息收入构成项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	49679	63.4%	42978	68.6%	38739	75.2%
其中：银行卡收入	30,174	56.3%	21408	45.5%	13228	31.5%
其中：顾问咨询费收入	9,272	17.3%	11124	23.6%	14416	34.3%
投资损益	24992	31.9%	26482	42.3%	4514	8.76%
公允价值变动损益	1622	2.07%	2919	4.66%	-622	-1.21%
汇兑损益	851	1.09%	-11298	-18.04%	7386	14.34%
其他业务收入	775	0.99%	893	1.43%	69	0.13%
其他收益	363	0.46%	637	1.02%	257	0.50%
资产处置收益	38	0.05%	19	0.03%	1181	2.29%
合计	78320		62630		51524	

资料来源：公司财报，中银证券

## 三、基本面财务分析：ROE 处于股份行领先水平

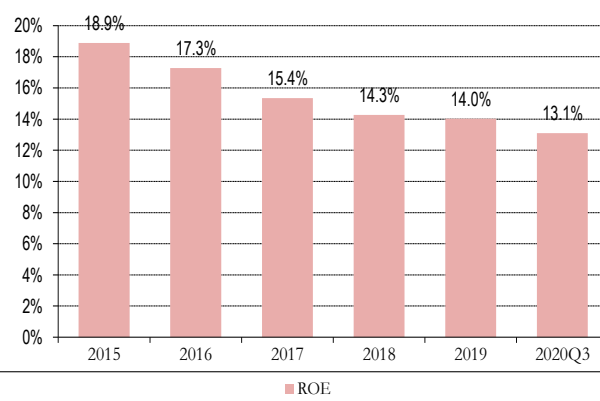
截止 2020 年 3 季度，兴业银行的年化 ROE 为 13.1%，在上市股份行中排名第二，仅次于招商银行。进一步，我们将主要上市股份行 2020H 的 ROE 进行拆分和横向比较，可以发现兴业银行领先同业的 ROE 主要是源于公司在非息收入端的良好表现。良好的成本管控和稳健的资产质量表现也优于上市股份行平均，正向贡献 ROE。表现偏弱的是公司的净息差，在上市股份行中处于中游水平。展望未来，随着公司资产端结构的持续调整，信贷资产占比的提升，息差改善向好有望正向支撑公司 ROE 表现。而商行+投行战略的持续推进，将带来非息收入的持续快增，支撑公司 ROE 继续保持领先水平。

图表32.2020Q3 公司 ROE 在股份行中处于领先水平



资料来源：万得，中银证券

图表33.兴业银行 ROE 总体维持较高水平



资料来源：万得，中银证券

图表34.主要股份行 ROE 拆分比较 (2020H)

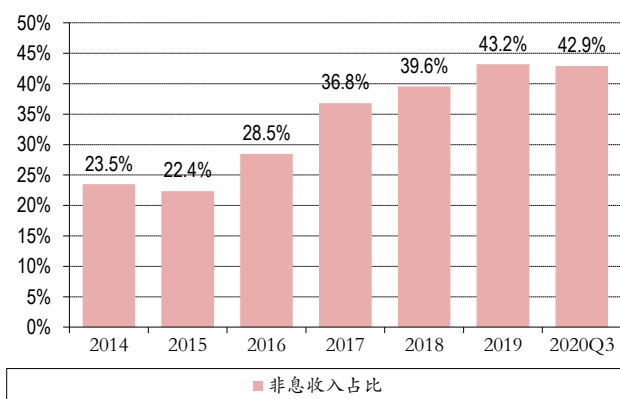
(%)	招行	中信	民生	浦发	光大	华夏	平安	兴业	平均
贷款利息收入/A	3.11	3.05	2.67	2.76	3.12	3.02	3.76	2.32	2.98
投资利息收入/A	0.66	0.89	0.95	0.85	1.04	1.15	0.83	1.13	0.94
存放同业/A	0.17	0.04	0.01	0.03	0.06	0.01	0.21	0.03	0.07
<b>利息收入/A</b>	<b>4.04</b>	<b>4.16</b>	<b>3.97</b>	<b>3.90</b>	<b>4.43</b>	<b>4.34</b>	<b>4.89</b>	<b>3.77</b>	<b>4.19</b>
存款利息支出/A	(1.20)	(1.48)	(1.40)	(1.25)	(1.75)	(1.15)	(1.68)	(1.31)	(1.40)
同业业务利息支出/A	(0.21)	(0.47)	(0.55)	(0.49)	(0.50)	(0.48)	(0.30)	(0.60)	(0.45)
其他利息支出/A	(0.25)	(0.34)	(0.39)	(0.49)	(0.26)	(0.46)	(0.44)	(0.40)	(0.38)
<b>利息支出/A</b>	<b>(1.65)</b>	<b>(2.24)</b>	<b>(2.33)</b>	<b>(2.15)</b>	<b>(2.25)</b>	<b>(2.04)</b>	<b>(2.30)</b>	<b>(2.25)</b>	<b>(2.15)</b>
<b>利息净收入/A</b>	<b>2.39</b>	<b>1.93</b>	<b>1.64</b>	<b>1.75</b>	<b>2.18</b>	<b>2.30</b>	<b>2.59</b>	<b>1.51</b>	<b>2.03</b>
手续费及佣金收入/A	1.11	0.75	0.84	0.71	0.56	0.62	1.02	0.83	0.81
其他非息收入/A	0.40	0.35	0.43	0.40	0.13	0.11	0.43	0.41	0.33
<b>非息收入合计/A</b>	<b>1.51</b>	<b>1.10</b>	<b>1.27</b>	<b>1.12</b>	<b>0.70</b>	<b>0.73</b>	<b>1.44</b>	<b>1.24</b>	<b>1.14</b>
营业税费及其他成本/A	(0.08)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.04)	(0.03)	(0.04)
业务及管理费/A	(1.10)	(0.67)	(0.58)	(0.61)	(0.73)	(0.75)	(1.10)	(0.58)	(0.77)
资产减值损失/A	(1.06)	(1.40)	(1.28)	(1.26)	(1.22)	(1.46)	(1.95)	(1.13)	(1.35)
所得税/A	(0.34)	(0.14)	(0.13)	(0.12)	(0.14)	(0.16)	(0.20)	(0.09)	(0.17)
ROA	1.32	0.76	0.84	0.82	0.73	0.59	0.70	0.90	0.83
权益乘数 (平均)	13.40	16.20	15.60	15.20	17.20	15.50	16.60	15.30	15.60
<b>ROE</b>	<b>17.70</b>	<b>12.30</b>	<b>13.20</b>	<b>12.40</b>	<b>12.60</b>	<b>9.20</b>	<b>11.70</b>	<b>13.70</b>	<b>12.80</b>

资料来源：公司财报，中银证券

## 3.1 非息占比高位提升，轻型化战略潜力可期

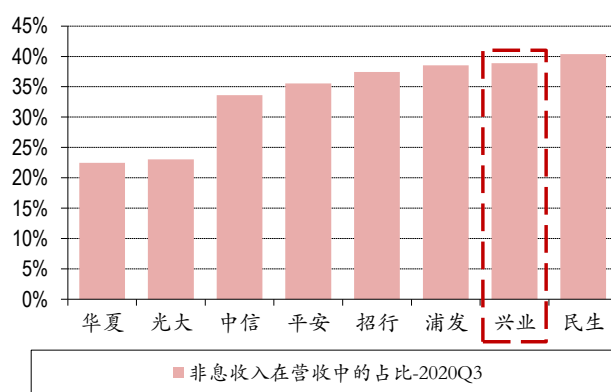
通过对 ROE 进行拆分可以看出，兴业银行非息收入占比高于行业平均，是公司 ROE 表现高于行业平均的重要因素之一。截至 2020Q3，兴业银行非息收入在营收中的占比为 42.9%，在股份行中排名第二，正向贡献公司 ROE。我们认为这主要得益于公司近年来持续推进“商行+投行”战略转型，债券投资和同业业务表现出色，带动公司除手续费收入以外的非息收入持续增长。随着公司轻型化投行业务转型的持续推进，相关业务的收入空间广阔潜力值得期待，我们认为兴业银行非息收入在营收中的占比还将有所提升。

图表35.非息收入占比逐年提升



资料来源：万得，中银证券

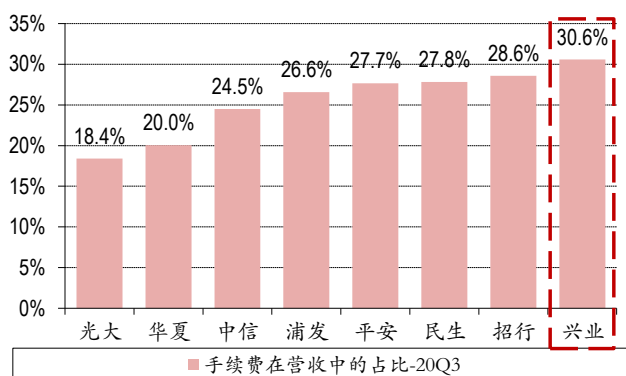
图表36.非息收入占比在股份行中位于前列



资料来源：万得，中银证券

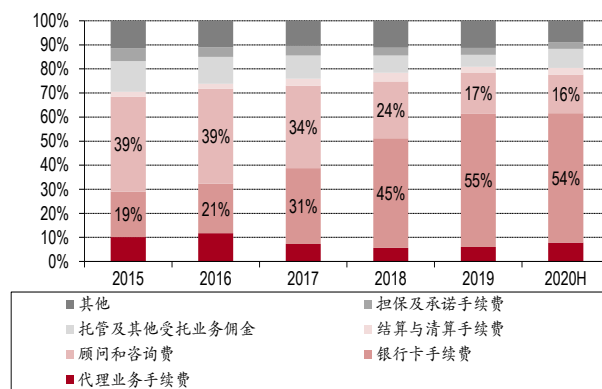
拆分非息收入结构，单就其中手续费收入而言，2020年3季末在营收的占比为30.6%，在可比行中处于中游水平。结构上银行卡手续费为主要组成，2020H末为54%，预计与公司信用卡业务的快速发展有关；排名第二、第三的顾问咨询费/托管费在金融严监管背景下，占比有所下降。

图表37.手续费收入占比排名股份行排名第一



资料来源：万得，中银证券

图表38.手续费收入构成以银行卡业务为主

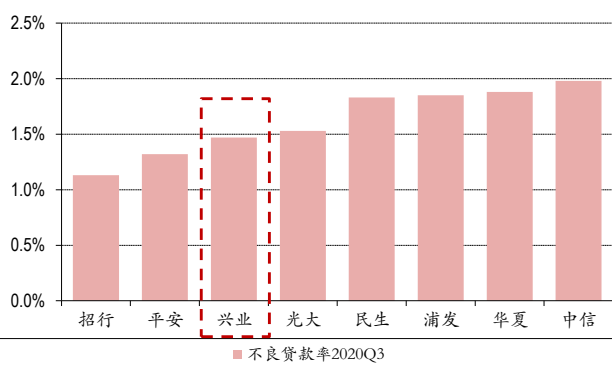


资料来源：万得，中银证券

## 3.2 资产质量：不良率优于可比同业，拨备计提压力较轻

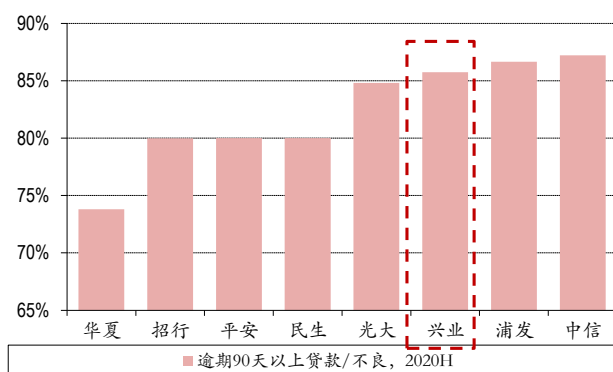
从 ROE 拆分中我们还可以看到，2020H 兴业银行拨备计提/总资产的比值低于行业平均，正向贡献 ROE 表现，我们认为这主要由于：1) 公司相对较低的风险资产配置（信贷资产占比偏低，2020Q3 为 49.3%）；2) 公司信贷客户以大中客群为主，资产质量表现优于可比同业。截至 2020Q3，兴业银行不良率 1.47%，在上市股份行中处于较低水平。同时公司不良认定总体较为严格，截止 2020H，逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额比例为 85.7%。

图表39.不良贷款率在股份行中处于低位



资料来源：万得，中银证券

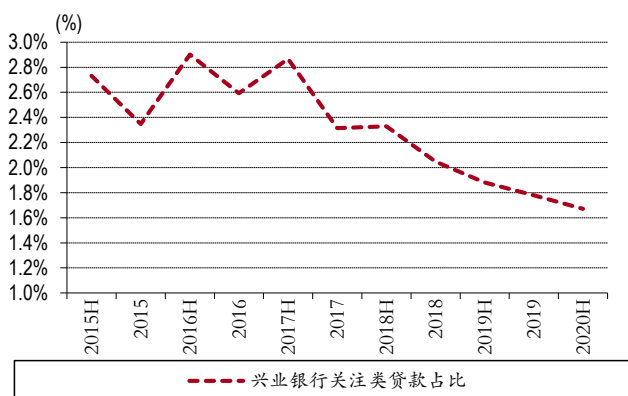
图表40.不良认定较为严格



资料来源：万得，中银证券

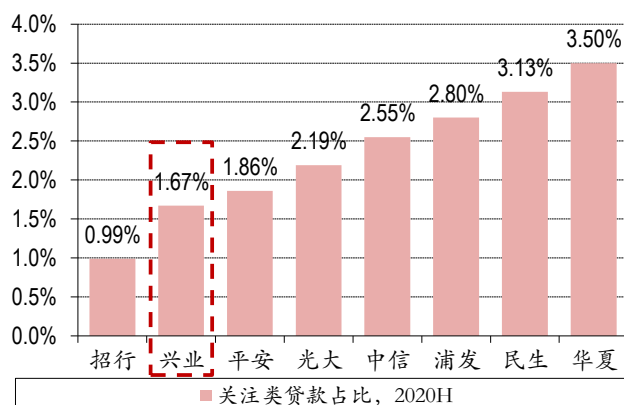
从前瞻指标关注类贷款来看，兴业银行近年来关注类贷款占比总体呈下行趋势，2020H 的占比为 1.67%，环比年初下降 11BP，在股份行的比较中仅次于招行。展望未来，随着兴业银行“1234”轻资本战略的推进，公司更多从资本中介的角度参与到客户的融资中，将消耗资本的信贷资源集中投放给最优质合意的客户，对标海外摩根大通银行的不良表现，公司资产质量改善空间巨大。

图表41.关注类贷款占比持续下降



资料来源：万得，中银证券

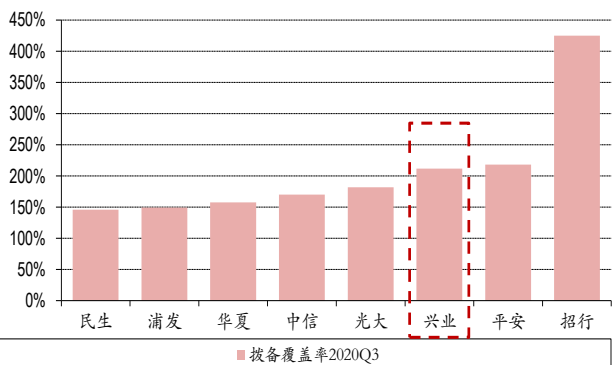
图表42.关注类贷款同业比较偏低



资料来源：万得，中银证券

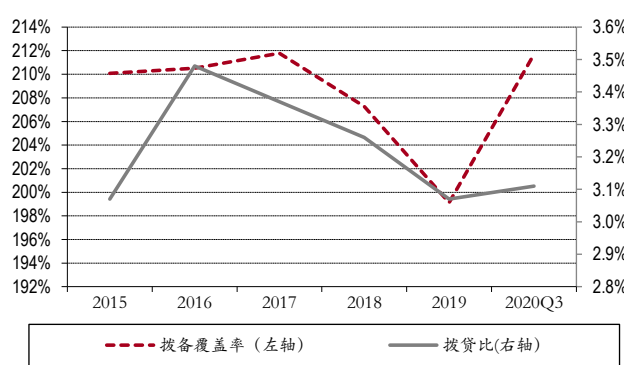
截至2020Q3末，公司拨备覆盖率较年初提升12.56个百分点至211.7%，拨贷比较年初提升4BP至3.11%。从上市股份横向比较来看，兴业银行的拨备水平处于行业较高位置。考虑到兴业银行以大中信贷为主的客户结构，较为严格的不良认定，以及较低的不良关注水平，公司拨备计提总体较为充分。

图表43.公司拨备覆盖率处于股份行较高水平



资料来源：万得，中银证券

图表44.2020Q3 季度末公司拨备覆盖率 211.7%

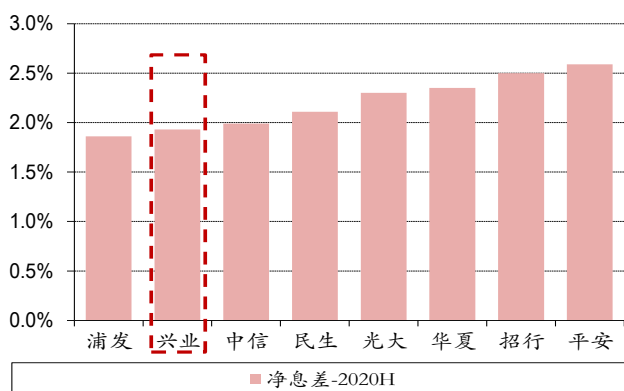


资料来源：万得，中银证券

### 3.3 息差：息差同业比较偏弱，结构优化潜力可期

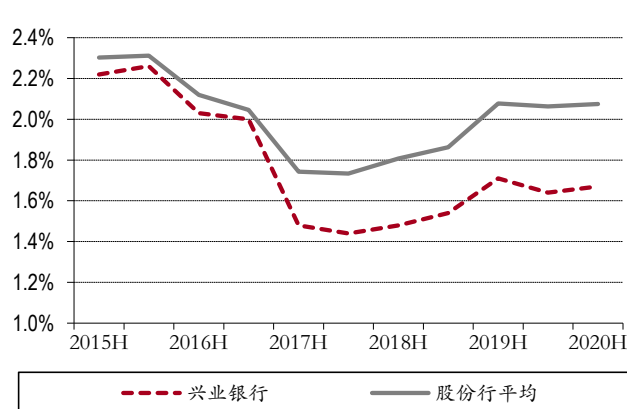
在 ROE 的拆分中，兴业银行基本面表现偏弱的指标主要为公司净息差。截至 2020H，兴业银行的净息差为 1.93%，绝对值在上市股份行中处于中等偏下水平。拆分资产负债两端进行分析，兴业银行的资产端收益率在股份行中相对偏低，而负债端成本率处于较高水平，公司资产负债两端均表现偏弱，这主要与兴业银行过去同业业务特色的资产负债结构有关。近年来兴业银行一直将表内业务的重点放在资产负债结构的优化上，目前已取得明显进展。截止 2020Q3 兴业银行信贷占比较 2018 年已大幅提升 7 个百分点至 49.3%，且未来仍存改善空间。负债端，3 季末存款占比较 2018 年提升 4 个百分点至 57%。相信随着信贷占比的提升，息差表现偏弱的情况将得以改善，后续进展还需持续跟进。

图表45.净息差处于上市股份行较低水平



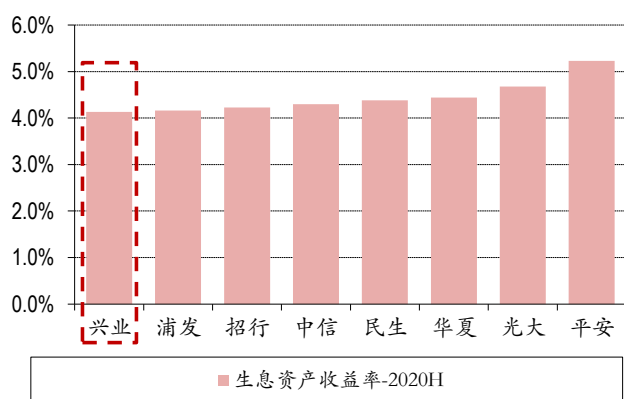
资料来源：万得，中银证券

图表46.净息差回升表现弱于其他股份行



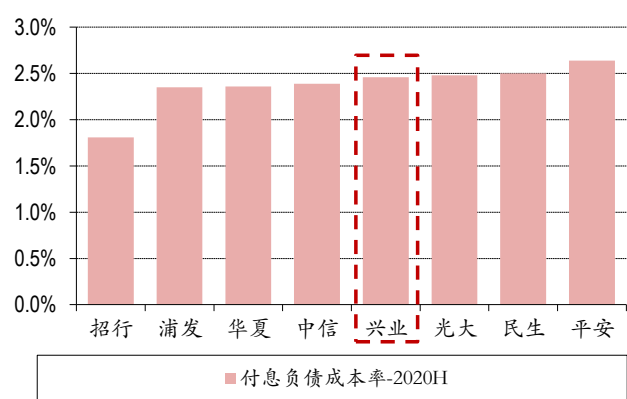
资料来源：万得，中银证券

图表47.生息资产收益率在股份行中偏低



资料来源：万得，中银证券

图表48.付息负债成本率在股份行中处中游水平

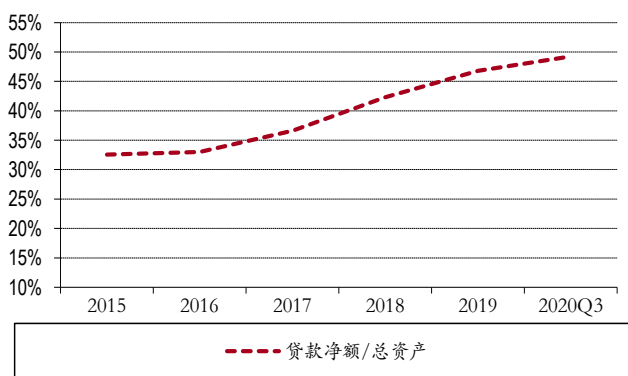


资料来源：万得，中银证券

兴业银行的资产端收益率表现略逊于其他可比行，一方面是由于信贷资产占比偏低。截止 2020Q3 公司证券投资类资产和贷款在总资产中的占比分别为 37.4%/49.3%。在上市股份行的比较中，生息资产中收益最高的贷款在总资产中的占比最低，拖累了生息资产收益率的表现。不过公司近两年正持续进行资产结构的调整，信贷在总资产中的占比逐步提升，2020Q3 末较年初提升 2.5 个百分点。展望未来，随着公司资产端结构的持续优化，加大信贷投放，有助于公司资产端收益率改善上行。

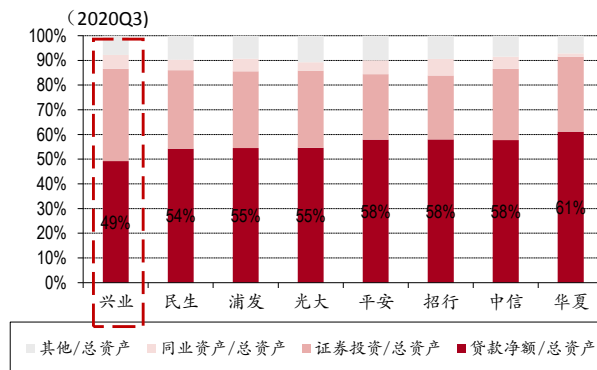
另一方面，兴业银行的客户结构中大多为大型企业客户，除信贷投放外，更多考虑基于“商行+投行”战略，为大型客户提供多元化的综合服务，因此单就信贷端的定价而言，在股份行的比较中最低。

图表49.兴业银行贷款占比稳步提升



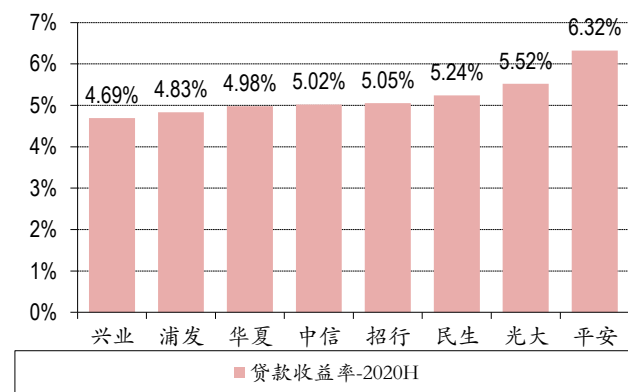
资料来源：万得，中银证券

图表50.资产结构上：贷款占比同业比较最低



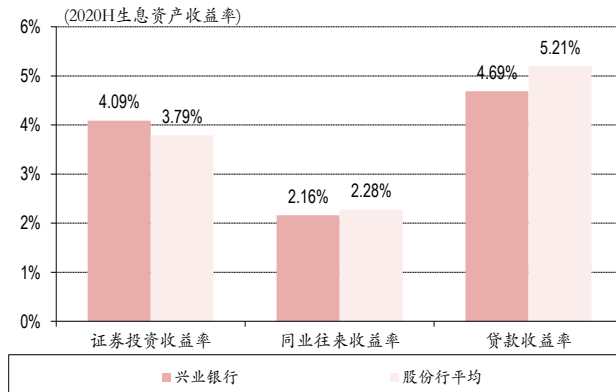
资料来源：万得，中银证券

图表51.兴业银行贷款收益率股份行最低



资料来源：万得，中银证券

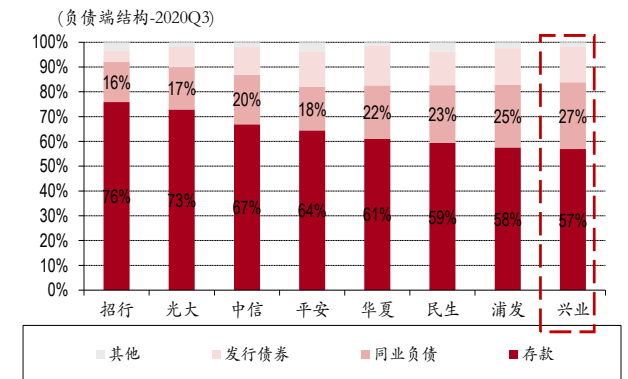
图表52.证券投资类资产收益率明显高于股份行平均



资料来源：万得，中银证券

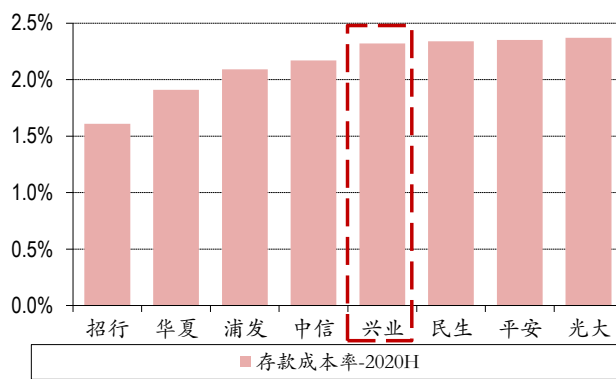
负债端来看，兴业银行负债成本较高，一是负债结构中成本最低的存款类负债占比在股份行中最低（57%，2020Q3）；二是单就吸纳存款的成本率来看，兴业银行也不占优势。预计是由于（1）兴业银行的存款结构主要以对公为主（75%，2020H），在存款定价方面的议价能力也相对较弱；（2）同业业务特色使得公司在揽储能力方面的积累相对薄弱。

图表53.负债端结构：存款占比股份行最低



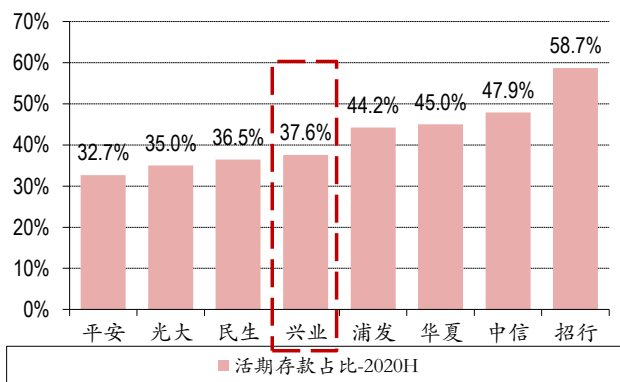
资料来源：万得，中银证券

图表54.存款成本率在股份行中处于中游偏上



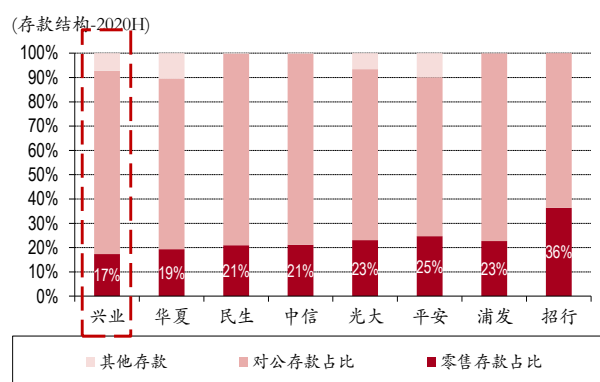
资料来源：万得，中银证券

图表55.兴业银行活期存款占比相对较低



资料来源: 万得, 中银证券

图表56.兴业银行的存款以对公为主

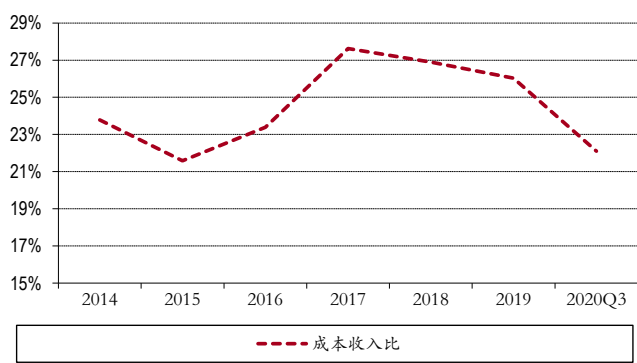


资料来源: 万得, 中银证券

### 3.4 较低的成本收入比正向贡献 ROE 表现

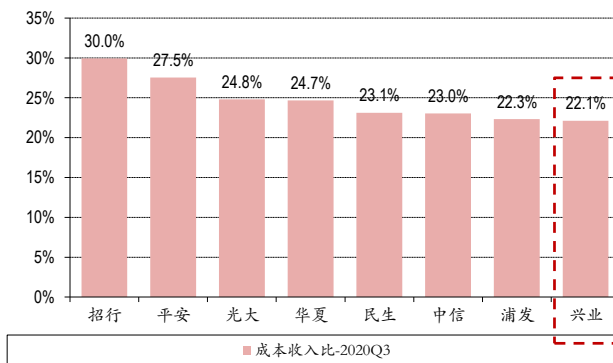
通过 ROE 拆分我们可以发现, 兴业银行较低的业务管理费用占比同样正向贡献公司 ROE 表现。截至 2020Q3, 兴业银行成本收入比 22.1%, 同比下降 1.41 个百分点。在上市股份行 2020 年 3 季末的成本收入比比较中处于较低水平。我们认为这主要源于: 1) 兴业银行较强的金融科技实力有助于公司通过线上运营降低成本; 2) 兴业银行以对公和同业业务为主, 单笔业务金额高, 具备规模效应, 因而成本收入比较低。

图表57.成本收入比持续压降



资料来源: 万得, 中银证券

图表58.成本收入在上市股份行中处于较低水平



资料来源: 万得, 中银证券

## 四、盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

兴业银行是一家成立 30 余年的老牌全国性股份制商业银行，无论从资产规模、网点数目来看都在上市股份行中处于领先水平。兴业银行金融牌照较为齐全，在国内商业银行中一直秉持差异化的经营特色。作为曾经的“同业之王”兴业银行在同业客户资源、资管业务方面积累了深厚的优势，近年来随着外部监管形势的变化，公司持续调整资产负债两端的业务结构，推进“1234”的新型商行+投行战略转型，表内优化资产负债结构，表外以“资本中介型”模式提供非信贷类金融服务，公司战略符合行业发展趋势，对标海外顶级银行摩根大通，未来发展潜力值得期待。我们预计兴业银行 20/21 年 EPS 分别为 3.10/3.37 元，目前股价对应 20/21 年 PB 为 0.79/0.72，PE 为 6.48/5.97，估值已处在较低水平，安全边际充分，首次覆盖给予**买入**评级。

- **存贷款增速假设：**兴业银行 2020 年前 3 季度贷款同比增长 14.0%，考虑到：1) 兴业银行正持续调整资产端结构，提升信贷占比；2) 兴业银行资本充足率较高，信贷投放空间充足；3) 监管层继续大力引导银行加大信贷投放，加强对实体经济的融资支持力度，由此我们预计未来两年信贷仍将保持较快增长，20/21/22 年增速为 14%/13%/12%；兴业银行 2020 年前 3 季度存款同比增长 6.8%，预计未来存款增速仍将保持平稳增长，同比增 7%/9%/9%。
- **息差假设：**兴业银行 2020H 净息差 1.93%。展望未来，随着疫情影响的逐步消退，宏观经济平稳复苏，货币政策将逐步回归常态化，预计资产端收益在流动性边际收窄背景下将小幅抬升；负债端，流动性的边际收紧将给公司负债成本带来一定上行压力，不过结构性存款等高息负债的持续调整可部分缓释银行业负债端压力。资产负债两端结合来看，预计资产端收益提升空间将大于负债端，看好公司未来 2 年息差表现。预计 20/21/22 年净息差为 1.94%/1.96%/1.96%。
- **非利息收入增长假设：**经过前期的调整，17 年以来兴业银行的手续费收入增速整体呈回升态势，19 年同比增 15.6%，20 年前 3 季度公司净手续费佣金收入同比增 27.4%，加之兴业银行“1234”战略的持续推进，打造轻型化投行特色银行的成效逐步显现，我们看好未来兴业银行手续费收入的表现潜力。预计 20/21/22 年，净手续费收入的增速为 27%/27%/27%。
- **成本收入比假设：**鉴于公司良好的金融科技建设水平和对公客户为主的业务结构带来规模效应，兴业银行的成本管理费用一直在上市银行中处于较低水平，2019 年兴业银行的成本收入比为 25.8%，近两年总体保持稳定。因此我们预计公司 20/21/22 年的成本收入比也将维持稳定，分别为 24%/25%/25%。
- **信贷成本：**2019 年兴业银行的信贷成本为 1.82%，较 2018 年提升 9bps，考虑到 20 年监管一直积极引导银行加强不良核销的处置力度，严格不良认定，加之经济总体处于下行周期，我们预计公司 2020 年信贷成本为 2.12%。展望 2021 和 2022 年，考虑到受疫情冲击后信贷风险的滞后性和明年补贴退坡后资产质量的潜在风险，我们预计公司 2021/2022 年的拨备计提力度将小幅提升，预计 20/22 年兴业银行的信贷成本为 2.17%/2.18%左右。
- **分红率：**兴业银行自 2014 年以来，一直保持 24%左右的稳定分红比例，2019 年公司的分红率为 24.0%。我们公司分红总体将保持稳定，20/21/22 年兴业银行的分红率总体将稳定在 24%左右的水平。



## 4.2 估值分析

从行业整体表现来看，目前股价对应主要上市股份行 19/20/21 年加权平均 PB 估值为 0.88x/0.81x/0.74x。我们主要运用可比估值法，参考目前其他上市银行的估值水平对兴业银行进行估值。目前 A 股主要上市股份行中，估值高于兴业银行的主要有招商银行和平安银行，招行银行零售业务护城河深厚、金融科技实力领先同业一直受到机构投资者偏好，而平安银行近年来零售转型初见成效，战略执行果断坚定因而获得估值溢价，其余股份行估值差距并不明显，总体较为接近。兴业银行近年来受到外部金融监管环境变化的影响，因资产负债结构的调整和存量非标的化解估值表现受到一定抑制。截止 2020 年，兴业银行的信贷结构，非标业务调整已基本完成，各项指标均已符合监管要求，作为股份行内 ROE 排名第二的标的，市净率 (PB) 排名第三。兴业银行体制机制灵活，管理层务实可靠，展望未来，“商行+投行”的轻型化战略发展潜力值得期待，低资本消耗模式符合行业发展趋势，有助于提升 ROE 表现，在上市银行中特色化鲜明，有望获得估值溢价。根据我们预测，兴业银行目前股价对应 20/21 年 PB 分别为 0.79X/0.72X，估值已处在较低水平，首次覆盖给予 **买入** 评级。

图表59.对标银行的估值比较分析

公司名称	公司代码	ROE			市净率(倍)			股息率(%)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2020H	2020H
招商银行	600036.SH	17.0	16.9	16.5	2.01	1.82	1.64	2.4	2.4	2.6
中信银行	601998.SH	11.7	12.0	12.1	0.57	0.54	0.50	4.8	4.4	4.7
民生银行	600016.SH	12.4	12.2	12.1	0.51	0.47	0.43	6.3	6.8	7.3
浦发银行	600000.SH	13.3	13.3	13.2	0.59	0.54	0.50	3.8	3.5	3.9
光大银行	601818.SH	12.7	12.9	13.3	0.68	0.62	0.58	4.4	4.2	4.7
华夏银行	600015.SH	10.7	10.7	10.5	0.46	0.42	0.39	4.6	4.7	4.9
平安银行	000001.SZ	12.3	12.6	13.0	1.41	1.30	1.20	0.7	0.7	0.8
<b>兴业银行</b>	<b>601166.SH</b>	<b>14.0</b>	<b>14.3</b>	<b>13.9</b>	<b>0.86</b>	<b>0.79</b>	<b>0.72</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>4.0</b>
<b>股份行平均</b>		<b>13.0</b>	<b>13.1</b>	<b>13.1</b>	<b>0.88</b>	<b>0.81</b>	<b>0.74</b>	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>	<b>4.1</b>

资料来源：万得，中银证券；

注：股价截止日 2020 年 1 月 7 日

## 风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。

附录图表. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
601398.SH	工商银行	增持	4.97	1,771	0.88	0.78	0.72	0.66	7.24
601939.SH	建设银行	增持	6.26	1,565	1.07	0.97	0.75	0.69	8.81
601988.SH	中国银行	未有评级	3.18	936	0.64	0.66	0.57	0.52	5.84
601288.SH	农业银行	增持	3.13	1,095	0.61	0.57	0.63	0.62	5.24
601658.SH	邮储银行	增持	4.71	410	0.70	0.69	0.83	0.76	6.09
600036.SH	招商银行	买入	44.15	1,113	3.68	3.74	1.93	1.75	24.55
601998.SH	中信银行	增持	5.09	249	0.98	0.89	0.57	0.54	9.32
600000.SH	浦发银行	增持	9.82	288	2.01	1.88	0.59	0.54	17.38
601818.SH	光大银行	买入	3.92	212	0.69	0.66	0.67	0.62	6.27
000001.SZ	平安银行	买入	19.56	380	1.45	1.40	1.39	1.28	14.88
601169.SH	北京银行	增持	4.85	103	1.01	0.92	0.54	0.51	9.27
601009.SH	南京银行	增持	8.05	81	1.24	1.37	1.05	0.83	9.38
002142.SZ	宁波银行	买入	37.01	222	2.28	2.41	2.60	2.10	16.72
601229.SH	上海银行	增持	7.82	111	1.43	1.32	0.71	0.65	11.75
601997.SH	贵阳银行	未有评级	7.72	25	2.13	2.39	0.73	0.64	11.36
600926.SH	杭州银行	增持	13.98	83	1.11	1.20	1.58	1.32	10.54
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.18	9	0.47	0.54	0.80	0.76	5.24
600908.SH	无锡银行	未有评级	5.88	11	0.68	0.75	0.98	0.88	6.19
601128.SH	常熟银行	买入	7.11	19	0.65	0.66	1.15	1.08	6.39
002839.SZ	张家港行	未有评级	6.00	11	0.52	0.58	1.07	1.00	5.81

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日1月7日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期;

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标(RMB)</b>				
EPS(摊薄/元)	2.92	3.17	3.10	3.37
BVPS(摊薄/元)	21.18	23.37	25.41	27.97
每股股利	0.69	0.76	0.75	0.81
分红率(%)	23.65	24.03	24.03	24.03
<b>资产负债表(Rmb bn)</b>				
贷款总额	2,934	3,451	3,934	4,445
证券投资	2,931	2,730	2,812	2,812
应收金融机构的款项	229	361	523	601
生息资产总额	6,474	6,922	7,550	8,152
资产合计	6,712	7,146	7,793	8,415
客户存款	3,304	3,795	4,060	4,426
计息负债总额	6,086	6,482	7,115	7,686
负债合计	6,239	6,596	7,201	7,768
股本	21	21	21	21
股东权益合计	466	541	584	637
<b>利润表(Rmb bn)</b>				
净利息收入	95.66	102.99	115.11	126.18
净手续费及佣金收入	42.98	49.68	63.09	80.13
营业收入	157.79	180.68	201.21	229.31
营业税金及附加	(1.41)	(1.76)	(1.96)	(2.23)
拨备前利润	114.48	132.60	151.20	169.99
计提拨备	(46.40)	(58.10)	(78.28)	(90.91)
税前利润	68.08	74.50	72.92	79.08
净利润	60.62	65.87	64.47	69.91
<b>资产质量</b>				
NPL ratio(%)	1.57	1.54	1.47	1.47
NPLs	46.14	53.02	57.83	65.35
拨备覆盖率(%)	207	199	216	228
拨贷比(%)	3.25	3.07	3.18	3.36
一般准备/风险加权资产(%)	2.02	2.06	2.24	2.47
不良贷款生成率(%)	1.50	1.72	1.72	1.77
不良贷款核销率(%)	(1.22)	(1.51)	(1.59)	(1.59)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营管理(%)</b>				
贷款增长率	20.71	17.61	14.00	13.00
生息资产增长率	5.05	6.93	9.06	7.97
总资产增长率	4.59	6.47	9.06	7.97
存款增长率	7.02	14.87	7.00	9.00
付息负债增长率	3.88	6.50	9.77	8.02
净利息收入增长率	8.15	7.66	11.77	9.61
手续费及佣金净收入增长	10.94	15.59	27.00	27.00
营业收入增长率	13.17	14.50	11.36	13.97
拨备前利润增长率	14.18	15.83	14.03	12.43
税前利润增长率	5.13	9.44	(2.12)	8.44
净利润增长率	5.98	8.66	(2.12)	8.44
非息收入占比	27.24	27.50	31.36	34.94
成本收入比	26.66	25.77	24.00	25.00
信贷成本	1.73	1.82	2.12	2.17
所得税率	10.04	10.47	10.47	10.47
<b>盈利能力(%)</b>				
NIM	1.83	1.94	1.94	1.96
拨备前 ROAA	1.74	1.91	2.02	2.10
拨备前 ROAE	25.93	26.33	26.88	27.85
ROAA	0.92	0.95	0.86	0.86
ROAE	14.59	14.23	12.72	12.61
<b>流动性(%)</b>				
分红率	23.65	24.03	24.03	24.03
贷存比	88.82	90.93	96.88	100.44
贷款/总资产	43.72	48.29	50.48	52.83
债券投资/总资产	43.67	38.21	36.08	33.42
银行同业/总资产	3.41	5.05	6.71	7.15
<b>资本状况</b>				
核心一级资本充足率	9.30	9.47	9.56	9.73
资本充足率	12.20	13.36	13.13	13.04
加权风险资产-一般法	4,734	5,123	5,588	6,033
% RWA/总资产(%)	70.54	71.70	71.70	71.70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371