

公司研究/深度研究

2021年01月18日

银行/全国性股份制银行

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 24.21
目标价格(元): 31.29

沈娟 SAC No. S0570514040002
研究员 SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

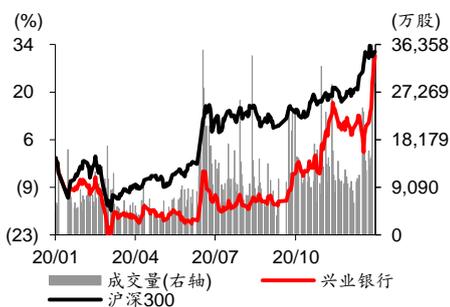
蒋昭鹏 SAC No. S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

安娜 SAC No. S0570120080111
联系人 anna@htsc.com

相关研究

- 1《兴业银行(601166 SH,买入): 净利润增速上行, 中间收入高增》2020.10
- 2《兴业银行(601166 SH,买入): PPOP 较快增长, 风险收敛显著》2020.08
- 3《兴业银行(601166 SH,买入): 规模较快增长, 资产质量良好》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

商投典范, 财富启航

兴业银行(601166)

核心观点

当前时点, 我们坚定看好兴业银行的投资机会。业绩方面, 2020 年业绩快报喜人, 为 2021 年强势修复奠定坚实基础。战略方面, 新一届管理层有望传承兴业基因与传统, 继续坚持“商行+投行”的战略主线, 并在财富管理、绿色金融方面增加更多亮点, 构建兴业银行的长期优势。估值方面, 兴业银行 PB (LF) 估值为 0.95 倍 (2021.1.18), 处于 2010 年以来的相对低位 (分位数为 35.8%), 业绩持续向好、战略稳步推进且攻守兼备有望驱动其显现估值溢价。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 3.21/3.43/3.73 元, 目标价为 31.29 元, 维持“买入”评级。

业绩可喜, 战略可期

2020 年业绩快报显示归母净利润、不良率等指标强势修复。我们预计 2021 年在资产负债结构调整、信用风险收敛、财富业务发力等因素的驱动下, 业绩有望持续向好。我们认为兴业银行新一届管理层有望继续传承兴业基因, 推动战略稳步执行。我们认为下一阶段兴业银行的战略布局可概括为以“商行+投行”为主线, 在财富管理、绿色金融方面构建增量看点。

商行+投行: 商投并进, 迎接直融时代

“商行+投行”是兴业银行战略的基石。兴业银行投行优势稳固, 债券承销规模领跑银行业, 作为发动引擎助全行业务形成生态闭环, 赋能发展。战略的三大核心为: 1) 为对公表内业务提供优质企业客户资源, 并可通过大企业客户拓展其供应链的中小企业、零售客户资源, 带动商行发展。2) 促进持有资产向管理资产的转型, 为理财业务提供优质固收类投资标的, 赋能财富管理业务。3) 助力场景建设, 提升客户粘性, 沉淀低息存款。

财富管理与绿色金融: 未来的两大新标签

财富管理和绿色金融成为新的标签可期。财富管理方面, 2020 年已升级为全行唯一的战略优先级, 且渠道和资产端的现有禀赋优越, 资产端创设优质可投资资产, 负债端通过同业、企业客户资源打开零售销售渠道。目前组织架构完成优化以突出财富管理战略地位, 后续资源大力投入可期。绿色金融方面, 兴业银行作为我国首家赤道银行, 绿色金融领跑银行业, 在落实碳达峰碳中和重大部署中有望受益明显, 绿色金融商业性有望提升。兴业银行有望在战略、资源、产品体系等多方面发力, 打造 ESG 名片。

目标价 31.29 元, 维持“买入”评级

鉴于公司信用成本边际降低, 我们预计 2020-22 年 EPS 为 3.21/3.43/3.73 元 (前次为 3.05/3.30/3.68 元), 2021 年兴业银行 BVPS 预测值为 28.45 元, 对应 PB 为 0.85 倍。可比上市银行 2021 年 Wind 一致预测 PB 均值为 0.76 倍, 我们认为兴业银行以“商行+投行”驱动高质量发展, 财富管理、绿色金融有望成为重要下一增长极, 应享受一定估值溢价, 我们给予 2021 年目标 PB 1.1 倍, 目标价由 22.56 元调至 31.29 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 经济下行持续时间超预期, 资产质量恶化超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	20,774
流通 A 股 (百万股)	19,615
52 周内股价区间 (元)	15.01-24.21
总市值 (百万元)	502,943
总资产 (百万元)	7,619,539
每股净资产 (元)	27.36

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	158,287	181,308	203,137	232,203	266,068
+/-%	13.08	14.54	12.04	14.31	14.58
归属母公司净利润 (百万元)	60,620	65,868	66,626	71,332	77,529
+/-%	5.98	8.66	1.15	7.06	8.69
EPS (元, 最新摊薄)	2.92	3.17	3.21	3.43	3.73
PE (倍)	8.30	7.64	7.55	7.05	6.49

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

当前时点推荐兴业银行的三大理由.....	4
业绩可喜，战略可期.....	5
业绩：利润重回正增长，资产质量表现优.....	5
战略：管理层继续传承，促战略稳中有进.....	6
商行+投行：商投并进，迎接直融时代.....	8
投行：承销优势稳固，创设优质资产.....	8
商行：投行优势助力，建设场景生态.....	8
财富管理：战略重视+禀赋优越，下一重要增长极.....	10
财富管理大势所趋，发力已成行业共识.....	10
同业投行基因浓厚，渠道资产禀赋突出.....	11
财富管理首位发展，2020 年小试牛刀.....	13
加快管理体系建设，将禀赋兑现为成绩.....	15
绿色金融：赤道银行先行先试，绿色金融再上层楼.....	16
碳达峰碳中和部署，绿色金融机遇显著.....	16
中国首家赤道银行，绿色金融的先行者.....	17
布局广阔占尽先机，静待下一风口来临.....	18
目标价 31.29 元，维持“买入”评级.....	20
PE/PB - Bands.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图表 1：全文框架图.....	4
图表 2：2019-2020 年兴业银行归母净利润、营业收入、PPOP 累计同比增速.....	5
图表 3：2019-2020 年兴业银行不良贷款率、拨备覆盖率.....	6
图表 4：2019-2020 年兴业银行资产、贷款、存款同比增速.....	6
图表 5：兴业银行管理层稳定性更高.....	6
图表 6：兴业银行现任管理层情况.....	6
图表 7：兴业银行前任董事长、行长情况.....	7
图表 8：兴业银行“1234”战略.....	7
图表 9：兴业银行“2234”战略.....	7
图表 10：2020 年 1-9 月兴业银行非息收入占比较高，领跑股份行.....	8
图表 11：2014-2020 年兴业银行非金融企业债券承销金融及市占率.....	8
图表 12：2020 年兴业银行承销债券行业分布.....	9
图表 13：2020 年 6 月末兴业银行对公贷款行业分布.....	9
图表 14：2016-2020H1 兴业银行供应链达标余额及其同比增速.....	9
图表 15：2008-2019 年中国高净值人群的可投资资产规模及构成.....	10

图表 16:	2016-2020H1 上市银行零售贷款占比	10
图表 17:	财富管理银行及其战略表述	11
图表 18:	2019、2020H1 上市股份行零售 AUM 规模	11
图表 19:	2020 年兴业银行位列 NAFMII 债券承销额首位	11
图表 20:	2008-2020H1 兴业银行“银银平台”客户数	12
图表 21:	2014-2020H1 钱大掌柜注册客户数	12
图表 22:	兴业银行通过银银平台连接网点下沉县域地区	12
图表 23:	2018-2020H1 兴业银行“非银资金管理云平台”客户数	12
图表 24:	2018 年兴业银行各类资产托管规模较 2014 年均有所上升	12
图表 25:	2009-2019 年兴业银行资产托管规模及市占率	13
图表 26:	兴业银行打造金融生态圈助力财富管理业务发展	13
图表 27:	2017-2020H1 兴业银行非保本理财规模及净值型理财占比	14
图表 28:	2017-2020H1 兴业银行零售财富业务收入及其同比增速	14
图表 29:	兴业银行代销财富管理产品（截至 2021 年 1 月 15 日）	14
图表 30:	兴业银行组织架构调整突出财富管理战略地位	15
图表 31:	2020 年以来绿色金融相关政策	16
图表 32:	十九大五中全会有关绿色金融表述	16
图表 33:	2018 年至 2020 年 9 月末中国绿色信贷余额	17
图表 34:	2011 年以来兴业银行绿色金融融资规模及其同比增速	17
图表 35:	2014-2019 年兴业银行绿色金融客户数及其同比增速	17
图表 36:	2020 年 6 月末绿色信贷余额及其占总贷款比例：兴业银行绿色信贷占比大幅领先其他银行	18
图表 37:	兴业银行绿色金融产品体系	19
图表 38:	关键假设及其历史数据	20
图表 39:	2010 年以来兴业银行与股份行 PB (LF) 估值	21
图表 40:	可比 A 股上市银行 PB 估值（2021/1/18）	21
图表 42:	兴业银行历史 PE-Bands	22
图表 43:	兴业银行历史 PB-Bands	22
图表 44:	报告提及公司信息	23

当前时点推荐兴业银行的三大理由

当前时点，我们坚定看好兴业银行的投资机会，主要基于以下三大理由：

一是业绩延续向好势头，战略期待稳中有进。2020 年业绩快报显示归母净利润、不良贷款率等指标强势修复，基本面多维向好。我们预计 2021 年在资产负债结构调整、信用风险收敛、财富业务发力等因素的驱动下，业绩有望持续向优。我们认为兴业银行新一届管理层有望继续传承兴业基因，推动战略稳步执行。

二是“商行+投行”战略基石稳固，期待财富管理、绿色金融成为新标签。兴业银行投行业务优势稳固，债券承销规模领跑银行业，有望不断为战略发展赋能。一是为对公表内业务提供优质企业客户资源，并可通过大企业客户拓展其供应链的中小企业、零售客户资源，带动商行发展。二是促进持有资产向管理资产的转型，为理财业务提供优质固收类投资标的，赋能财富管理业务。三是助力场景建设，提升客户粘性，为银行沉淀低息存款。2020 年财富管理业务已升级为全行唯一的战略优先级，资源大力投入可期；绿色金融为优势业务，在落实碳达峰碳中和重大决策部署中有望受益明显。财富管理、绿色金融有望成为战略新标签，驱动基本面表现持续优异。

三是估值处历史相对低位，业绩向好+战略稳步推进有望促估值修复。截至 2021 年 1 月 18 日，兴业银行 PB (LF) 为 0.95 倍，2010 年以来分位数为 35.8%，处历史相对低位。同日股份行 PB (LF) 为 0.92 倍，兴业银行仅略超行业均值水平。基本面持续向好、战略稳步推进的催化下，兴业银行 PB (LF) 估值有望修复。

图表1：全文框架图

当前时点推荐兴业银行的三大理由

理由一

业绩可喜，战略可期

业绩：利润重回正增长，资产质量表现优

战略：管理层继续传承，促战略稳中有进

理由二

商投并进持续，财富管理+绿色金融护航

商行+投行：商投并进，迎接直融时代

投行：承销优势稳固，创设优质资产

商行：投行优势助力，建设场景生态

财富管理：战略重视+禀赋优越，下一重要增长极

背景 财富管理大势所趋，发力已成行业共识

禀赋 同业投行基因浓厚，渠道资产禀赋突出

现状 财富管理首位发展，2020年小试牛刀

展望 加快管理体系建设，将禀赋兑现为成绩

绿色金融：赤道银行先行先试，绿色金融再上层楼

行业背景 碳达峰碳中和部署，绿色金融机遇显著

现状 中国首家赤道银行，绿色金融的先行者

展望 布局广阔占尽先机，静待下一风口来临

理由三

估值处历史低位，估值修复可期

资料来源：华泰证券研究所

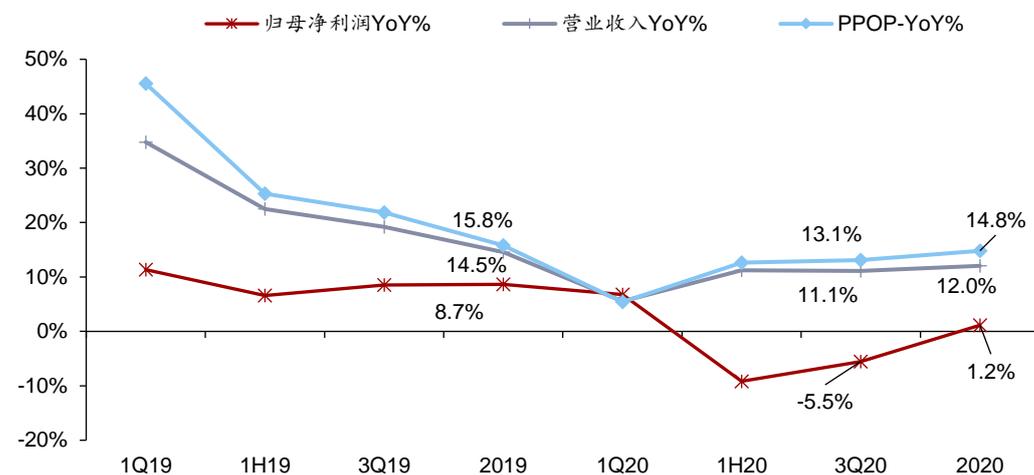
业绩可喜，战略可期

业绩延续向好势头，战略期待稳中有进。兴业银行 2020 年业绩快报落地，盈利增速修复、多维向好。我们预计 2021 年在资产负债结构调整、信用风险收敛、财富业务发力等因素的驱动下，业绩有望持续向优。我们认为兴业银行新一届管理层有望继续传承兴业基因，推动战略稳步执行。我们认为下一阶段兴业银行的战略布局可概括为以“商行+投行”为主线，在财富管理、绿色金融方面构建增量看点。

业绩：利润重回正增长，资产质量表现优

利润增速超预期回正，营收、拨备前利润双位数增长。1月14日兴业银行发布2020业绩快报，基本面多维向好，报表持续修复，我们预计在资产负债结构持续改善、严格认定不良贷款、财富管理驱动中收增长的多维因素下，2021年利润增长有望继续修复。2020年兴业银行营业收入、拨备前利润（PPOP）、归母净利润同比增速分别为12.0%、14.8%、1.2%，较2020年前三季度同比增速分别+0.9pct、+1.7pct、+6.7pct。Q4单季营业收入、归母净利润同比增速分别为15%、35%，呈现出监管压力减轻后的良好回升态势。我们认为业绩增速回正的主要驱动因素是拨备计提力度减弱和资产保持较快增长。

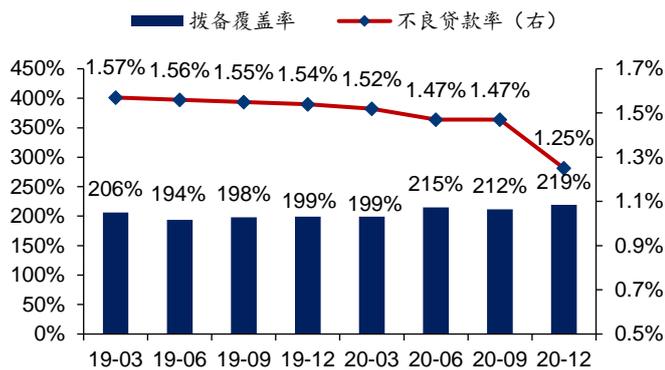
图表2：2019-2020年兴业银行归母净利润、营业收入、PPOP累计同比增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

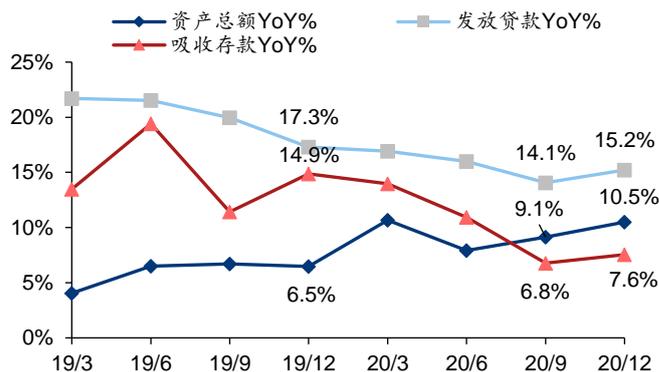
资产质量优异，资产增长提速并继续倾向贷款。在严格认定不良贷款并加大不良贷款处置力度的驱动下，2020年末不良贷款率较9月末-22bp至1.25%，创近五年新低。Q4年化信用成本降为1.51%（20Q2、20Q3分别为2.79%、1.83%），减值损失计提力度回归常态化。拨备覆盖率219%，较9月末+7pct，创近五年新高，风险抵御能力进一步加强。资产增长提速并继续倾向贷款，2020年末总资产、贷款、存款分别同比+10.5%、+15.2%、+7.6%，较Q3末+1.4pct、+1.1pct、+0.8pct，存款后续有望受益于场景圈的建设而较快增长。

图表3：2019-2020年兴业银行不良贷款率、拨备覆盖率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表4：2019-2020年兴业银行资产、贷款、存款同比增速

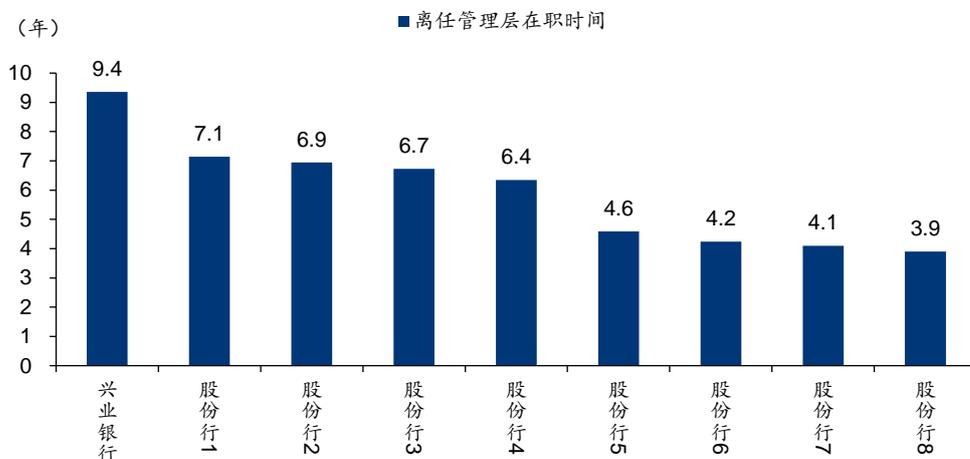


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

战略：管理层继续传承，促战略稳中有进

新任管理层有望传承兴业基因，推动战略稳中有进。兴业银行从福建走向全国，机制和业务均打上鲜明标签，成为股份制银行龙头之一的重要原因在于领导班子的长期稳定。前任董事长高建平、前任行长李仁杰分别在任19年、14年，离任管理层平均在职时间为上市股份制银行最长。李仁杰行长于2016年退休，现任行长陶以平就任并提出“商行+投行”战略，体现了兴业基因的传承。高建平董事长于2019年9月退休，陶以平行长兼任董事会临时负责人。我们认为兴业银行下一任管理层落地在即，有望坚守兴业基因，推动战略不偏不倚、稳中有进，驱动兴业银行更快发展转型。

图表5：兴业银行管理层稳定性更高



注：管理层包括董事长、执行董事、行长、副行长、董秘、行长助理；统计时间区间为2005-2020年

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表6：兴业银行现任管理层情况

姓名	职位	年龄	任职时长	过往履历
陶以平	董事会临时负责人、行长	58	5年	中国银行
蒋云明	监事会主席	56	11年	兴业证券；兴业银行副行长
陈锦光	董事、副行长	60	9年	兴业银行上海、宁波、成都、北京分行；分管零售业务
陈信健	董事、副行长、董事会秘书	54	7年	福建省政府办公厅；福建省财政厅；分管对公业务
孙雄鹏	副行长	54	5年	兴业银行泉州、漳州、厦门、福州分行；分管金融市场业务

注：任职时长自担任兴业银行管理层之日起算

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

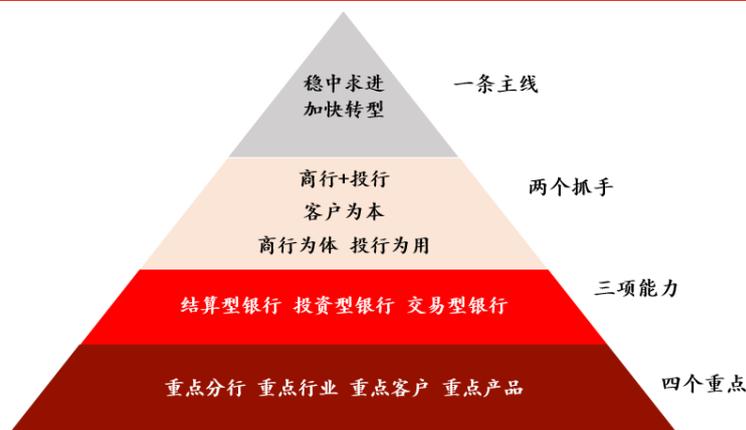
图表7：兴业银行前任董事长、行长情况

姓名	职位	任期	任职时长	任期结束时年龄	过往履历
高建平	董事长	2000年9月至2019年9月	19年	60	兴业银行上海分行行长、总行副行长
李仁杰	行长	2002年6月至2016年2月	14年	61	央行；长城证券董事长；兴业银行深圳分行行长、总行副行长

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

“大投行、大资管、大财富”是战略的关键词，新增关注财富管理与绿色金融。兴业银行2016年开始推进五年规划，并于2018年形成较为完善的“1234”战略体系。在此基础上，2019年进一步形成了“2344”战略体系，以“商行+投行”为抓手，优化表内外两个布局，构建三大金融生态圈，以提升结算型、投资型、交易型银行三项能力。兴业银行债券承销实力雄厚，NAFMII承销金额领跑，投行能力与商行能力形成了良好互补。兴业银行未来的三大关键词是“大投行、大资管、大财富”，兴业银行的“商行+投行”战略特色详见2020年2月27日发布的报告《市场化典范，时代弄潮儿》。我们认为财富管理、绿色金融是下一步主要增量看点，财富管理具有战略首位度，资源大力投入可期；绿色金融是优势业务，在落实碳达峰碳中和重大决策部署中有望受益明显。

图表8：兴业银行“1234”战略



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表9：兴业银行“2234”战略



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

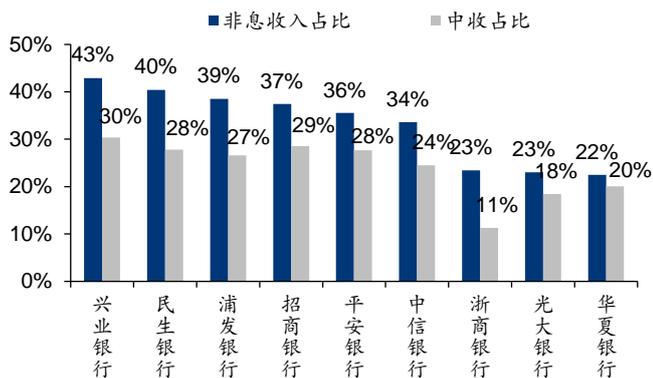
商行+投行：商投并进，迎接直融时代

投行业务优势稳固，作为发动引擎助全行业务形成生态闭环。兴业银行投行业务优势稳固，债券承销规模领跑银行业，直接融资不断发展的大背景下，有望不断为战略发展赋能。一是为对公表内业务提供优质企业客户资源，并可通过大企业客户拓展其供应链的中小企业、零售客户资源，带动商行发展。二是促进持有资产向管理资产的转型，为理财业务提供优质固收类投资标的，并赋能财富管理业务。三是助力场景建设，提升客户粘性，为银行沉淀低息存款。

投行：承销优势稳固，创设优质资产

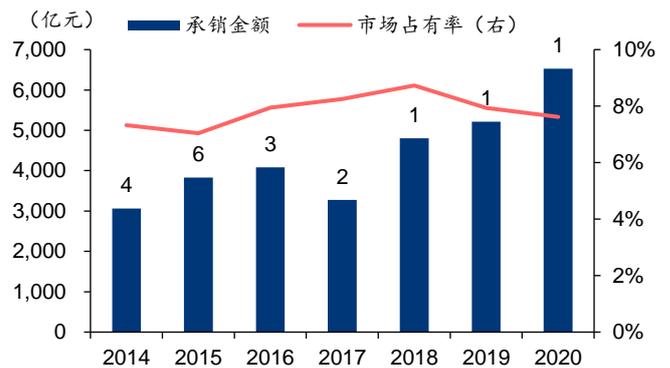
债券承销业务优势稳固，投行业务版图不断扩大。投行业务为兴业银行的传统优势，非金融企业债券承销规模一直处于市场领先水平。2020年兴业银行债券承销业务规模达到6527亿元，蝉联市场第一，连续9年领跑股份行。除债券承销业务外，兴业银行积极布局投行业务增长点，在境外债券承销、绿色金融债、债券证券化、债转股、国企混改、并购重组等方面均取得较大进展，并探索搭建“统一销售平台”，通过客户经营数据，发现其经营难点、痛点，为其提供综合金融解决方案。2017年以来，虽然投行业务直接贡献中收占比降低，但非息收入占比一直保持高位，如通过为理财业务提供优质固收类资产带动其发展。2020年1-9月，兴业银行非息收入占比43%，位于上市股份行首位。

图表10：2020年1-9月兴业银行非息收入占比较高，领跑股份行



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表11：2014-2020年兴业银行非金融企业债券承销金融及市占率



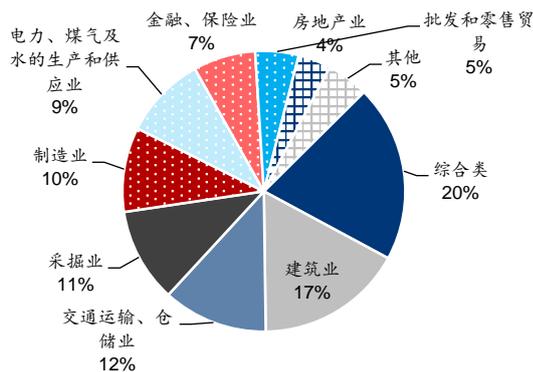
注：标注数字为市场排名，统计口径为NAFMII

资料来源：Wind，华泰证券研究所

商行：投行优势助力，建设场景生态

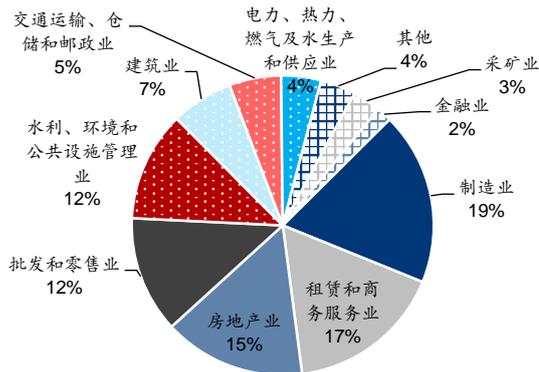
聚焦重点客户，投贷联动促进商行发展。投行业务为兴业银行提供优质企业客户资源，带动对公贷款业务发展。兴业银行承销债券行业占比最高的综合类客户多数为城投企业，往往涉及投贷联动模式，兴业银行因此获得优质企业客户。从承销债券和对公贷款行业分布来看，二者有一定同质性和互补性。虽然制造业、基建类行业占比均较高，但交通运输、建筑业和采掘业等以国有企业为主的大型客户，更加偏爱直接融资渠道，通过兴业银行发债直接融资的占比更高。大型企业通过直接融资渠道可“节约”兴业银行表内信贷额度，兴业银行可投向相对轻资本、高收益的零售业务，助力零售转型。

图表12：2020年兴业银行承销债券行业分布



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

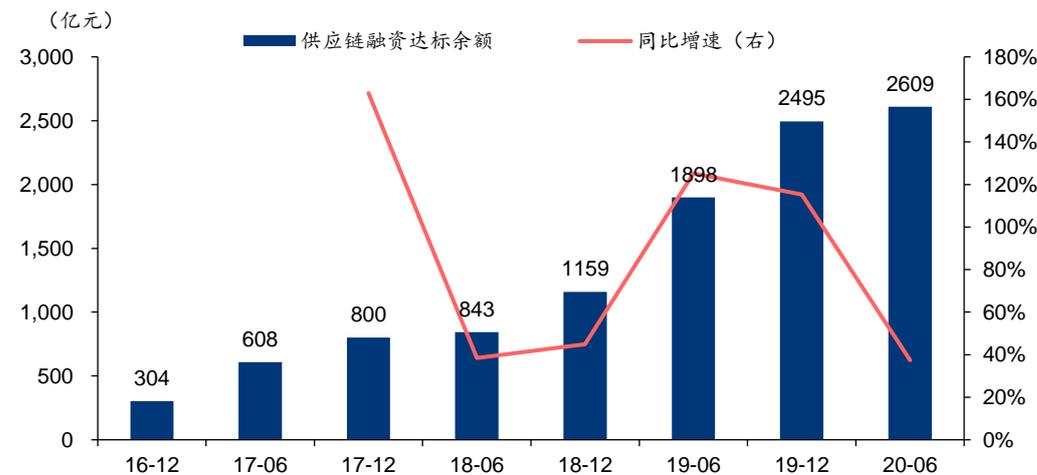
图表13：2020年6月末兴业银行对公贷款行业分布



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

打造对公场景生态圈，“以大获小”增加客户粘性。除贷款业务外，兴业银行还可拓展工资代发、供应链金融等商行业务。目前兴业银行注重打造医疗、教育、交通、住建等生活场景，一方面可通过大企业供应链拓展上下游客户，2020年6月末，供应链融资达标余额超过2600亿元，同比+37%，通过484家核心企业客户，拓展5621家上下游客户；另一方面，可通过工资代发、结算等业务拓展零售客户，2020年6月末零售客户超8000万户，同比+11%，并可进一步拓展财富管理业务。

图表14：2016-2020H1 兴业银行供应链融资达标余额及其同比增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

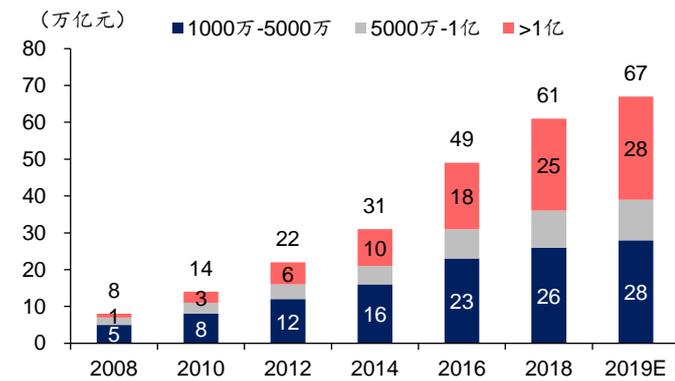
财富管理：战略重视+禀赋优越，下一重要增长极

财富管理战略级别高、禀赋优越，有望成为下一增长极。兴业银行对公和同业客户基础是财富管理发力的前提。一是资产端的禀赋突出。投行业务优势为资管产品创设优质资产，同业客户资源也可提升兴业银行的权益投研能力，并提供多元的优质代销产品。二是具有拓展零售客户的基础。同业、企业客户资源可助兴业银行打开零售销售渠道，具有寻找客户的良好禀赋。未来零售销售渠道建设有望再加码，助财富管理业务腾飞。三是组织架构优化，突出财富管理战略地位。

财富管理大势所趋，发力已成行业共识

银行发力财富管理是外部环境的驱动，也是自身发展的需要。外部方面，早在2020年初银保监会就提出“促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金”，双循环背景下，居民财富有望逐步向多元金融资产配置转移，促使银行发力财富管理和私人银行。内部方面，财富管理是银行向轻资本转型和零售转型的重要发力点之一。在利率市场化、让利实体经济的背景下，银行利差收入收窄，促使银行转向轻资本业务。同时，在经济下行压力加大、对公业务不景气的背景下，银行开始主动谋求零售业务转型。2021年初房地产贷款集中度管理制度下发后，通过按揭贷款发展零售业务将受到监管限制，零售业务转型渠道受阻。而财富管理业务可增强零售客户粘性，沉淀零售活期存款，推动银行零售转型。

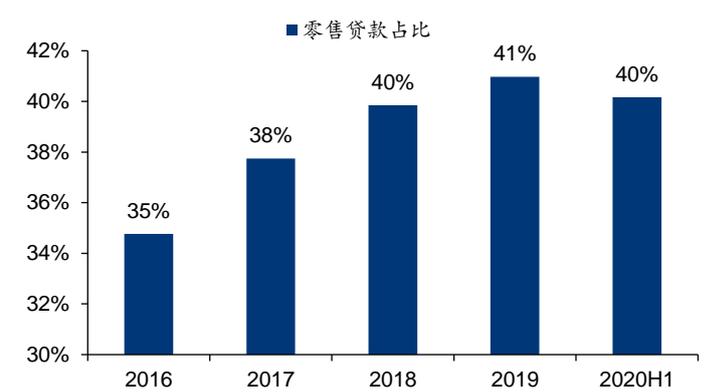
图表15：2008-2019年中国高净值人群的可投资资产规模及构成



注：高净值人群是指可投资资产超过1000万元人民币，超高净值人群是指可投资资产超过1亿元人民币

资料来源：招商银行发布的《中国私人财富报告（2019）》，华泰证券研究所

图表16：2016-2020H1上市银行零售贷款占比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

银行已对发展财富管理形成共识，唯禀赋和能力积累上存在差异。内外部驱动下，各大银行均着手发力财富管理业务，部分已将财富管理列为银行的核心战略与重要标签。部分银行财富管理业务已脱颖而出，如建立了先发优势的财富管理领先者招商银行，凭借客户分层经营和金融科技实力不断巩固优势；再如在科技引领、集团鼎力支持下实现快速追赶的平安银行等。此外，明确财富管理发展方向的银行还有交通银行、光大银行等，我们认为客群基础、产品体系、专业团队、管理机制、配置能力等均为财富管理业务的重要禀赋。

图表17： 财富管理银行及其战略表述

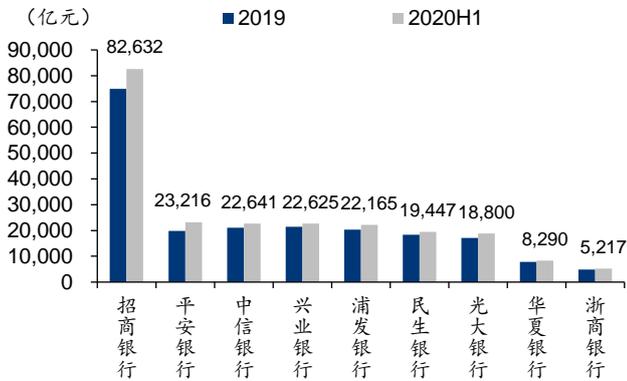
银行	财富管理的战略表述
工商银行	以打造全面领先的“第一私人银行”为目标，巩固品牌和规模优势，为客户提供具有综合竞争力的全市场遴选产品以及全方位服务。
中国银行	本行加快发展财富管理与私人银行业务，推动各项业务创新转型，全面提升客户服务能力。围绕客户财富管理需求，构建全市场产品遴选平台，提升资产配置能力。
交通银行	本集团的战略目标是“建设具有财富管理特色和全球竞争力的世界一流银行”。
招商银行	高效推动协同战略。打造“财富管理-资产管理-投资银行”业务拓展协同体系，建立 B2B2C 的客户联动经营协同体系，构建行内外、跨条线的数据共享协同体系。通过强化客群拓展与经营、产品创设和精细化管理能力，保持财富管理业务的差异化领先优势。
兴业银行	构建“大投行、大资管、大财富”业务版图，通过财富云、机构投资交易平台、钱大掌柜等产品不断提升线上销售能力。
光大银行	本行将聚焦“打造一流财富管理银行”战略愿景，加快财富管理转型。
平安银行	私行财富秉持资产配置理念，打造 1 名私行金融顾问加 N 个专家团队的“1+N”线上线下经营模式，推动实现私行客户服务半径及专业程度的最优化。
宁波银行	公司坚持专业经营理念，持续加大各项资源投入，全面实施财富管理新体系，加快推动财富管理业务的转型发展。
青岛银行	本行财富管理暨私人银行业务坚持“以客户为中心、以市场为导向”的经营服务理念，不断丰富投资工具，全方位为客户提供理财规划和资产配置服务，满足客户日益丰富的财富管理需求。

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

同业投行基因浓厚，渠道资产禀赋突出

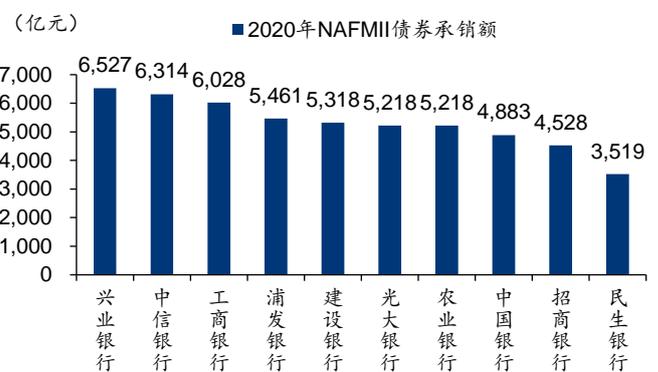
财富管理禀赋突出，同业和投行业务优势奠定发展基础。2020H1 末兴业银行零售 AUM 为 2.26 万亿元，处于上市股份行第二梯队。我们认为兴业银行发展财富管理业务的禀赋突出，尤其体现在资产端，战略重视后财富管理业务有望实现快速跨越。**一是投行业务优势为财富管理业务创设优质资产，寻找资产的能力突出。**兴业银行投行业务优势显著，在此基础上，兴业银行通过投行生态圈，与券商、PE 机构深度合作，挖掘优质资产，为客户提供综合金融解决方案。投行的业务优势为兴业银行理财业务提供了优质可投资产，赋能财富管理业务。

图表18： 2019、2020H1 上市股份行零售 AUM 规模



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表19： 2020 年兴业银行位列 NAFMII 债券承销额首位

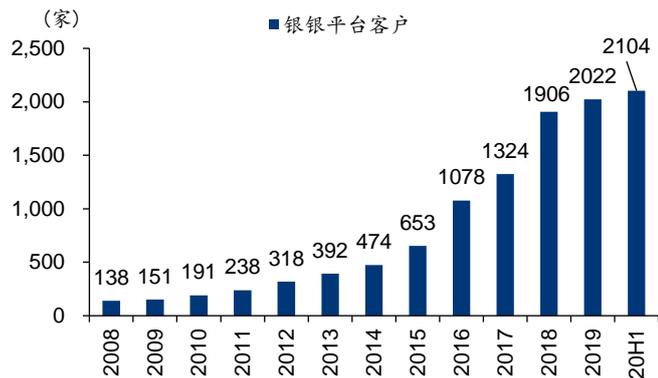


资料来源：Wind，华泰证券研究所

二是同业客户资源丰富，寻找客户的能力显著。兴业银行同业业务在经历十年黄金发展期后，虽然同业业务发展受到监管限制，但同业客户资源仍可为财富管理业务赋能，寻找客户的能力突出。目前兴业银行与 90% 以上的同业机构保持合作关系。

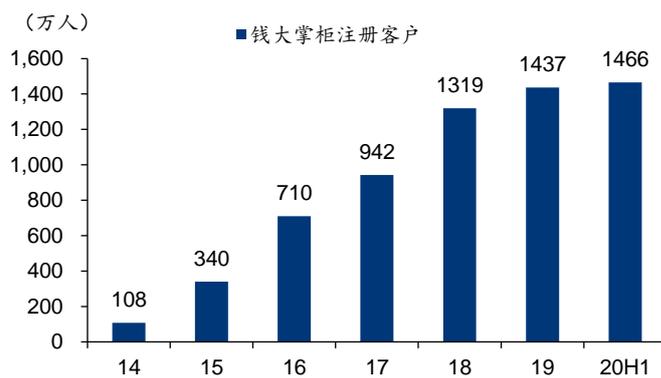
银行客户方面，2016 年兴业银行提出了银银平台发展规划，支持财富管理发展为其中重要的一项，主要通过钱大掌柜、财富云等产品。兴业银行对行内财富管理业务进行整合，形成了一个面向各合作银行的综合财富管理平台——“钱大掌柜”。**一方面通过代销同业理财产品销售提升代理收入。**截至 2020 年 6 月末，“钱大掌柜”平台已引入 59 家银行理财产品，注册客户 1466 万人。**另一方面，推广“财富云”模式，与 18 家省联社达成合作。**兴业银行将“钱大掌柜”中优质丰富的财富管理产品与中小银行柜面网点、手机银行等销售渠道对接，打开兴业银行财富管理销售的零售渠道，深入三四线城市、县域及以下地区，通过同业客户资源打开零售销售渠道。

图表20: 2008-2020H1 兴业银行“银银平台”客户数



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表21: 2014-2020H1 钱大掌柜注册客户数



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

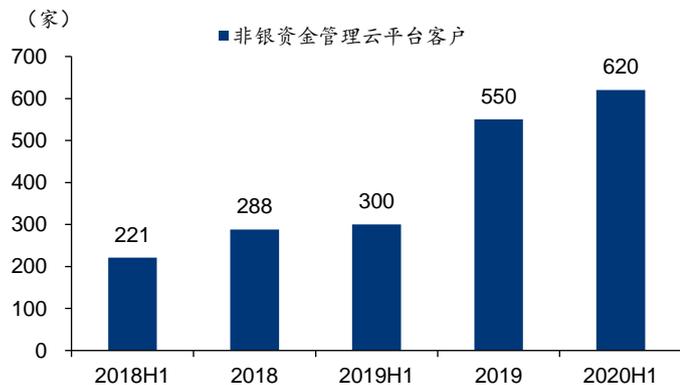
图表22: 兴业银行通过银银平台连接网点下沉县域地区

序号	合作银行	分类	合作网点	所属区域
1	吉林省农村信用社联合社	农信社	672	东北
2	江苏江南农村商业银行	农商行	223	长江三角洲
3	内蒙古自治区农村信用社联合社	农信社	133	中部地区
4	九江银行	城商行	85	中部地区
5	邯郸银行	城商行	70	环渤海地区
6	重庆三峡银行	城商行	69	西部
7	青海银行	城商行	60	西部
8	丹东银行	城商行	60	东北
9	阜新银行	城商行	53	东北
10	莱商银行	城商行	51	环渤海地区

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

非银客户方面, 在资金结算、资产托管等方面合作密切, 为财富管理领域合作打下基础。受益于较强的流动性管理能力, 兴业银行与非银机构保持密切合作关系, 为非银机构提供资金结算、资产交易、资金撮合、资产托管等服务, 客户粘性较强。截至2020年6月末, 兴业银行为非银机构打造的资金管理云平台客户数超过620家。2019年末, 兴业银行资产托管规模超过12万亿元, 位列全行业第5, 涉及理财、信托、券商资管、基金等多类产品。而受益于线上同业渠道建设, 兴业银行在线托管产品数量位列全行业第一。与非银机构的密切合作为双方在财富管理领域的合作打下坚实基础。一方面, 公募基金等机构为兴业银行提供具有竞争力的产品, 产品的高收益对零售客群的吸引力强。另一方面, 借助非银机构的投研能力, 可补齐兴业银行权益投资的短板, 为理财子公司未来发展助力。

图表23: 2018-2020H1 兴业银行“非银资金管理云平台”客户数



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

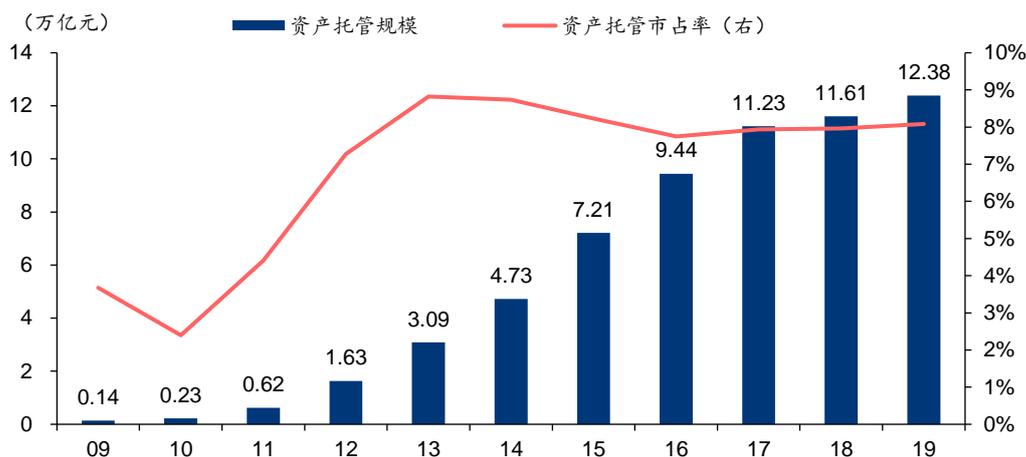
图表24: 2018年兴业银行各类资产托管规模较2014年均有所上升



注: 2019年已不更新此口径数据

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表25： 2009-2019年兴业银行资产托管规模及市占率



资料来源：中国银行业协会，公司财报，华泰证券研究所

财富管理首位发展，2020年小试牛刀

打造金融生态圈，助力财富管理发展。2020年兴业银行将财富管理定为唯一的战略优先级，加大资源投入，通过打造场景、投行、投资三大生态圈，发力财富管理业务。**场景生态圈**在具有优势的对公、同业领域发力，通过发展工资代发、理财代销等业务拓展零售客户。**投行生态圈**则进一步提升资产挖掘能力，为财富管理业务提供优质资产。**投资生态圈**则以理财子公司为发力主体，借助兴业银行、投研机构的资源进行发展，提升固收、权益资产投资能力的同时，代销其他机构优质财富管理产品，丰富自身财富管理产品体系。

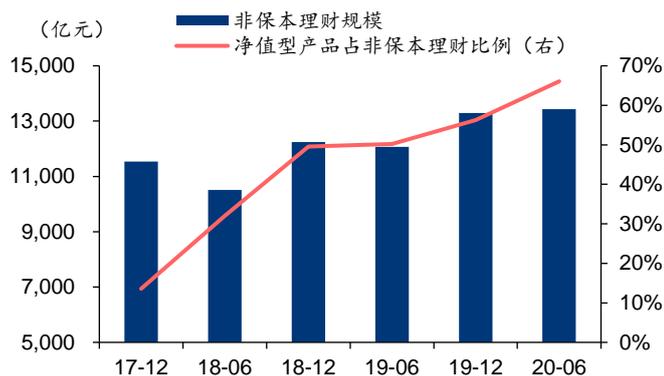
图表26： 兴业银行打造金融生态圈助力财富管理业务发展



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

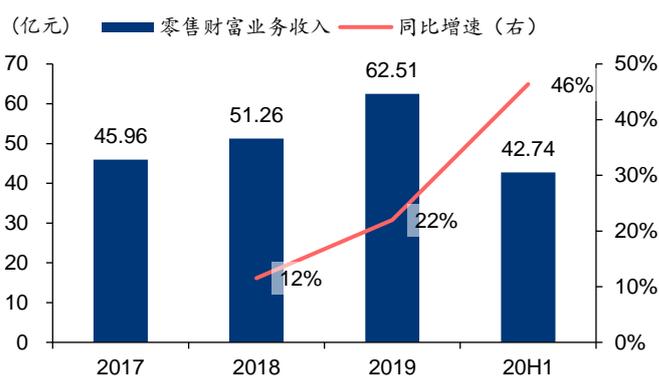
理财转型稳步推进，零售财富收入快速增长。战略支持下，兴业银行理财业务转型稳步推进，截至2020年6月末，兴业银行非保本理财规模达到1.3万亿元，净值型理财产品占比达到66%，理财转型进度较快。借助投资生态圈，兴业银行理财产品收益率有较强的竞争力，截至2020年10月末，其含权益类投资的理财产品（含理财子公司产品）收益率高于股份行均值水平。代销业务方面，产品体系较为丰富，包括公募基金、他行理财、券商资管、信托、保险等。2020年上半年，兴业银行代理基金产品、净值型理财产品销售额分别同比+333%、+127%，驱动代销占零售财富收入比例由2019年的45%提升至54%。理财转型叠加代销业务的驱动下，零售财富业务收入快速增长，2020年上半年兴业银行零售财富收入43亿元，同比+46%。

图表27： 2017-2020H1 兴业银行非保本理财规模及净值型理财占比



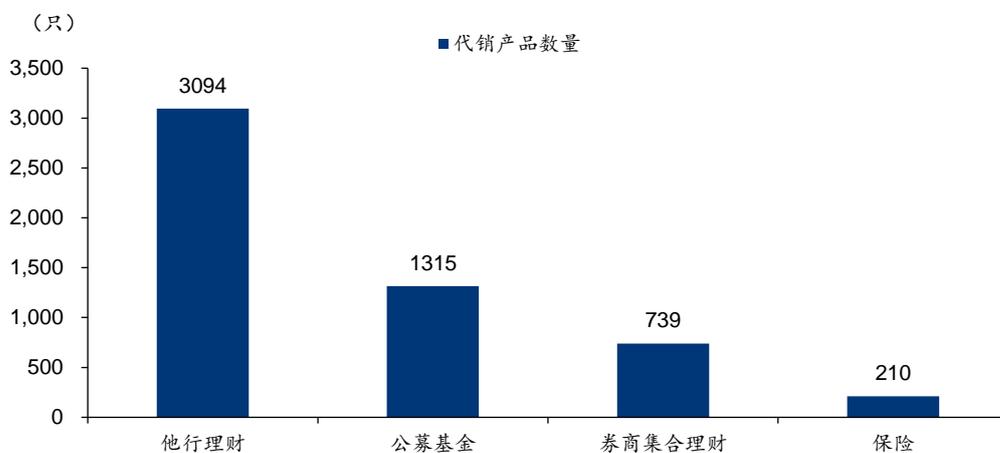
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表28： 2017-2020H1 兴业银行零售财富业务收入及其同比增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表29： 兴业银行代销财富管理产品（截至2021年1月15日）



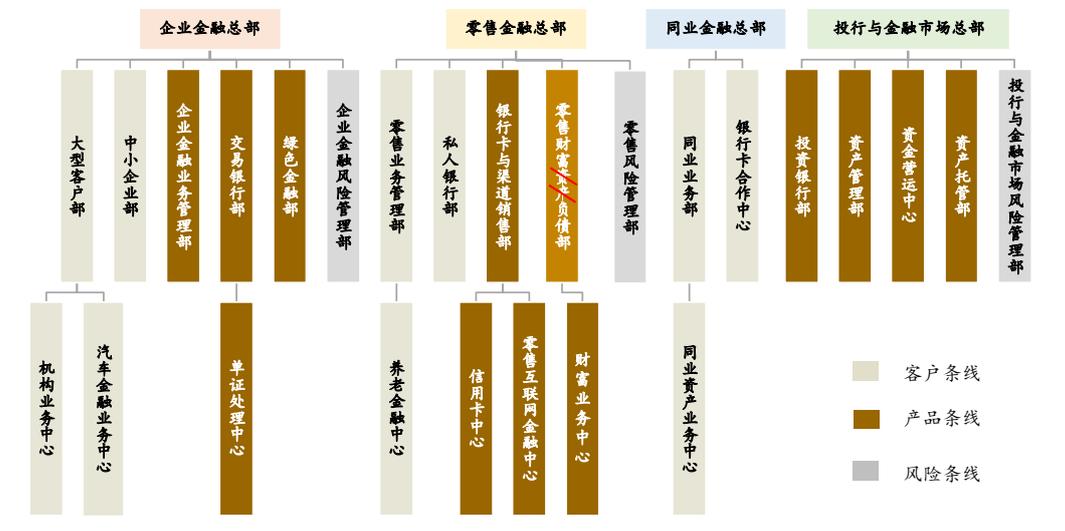
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

加快管理体系建设，将禀赋兑现为成绩

新阶段财富管理重在培育团队与销售能力，促零售财富更好发展。新管理层上任后，有望继续保持财富管理业务的战略优先级地位，并持续加大资源投入以加快财富管理业务发展。兴业银行的资管业务一直保持较强的竞争力，且对公和同业客户拓展能力显著。战略重视后，零售渠道建设有望顺利推进。

我们认为未来零售渠道的建设或主要通过三方面：其一，同业客户和对公客户继续赋能。通过同业客户渠道进一步拓展低线城市及县域地区零售客户；通过加强医疗、教育等场景建设获客、活客。其二，招聘零售销售经理，并提升其销售能力。兴业银行零售销售经理占比较其他零售型股份行有较大差距，未来可通过招聘快速扩大零售销售产能，并通过培训提升零售经理的人均产能。其三，组织架构调整以突出财富管理战略地位。目前财富业务中心仅为零售金融总部下设的二级部门，近期兴业已将其对应的一级部门由“零售资产负债部”更名为“零售财富资产负债部”，以体现财富管理在全行的战略地位。

图表30：兴业银行组织架构调整突出财富管理战略地位



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

绿色金融：赤道银行先行先试，绿色金融再上层楼

兴业银行深耕绿色金融，有望受益于政策红利而再上一层楼。为落实碳达峰碳中和重大决策部署，绿色金融迎来发展良机，行业成长空间广阔。兴业银行作为我国首家赤道银行，深耕绿色金融领域 15 年，绿色金融业务领跑银行业，政策支持下，其绿色金融业务有望再上一层楼。政策层面，绿色金融优惠政策有望持续出台，提升绿色金融的商业性。战略层面，绿色金融有望成为全行的战略重点，获得更多的资源支持（如表内信贷额度），进一步打造 ESG 名片。业务层面，除表内信贷外，还可通过表外渠道发展绿色金融业务，产品体系有望进一步完善。

碳达峰碳中和部署，绿色金融机遇显著

绿色金融行业覆盖面较广，体系建设不断完善。绿色金融指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，覆盖行业面较广，主要包括环保、节能、绿色交通等行业，可通过绿色信贷、绿色债券、绿色保险等金融工具提供支持。自 2016 年起，构建绿色金融体系的措施不断完善。国务院先后于六省（区）九地设立绿色金融改革创新试验区，央行颁布一系列政策，促进绿色金融的发展，如纳入 MPA 考核、纳入 MLF 担保品范围等。

落实碳达峰碳中和重大决策部署，绿色金融迎来发展良机。2020 年 9 月，习近平总书记提出关于碳达峰碳中和的目标，十九届五中全会也在 2035 年远景目标、“十四五”经济发展目标中对绿色发展有重要阐述。中央积极落实重大决策部署，中央经济工作会议强调“加大对绿色发展的支持”，央行 2021 年工作会议中将绿色金融体系建设列为重点工作之一。截至 2020 年 9 月末，中国绿色贷款余额超过 11 万亿元，居世界第一；绿色债券余额 1 万多亿元，居世界第二，在绿色金融领域已有较好基础。我们认为在政策支持下，绿色金融迎来发展良机，行业成长空间广阔。

图表31：2020年以来绿色金融相关政策

时间	事件/文件主要内容
2020年9月22日	国家主席习近平在联合国大会上表示，中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，争取在2060年前实现碳中和。
2020年10月29日	中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》
2020年12月16日	中央经济工作会议确定，做好碳达峰、碳中和工作是明年要抓好的重点任务之一，加大对绿色发展的金融支持。
2021年1月4日	财政部《商业银行绩效评价办法》将绿色信贷占比纳入考核。
2021年1月4日	中国人民银行工作会议指出，要落实碳达峰、碳中和重大决策部署，完善绿色金融政策框架和激励机制，做好政策设计和规划，引导金融资源向绿色发展领域倾斜。

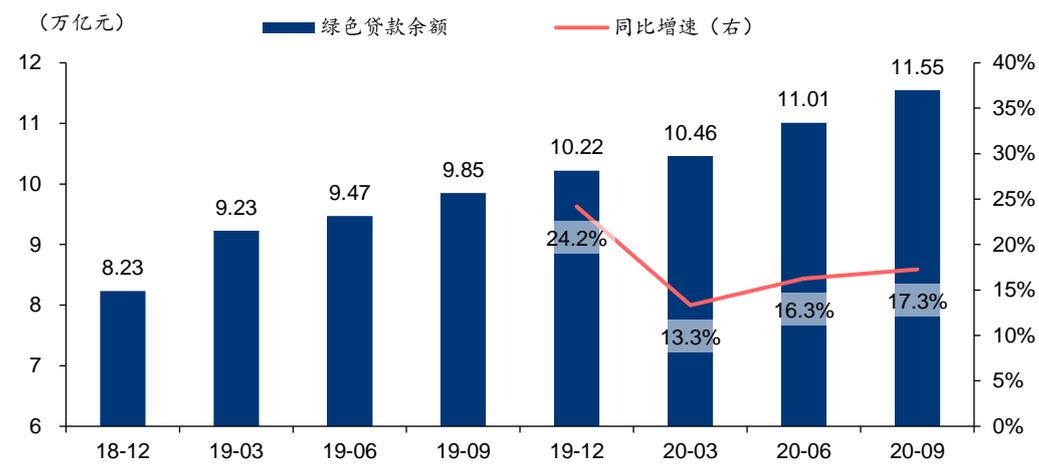
资料来源：国务院，中国人民银行，财政部，华泰证券研究所

图表32：十九大五中全会有关绿色金融表述

重点	绿色金融相关表述
2035年远景目标	广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现。
“十四五”发展目标	生态文明建设实现新进步，国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善。
指导思想	坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念。
新时期发展12大主张	推动绿色发展，促进人与自然和谐共生

资料来源：国务院，华泰证券研究所

图表33： 2018年至2020年9月末中国绿色信贷余额



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

中国首家赤道银行，绿色金融的先行者

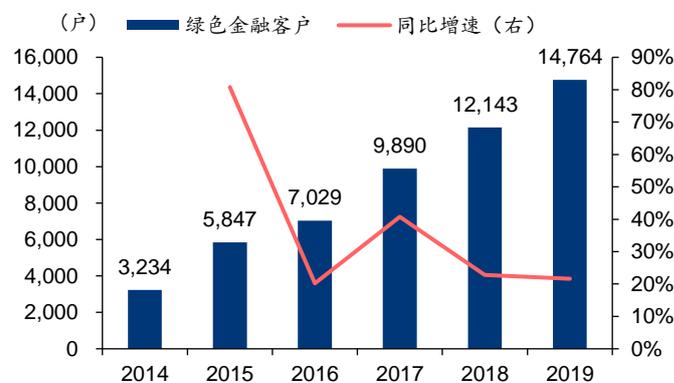
绿色金融先行者，打造 ESG 名片。2006 年兴业银行推出国内首款节能减排贷款，成为绿色金融领域先行者。2008 年兴业银行成为首家赤道银行，此后一直发力绿色金融。2019 年末，兴业银行绿色金融资产占总资产比例达到 14.1%，绿色金融融资余额、绿色金融客户数均超过万亿，提前 1 年完成 2016 年制定的绿色金融“两个一万”中期发展目标。兴业银行绿色金融业务发展获得多方肯定，曾多次被《亚洲货币》评为“年度最佳绿色金融银行”，且 2019 年其 MSCI ESG 评级被提升为国内银行业最高的 A 级。

图表34： 2011年以来兴业银行绿色金融融资规模及其同比增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

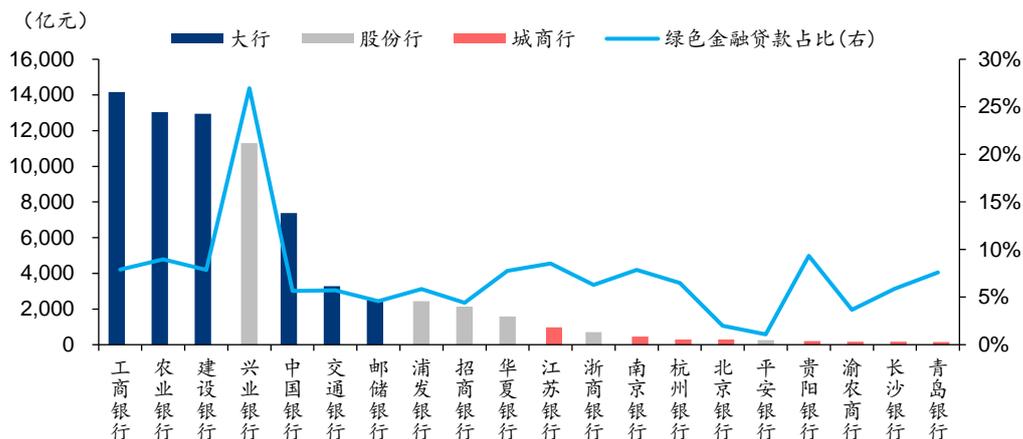
图表35： 2014-2019年兴业银行绿色金融客户数及其同比增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

战略、资源、科技赋能，奠定绿色金融领先地位。兴业银行绿色金融业务快速发展，离不开战略、资源、科技三个方面的支持。战略方面，兴业银行一直将绿色金融作为重点业务之一，持续强化 ESG 管理体系建设，依托集团联动机制，协同推进绿色金融业务，满足客户融资需求。资源方面，绿色金融部为企业金融总部下设一级部门，30 家分行均设立绿色金融部，并配备 200 名绿色金融专职人员，且全行在员工绩效考核、信贷额度、审批授信等方面均对绿色金融给予特殊支持。科技方面，兴业银行开发了国内首套绿色金融专业系统——“点绿成金”系统，用于提高绿色金融项目识别、客户服务效率和营销精准度，降低管理成本，提升绿色金融的商业性。

图表36： 2020 年 6 月末绿色信贷余额及其占总贷款比例：兴业银行绿色信贷占比大幅领先其他银行



注：中国银行、平安银行、南京银行、北京银行均为 2019 年末绿色信贷数据，兴业银行为绿色融资数据，假设绿色信贷占绿色融资比例为 90%

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

布局广阔占尽先机，静待下一风口来临

战略持续支持，内外部同时发力。兴业银行有望继续保持绿色金融在全行的战略地位，内部不断完善产品体系，外部有望受益于绿色金融优惠政策，绿色金融商业性有望提升；同时对外输出成功经验，带动行业发展以扩大成长天花板。

绿色贷款风险权重或下调，加强表外产品建设。兴业银行绿色信贷产品丰富，其中“绿创贷”与以撬动社会资本的方式降低客户融资成本，已成为兴业银行绿色金融的拳头产品。兴业银行绿色贷款定价与对公贷款无显著差异，不良率仅为 0.37%左右（2020 年 6 月末为全行不良率的 1/4），绿色金融风险较为可控，综合收益较高。政策支持下，绿色金融优惠政策有望不断出台。中国人民银行发布的《绿色金融发展报告（2018）》中提到可适当降低绿色贷款的风险权重，若绿色信贷的资本占用降低，假设兴业银行绿色信贷占绿色融资比例为 90%，若绿色贷款风险权重由 100%降低至 75%，则以 2020 年 6 月末加权风险资产计算，资本充足率可上升 62bp。

此外，兴业银行通过自身投行、金融市场及集团优势发展绿色债券承销、绿色债券投资、绿色信托、绿色理财、绿色研究等业务，满足客户多元融资和咨询需求。受限于绿色金融项目期限较长（一般为 20-30 年），通过表外融资渠道较难对接长线资金。但随着全球对绿色金融的重视，部分国际的主权基金或为可选投资者，另一方面绿色金融资管产品也符合养老产品“长期限、低波动”的投资需求，可助力兴业银行发展养老理财。

图表37： 兴业银行绿色金融产品体系

创新自有产品	子公司联动
<p>信贷产品：“绿创贷”“环保贷”“节水贷”“绿色供应链”“绿色经营贷”</p>	<p>兴业租赁：20H1绿色租赁资产338亿元，绿色出行、节能减排、清洁能源、水环境治理、土壤治理、资源循环六大产品</p>
<p>多元业务：绿色债券承销、绿色债券投资、绿色资产证券化、绿色理财、碳资产售出回购</p>	<p>兴业基金：债券投资、股票定增、产业基金、资产证券化</p>
<p>拓展资金：发行境外绿色金融债，完成双币种发行、双交易所上市、跨时区定价</p>	<p>兴业信托：20H1绿色信托538亿元，绿色信托融资、绿色并购投融资、绿色股权投资、产业基金、资产证券化、债券投资</p>
	<p>兴业理财：推出“中债-兴业绿色指数”，发行绿色发展领域的理财产品</p>

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

通过“银银生态”、“银政生态”推动行业发展，打开成长天花板。兴业银行在绿色金融领域的实践经验、研究水平均处同业领先地位，不断对外输出成功经验，为自身业务发展进一步打开成长天花板。兴业银行与湖州银行、九江银行等 20 家银行签署绿色金融合作协议，并为江苏银行等众多银行提供绿色金融服务，带动区域性银行发展绿色金融业务。此外，兴业银行与浙江、江西、贵州等九省签署绿色金融战略合作协议，带动当地绿色发展的同时，扩大自身业务成长空间。

目标价 31.29 元，维持“买入”评级

兴业银行步入发展新阶段，战略升级驱动基本面多维向好。业绩方面，2020年业绩快报喜人，为2021年进一步修复奠定坚实基础。战略方面，新一届管理层有望传承兴业基因与传统，继续坚持“商行+投行”的战略主线，并在财富管理、绿色金融方面增加更多亮点，构建兴业银行的长期优势。我们预计2020-2022年公司归母净利润同比增速分别为1.2%、7.1%、8.7%，EPS分别为3.21、3.43、3.73元，盈利预测主要基于以下假设：

1.生息资产较快增长。兴业银行2020年持续加大支持实体经济力度，2020年总资产同比增速达10.5%，贷款同比增速达到15.2%，贷款有望带动生息资产同比增速保持较高水平。2021-2022年在高基数影响下，贷款同比增速略有下滑，但仍有望保持较高水平。三大金融生态圈的建设有助于沉淀活期存款，2021-2022年存款有望稳步增长。我们预计2020-2022年生息资产同比增速为11.0%、10.8%、10.5%，贷款同比增速为15.2%、14.4%、13.4%，存款同比增速为7.6%、11.6%、12.1%。

2.息差有收窄压力。受疫情影响，银行向实体经济让利，LPR定价下行趋势决定了生息资产收益率收窄，我们测算2020年1-9月生息资产收益率为4.29%，我们预计未来生息资产收益率将进一步下降，我们预测2020-2022年生息资产收益率为4.27%、4.23%、4.20%。2021年同业负债成本较2020年或有一定上行，但存款成本有望受益于结构性存款压降、财富管理战略推进而逐步改善，我们测算2020年1-9月计息负债成本率为2.44%，我们预计计息负债成本率稳中有降，我们预测2020-2022年计息负债成本率为2.44%、2.42%、2.41%。我们测算2020年1-9月净息差为1.75%，我们预测2020-2022年净息差分别为1.74%、1.72%、1.71%。

3.中间业务收入较快增长。2020年前三季度兴业银行手续费及佣金净收入同比增速为27.4%，主要受益于信用卡手续费收入的恢复、以及财富管理战略的推进。当前兴业银行财富管理业务仍处起步阶段，未来有望保持高速增长。我们预测2020-2022年手续费及佣金净收入同比增速为24.0%、22.0%、20.0%。

4.不良贷款率下降，信贷成本上升。2020年末兴业银行不良率为1.25%，较9月末-22bp。兴业银行严格认定不良贷款，且不良贷款处置力度较强，我们预测2020-2022年末不良贷款率有望继续改善，分别为1.25%、1.23%、1.20%。公司拨备计提力度仍较强，为提升风险抵御能力，我们预计2020-2022年信贷成本继续上升，分别为2.33%、2.47%、2.58%。

图表38：关键假设及其历史数据

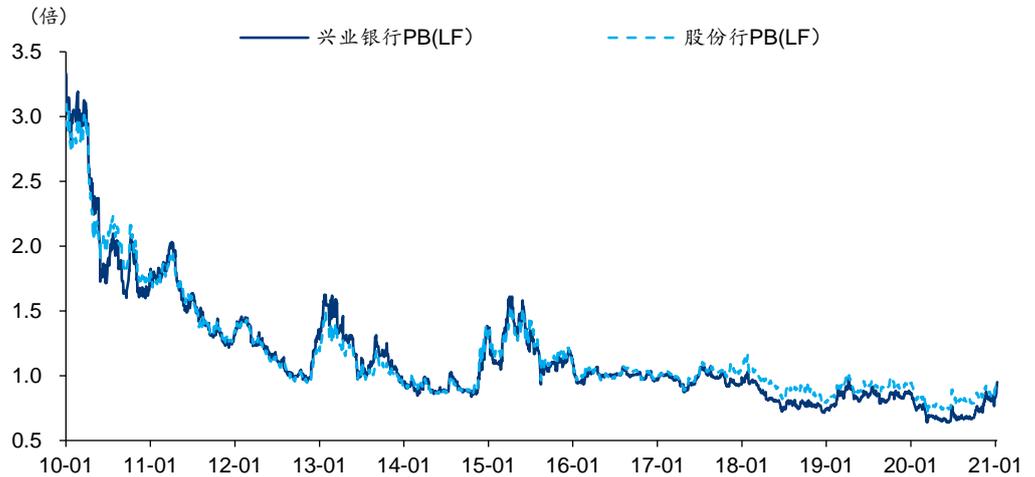
项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
存款增速	14.6%	7.0%	13.8%	7.6%	11.6%	12.1%
贷款增速	17.0%	20.8%	17.9%	15.2%	14.4%	13.4%
生息资产增速	4.9%	3.5%	4.4%	11.0%	10.8%	10.5%
净息差	1.57%	1.63%	1.69%	1.74%	1.72%	1.71%
成本收入比	28.3%	27.8%	27.0%	25.3%	25.0%	25.0%
不良贷款率	1.59%	1.57%	1.54%	1.25%	1.23%	1.20%
信贷成本	1.77%	1.98%	2.05%	2.33%	2.47%	2.58%

注：净息差的历史数据及预测均为我们的测算值，采用首尾平均法测算净息差（即利息净收入/生息资产年初年末平均值）

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

根据我们的盈利预测，2021 年兴业银行 BVPS 预测值为 28.45 元，对应 PB 为 0.85 倍。兴业银行 PB (LF) 估值为 0.95 倍 (2021.1.18)，仍处 2010 年以来历史相对低位 (分位数为 35.8%)，仅略超股份行平均水平。可比上市银行 2021 年 Wind 一致预测 PB 均值为 0.76 倍，我们认为兴业银行以“商行+投行”驱动高质量发展，财富管理、绿色金融有望成为下一重要增长极，应享受一定估值溢价，我们给予 2021 年目标 PB 1.1 倍，目标价由 22.56 元调至 31.29 元，维持“买入”评级。

图表39： 2010 年以来兴业银行与股份行 PB (LF) 估值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40： 可比 A 股上市银行 PB 估值 (2021/1/18)

代码	简称	2021 年 PB 估值 (倍)
600036 CH	招商银行	1.78
600000 CH	浦发银行	0.51
601998 CH	中信银行	0.49
600016 CH	民生银行	0.43
601818 CH	光大银行	0.59
000001 CH	平安银行	1.23
600015 CH	华夏银行	0.39
601916 CH	浙商银行	0.65
	平均值	0.76

注：2021 年 PB 估值为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰证券研究所

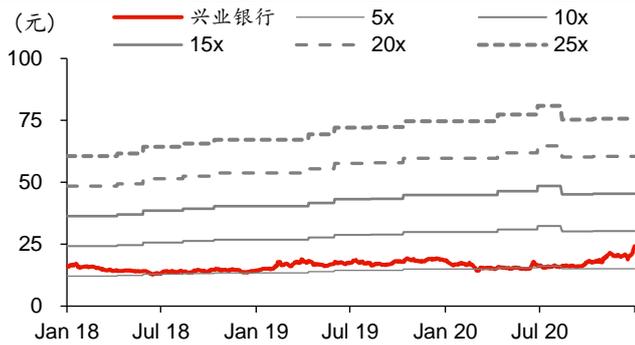
图表41: 财务预测 (百万元)

资产负债表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	6,711,657	7,145,681	7,895,063	8,710,743	9,588,919	净利息收入	95,657	102,988	114,326	125,759	138,334
贷款净额	2,838,445	3,345,180	3,855,505	4,409,824	4,999,973	手续费净收入	42,978	49,679	61,602	75,154	90,185
债券投资	2,429,394	2,043,558	2,214,948	2,377,470	2,542,359	营业费用	43,969	48,954	51,424	58,051	66,517
总负债	6,239,073	6,596,029	7,292,957	8,051,944	8,869,438	拨备前利润	114,481	132,591	151,973	174,439	199,866
存款余额	3,303,512	3,759,063	4,042,831	4,510,870	5,056,142	计提减值准备	46,404	58,088	78,018	95,231	113,773
同业负债	2,064,783	1,787,918	1,863,518	1,899,314	1,917,847	所得税	6,832	7,801	6,656	7,129	7,748
股东权益	472,584	549,652	602,107	658,799	719,481	净利润	60,620	65,868	66,626	71,359	77,561
盈利能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本管理	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
平均 ROA	0.96%	0.93%	0.88%	0.85%	0.84%	核心资本	440,365	484,935	536,314	591,017	649,311
平均 ROE	14.27%	14.02%	12.62%	11.52%	11.47%	资本净额	577,582	684,546	750,881	821,982	897,932
生息资产收益率	4.61%	4.42%	4.27%	4.23%	4.20%	风险加权资产	4,734,315	5,123,362	5,660,660	6,245,491	6,875,132
计息负债成本率	2.93%	2.65%	2.44%	2.42%	2.41%	风险加权资产比重	71%	72%	72%	72%	72%
成本收入比	27.8%	27.0%	25.3%	25.0%	25.0%	核心一级资本充足率	9.3%	9.5%	9.5%	9.5%	9.4%
						一级资本充足率	9.9%	10.6%	10.5%	10.4%	10.3%
						资本充足率	12.2%	13.4%	13.3%	13.2%	13.1%
成长能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产质量	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款	20.8%	17.9%	15.2%	14.4%	13.4%	贷款减值准备	95,637	105,581	108,324	132,310	159,955
存款	7.0%	13.8%	7.6%	11.6%	12.1%	不良贷款额	44,564	51,516	48,194	54,241	60,000
净利息收入	8.1%	7.7%	11.0%	10.0%	10.0%	不良贷款率	1.57%	1.54%	1.25%	1.23%	1.20%
中间业务收入	10.9%	15.6%	24.0%	22.0%	20.0%	拨备覆盖率	208%	199%	219%	237%	258%
营业费用	10.9%	11.3%	5.0%	12.9%	14.6%	拨贷比	3.37%	3.16%	2.81%	3.00%	3.20%
净利润	6.0%	8.7%	1.2%	7.1%	8.7%	信用成本	1.98%	2.05%	2.33%	2.47%	2.58%
营业收入结构	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	估值分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息占比	60.4%	56.8%	56.3%	54.2%	52.0%	PB	1.14	1.04	0.94	0.85	0.77
手续费收入占比	27.2%	27.4%	30.3%	32.4%	33.9%	PE	8.30	7.64	7.55	7.05	6.49
业务费用占比	27.8%	27.0%	25.3%	25.0%	25.0%	EPS	2.92	3.17	3.21	3.43	3.73
计提拨备占比	29.3%	32.0%	38.4%	41.0%	42.8%	BVPS	21.18	23.37	25.82	28.45	31.25
						每股股利	0.69	0.76	0.80	0.93	1.04
						股息收益率	2.9%	3.1%	3.3%	3.8%	4.3%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

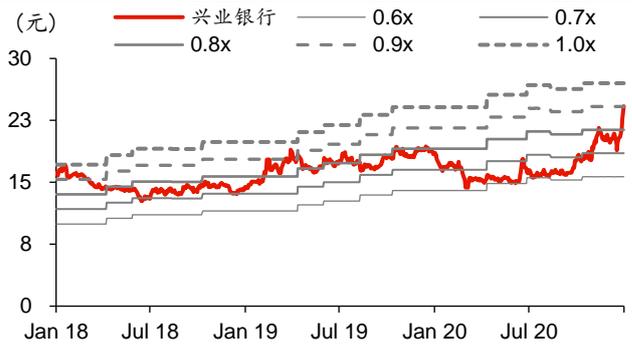
PE/PB - Bands

图表42: 兴业银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 兴业银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44： 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
兴业银行	601166 CH	青岛银行	002948 CH	招商银行	600036 CH
贵阳银行	601997 CH	杭州银行	600926 CH	渝农商行	601077 CH
农业银行	601288 CH	浙商银行	601916 CH	北京银行	601169 CH
江苏银行	600919 CH	长沙银行	601577 CH	平安银行	000001 CH
南京银行	601009 CH	浦发银行	600000 CH	光大银行	601818 CH
建设银行	601939 CH	交通银行	601328 CH	宁波银行	002142 CH
工商银行	601398 CH	中国银行	601988 CH	湖州银行	未上市
华夏银行	600015 CH	邮储银行	601658 CH	九江银行	未上市

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。银行资产质量已逐渐步入修复阶段，但信用风险可能存在的滞后反应、疫情尚存在不确定等因素，可能对资产质量造成不利影响。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com