

表内表外齐发力，不良大幅出清

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:	28.07/15.5
目标价格:		总市值(亿)	5,004.50
最新收盘价:	24.09	自由流通市值(亿)	4,725.31
		自由流通股数(百万)	19,615.25

事件概述

兴业银行发布2020年报：全年实现营业收入2031.37亿元(+12.04%，YoY)，营业利润765.47亿元(+3.07%，YoY)，归母净利润666.26亿元(+1.15%，YoY)。年末总资产7.89万亿元(+10.47%，YoY)，存款4.04万亿元(+7.55%，YoY)，贷款3.97万亿元(+15.23%，YoY)。净息差2.36%(+11bp, YoY)；不良贷款率1.25%(-22bp, QoQ)，拨备覆盖率218.83%(+7.14pct, QoQ)，拨贷比2.74%(-0.37pct, QoQ)；资本充足率13.47%(+0.85pct, QoQ)；年化ROE12.62%(-1.40pct, YoY)。拟派现0.802元/股，合计派现166.61亿元，分红比例26%。

分析判断：

▶ 手续费收入快增，全年业绩增速转正

2020年公司实现营业收入2031亿元，同比增速12.04%，较前三季度11.1%进一步提升，其中利息和手续费净收入增速分别为17.4%和24.2%，量价齐升下全年利息净收入增速逐季提升，同时手续费收入高增，主要来自投行和大资管业务上的靓丽表现。具体看，代理和咨询顾问类手续费收入分别同比增长51.4%和46.8%，源于2020年公司包括固收、信托等的投行业务手续费收入增速达33.85%，理财业务和零售财富代销手续费收入分别高增68%和79.7%。并且，随着2019年302亿的银行卡手续费收入有193亿划入利息收入，目前手续费收入中咨询顾问类业务贡献度最高，占比达31.5%。

兴业银行全年实现归母净利润666亿元，增速较前三季度-5.5%的增速转正为1.2%，Q4单季利润增速34.6%，主要是Q4营收增长的同时，减值计提力度边际减弱。Q4单季减值计提规模基本持平2019年同期，较前三季度累计同比多提41.3%趋势放缓，全年仍同比多计提30%。

▶ 资产负债两端存贷占比提升，严控负债成本下息差回升超预期

资产端：2020年贷款投放提速，全年扩增15.2%，高于总资产增速4.7个百分点，带动在资产端的比例提升2.1pct至49%。投向上，净增的5242亿贷款中50.5%投向零售，带动零售贷款占比同比提升1.1pct至43.2%。另一方面，普惠小微贷款增幅高达61.25%。

负债端：负债结构同步改善，一方面全年存款规模增7.6%，且活存率较2019年再提升；另一方面，低利率环境下兴业择机加大对低息同业负债的配置，同业存放余额同比增幅超20%。

息差：公司2020年净息差2.36%，同比提升11BP，也是目前已披露年报的14家大行+股份行中唯一一家实现同比提升的银行。优于同业的息差表现主要由负债端驱动，2020年公司披露的计息负债成本率2.36%，同比大幅降低30BP，源于同业负债成本显著下行，以及对存款成本的把控。2020年公司存款成本率收录2.26%，同比降13BP，一方面高息结构性存款规模较年初压降30%，另一方面以“结算型、投资型、交易型”银行为战略导向，结算性存款沉淀能力增强，对公和零售定期存款付息率均同环比下行。

季度趋势来看，由于信用卡分期收入重分类后年末净息差重述不可比，但根据年报“全年净息差逐季提升”，且期初期末余额均值测算的Q1-Q3单季净息差分别为1.56%、1.60%、1.76%。展望后续，市场利率已经回升至疫前水平，主动负债成本有压力，但我们认为资产端高息资产的投放和利率的回升、叠加存款成本的把控赋予息差更多韧性。根据2019年重述数据，信用卡分期收入重分类一次性提升净息差31BP，其中个贷收益率由4.78%重述为6.27%，同口径下2020年个贷收益率同比也提升了32BP至6.59%，高息产品对兴业资产端的拉动效应更明显。

► **不良/逾期/关注类贷款均双降，不良生成率拐点向下，关注个贷不良演绎**

兴业银行自 2019 年以来实现资产质量的持续改善，在疫情期间亦有出色表现。2020 年末不良贷款余额 496.56 亿元，较上年末压降 33.66 亿元，不良贷款率 1.25%，同比降 29BP；逾期贷款和关注类贷款规模分别较 2019 年压降 18%和 11%，占比分别同比大降 54BP、41BP 至 1.32%、1.37%。三大指标实现双降，一方面来自 2020 年不良生成率拐点向下，另一方面来自 2020 年核销约 521 亿元，同比大幅增长 42.5%。同时公司逾期 90+/不良收录 65.7%，同比再降 13 个百分点，整体认定严格、资产质量扎实。

结构来看，对公贷款中制造业、批发零售业不良率均明显压降，但个贷不良率同比提升 29BP 至 1.04%，其中信用卡和其他个贷不良率分别同比提升了 69BP 和 62BP，未来需要关注疫后零售贷款资产质量的演绎。值得注意的是，公司全年计提减值损失约 754 亿元，同比多提 30%，但信用成本 1.33%，同比降低 13BP，主要是计提非信贷资产减值损失 262 亿元，同比增加 1.3 倍，拨备覆盖率同比提升 19.7pct 至 218.83%。

► **商投联动做强表外，财富管理做大零售客群**

中收的高增长反映了兴业银行商投联动战略下的表内外业务快速发展。1) 公司表外非传统对公融资增量首次超越表内对公融资增量。2020 年末公司对公融资总量 6.06 万亿元，较上年增加 6720 亿元。其中，表内和表外非传统对公融资余额分别较上年增加 2910 亿元和 3203 亿元。2) 投行业务来看，多项业务规模实现快增，如非金融企业债务融资工具承销 6546 亿元（全市场第一，同比+25.64%），金融债承销 623 亿元（同比+207%），并购融资投放 713 亿元（同比+91%），公司通过包括债券承销、信贷资产流转、资产证券化等各类投行服务实现收入 40.22 亿元，同比增 66.6%。

兴业银行基于金融市场资源禀赋，通过财富管理带动零售业务做大做深。“投行生态圈”提供产品+“投资生态圈”对接渠道的资管业务发展路径，进一步促进了零售客群的转化。截至 2020 年末，公司零售客户数达 7956 万户，AUM 达 2.61 万亿元，同比增长 22.87%，测算户均 AUM3.28 万元，同比提升 22.7%；其中表外 AUM 占 72.1%，较 2019 年提升 3.33pct。

投资建议

总体来看，兴业银行核心盈利持续提升+拨备计提放缓贡献 Q4 利润高增，全年业绩增速转正、不良双降，与业绩快报保持一致。**年报增量看点包括：**1) 表外贡献全年手续费收入表现靓丽，代理和咨询顾问类手续费收入增速高达 51.4%和 46.8%；2) 扩表提速的同时，资产负债两端存贷占比均提升，净息差表现优于同业，同比回升 11BP 幅度超预期；3) 加大核销做实资产质量，认定趋严的同时，不良/逾期/关注类贷款均双降，不良生成率拐点向下。4) 表内外齐发力，业务规模和客群覆盖面均实现快增。

我们认为兴业银行战略特色鲜明、金融同业禀赋突出，公司管理层的稳定有助于商投联动战略的扎实推进，未来“场景、投行、投资”三大生态圈的打造下，表内外均有较大提升空间。

鉴于公司年报表现，我们小幅调整公司盈利预测，预计 2021-2023 年营业收入分别为 2262.98 亿元、2530.03 亿元、2852.59 亿元，对应增速分别为 11.4%、11.8%、12.7%（原假设 2021、2022 年增速分别为 16.1%、13.2%）；归母净利润分别为 729.86 亿元、819.79 亿元、952.36 亿元，对应增速分别为 9.5%、12.3%、16.2%（原假设 2021、2022 年增速分别为 10.6%、15.4%）；对应 PB 分别为 0.86 倍、0.78 倍、0.71 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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	181,308	203,137	226,298	253,003	285,259
YoY (%)	14.5	12.0	11.4	11.8	12.7
归母净利润	65,868	66,626	72,986	81,979	95,236
YoY (%)	8.7	1.2	9.5	12.3	16.2
每股收益 (元)	3.05	3.07	3.38	3.81	4.45
每股净资产 (元)	23.37	25.50	27.96	30.74	33.99
ROE(%)	13.08	11.52	11.38	11.79	12.56
市净率	1.03	0.94	0.86	0.78	0.71

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	百万元/元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表数据						指标和估值					
生息资产	6,897,771	7,481,155	8,214,731	8,996,298	9,836,135	ROAA (%)	0.95	0.89	0.88	0.91	0.97
净息差 (测算, %)	1.97	2.13	2.13	2.15	2.19	ROAE (%)	13.08	11.52	11.38	11.79	12.56
利息收入	288,978	303,478	342,547	389,872	446,802						
利息费用	166,689	159,963	184,283	215,049	252,103	每股净资产	23.37	25.50	27.96	30.74	33.99
净利息收入	122,289	143,515	158,264	174,823	194,699	EPS	3.05	3.07	3.38	3.81	4.45
非利息收入						股利	15,830	16,661	19,064	21,413	24,876
佣金手续费净收入	30,378	37,710	46,122	56,268	68,647	DPS	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2
交易性收入	27,465	20,700	20,700	20,700	20,700	股利分配率 (%)	25	26	26	26	26
其他收入	1,176	1,212	1,212	1,212	1,212	股本	20,774	20,774	20,774	20,774	20,774
非利息收入合计	59,019	59,622	68,034	78,180	90,559						
非利息费用						业绩指标					
业务管理费	46,557	48,262	51,317	56,533	63,624	增长率 (%)					
其他管理费用	633	815	815	815	815	净利息收入	27.8	17.4	10.3	10.5	11.4
营业税金及附加	1,756	2,086	2,424	2,812	3,259	非利息收入	-5.8	1.0	14.1	14.9	15.8
非利息费用合计	48,946	51,163	54,556	60,160	67,697	非利息费用	11.3	4.5	6.6	10.3	12.5
税前利润	74,503	76,637	83,794	95,533	110,914	归母净利润	8.7	1.2	9.5	12.3	16.2
所得税	7,801	8,956	10,808	13,554	15,677	生息资产	6.0	8.5	9.8	9.5	9.3
归母净利润	65,868	66,626	72,986	81,979	95,236	总付息负债	4.0	10.4	9.4	9.0	8.4
						风险加权资产	8.2	10.5	10.3	10.4	10.3
资产负债表数据						收入分解					
总资产	7,145,681	7,894,000	8,627,916	9,413,395	10,244,803	净利息收入/营业收入	67.4	70.6	69.9	69.1	68.3
客户贷款	3,441,451	3,965,674	4,489,161	5,053,453	5,662,990	手续费净收入/营业收入	16.8	18.6	20.4	22.2	24.1
客户存款	3,794,832	4,084,242	4,423,234	4,799,209	5,207,142	效率 (%)					
其他付息负债	2,687,034	3,028,608	3,364,633	3,708,204	4,055,542	成本收入比	25.7	23.8	22.7	22.3	22.3
股东权益	541,360	615,586	666,667	724,392	791,912	流动性 (%)					
资产质量						客户贷款/生息资产	46.2	49.5	51.5	53.0	54.5
不良贷款	53,022	49,656	55,014	60,622	66,115	资本信息 (%)					
不良贷款率	1.54	1.25	1.23	1.20	1.17	核心一级资本充足率	9.5	9.3	9.3	9.2	9.2
贷款拨备覆盖	105,581	108,661	129,284	160,648	204,958	一级资本充足率	10.6	10.8	10.6	10.5	10.3
拨备覆盖率	199	219	235	265	310	资本充足率	13.4	13.5	13.3	13.3	13.6
信贷成本 (%)	1.46	1.33	1.56	1.62	1.66						

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。