

**601166.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.19

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 表内表外齐发力, 风险抵补能力增强

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18.0	(6.0)	13.2	49.0
相对上证指数	20.0	(3.9)	12.1	25.1

发行股数(百万)	20,774
流通股(%)	92
总市值(人民币 百万)	481,753
3个月日均交易额(人民币 百万)	3,004
资本充足率(%) (2020Q4)	13.47
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 3 月 29 日收市价为标准

**相关研究报告**

《兴业银行: 业绩快报超预期, 盈利转正不良大幅下行》20210115

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: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

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

# 兴业银行

## 表内表外齐发力, 风险抵补能力增强

兴业银行 2020 年营收和拨备前利润同比增速居股份行前列, 资产质量指标向好, 风险抵补能力增强。公司坚持表内做精, 推动资产负债表更趋稳健; 大力做强表外, 收入结构更趋多元化。维持公司买入评级。

**支撑评级的要点**
**■ 4 季度拨备前利润大幅提升, 营收增速居同业前列**

兴业银行 2020 年营收和拨备前利润同比增速居股份行前列, 营收、拨备前利润分别同比增 12.04%、14.82%。我们认为公司营收表现向好的原因有: 公司规模扩张提速的同时不断调整资产负债表结构; 公司做强表外带动手续费收入的稳健增长。公司归母净利润同比增 1.15%, 增速较前三季度 (-5.53%) 大幅提升 6.68 个百分点。

**■ 打造投行+投资生态圈, 表外对公 FPA 占比超表内**

兴业银行全年手续费净收入同比增 24.14%, 增速预计为股份行靠前水平。细拆手续费收入来看, 同比多增的项目主要来自于咨询顾问和代理业务, 分别同比增 47%、51%。我们认为中收的强劲增长, 是公司发力表外, 通过投行生态圈和投资生态圈建设, 带动客户规模以及资产管理规模的快速增长。2020 年末, 公司对公融资总量 (FPA) 余额较 2019 年末增长 12.47% 至 6.06 万亿元, 且表外传统和非传统对公融资规模占比提升至 51.8%。

**■ 负债端成本率优势凸显, 促全年息差同比走阔**

兴业银行全年息差较 2019 年提升 11BP 至 2.36%。其中, 负债端成本率降幅 (30BP) 大于资产收益率 (15BP)。我们认为公司负债端成本率的优异表现来自于: (1) “结算型银行” 推动下沉淀低成本的结算性存款沉淀, 活期存款占存款比重提升; (2) 公司压降高成本存款产品; (3) 受益于 2020 年市场资金利率下行。展望 2021 年, 在市场资金利率上行预期下, 公司负债端成本优势较 2020 年或有减弱, 预计公司将强化低成本结算性存款拓展, 优化期限结构来减缓负债端成本率的上行压力。

**■ 不良率大幅下降, 风险抵御能力增强**

兴业银行 4 季度不良率环比 3 季度大幅下行 22BP, 绝对水平在上市银行也居相对低位。4 季末逾期 90 天以上贷款与不良的比值为 66%。展望未来, 公司轻资本、轻资产的经营策略, 为表内资产质量的进一步改善向好奠定基础。公司拨备覆盖率环比提升 7.14 个百分点至 218.8%, 抵御风险的能力持续增强。

**估值**

■ 我们维持公司 2021/2022 年 EPS 为 3.50/3.82 元的预测, 对应净利润增速 9.2%/9.0%, 目前股价对应 2021/2022 年 PB 为 0.83/0.75x, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 经济下行导致资产质量恶化超预期、监管管控超预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	180,675	202,322	226,342	252,151	281,186
变动(%)	14.50	11.98	11.87	11.40	11.51
净利润	65,868	66,626	72,760	79,274	86,270
变动(%)	8.7	1.2	9.2	9.0	8.8
净资产收益率(%)	14.2	13.1	13.1	12.9	12.8
每股收益(元)	3.17	3.21	3.50	3.82	4.15
盈率(倍)	7.32	7.24	6.63	6.08	5.59
市净率(倍)	0.99	0.91	0.83	0.75	0.68

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

#### 事项:

2020年归母净利润同比+1.15% (前三季度-5.53%)。营业收入同比+12.04%，净息差 2.36% (+11bp, YoY)，利息净收入同比+17.36%，手续费净收入同比+24.14%。成本收入比 24.16% (-1.87pct, YoY)。公司 2020年 ROA 0.90% (-6bp, YoY)；ROE 12.62% (-1.40pct, YoY)。2020年末总资产 7.89 万亿元 (+10.47%, YoY/+3.60%, QoQ)。其中贷款+15.61%, YoY/+3.04%, QoQ；存款+7.63%, YoY/+1.92%, QoQ。2020年末不良贷款率 1.25% (-29bp, YoY/-22bp, QoQ)。拨备覆盖率 218.83% (+19.70pct, YoY/+7.14pct, QoQ)，拨贷比 2.74% (-33bp, YoY/-37bp, QoQ)。公司 2020 年分红率为 26.00%；2020 年末核心一级资本充足率 9.33%，资本充足率 13.47%。

#### 4 季度拨备前利润大幅提升，主营业务收入增速居同业前列

兴业银行 2020 年营收和拨备前利润同比增速居股份行前列。其中，公司营收表现稳中有升，全年同比增 12.04% (vs 前三季度+11.1%，YoY)；拨备前净利润实现 14.82% 的同比快增，较前三季度提升 1.9 个百分点。我们认为公司营收表现向好的原因有：(1) 公司规模扩张提速的同时不断调整资产负债表结构：公司 4 季度规模环比增 3.60%，带动全年资产规模同比 10.47%，并且更快的贷款增速下，4 季末贷款占比进一步提升至 50.24%；(2) 公司做强表外策略带动手续费收入的快速增长。公司 4 季度拨备计提力度较 3 季度有所减弱，预计是出于宏观经济复苏、存量资产质量压力改善的考虑，在此背景下，公司归母净利润同比增 1.15%，增速较前三季度 (-5.53%) 大幅提升 6.68 个百分点。

#### 打造投行+投资生态圈，表外对公 FPA 占比超表内

将信用卡分期业务收入从手续费及佣金收入重分类至利息收入后，兴业银行全年手续费净收入表现依然靓丽，实现 24.14% 的同比增长，手续费收入增速预计为股份行靠前水平。细拆手续费收入来看，同比多增的项目主要来自于咨询顾问和代理业务，分别同比增 47%、51%。我们认为中收的强劲增长，是公司发力表外，获客端从 F 端（金融机构端）延伸至 G 端（政府端）、B 端（企业端）、C 端（零售端），在此基础上，充分利用固有的投行优势、投研优势，通过投行生态圈和投资生态圈建设，满足对公、零售客户的多维度金融需求，带动客户规模以及资产管理规模的稳步增长。2020 年末，公司对公融资总量 (FPA) 余额较 2019 年末增长 12.47% 至 6.06 万亿元，且表外的传统和非传统对公融资规模占比提升至 51.8%。2020 年末零售客户管理总资产 (AUM) 2.61 万亿元，较上年末增长 22.87%，其中表外管理资产占比较 2019 年末提升 3.33 个百分点 72.09%。

#### 负债端成本率优势凸显，促全年息差同比走阔

2020 年在监管引导让利实体经济背景下，兴业银行通过资产、负债两端结构的优化和择时配置，实现全年息差较 2019 年提升 11BP 至 2.36%。其中，负债端成本率降幅 (30BP) 大于资产收益率 (15BP)。我们认为公司负债端成本率的优异的原因有：(1) 尽管 2020 年负债端日均结构中，存款占比较 2019 年末小幅下降 0.2 个百分点至 57.9%，但“结算型银行”战略沉淀低成本的结算性存款，活期存款占存款比重较 2019 年提升 1.2 个百分点至 40.5%；(2) 公司主动压降高成本存款产品，4 季末高成本结构性存款余额下降 30.20%；(3) 公司负债端结构中市场化负债占比相对高，因此更受益于 2020 年市场资金利率下行。展望 2021 年，在市场资金利率上行预期下，公司负债端成本优势较 2020 年或有减弱，预计公司将强化低成本结算性存款的拓展、优化期限结构来减缓负债端成本率上行压力。

## 不良率大幅下降，风险抵御能力增强

兴业银行 4 季度不良率环比 3 季度大幅下行 22BP，较年初下行 29BP 至 1.25%，不良率降至近 5 年来的最低水平，绝对水平在上市银行也居相对低位；公司 4 季末关注类贷款占比较 2 季末下行 30BP 至 1.37%。我们认为 2020 年资产质量指标的向好得益于公司不断加强潜在不良风险的出清与处置。我们关注到 4 季末零售贷款不良率较 2 季末上行 5BP 至 1.04%，但仍处于较低水平，总体风险可控。公司不良认定更趋严格，4 季末逾期 90 天以上贷款与不良的比值为 66%，较 2 季末下行 20 个百分点。展望未来，兴业银行将坚持“1234”的“商行+投行”战略，表内表外协调发展，采用更多元的方式为客户提供丰富的非信贷类金融服务，更加凸出轻资本、轻资产、高效率的经营策略，为表内资产质量的进一步改善向好奠定基础。公司 4 季末拨贷比环比 3 季度下降 37BP 至 2.74%，在存量不良处置力度加大背景下，银行拨备覆盖率环比提升 7.14 个百分点至 218.8%，拨备基础进一步夯实，抵御风险的能力持续增强。

## 投资建议

兴业银行 2020 年营收和拨备前利润同比增速居股份行前列，资产质量指标向好，风险抵补能力增强。公司坚持表内做精，推动资产负债表更趋稳健；大力做强表外，打造投行+投资生态圈，手续费收入表现靓丽，收入结构更趋多元化。我们看好兴业银行 2021 年业绩表现，维持公司 2021/2022 年年 EPS 为 3.50/3.82 元的预测，对应净利润增速 9.2%/9.0%，目前股价对应 2021/2022 年 PB 为 0.83/0.75x，维持公司买入评级。

## 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，公司业务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，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

**监管管控超预期。**2020 年疫情冲击下，监管引导银行让利实体经济，预计 2021 年助力实体经济发展政策将会延续，但若利率管控或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

## 损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标(RMB)</b>					
EPS(摊薄/元)	3.17	3.21	3.50	3.82	4.15
BVPS(摊薄/元)	23.37	25.50	28.13	30.99	34.10
每股股利	0.76	0.80	0.88	0.95	1.04
分红率(%)	24.03	25.01	25.01	25.01	25.01
<b>资产负债表(Rmb bn)</b>					
贷款总额	3,451	3,976	4,533	5,167	5,891
证券投资	2,730	2,952	3,100	3,255	3,418
应收金融机构的款项	361	410	452	474	498
生息资产总额	6,922	7,641	8,403	9,232	10,158
资产合计	7,146	7,894	8,681	9,537	10,494
客户存款	3,795	4,084	4,431	4,830	5,265
计息负债总额	6,482	7,113	7,763	8,495	9,296
负债合计	6,596	7,269	8,001	8,797	9,688
股本	21	21	21	21	21
股东权益合计	541	616	670	730	794
<b>利润表(Rmb bn)</b>					
净利息收入	122	144	158	174	191
净手续费及佣金收入	30	38	47	57	69
营业收入	181	202	226	252	281
营业税金及附加	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
拨备前利润	133	152	170	189	211
计提拨备	(58)	(75)	(86)	(98)	(112)
税前利润	75	77	84	91	99
净利润	66	67	73	79	86
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.54	1.25	1.25	1.25	1.25
NPLs	53	50	57	65	74
拨备覆盖率(%)	199	219	224	233	241
拨贷比(%)	3.07	2.74	2.80	2.91	3.02
一般准备/风险加权资(%)	2.06	1.92	2.04	2.20	2.36
不良贷款生成率(%)	1.72	1.86	1.77	1.70	1.70
不良贷款核销率(%)	(1.51)	(1.95)	(1.61)	(1.54)	(1.54)

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营管理(%)</b>					
贷款增长率	17.61	15.22	14.00	14.00	14.00
生息资产增长率	6.93	10.38	9.97	9.86	10.04
总资产增长率	6.47	10.47	9.97	9.86	10.04
存款增长率	14.87	7.63	8.50	9.00	9.00
付息负债增长率	6.50	9.73	9.14	9.43	9.43
净利息收入增长率	27.84	17.36	10.17	9.91	9.95
手续费及佣金净收入增长率	(29.32)	24.14	25.00	21.50	20.50
营业收入增长率	14.50	11.98	11.87	11.40	11.51
拨备前利润增长率	15.83	14.68	11.87	11.40	11.51
税前利润增长率	9.44	2.86	9.21	8.95	8.82
净利润增长率	8.66	1.15	9.21	8.95	8.82
非息收入占比	16.81	18.64	20.83	22.71	24.54
成本收入比	25.77	23.85	23.85	23.85	23.85
信贷成本	1.82	2.03	2.03	2.03	2.03
所得税率	10.47	11.69	11.69	11.69	11.69
<b>盈利能力(%)</b>					
NIM	2.25	2.36	2.36	2.36	2.36
拨备前 ROAA	1.91	2.02	2.05	2.08	2.11
拨备前 ROAE	26.33	26.29	26.46	27.08	27.73
ROAA	0.95	0.89	0.88	0.87	0.86
ROAE	14.23	13.12	13.06	12.91	12.76
<b>流动性(%)</b>					
分红率	24.03	25.01	25.01	25.01	25.01
贷存比	90.93	97.35	102.28	106.98	111.88
贷款/总资产	48.29	50.37	52.21	54.18	56.13
债券投资/总资产	38.21	37.40	35.71	34.13	32.57
银行同业/总资产	5.05	5.20	5.20	4.97	4.74
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	9.47	9.33	9.36	9.39	9.39
资本充足率	13.36	13.47	13.12	12.81	12.50
加权风险资产-一般法	5,123	5,664	6,229	6,843	7,529
% RWA/总资产(%)	71.70	71.75	71.75	71.75	71.75

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