



2021 年 08 月 27 日

减值反哺利润释放提速，Q2 存款表现改善

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:	28.07/15.6
目标价格:		总市值(亿)	3,766.36
最新收盘价:	18.13	自由流通市值(亿)	3,556.24
		自由流通股数(百万)	19,615.25

事件概述

兴业银行发布 2021 年中报：2021 上半年实现营业收入 1089.55 亿元(+8.94%，YoY)，营业利润 463.34 亿元(+27.36%，YoY)，归母净利润 401.12 亿元(+23.08%，YoY)。中期末总资产 8.11 万亿元(+7.50%，YoY；+1.45%，QoQ)，存款 4.16 万亿元(+2.19%，YoY；+2.12%，QoQ)，贷款 4.21 万亿元(+11.54%，YoY；+0.73%，QoQ)。净息差 2.32%(+0bp，YoY)；不良贷款率 1.15%(-3bp，QoQ)，拨备覆盖率 256.94%(+9.42pct，QoQ)，拨贷比 2.95%(+0.03pct，QoQ)；资本充足率 12.67%(-0.75pct，QoQ)；上半年 ROE6.79%(+0.78pct，YoY)。

分析判断：

► Q2 利息净收入增速趋缓，减值少提反哺利润释放提速

兴业银行上半年实现营收增速 8.94%，较 Q1 的 10.8%有所放缓，主要是 Q2 单季利息净收入同比仅增 1.2%，低于 Q1 的 12.1%，预计有规模增速趋缓和净息差降低的因素；营收主要由非息收入拉动，上半年同比增 14%，较 Q1 的 8.2%进一步提升。其中，在去年同期低基数下上半年手续费净收入同比增 23.9%，其他非息收入增速 2.2%，但二季度 30.3%的增速较 Q1 转负为正，主要是公允价值变动损益快增拉动，整体上半年非息收入贡献了营收的 34%，较 20H1 提升 1.5pct。具体来看上半年手续费收入多点开花，咨询顾问、代理、托管和银行卡业务分别实现 49.4%、32.6%、22.8%和 17.5%的增长。从业务角度看，公司手续费收入的 33%来自咨询顾问，投行+商行战略引领下投行业务贡献度进一步巩固；财富银行相关业务（包括理财、代理代销、资产托管等）实现收入 116.5 亿元，在手续费收入里占比近半，上半年同比增 22.08%，受益于理财 AUM 稳健扩容，并且资管带动托管作用明显。

营收增速略有放缓下，基于整体资产质量稳中向好，公司二季度减值计提力度进一步放缓（上半年同比少计提 8.2%，Q1、Q2 单季计提规模分别同比+0.3%和-13.6%），反哺归母净利润增速由 Q1 的 13.7%提升至上半年的 23.1%，居可比同业前列，Q2 单季增速高达 40%。

► Q2 贷款投放放缓但零售端投放边际提升，存款改善、量增结构优

兴业银行中期末总资产较年初扩增 2.7%（Q1、Q2 分别环比增长 1.26%和 1.45%），二季度资产扩表稳中有升主要由同业资产扩增拉动。其中，贷款投放稳健且集中在一季度，上半年整体增幅 6.06%，Q2 单季环比微增 0.7%，较 Q1 的 5.3%有所放缓，资产端贷款净额占比 50.5%较年初提升 1.5pct，基本持平一季度。二季度兴业在继续压降投资资产规模的同时，相应加大了同业资产的投放。

具体贷款投向来看，上半年信贷投放主要在对公领域，净增的 2400 亿元贷款中 86%投向对公，票据规模逐季压降；但边际趋势来看，继年初对公信贷需求集中释放后，二季度零售贷款投放提速，单季度增量超过对公，同时 Q2 单季环比增幅 2%也超过 Q1 的 1.8%。对公投放行业来看，房地产、租赁商务服务、批发零售和制造业这些传统领域仍然是重点投放方向，上半年增量及存量比例分别达到 66%和 63.7%。零售贷款方面，按揭仍占据零售贷款超 61%的份额，但上半年个人经营贷增幅更显著，较年初快速扩增 13%，带动在零售贷款的占比小幅提升。

负债端来看，公司二季度存款表现改善，中期规模整体较年初增 2.9%（Q1、Q2 分别环比增 0.78%和 2.14%），负债摆布结构由一季度的加大债券发行转向压降债券多增同业负债。存款结构也进一步优化，Q2 单季定期存款缩量的情况下、活期存款环比增 6.1%，其中对公和零售活期存款均增长亮眼，上半年分别较年初扩增 7.2%、6.1%，尤其是对公活期的增量占上半年总体增量的 78%，带动活存率较年初和一季度的 43%提升至 45%。

结合息差来看，公司披露的上半年净息差 2.32%，持平上年同期，资产端收益率回落的同时负债端尤其是长期存款成本率压降形成对冲。我们测算 Q2 单季净息差同比基本持平，但环比 Q1 回落了 14BP，主要是资产端收益率下降的影响。

► 先行指标有扰动，但不良生成明显改善不良延续双降，增提非信贷减值

兴业银行二季度不良延续双降态势，中期不良贷款规模较 Q1 压降 1.8%，不良率 1.15%，较年初和环比 Q1 分别降 10BP 和 3BP。其中，对公和零售类贷款不良率均较年初明显压降，中期零售贷款不良率 0.97%，较年初降低 7BP，测算对公贷款不良率较年初降幅约 17BP，虽然在行业投放上，交运仓储、软件信息和居民服务领域贷款资产质量有结构性扰动，但整体占比不高，且高风险重点领域不良持续出清。

综合看其他指标：1) 中期关注类贷款占比 1.35%，环比 Q1 微升 8BP，但仍低于年初 2BP；逾期贷款占比较年初走高 11BP 至 1.43%。2) 年中逾期 90+/不良为 77.1%，较年初走高 11.7pct 但整体维持低位，不良认定继续保持审慎。3) 经过去年一年的大力核销处置，公司存量不良持续出清，相应的今年上半年贷款减值计提放缓（同比少提 27.6%），回收力度也有所加强，同时上半年整体核销规模缩量（仅为去年同期的 43.5%），我们测算上半年加回核销的不良生成率 0.79%，较去年同期降幅过半。4) 虽然贷款减值计提力度放缓，但不良双降之下，中期拨备覆盖率自然上行至 256.94%，较年初和环比 Q1 分别提升 38.11pct 和 9.42pct；同时兴业增提了债权投资的减值损失，上半年计提规模超去年同期的三倍，非信贷资产安全边际夯实。

► 客群基础夯实助力做大财富管理，轻型投行模式落地显成效

兴业银行客群基础不断夯实。对公方面有效企金客户数较年初增长 11.35%，零售客户数增至 7761 万户，其中私行客户数 5.32 万户，较年初+10.13%，同业客户覆盖率持续扩容。在客群增量扩面的基础上，除了传统存贷业务外，以兴银理财作为“商行+投行”的枢纽，做大资管规模，一方面存量理财较年初增长 9%，另一方面代销规模超上年全年的两倍，综合理财能力持续领先可比同业，非货币公募基金代销规模同比高增 67.55%，保有量超 1490 亿元（较年初+21.07%），财富管理银行的名片更加凸显。

轻型投行模式逐步推进。通过平台和生态圈的搭建，如包括“股、债、贷、转”全产品的“兴财资”朋友圈扩大至 150 余家，权益投资“投联贷”合作机构超 70 家，实现从产品到渠道整体赋能，投行业务优势巩固。落地在业务指标上，一方面拉动对公 FPA 余额达 6.53 万亿元，较年初增长 7.68%超过表内增速，且非传统表外融资增幅更高；另一方面贡献盈利角度，投资银行整体实现收入 39.15 亿元（同比+25.97%），其中债券承销等投行业务实现手续费收入 22.05 亿元（同比+45.26%）；此外，投行业务贡献日均存款超 5000 亿元，规模占比 13%左右，且其中结算性存款近 80%，也是上半年存款量和结构持续改善的动力。

投资建议

总体来看，兴业银行上半年业绩亮点包括：一方面上半年中收快增拉动营收稳健增长，减值少提反哺二季度利润加速释放；另一方面二季度零售贷款投放提速，存款量和结构均改善，贡献息差同比企稳；此外，不良率持续双降、拨备率自然上行，资产质量夯实，非信贷安全边际增厚。但同时公司二季度贷款投放略有放缓，部分资产质量指标有小幅波动，关注后续趋势。公司转债发行计划已获监管核准，后续落地和转股将对核心资本形成补充。

我们看好兴业银行战略转型持续落地，商投联动定位明确、特色和优势显著，具备一定稀缺性。鉴于公司中报业绩表现，我们上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年营收分别为 2331.71 亿元、2603.22 亿元、2927.83 亿元，增速分别为 14.8%、11.6%、12.5%（原假设分别为 11.4%、11.8%、12.7%）；归母净利润分别为 781.49 亿元、954.07 亿元、1152.34 亿元，增速分别为 17.3%、22.1%、20.8%（原假设分别为 9.5%、12.3%、16.2%）；对应 PB 分别为 0.64 倍、0.58 倍、0.51 倍，目前估值性价比高，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	233,171	260,322	292,783
YoY (%)	14.5	12.0	14.8	11.6	12.5
归母净利润	65,868	66,626	78,149	95,407	115,234
YoY (%)	8.7	1.2	17.3	22.1	20.8
每股收益 (元)	3.05	3.07	3.63	4.46	5.41
每股净资产 (元)	23.37	25.50	28.14	31.40	35.36
ROE(%)	13.08	11.52	12.15	13.55	14.79
市净率	0.78	0.71	0.64	0.58	0.51

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	8,218,204	9,004,215	9,853,651	ROAA (%)	0.95	0.89	0.95	1.06	1.17
净息差 (测算, %)	1.97	2.13	2.13	2.15	2.19	ROAE (%)	13.08	11.52	12.15	13.55	14.79
利息收入	288,978	303,478	342,653	390,124	447,369						
利息费用	166,689	159,963	184,283	215,049	252,412	每股净资产	23.37	25.50	28.14	31.40	35.36
净利息收入	122,289	143,515	158,370	175,075	194,957	EPS	3.05	3.07	3.63	4.46	5.41
非利息收入						股利	15,830	16,661	20,413	24,921	30,099
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	1.2	1.4
交易性收入	27,465	20,700	27,467	27,767	27,967	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	74,801	85,247	97,826						
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	10.4	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	25.5	14.0	14.8
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	90,666	113,400	137,432	归母净利润	8.7	1.2	17.3	22.1	20.8
所得税	7,801	8,956	12,518	17,992	22,199	生息资产	6.0	8.5	9.9	9.6	9.4
归母净利润	65,868	66,626	78,149	95,407	115,234	总付息负债	4.0	10.4	9.4	9.0	8.6
						风险加权资产	8.2	10.5	10.4	10.5	10.6
资产负债表数据						收入分解					
总资产	7,145,681	7,894,000	8,631,730	9,427,130	10,292,551	净利息收入/营业收入	67.4	70.6	67.9	67.3	66.6
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	19.8	21.6	23.4
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	4,074,781	成本收入比	25.7	23.8	22.0	21.7	21.7
股东权益	541,360	615,586	670,481	738,127	820,420	流动性 (%)					
资产质量						客户贷款/生息资产	46.2	49.5	51.4	53.0	54.4
不良贷款	53,022	49,656	50,752	56,163	61,486	资本信息 (%)					
不良贷款率	1.54	1.25	1.13	1.11	1.09	核心一级资本充足率	9.5	9.3	9.3	9.4	9.6
贷款拨备覆盖	105,581	108,661	132,462	156,134	183,230	一级资本充足率	10.6	10.8	10.7	10.6	10.7
拨备覆盖率	199	219	261	278	298	资本充足率	13.4	13.5	13.5	13.5	13.6
信贷成本 (%)	1.46	1.33	1.56	1.40	1.30						

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。