

非息收入表现靓丽，拨备少提贡献业绩

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:	28.07/17.08
目标价格:		总市值(亿)	3,957.48
最新收盘价:	19.05	自由流通市值(亿)	3,736.71
		自由流通股数(百万)	19,615.25

事件概述

兴业银行发布2021年三季报:2021Q1-3实现营收1640.47亿元(+8.08%,YoY),营业利润736.92亿元(+27.02%,YoY),归母净利润640.38亿元(+23.45%,YoY);Q3单季实现营收同比+6.43%,营业利润+26.44%,归母净利润+24.07%。三季度末总资产8.5万亿元(+11.52%,YoY;+4.78%,QoQ),存款4.21万亿元(+6.18%,YoY;+1.21%,QoQ),贷款4.31万亿元(+11.66%,YoY;+2.55%,QoQ)。不良贷款率1.12%(-3bp,QoQ),拨备覆盖率263.06%(+6.12pct,QoQ),拨贷比2.94%(-0.01pct,QoQ);资本充足率12.92%(+0.33pct,QoQ);Q1-3ROE11.05%(+1.22pct,YoY)。

分析判断:

► 非息靓丽弥补收息业务缺口，减值延续少提反哺利润快增

兴业银行前三季度累计实现营收和PPOP同比+8.1%/+7.8%，与上半年+8.9%/+8.5%的增速相比基本平稳，收息业务仍有压力，但非息收入表现突出：1) Q1-3累计利息净收入同比增速仅0.8%，三个季度逐季回落，Q3单季转为负增9.2%，预计息差下行是主要因素，也有上年高基数的原因。2) 营收主要由非息收入拉动，Q1-3同比增24.8%，较上半年增速提升超10pct，其中手续费净收入同比增26.3%，单季增速高达31%，公司称“主要是与投资银行和财富银行相关的手续费收入实现较快增长”，Q3理财规模达1.74万亿元，较年初增长18.02%，增速较中期提升9pct，且快于表内资产增速，我们认为公司“商行+投行”战略的落地保障中收快增的持续性，也是兴业未来营收端的主要动力。此外，公允价值变动损益快增拉动其他非佣金收入Q3同比+94.2%，弥补收息业务缺口，前三季度非息收入贡献了营收的34.9%，较上半年延续提升0.9pct。

营收端保持稳健下，兴业银行三季度延续少提拨备反哺利润，Q1-3减值损失同比少计提11.2%，较上半年的-8.2%幅度更大，反哺归母净利润增速收录23.4%，较上半年23.1%的增速还有提升，Q3单季增速24.1%。

► 三季度扩表提速增配非信贷资产，主动负债提速息差仍有压力

公司三季度扩表提速，总资产环比增4.8%（较Q1、Q2的1.3%和1.5%的季度增幅明显提升），在贷款增2.55%的情况下，主要是投资和同业资产分别环比增8.4%和12.9%；同时负债端存款规模环比增1.27%，而同业负债和债券增幅分别为14.5%、11.3%，整体资产负债两端存贷款占比较中期均小幅回落，资产负债结构的边际变动预计是三季度息差下行的影响因素之一。具体来看，三季度贷款1073亿元的净增量主要投向零售贷款和票据，对公贷款规模较中期回落，同时存款中活期存款规模较中期回落，三季度增量主要是定期存款。

我们测算Q3单季净息差同比仍有21BP降幅，主因负债端成本回升；净息差环比Q2仅降低3BP，资产收益率企稳回升对冲成本压力，或受益于贷款增配零售，后续需要关注资产负债摆布和贷款投放结构，尤其是四季度零售贷款的投放有望提振息差水平。

► 不良连续四季度双降，拨覆盖率环比小幅再提升

兴业银行连续第四季度实现不良双降，三季度末不良规模环比降低0.2%，不良率环比降3BP至1.12%，为近五年低点。关注类占比1.47%，较中期上行12BP，归因“部分借款人因资金链紧张产生逾期欠息”。三季度拨备覆盖率收录263.06%，较年初和环比中期分别提升6.13pct和44.2pct，拨贷比保持平稳，预计延续中报特征，信用成本或下行，主要增提了非信贷类减值损失。

投资建议

总体来看，兴业银行三季报业绩靓丽，一方面商投联动战略推进下中收增长强劲，整体业绩增速居同业前列；另一方面不良延续双降、拨覆率上行，个别公司逾期也已体现在关注类贷款中，整体资产质量无忧。目前公司转债发行已获银保监会核准，后续落地有望对核心资本形成补充，同时此次还披露拟在中国香港设立兴银国际金控公司，利于国际化、综合化经营。

我们看好兴业银行战略转型持续落地，特色和优势显著，业绩表现也持续验证其战略成效。鉴于公司三季报业绩表现，我们维持公司 21-23 年营收 2331.71/2603.22/2927.83 亿元的预测，维持归母净利润 781.49/954.07/1152.34 亿元的预测，对应增速分别为 17.3%/22.1%/20.8%；维持 21-23 年 EPS 3.63/4.46/5.41 元的预测，对应 2021 年 10 月 28 日 19.05 元/股收盘价，PB 分别为 0.68/0.61/0.54 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	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	0.82	0.75	0.68	0.61	0.54

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						
						业绩指标					
非利息费用						增长率 (%)					
业务管理费	46,557	48,262	51,317	56,533	63,624	净利息收入	27.8	17.4	10.4	10.5	11.4
其他管理费用	633	815	815	815	815	非利息收入	-5.8	1.0	25.5	14.0	14.8
营业税金及附加	1,756	2,086	2,424	2,812	3,259	非利息费用	11.3	4.5	6.6	10.3	12.5
非利息费用合计	48,946	51,163	54,556	60,160	67,697	归母净利润	8.7	1.2	17.3	22.1	20.8
税前利润	74,503	76,637	90,666	113,400	137,432	生息资产	6.0	8.5	9.9	9.6	9.4
所得税	7,801	8,956	12,518	17,992	22,199	总付息负债	4.0	10.4	9.4	9.0	8.6
归母净利润	65,868	66,626	78,149	95,407	115,234	风险加权资产	8.2	10.5	10.4	10.5	10.6
						收入分解					
资产负债表数据						净利息收入/营业收入	67.4	70.6	67.9	67.3	66.6
总资产	7,145,681	7,894,000	8,631,730	9,427,130	10,292,551	手续费净收入/营业收入	16.8	18.6	19.8	21.6	23.4
客户贷款	3,441,451	3,965,674	4,489,161	5,053,453	5,662,990	效率 (%)					
客户存款	3,794,832	4,084,242	4,423,234	4,799,209	5,207,142	成本收入比	25.7	23.8	22.0	21.7	21.7
其他付息负债	2,687,034	3,028,608	3,364,633	3,708,204	4,074,781	流动性 (%)					
股东权益	541,360	615,586	670,481	738,127	820,420	客户贷款/生息资产	46.2	49.5	51.4	53.0	54.4
资产质量						资本信息 (%)					
不良贷款	53,022	49,656	50,752	56,163	61,486	核心一级资本充足率	9.5	9.3	9.3	9.4	9.6
不良贷款率	1.54	1.25	1.13	1.11	1.09	一级资本充足率	10.6	10.8	10.7	10.6	10.7
贷款拨备覆盖	105,581	108,661	132,462	156,134	183,230	资本充足率	13.4	13.5	13.5	13.5	13.6
拨备覆盖率	199	219	261	278	298						
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。