

兴业银行(601166)

商行投行，中收王者

——兴业银行 2021 年三季度报点评

✍ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
✍ 分析师：邱冠华 S1230520010003
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

商行投行成效持续显现，中收增长强劲超出预期。

投资要点

□ 数据概览

21Q1-3 兴业银行归母净利润同比+23.4%，增速环比+0.4pc；营收同比+8.1%，增速环比-0.9pc；ROE 14.7%，同比+1.6pc，ROA 1.05%，同比+10bp；不良率 1.12%，环比-3bp，拨备覆盖率 263%，环比+6pc。

□ 核心观点

1、盈利增速稳中有升。21Q1-3 ROE 年化 14.7%，同比上升 1.6pc；利润同比增长 23.4%，较 21H1 略升 0.4pc；营收同比增长 8.1%，较 21H1 放缓 0.9pc。营收增速走弱，主要是息差拖累。展望 Q4，基数效应消退，叠加息差环比企稳，利息净收入压力有望缓解。**(1) 高基数效应影响有望消退。**20Q3 由于货币宽松息差环比显著扩张。拉长来看，利息净收入两年复合增速为 8.9%，营收两年复合增速为 9.6%，均居股份行第 3。高基数效应在 Q4 将得到改善。**(2) 净息差下行压力有望趋缓。**单季度息差（期初期末）环比下降 7bp【有误差，判断日均口径下行幅度更小】，因资产收益率下降。①信贷需求较弱。新发放贷款利率仍未回升。②贷款结构变化。对公端，发力绿色贷款（较年初增长 32%至 4226 亿元），置换部分高息资产。绿色贷款资产质量好、且有望受益于潜在的结构性货币政策工具，表面上资产收益率下降，实际上综合收益更高。零售端，投放节奏较平，Q4 力度有望加大，有望带动新发放贷款利率企稳回升。③加大债券配置。债券投资环比+8.7%，明显快于总资产（4.8%）和贷款（2.6%）增速，相对低收益率的资产占比上升。

2、中收强劲超出预期。“商行+投行”战略成效持续性、成长性均超出市场预期。

(1) 预计上市股份行中收增速最快。21Q1-3 中收同比+26.3%，预计为股份行增速最快。并且连续 7 个季度居股份行前二（其中 5 个季度第一），说明兴业银行“商行+投行”战略推进成色经得住时间检验，并且效果在持续显现。**(2) 中收在高增长前提下仍在加速。**21Q1-3 中收增速较 21H1 加速 2.4pc；21Q3 中收增速 31.0%，较 21Q2 加速 16.4pc。主要得益于投行和财富业务快速增长。21Q3 末理财规模 1.74 万亿，环比增长 8%，较年初增长 18%。展望未来，投行、财富、资管有望继续支撑中收快速增长。

3、资产质量稳中向好。(1) 不良连续双降，已经是第四个季度，21Q3 不良额环比-0.2%，不良率环比-3bp 至 1.12%，创 2015 年以来最优水平。关注率环比+12bp，主要是某个客户逾期欠息导致。未来资产质量有望继续改善。**(2) 拨备持续增厚。**信贷方面，拨备覆盖率环比+6pc 至 263%，也创 2015 年以来新高；非信贷方面，20A 非标拨贷比（4%+）高于贷款（3%-），推测 21Q3 继续增厚。

□ 盈利预测及估值

盈利增速稳中有升，中收增速强劲，不良连续双降。预计 2021-2023 年归母净利润同比增长 24.33%/15.10%/15.24%，对应 BPS 28.74/32.21/36.23 元股。现价对应 PB 估值 0.66/0.59/0.53 倍。维持目标价 33.50 元，对应 2021 年 PB 1.2x，现价对应 2021 年 PB 0.66x，现价空间 76%。

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 19.05

单季度业绩

元/股

3Q/2021

1.16

2Q/2021

0.80

1Q/2021

1.16

4Q/2020

0.73



公司简介

相关报告

1《商行+投行：从图纸样板到全面推广——兴业银行 2021 年中期业绩交流观点点评》2021.08.29

2《商投旗舰，加速起航——兴业银行 2021 年中报点评》2021.08.27

3《不确定性消除，反转拐点确立——兴业银行更新报告》2021.06.30

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

点评报告

行业公司研究——银行业

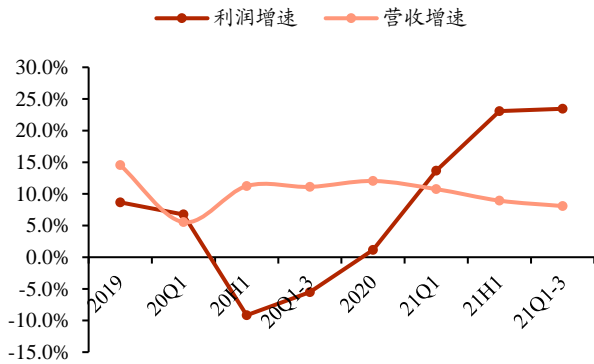
证券研究报告

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。

财务摘要

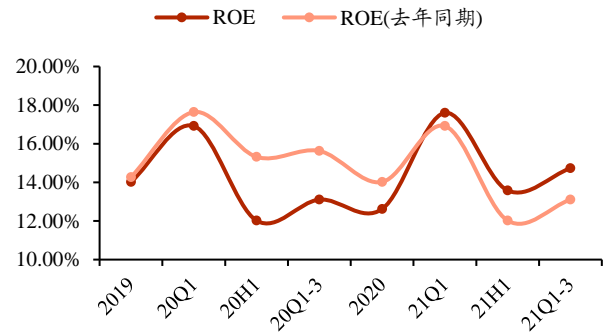
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	203,137	215,485	241,139	272,024
(+/-)	12.04%	6.08%	11.91%	12.81%
归母净利润	66,626	82,838	95,343	109,869
(+/-)	1.15%	24.33%	15.10%	15.24%
每股净资产(元)	25.50	28.74	32.21	36.23
P/B	0.75	0.66	0.59	0.53

图 1: 21Q1-3 利润增速稳中有升



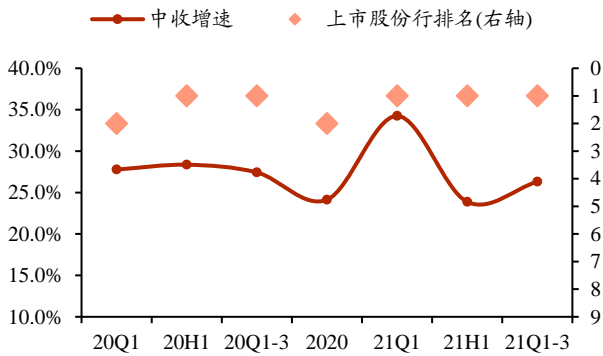
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 2: 21Q1-3 盈利能力同比提升



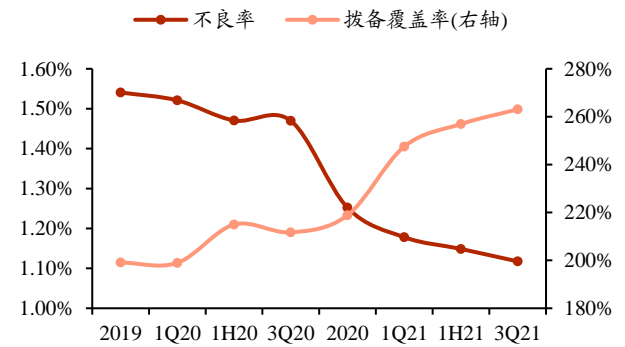
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 3: 21Q1-3 中收增速预计为上市股份行首位



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 4: 21Q3 不良率继续下行, 拨备继续增厚



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

表 1：已披露财报的上市股份行三季度财务数据汇总

	兴业银行	平安银行	招商银行	光大银行	浙商银行	中信银行
营收同比增速	8.1%	9.1%	13.5%	9.3%	14.7%	4.0%
Δ	-0.9pc	1.0pc	-0.2pc	2.4pc	11.7pc	0.5pc
营收复合增速	9.6%	11.1%	10.0%	7.9%	8.4%	4.4%
Δ	-0.5pc	-0.6pc	-0.4pc	0.0pc	1.2pc	-2.1pc
利润同比增速	23.4%	30.1%	22.2%	18.5%	4.3%	13.1%
Δ	0.4pc	1.5pc	-0.6pc	-3.7pc	3.2pc	-0.6pc
利润复合增速	8.0%	11.1%	10.1%	5.7%	-3.0%	1.2%
Δ	2.3pc	4.2pc	0.2pc	0.9pc	1.6pc	0.0pc
盈利指标						
利息净收入同比增速	0.8%	5.9%	8.7%	2.2%	12.2%	-1.7%
Δ	-5.7pc	-0.9pc	-0.6pc	-0.1pc	1.4pc	-1.9pc
利息净收入复合增速	8.9%	9.6%	7.1%	5.6%	10.7%	1.7%
Δ	0.6pc	-1.4pc	0.5pc	-1.0pc	-1.0pc	-1.1pc
中收同比增速	26.3%	11.4%	19.7%	10.2%	-10.9%	20.4%
Δ	2.4pc	-9.0pc	-3.9pc	4.0pc	10.4pc	2.1pc
中收复合增速	22.8%	13.6%	15.1%	9.1%	-0.6%	10.2%
Δ	-3.3pc	0.0pc	-0.7pc	0.7pc	4.1pc	-1.6pc
不良率	1.12%	1.05%	0.93%	1.34%	1.52%	1.48%
Δ	-3bp	-3bp	-8bp	-2bp	2bp	-2bp
关注率	1.47%	1.37%	0.82%			
Δ	12bp	41bp	13bp			
拨备覆盖率	263%	268%	443%	186%	185%	185%
Δ	6pc	9pc	4pc	2pc	5pc	-5pc

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：复合增速均为两年复合。利息净收入和中收复合增速均为测算口径。测算方法为 19Q3 数据=20Q3 重述后数据/20Q3 重述前增速。招行关注率为母行口径。底纹越红，则代表指标越优。Δ=21Q3 指标-21H1 指标。

表 2：兴业银行 2021 年三季度业绩概览

维度	单位: 百万元	20Q1-3	21H1	21Q1-3	环比变化	同比变化	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	13.1%	13.6%	14.7%	1.2pc	1.6pc	13.8%	10.0%	15.2%	10.2%	14.7%	4.5pc
	ROA (年化)	0.95%	1.02%	1.05%	3bp	10bp	1.02%	0.76%	1.20%	0.81%	1.15%	34bp
	拨备前利润	116,756	84,278	125,876		7.8%	39,083	35,308	43,923	40,355	41,598	3.1%
	同比增速	12.9%	8.5%	7.8%	-0.7pc	-5.1pc	13.8%	20.9%	9.6%	7.4%	6.4%	-0.9pc
	归母净利润	51,875	40,112	64,038		23.4%	19,285	14,751	23,853	16,259	23,926	47.2%
	同比增速	-5.5%	23.1%	23.4%	0.4pc	29.0pc	1.3%	34.6%	13.7%	40.1%	24.1%	-16.0pc
	EPS (未年化)	2.50	1.79	2.95		18.0%	0.93	0.71	1.15	0.78	1.15	47.2%
BVPS (未年化)	24.67	26.58	27.83	4.7%	12.8%	24.67	25.50	26.69	26.58	27.83	4.7%	
收入拆分	营业收入	151,783	108,955	164,047		8.1%	51,766	51,354	55,663	53,292	55,092	3.4%
	同比增速	11.1%	8.94%	8.08%	-0.9pc	-3.0pc	10.9%	14.9%	10.8%	7.1%	6.4%	-0.7pc
	利息净收入	105,886	71,910	106,753		0.8%	38,379	37,629	36,877	35,033	34,843	-0.5%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	7,374,488	7,914,845	8,024,038	1.4%	8.8%	7,502,488	7,660,845	7,848,715	7,980,975	8,242,425	3.3%
	净息差 (日均余额口径)	n.a	2.32%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	1.91%	1.82%	1.77%	-4bp	-14bp	2.05%	n.a	1.88%	1.76%	1.69%	-6bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	4.10%	3.90%	3.86%	-4bp	-24bp	4.12%	n.a	3.97%	3.83%	3.78%	-5bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	2.40%	2.31%	2.31%	0bp	-9bp	2.27%	2.25%	2.31%	2.30%	2.31%	1bp
	非利息净收入	45,897	37,045	57,294		24.8%	13,387	n.a	18,786	18,259	20,249	n.a
	手续费净收入	26,796	21,919	33,846		26.3%	9,102	n.a	11,211	10,708	11,927	11.4%
	其他非息收入	19,101	15,126	23,448		22.8%	4,285	2,811	7,575	7,551	8,322	10.2%
	业务及管理费	33,090	23,247	35,963		8.7%	12,064	15,172	11,013	12,234	12,716	3.9%
	成本收入比	21.80%	21.34%	21.92%	0.6pc	0.1pc	23.30%	29.54%	19.79%	22.96%	23.08%	0.1pc
	资产减值损失	58,721	37,881	52,124		-11.2%	17,453	16,706	15,994	21,887	14,243	-34.9%
	贷款减值损失	43,454	24,220	33,359		-23.2%	9,990	5,766	14,395	9,825	9,139	-7.0%
	信用成本	1.59%	1.19%	1.07%	-11bp	-51bp	1.05%	0.59%	1.41%	0.94%	0.86%	-8bp
	所得税费用	5,481	5,759	9,083		65.7%	2,046	3,475	3,852	1,907	3,324	74.3%
有效税率	9.44%	12.41%	12.32%	-0.1pc	2.9pc	9.46%	18.68%	13.79%	10.33%	12.15%	1.8pc	
规模增长	总资产	7,619,539	8,109,183	8,497,055	4.8%	11.5%	7,619,539	7,894,000	7,993,666	8,109,183	8,497,055	4.8%
	生息资产余额	7,540,942	8,045,266	8,439,584	4.9%	11.9%	7,540,942	7,780,747	7,916,683	8,045,266	8,439,584	4.9%
	贷款总额	3,863,049	4,206,045	4,313,351	2.6%	11.7%	3,863,049	3,965,674	4,175,546	4,206,045	4,313,351	2.6%
	对公贷款	2,219,053	2,426,748	2,500,960	3.1%	12.7%	2,219,053	2,251,203	2,430,566	2,426,748	2,500,960	3.1%
	个人贷款	1,643,996	1,779,297	1,812,391	1.9%	10.2%	1,643,996	1,714,471	1,744,980	1,779,297	1,812,391	1.9%
	同业资产	425,967	559,484	631,829	12.9%	48.3%	425,967	410,496	429,586	559,484	631,829	12.9%
	金融投资	2,801,748	2,782,688	3,023,570	8.7%	7.9%	2,801,748	2,892,814	2,775,514	2,782,688	3,023,570	8.7%
	存放央行	358,859	396,206	369,455	-6.8%	3.0%	358,859	411,147	437,269	396,206	369,455	-6.8%
	总负债	7,042,372	7,461,653	7,823,522	4.8%	11.1%	7,042,372	7,269,197	7,343,965	7,461,653	7,823,522	4.8%
	付息负债余额	6,872,196	7,264,757	7,620,743	4.9%	10.9%	6,872,196	7,071,502	7,131,105	7,264,757	7,620,743	4.9%
	吸收存款	3,965,963	4,160,820	4,210,974	1.2%	6.2%	3,965,963	4,042,894	4,074,339	4,160,820	4,210,974	1.2%
	企业活期	n.a	1,383,690	n.a	n.a	n.a	n.a	1,290,261	n.a	1,383,690	n.a	n.a
	个人活期	n.a	344,416	n.a	n.a	n.a	n.a	324,566	n.a	344,416	n.a	n.a
	企业定期	n.a	1,687,448	n.a	n.a	n.a	n.a	1,711,733	n.a	1,687,448	n.a	n.a
	个人定期	n.a	420,428	n.a	n.a	n.a	n.a	401,882	n.a	420,428	n.a	n.a
	同业负债	1,729,830	1,832,917	2,099,272	14.5%	21.4%	1,729,830	1,790,817	1,682,983	1,832,917	2,099,272	14.5%
	发行债券	1,009,033	989,995	1,101,391	11.3%	9.2%	1,009,033	947,393	1,099,787	989,995	1,101,391	11.3%
向央行借款	167,370	281,025	209,106	-25.6%	24.9%	167,370	290,398	273,996	281,025	209,106	-25.6%	
所有者权益	568,312	637,956	663,849	4.1%	16.8%	568,312	615,586	640,257	637,956	663,849	4.1%	
总股本	20,774	20,774	20,774	0.0%	0.0%	20,774	20,774	20,774	20,774	20,774	0.0%	
资产质量	不良贷款	56,777	48,312	48,199	-0.2%	-15.1%	56,777	49,656	49,193	48,312	48,199	-0.2%
	不良率	1.47%	1.15%	1.12%	-3bp	-35bp	1.47%	1.25%	1.18%	1.15%	1.12%	-3bp
	关注贷款	65,395	56,903	63,383	11.4%	-3.1%	65,395	54,407	53,131	56,903	63,383	11.4%
	关注率	1.69%	1.35%	1.47%	12bp	-22bp	1.69%	1.37%	1.27%	1.35%	1.47%	12bp
	逾期贷款	n.a	60,178	n.a	n.a	n.a	n.a	52,319	n.a	60,178	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.43%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.32%	n.a	1.43%	n.a	n.a
	不良生成额	35,943	11,131	19,357	73.9%	-46.1%	11,444	12,758	2,313	8,818	8,226	-6.7%
	不良生成率	1.39%	0.56%	0.65%	9bp	-74bp	1.21%	1.32%	0.23%	0.84%	0.78%	-6bp
	核销转出额	32,188	12,475	20,814	66.8%	-35.3%	10,119	19,879	2,776	9,699	8,339	-14.0%
	核销转出率	80.94%	50.25%	55.89%	5.6pc	-25.1pc	72.99%	140.05%	22.36%	78.86%	69.04%	-9.8pc
逾期90+偏离度	n.a	77.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	65.7%	n.a	77.1%	n.a	n.a	
拨备覆盖率	211.7%	257%	263%	6.1pc	51.4pc	211.7%	218.8%	247.5%	256.9%	263.1%	6.1pc	
拨贷比	3.11%	2.95%	2.94%	-1bp	-17bp	3.11%	2.74%	2.92%	2.95%	2.94%	-1bp	
资本情况	核心一级资本充足率	9.00%	9.20%	9.54%	34bp	54bp	9.00%	9.33%	9.42%	9.20%	9.54%	34bp
	一级资本充足率	9.99%	10.63%	10.96%	33bp	97bp	9.99%	10.85%	10.88%	10.63%	10.96%	33bp
	资本充足率	12.62%	12.59%	12.92%	33bp	30bp	12.62%	13.47%	13.42%	12.59%	12.92%	33bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 以 20A 举例, 环比变化指 20A 环比 20Q1-3 指标变化, QoQ 指 20Q4 环比 20Q3 指标变化。因 21Q1 口径变换, 息差、生息资产收益率、中收不可比。

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	411,147	396,608	428,337	462,603	净利息收入	143,515	138,801	153,664	171,826
同业资产	410,496	431,021	452,572	475,200	净手续费收入	37,710	46,383	55,660	66,792
贷款总额	3,965,674	4,489,897	5,083,417	5,755,395	其他非息收入	21,912	30,300	31,815	33,406
贷款减值准备	-108,068	-115,442	-140,904	-168,910	营业收入	203,137	215,485	241,139	272,024
贷款净额	3,867,321	4,374,455	4,942,513	5,586,485	税金及附加	-2,086	-2,222	-2,543	-2,913
证券投资	2,892,814	2,979,211	2,933,333	2,854,686	业务及管理费	-48,262	-51,196	-57,291	-64,628
其他资产	312,222	327,343	350,283	375,080	营业外净收入	90	0	0	0
资产合计	7,894,000	8,614,285	9,217,966	9,870,530	拨备前利润	152,064	161,160	180,291	203,338
同业负债	2,081,215	2,185,276	2,294,540	2,409,267	资产减值损失	-75,427	-66,437	-71,268	-77,705
存款余额	4,042,894	4,406,754	4,759,295	5,140,038	税前利润	76,637	94,724	109,023	125,633
应付债券	947,393	1,114,608	1,169,080	1,226,214	所得税	-8,956	-11,070	-12,741	-14,682
其他负债	197,695	214,673	229,054	244,447	税后利润	67,681	83,654	96,282	110,951
负债合计	7,269,197	7,921,310	8,451,968	9,019,965	归属母公司净利润	66,626	82,838	95,343	109,869
股东权益合计	624,803	692,974	765,998	850,565	归属母公司普通股股东净利润	64,077	80,289	92,794	107,320
主要财务比率					主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
业绩增长					资产质量				
利息净收入增速	17.36%	-3.28%	10.71%	11.82%	不良贷款余额	49,656	49,588	55,808	63,112
手续费净增速	24.14%	23.00%	20.00%	20.00%	不良贷款净生成率	1.42%	1.00%	1.00%	1.00%
非息净收入增速	1.02%	28.62%	14.07%	14.54%	不良贷款率	1.25%	1.10%	1.10%	1.10%
拨备前利润增速	14.68%	5.98%	11.87%	12.78%	拨备覆盖率	219%	233%	252%	268%
归属母公司净利润增速	1.15%	24.33%	15.10%	15.24%	拨贷比	2.74%	2.57%	2.77%	2.93%
盈利能力					流动性				
ROAE	12.62%	14.25%	14.66%	15.09%	贷存比	98.09%	101.89%	106.81%	111.97%
ROAA	0.89%	1.00%	1.07%	1.15%	贷款/总资产	50.24%	52.12%	55.15%	58.31%
RORWA	1.30%	1.47%	1.50%	1.61%	平均生息资产/平均总资产	98.89%	98.03%	97.64%	97.82%
生息率	4.08%	3.79%	3.86%	3.92%	每股指标(元)				
付息率	2.36%	2.30%	2.29%	2.28%	EPS	3.08	3.86	4.47	5.17
净利差	1.71%	1.49%	1.57%	1.64%	BVPS	25.50	28.74	32.21	36.23
净息差	1.93%	1.72%	1.77%	1.84%	每股股利	0.80	1.00	1.15	1.32
成本收入比	23.76%	23.76%	23.76%	23.76%	估值指标				
资本状况					P/E	6.18	4.93	4.26	3.69
资本充足率	13.47%	12.89%	13.41%	13.81%	P/B	0.75	0.66	0.59	0.53
核心资本充足率	10.85%	11.13%	11.51%	11.95%	P/PPOP	2.60	2.46	2.20	1.95
风险加权系数	64.90%	71.35%	71.35%	71.35%	股息收益率	4.21%	5.23%	6.02%	6.94%
股息支付率	25.01%	25.00%	25.00%	25.00%					

资料来源：wind，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>