

新十年，新动能

——兴业银行深度报告

评级：买入

2021年12月21日

作者 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

联系人 陈建宇

作者 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

联系人 徐安妮

投资逻辑

一、投资逻辑

兴业银行：未来十年风口上的银行，“商行+投行”战略推进有望超预期。商行投行战略推进、潜在高级法和绿色风险权重下调有望驱动ROE趋势性回升。

二、超预期与驱动因素

- **市场担忧：**①模式方面，商行投行战略，兴业银行模式的逻辑还没理顺。②资产方面，城投地产受限背景下，兴业银行转型困难。
- **我们认为：**①模式方面，战略思路清晰、业务逻辑理顺、推广从点到面。②资产方面，已经找到下一个“城投地产”——绿色金融。

三、催化剂

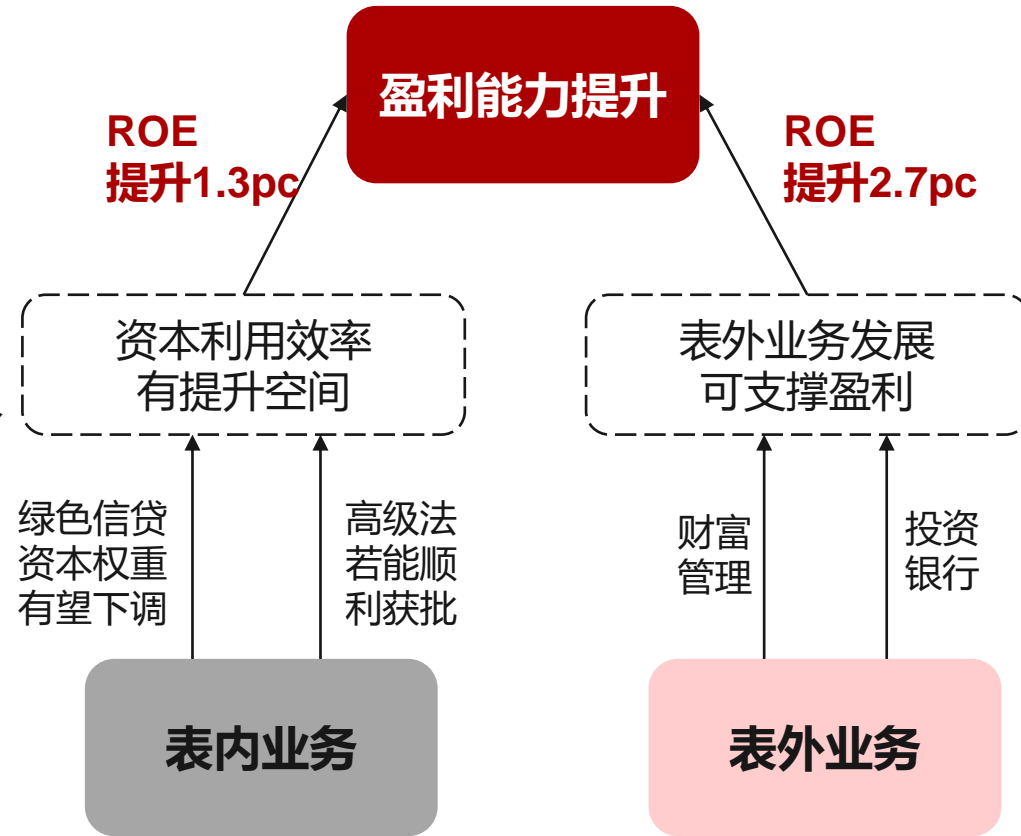
- **可转债发行补充资本。**以21Q3末数据静态测算，如转股，可提升核心一级资本充足率0.82pc至10.36%。
- **战略推进实质性动作。**重点关注：①管理机制的进一步优化；②钱大掌柜财富平台的建设和落地；③兴银国际牌照实质性进展。
- **相关政策的成效显现。**重点关注：①绿色金融相关支持政策，比如风险权重下降和各项支持工具等；②高级法是否可能获批，兴业银行是前2档7家系统重要性银行中唯一一家没有实施高级法的银行；③地产领域政策执行纠偏和稳增长成效显现。

四、盈利预测

预计兴业银行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 0.68/0.61/0.54倍。目标价33.50元，对应22年PB 1.04x，现价空间72%。

五、风险提示

宏观经济失速，不良大幅暴露，改革不达预期。



数据来源：浙商证券研究。

一、未来十年银行的新动能在哪儿？

- 模式：综合化金融是方向。零售端综合化金融代表招行、平安，对公端综合化金融还在探索，未来领军者有望是兴业银行。
- 资产：居民、企业、政府加杠杆空间有限，未来资产机会是结构性的，重点关注以绿色金融为代表的新资产投放机会。

二、兴业银行的新增长动能在哪儿？

1、新模式：商行+投行，从赚取“利差”到“利差+期权”，战略推进有望超市场预期。

- **投资银行**：利用“一鱼多吃”的模式，通过投行业务获取综合收益，兴业银行在业务规模、投行收入、牌照布局都居于同业领先地位。未来有望受益于：①机制理顺，管理层落定，兴银国际重启申请；②模式铺开，经营积累完成，模式打法全面推广。
- **财富管理**：21H1财富管理收入规模和增速居于股份行第二位，网点数量排名股份行前二。未来差异化竞争优势将来自于银银平台同业渠道都价值变现。①天时：中小银行无法获批理财牌照，需要财富管理赋能；②地利：兴业银行银银平台链接2261家金融机构和3万+网点；③人和：未来将“钱大掌柜”打造为兴业银行财富销售统一渠道，整合渠道资源。
- **资产管理**：兴业银行资管业务行业领先，资管过渡期2021年结束，理财业务有望发展提速，有力支撑盈利能力。

2、新资产：绿色金融，先发优势显著、批量切入，资产端把握下一个城投地产。

- **方向确定**：根据中国金融学会的绿色金融专业委员会（下称绿金委）测算，绿色金融空间347万亿，是下一个城投地产。
- **先发优势**：兴业银行是国内首家赤道银行，有专营部门专门运作，参与政策标准的制定，和关键企业深度合作。
- **子弹充足**：500亿可转债有望转股、高级法若获批（系统重要性银行前2档7家银行中，唯一一家没有实施高级法的银行）、绿色资产风险权重有望下调（若下降至75%），分别可节约兴业银行核心一级资本充足率0.82pc、0.88-1.22pc、0.16pc。

三、对应盈利和成长空间如何估算？

兴业银行ROE见拐点，商行投行战略推进、潜在高级法和绿色风险权重下调有望驱动ROE趋势性回升。

- **量**：若实施高级法、绿色资产权重下降25pc，测算可额外支撑贷款投放9870亿元，对应提振ROE 1.3pc。
- **价**：测算绿色信贷综合收益优于传统对公信贷75bp，财富和投行业务发展有望提振ROE 2.7pc。

四、对标同业应给予多少目标估值？

性价比最高的优质行，现价对应2022年PB仅0.61x。目标价33.50元，对应2022年PB1.04x，目标空间72%。

- **PB-ROE的角度**：对于大中型银行估值的解释力较强，兴业银行21Q1-3年化ROE为14.7%，给予合理PB估值1.07x。
- **分部估值的角度**：对于传统业务和新型业务分别估值，合理PB估值为1.30x。

风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露，改革不达预期。

目录

CONTENTS

01

未来行业的趋势

资产：动能切换 | 模式：综合金融

02

兴业银行新动能

新模式 | 新资产

03

盈利空间将打开

量 | 价

04

合理估值目标价

PB-ROE | 分部估值

01

未来行业 的趋势

资产：动能切换

模式：综合金融

把握未来十年的趋势，才是商业银行中长期α来源。经济新老动能切换，商业银行同样也要切换，从旧模式向新模式切换——从传统表内存贷业务驱动，向综合化金融模式驱动；从旧资产向新资产切换——从基建地产，向绿色、智造、普惠切换。

- **资产切换**：当前我国整体加杠杆空间有限，重点关注以绿色金融为代表的结构性资产投放机会。
- **模式切换**：传统表内业务增长空间有限，综合化服务成为银行经营转型方向。

老动能

新动能

切换难点

优势银行

模式

以存贷为主的单一模式：
随着经济下行和利率下降，银行的利差将缓慢收窄。

综合化金融服务模式：
经济进入存量时代，投行、资管、财富、交易等领域大有可为，通过多种金融和其他服务获取综合收益。

- **能力限制**：牌照限制和规模效应导致中小银行在业务、人才、激励、科技等方面都难以与大中型银行竞争。
- **机制限制**：传统银行在组织架构、激励机制上面转型迟缓、困难。

- **能力维度**：大中型银行
- **机制维度**：市场化银行
- **先发优势**：前期有积淀

资产

传统优质资产难以为继：
• 对公端：地产城投受限；
• 零售端：按揭增长趋缓。

新兴优质资产正在崛起：
• 对公端：绿色、智造、小微；
• 零售端：乡村、普惠、消费。

- **能力塑造**：新资产对应的产品、流程、风控、队伍等再造。
- **风险把控**：传统领域在杠杆企稳下降过程中产生的风险。

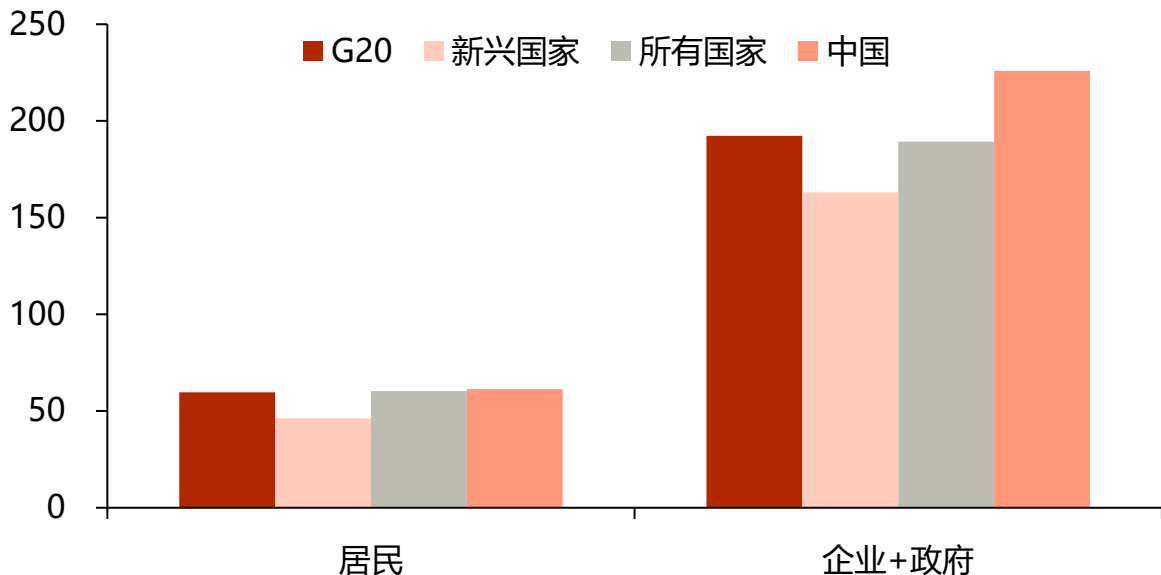
- **先发优势**：新领域已经有优势和布局的银行
- **风控优势**：风控能力优秀、客群资质好的银行

数据来源：wind，浙商证券研究所。

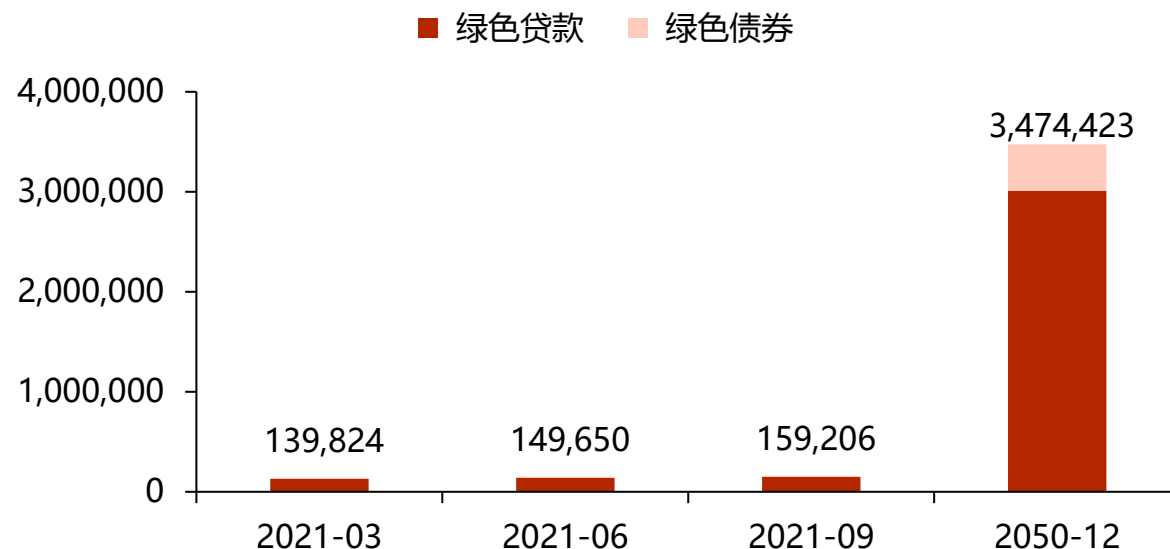
银行表内业务增长，本质依靠实体加杠杆，而我国整体加杠杆空间有限，需关注结构性机会，关注有效信贷需求旺盛的行业和领域。

- **杠杆水平来看，当前加杠杆空间有限。**与国际水平对比：①**居民杠杆提升空间有限**，截止21Q1末，据国际货币基金组织统计，中国的居民杠杆率61%，较G20和所有国家的平均水平60%基本持平。②**企业和政府杠杆率较高**。因不同国家的经济结构不同，将企业和政府杠杆率合并统计。截止21Q1末，中国的企业和政府杠杆率达226%，高于G20、所有国家的192%、189%。
- **资产机会来看，绿色金融的空间广阔。**双碳政策支持下，绿色相关产业发展提速，带动相关信贷需求旺盛。根据绿金委测算，到2050年，绿色金融的累计投资需求（央行口径）有望达487万亿。假设通过信贷和债券满足的需求和社融结构相似，对应绿色金融规模约为347万亿元。（截至21Q3末，绿色金融总规模16.4万亿。其中绿色信贷约为14.8万亿，绿色债券约为1.6万亿）

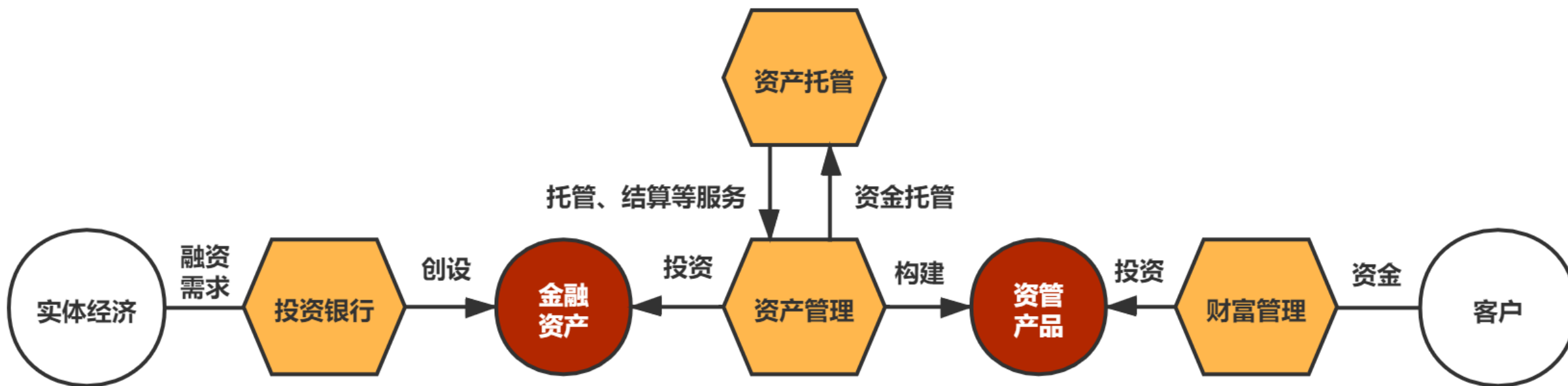
与国际水平相比，我国加杠杆空间有限



到2050年，绿色金融市场CAGR 11%



比起传统的存贷模式，未来综合化服务银行更有望胜出。 ①**商业模式切换：**随着经济下行和利率下降，银行的利差将缓慢收窄，以存贷为主的传统模式增长空间有限。展望未来，综合化服务成为大势所趋，即银行围绕资金端的资管需求和实体端的融资需求，通过大财富链条（此处是广义财富，包括投资银行、资产管理、财富管理、资产托管等），为客户提供投行、资管、财富、交易等服务。②**竞争优势来源：**大中型综合化银行更具能力优势，市场化银行更具有机制优势，前期已经有布局的银行更有先发优势。零售端综合金融已经有成功的案例，如招商银行和平安银行；而对公端综合金融模式还未有典型银行，兴业银行着力于“商行+投行”战略，是对公综合金融赛道的先行者和领军者。



数据来源：浙商证券研究所。

02

兴业银行
新动能

新模式

新资产

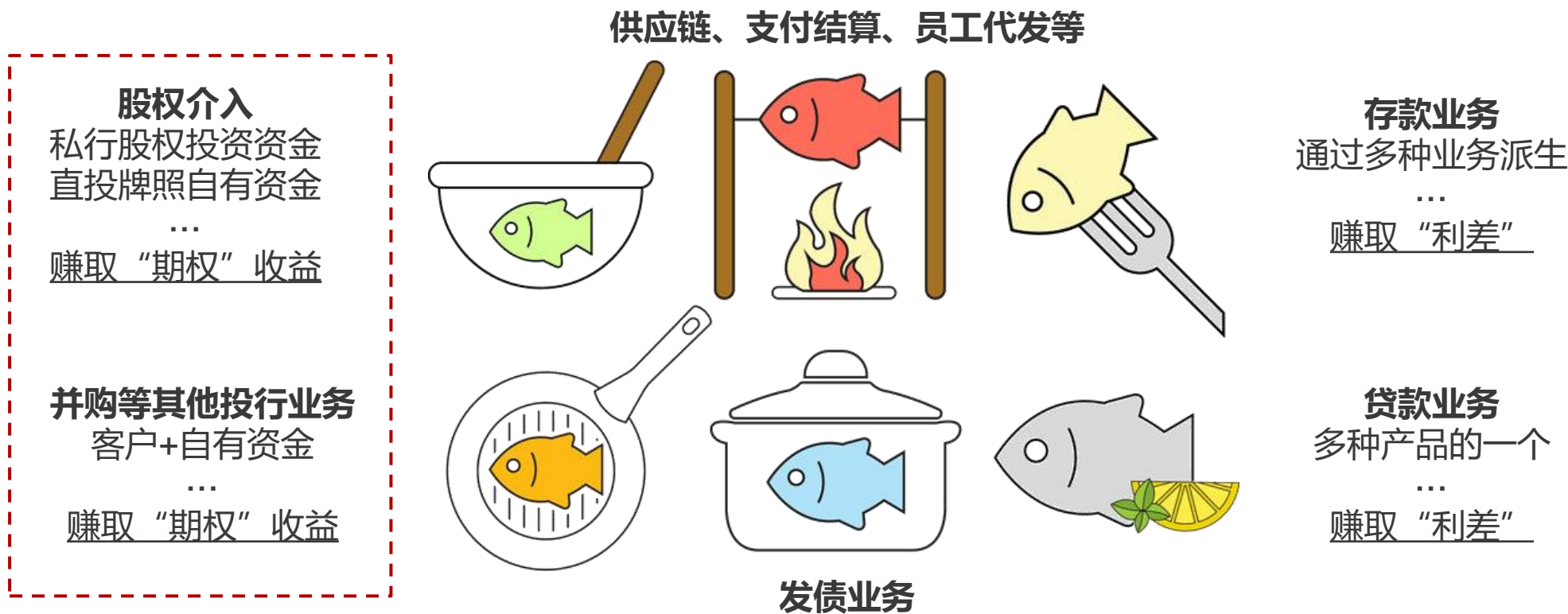
市场担忧：①模式方面，商行投行战略，兴业银行模式的逻辑还没理顺。②资产方面，城投地产受限背景下，兴业银行转型困难。

我们认为：①模式方面，战略思路清晰、业务逻辑理顺、推广从点到面。②资产方面，已经找到下一个“城投地产”——绿色金融。

转型	模块	优势	未来
新模式	投资银行	①业务规模、收入居于同业领先地位。 ②全牌照布局（除保险、境外券商）。	①管理机制理顺：管理层落定，意味着未来在激励、考核方面将变得更顺畅；兴银国际重启申请，若获批有望理顺商行投行机制。 ②模式从点到面：经营积累完成，加大队伍培训，将成熟模式的经验向全行推广。
	财富管理	核心竞争力是渠道能力。网点数量为股份行最多；银银平台合作机构多，不通过大范围的人力建设，可以实现同样甚至更广的辐射效果。	独特的同业渠道有望变现。受益于①天时：中小银行需要赋能。②地利：银银平台价值输出。③人和：渠道价值重新整合。
	资产管理	资管能力强，理财规模排名行业前列，净值化转型进展行业领先。	资管新规过渡期2021年末结束，理财规模有望保持高增；资管业务ROE高，资管业务发展可支撑全行盈利能力。
新资产	绿色金融	最早布局绿色金融业务，具有融资也能融智的独特优势。	兴业银行子弹充足，有望受益于可转债发行、高级法有望实施、绿色资产风险权重有望下调，可以更好的把握新资产投放。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

投资银行的典型模式——一鱼多吃。某些业务可能不赚钱，但可帮助攻克客户、获取其他业务的收益，从而实现一鱼多吃效果。随着直接融资市场发展，大中型企业客户需求越来越难以用简单的存贷业务满足。涉及到股权融资、财务咨询、并购等复杂投融资关系的业务，企业议价权较弱，专业性、机制好、跟得紧的银行有望通过投行业务切入客户，从而带动传统商行的存贷款业务、支付结算业务、上下游供应链等。



数据来源：浙商证券研究。

兴业银行的投资银行业务居于同业领先地位。①从业务规模来看，截至2021年12月19日，兴业银行非金融债的承销规模达6375亿，排名全市场第二（含券商和银行）；②从投行收入来看，21H1兴业银行实现咨询顾问手续费收入80.3亿，同比增长49%，规模和增速在上市股份行中排名首位；③从牌照布局来看，兴业银行基本形成全牌照布局（保险和境外券商以外），而且均为银行直接控制，这意味着母子公司联动性比集团下兄弟公司之间更强，子公司也更直接服务于银行客户需求。

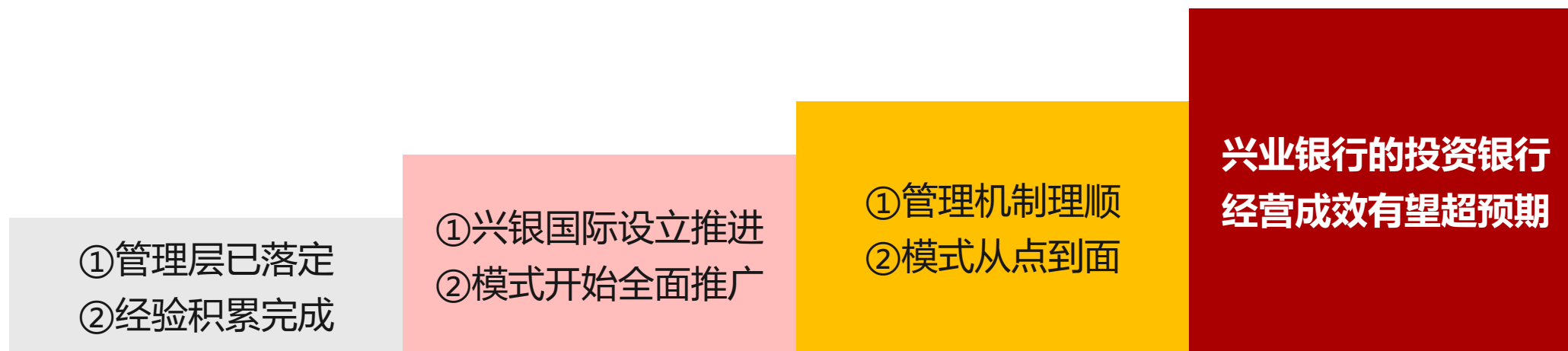
	非金融债承销规模	咨询类收入	增速
中信银行	7,151	25.86	2.5%
兴业银行	6,375	80.28	49.4%
招商银行	5,084	n.a	n.a
浦发银行	4,954	23.57	9.1%
光大银行	4,896	8.01	-11.7%
平安银行	2,992	n.a	n.a
民生银行	2,806	n.a	n.a
华夏银行	2,171	n.a	n.a
浙商银行	790	4.58	-67.5%

	基金	金融租赁	保险	期货	信托	境内券商	境外券商	资产管理	理财子	研究
兴业	√*	√*		√*	√*	√	申请	√*	√*	√*
招行	√*	√*	√	√	√	√	√*	√	√*	
光大	√	√*	√	√	√	√	√*	√	√*	
中信	√	√*	√	√	√	√		√	√*	
平安	√	√	√	√	√	√		√	√*	
浦发	√*	√*			√*		√*			
民生	√*	√*				√	√*	√		
华夏		√*							√*	
浙商		√*								
工行	√*	√*	√*	√*			√*	√*	√*	
建行	√*	√*	√*	√*	√*		√*	√*	√*	
农行	√*	√*	√*				√*	√*	√*	
中行	√*		√*	√*		√	√*	√*	√*	
交行	√*	√*	√*		√*		√*	√*	√*	
邮储	√		√			√			√*	√

数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究。注：“√”表示此牌照为银行母公司拥有或不由银行直接控制，“√*”并加粉色底纹，表示银行直接控制此牌照。左图底纹越红则数值越大。

展望未来，兴业银行的投资银行业务机制理顺、发展从点到面，成效有望超市场预期。

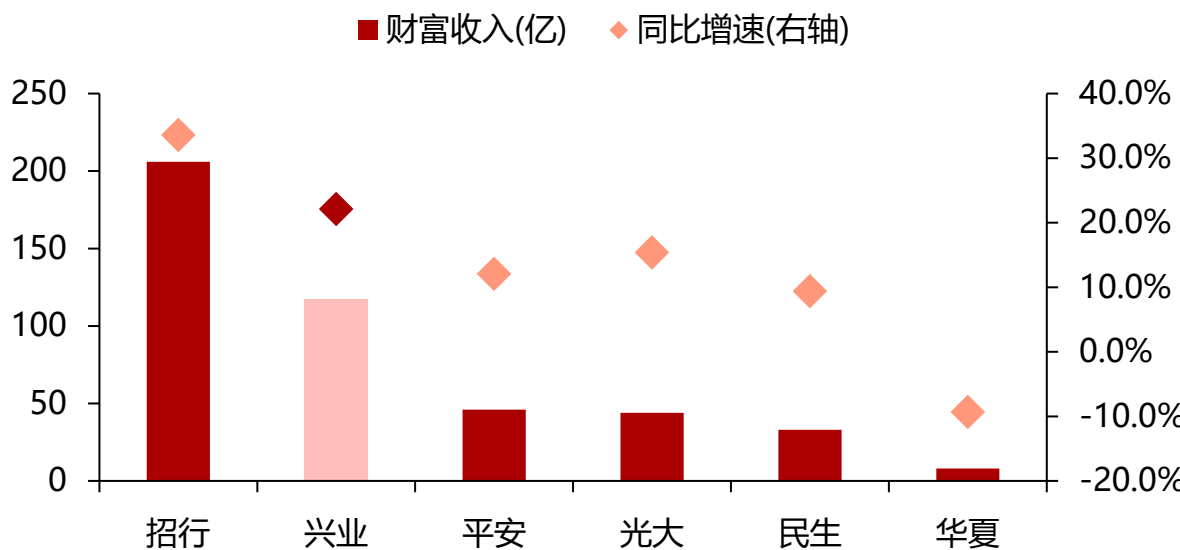
- **机制理顺：①管理层落定。**此前兴业银行董事长一职空缺近2年，期间高层人事未定导致核心骨干变动和激励受影响。2021年7月26日，吕家进先生正式担任兴业银行董事长。董事长落定意味着未来在激励、考核方面将变得更顺畅。**②兴银国际重启申请，若获批有望理顺商行投行机制。**2021年10月28日，兴业银行公告审议通过《关于投资设立兴银国际金融控股有限公司的议案》，决定继续推进投资设立兴银国际相关工作。兴银国际注册资本拟为30亿港币，注册地香港，兴业银行持股比例100%。
- **从点到面：①经营积累完成，**此前兴业银行提出“商行+投行”战略转型，在全国性银行中独树一帜。可借鉴的经验少，意味着需要时间在实践中探索成熟的模式。此前一系列典型案例的出现，意味着兴业银行在“商行+投行”逐渐摸索出一套打法。**②开始全面推广，**未来要加大队伍培训建设，将成熟模式的经验向全行推广。



财富管理的核心竞争力——渠道能力。

- 从业务结果来看，21H1兴业银行实现财富管理收入117亿，同比增长22.1%，收入规模、收入增速均排名上市股份行前二；截至21H1末，兴业银行AUM为2.7万亿，排名上市股份行中游。
- 从渠道建设来看，兴业银行网点数量排名股份行前二，但零售客户数、私行客户数属于中游。这也是市场诟病兴业银行的一点，认为兴业银行渠道能力欠缺，很难弯道超车形成财富管理方面的差异化竞争优势。

21H1上市股份行财富管理中收和同比增速



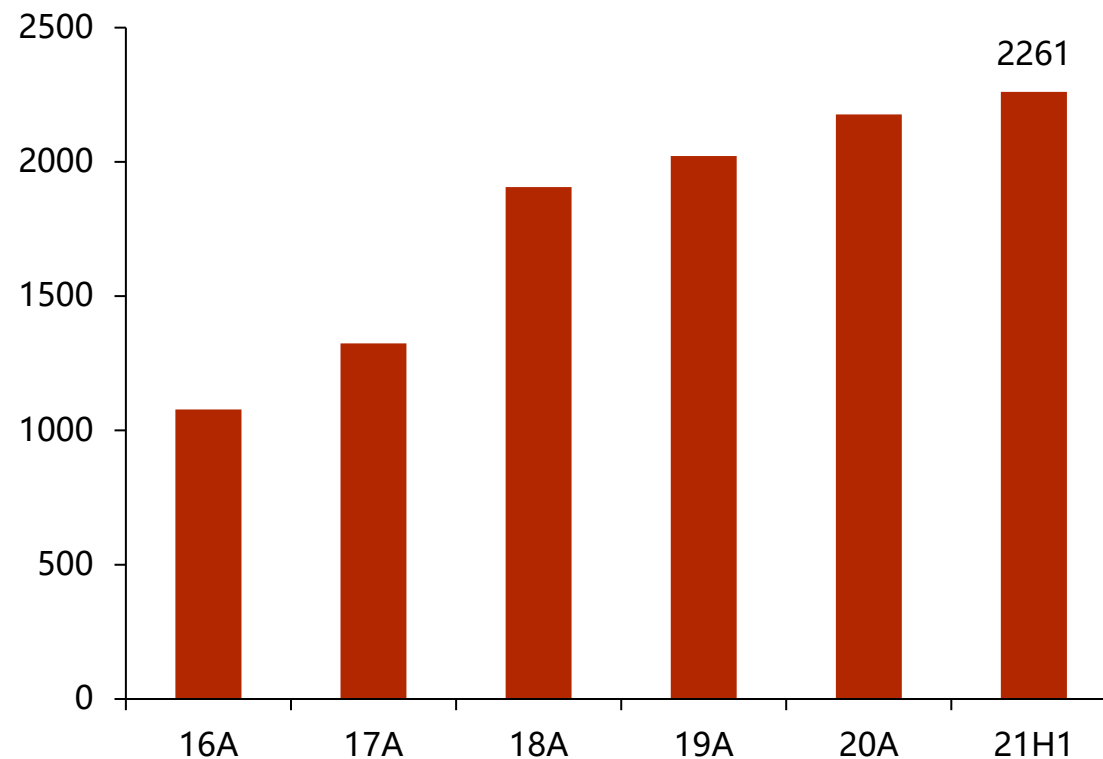
上市银行	网点数量(个)	零售客户数(万)	私行客户数(人)	非货币公募保有量21Q3	AUM(亿元)	非存款AUM(亿元)	非存款AUM/总资产
工行	15,823	69,000	198,000	5,667	166,000	41,128	12%
农行	22,889	86,900	161,000	2,220			
中行	10,487		141,200	4,860			
建行	14,622	70,000	175,610	4,313	130,000	28,151	10%
交行	2,992	18,200	67,500	2,840	41,400	17,565	16%
邮储	39,635	63,000		1,147	120,300	24,744	22%
招行	1,898	15,800	111,947	7,810	100,000	78,554	96%
浦发	1,648	13,264	25,000	1,736	35,149	24,872	32%
中信	1,410	11,500	54,400	1,402			
光大	1,299	13,075	45,971	1,115	20,000	11,587	22%
华夏	1,016	3,055	12,700	651			
民生	2,415	10,809	36,982	1,701			
兴业	2,002	7,761	53,195	1,523	26,900	19,225	25%
平安	1,110	11,388	64,800	1,425	29,820	22,479	52%
浙商	280	838	11,916	150			

数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究。兴业银行AUM中不含三方存管，招行和平安数据中包括。底纹越红则数值越大。

独特的同业渠道有望变现，凭借2F2C模式，兴业银行同业优势有望全面赋能渠道能力建设。

- **天时：中小银行需要赋能。**中小银行多数无法获批理财子牌照，因此无法新发理财产品；同时由于银行体量较小，难以自建产品筛选和准入团队。但中小银行亦需要满足自身客户的财富管理需求，因此在产品筛选和产品提供方面需要外部机构为其赋能。
- **地利：银银平台价值重估。**兴业银行通过银银平台对接中小银行，输出理财能力、科技系统、销售能力培训，帮助中小银行服务客户的同时，将其下沉的分销渠道转化为兴业银行的理财销售渠道。截至21H1末，兴业银行银银平台合作机构达2261家，连接超三万个网点。21H1实现面向同业及终端客户的财富产品销售5201亿，同比高增60%。
- **人和：渠道价值重新整合。**根据证券时报，兴业银行提出财富管理平台打造的两项计划。第一是将“钱大掌柜”打造为兴业银行财富销售统一渠道，整合渠道资源；第二是在集团层面形成统一的财富管理云平台，将全市场各类产品与渠道对接。

银银平台合作机构数



数据来源：公司财报，浙商证券研究。

2F2C的财富模式：不通过大范围的人力建设，可以实现同样甚至更广的辐射效果。

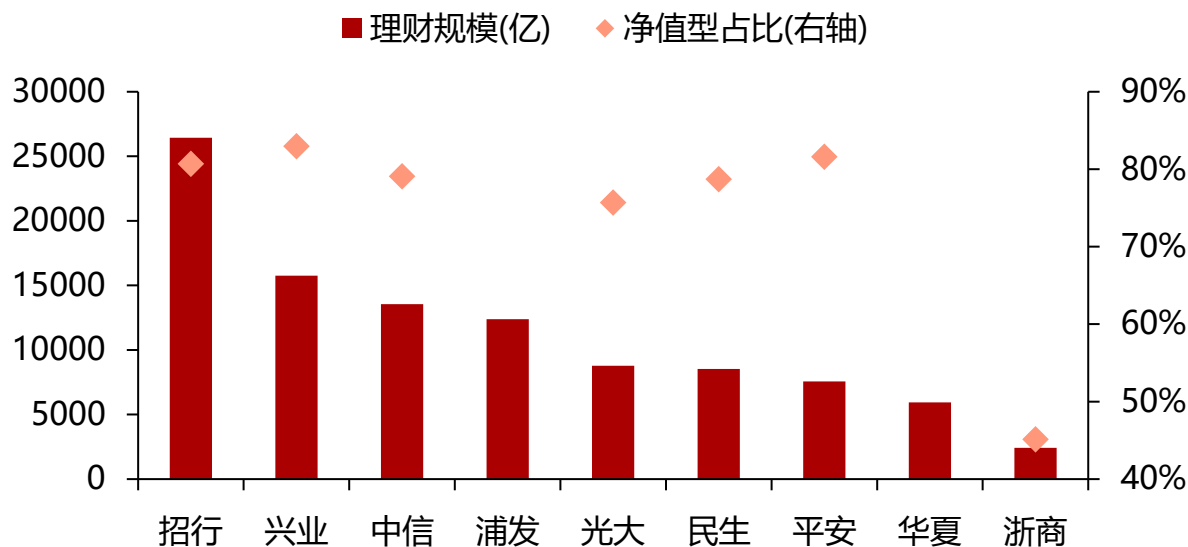
	平台	产品	模式	人力	网点	渠道端	
与前不同	平台升级前	财富云	银行理财为主	少	超30000个	中小银行的客户	
		机构投资交易平台	全市场资管产品			面向金融机构、零售客户的资管产品销售平台	金融机构
		钱大掌柜					零售客户
	平台升级后	钱大掌柜	全市场资管产品	将全市场产品与兴业银行及同业的渠道对接		金融机构+企金+零售客户 (含中小银行的客户)	
与众不同	招商银行	财富开放平台	公募基金为主	多	1866	自身渠道	
	平安银行	银基开放平台			1103	自身渠道+集团引流	
	东方财富	天天基金	通过互联网平台，销售公募基金	少		自身渠道	
	兴业银行	钱大掌柜	全市场资管产品	将全市场产品与兴业银行及同业的渠道对接	少	超30000个	自身渠道+中小银行渠道

数据来源：公司财报，浙商证券研究。底纹代表兴业拥有相对优势。

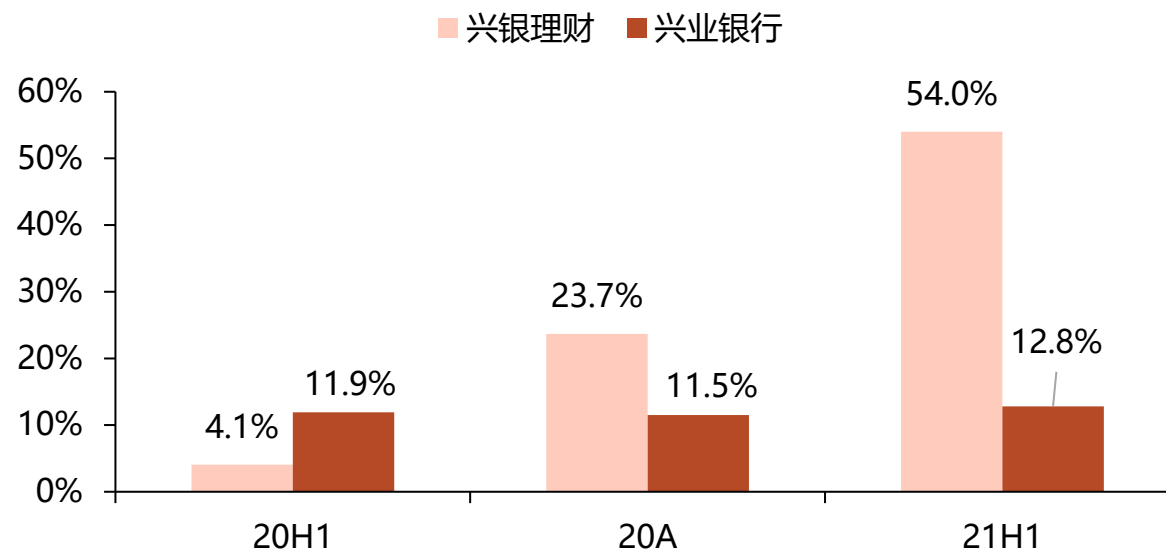
兴业银行资管业务行业领先。①从资管能力来看，兴业银行连续16个季度获普益标准评为全国性银行综合理财能力第一，资管能力优势明显；②从业务规模来看，理财规模排名行业前列。21H1末，兴业银行表外理财达1.57万亿，排名上市股份行第二。③从转型进度来看，兴业银行21H1末净值型占比83%，排名上市股份行第一，转型进展行业领先。

展望未来，兴业理财业务发展有望提速，有力支撑盈利能力。①理财规模有望保持高增。资管新规过渡期2021年末结束，整改压力消退下，兴银理财有望保持高增。21H1末，兴业银行表外理财同比增长20%，较兴业银行总资产增速快12pc。②资管发展有利支撑盈利。资管业务的ROE优于兴业银行全行平均，业务发展可有利支撑全行盈利能力。21H1兴银理财的ROE为54.0%、显著高于兴业银行整体ROE 12.8%。

21H1上市银行理财规模及净值型理财占比

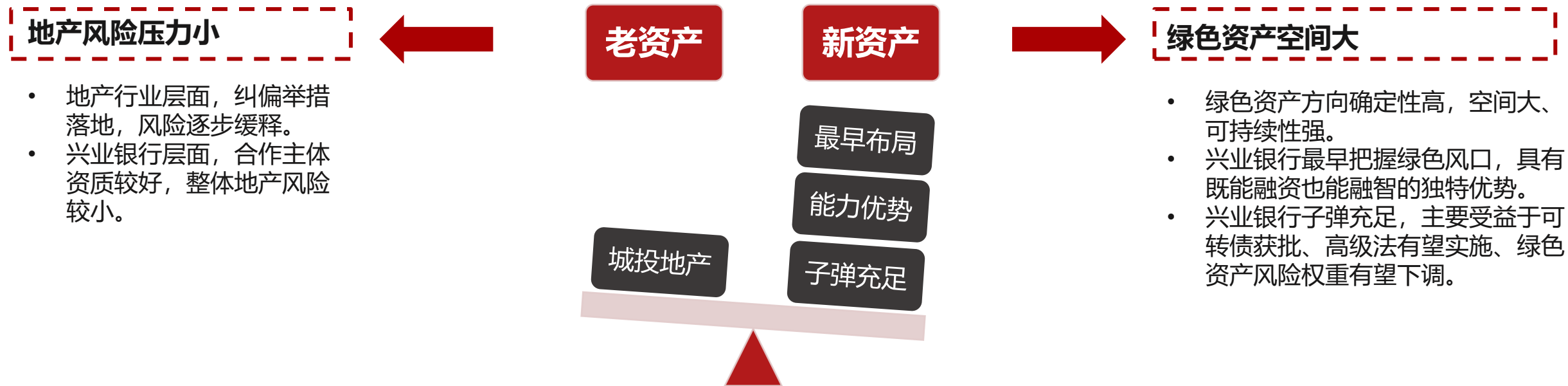


兴业银行及兴银理财ROE



数据来源：公司公告，浙商证券研究。ROE=净利润/期初期末平均净资产。

老资产：地产风险压力小——>新资产：绿色金融空间347万亿，是下一个城投地产。



数据来源：浙商证券研究。

地产行业风险缓释，兴业银行地产风险压力小。

- 地产行业层面，纠偏举措落地，风险逐步缓释。**①定调：中央经济工作会议提出因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。②举措：12月20日财联社报道人行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励优质房地产企业并购出险房地产企业的项目。
- 兴业银行层面，合作主体资质较好，整体地产风险较小。**①对公，根据地产披露的授信数据来看，兴业银行对公房地产贷款主要合作主体是国企和AAA房企，非AAA房企贷款占比较小。②按揭，按揭占比较高，按揭贷款本身风险较低，另外项目资金封闭式管理下，可以保证对公房地产项目还款来源。③表外，推测涉及项目较少。

类型	银行	已披露授信结构			对公房地产占比	非AAA民企占贷款	未披露敞口占比	按揭贷款占比	按揭贷款/对公房地产贷款
		国企	AAA民企	非AAA民企					
国有行	邮储银行	76%	15%	9%	2%	0%	1%	33%	15.65
	建设银行	88%	7%	5%	5%	0%	1%	34%	7.23
	交通银行	82%	11%	7%	6%	0%	3%	22%	3.63
	中国银行	73%	19%	8%	8%	0%	5%	30%	3.79
	工商银行	66%	24%	10%	5%	0%	3%	30%	6.06
	农业银行	70%	19%	11%	5%	0%	3%	30%	5.45
股份行	招商银行	63%	31%	6%	8%	0%	3%	25%	3.29
	华夏银行	60%	28%	12%	7%	0%	4%	14%	2.02
	浦发银行	56%	28%	16%	7%	0%	5%	19%	2.60
	中信银行	63%	25%	12%	6%	0%	3%	20%	3.21
	兴业银行	69%	18%	13%	9%	1%	4%	26%	2.99
	平安银行	61%	25%	14%	10%	1%	6%	9%	0.89
	光大银行	56%	21%	23%	7%	1%	4%	17%	2.38
	浙商银行	30%	35%	35%	14%	2%	8%	7%	0.52
城商行	民生银行	28%	33%	39%	10%	3%	4%	14%	1.33
	宁波银行	71%	29%	0%	5%	0%	4%	4%	0.94
	长沙银行	0%	100%	0%	4%	0%	4%	17%	4.19
	齐鲁银行	0%	100%	0%	5%	0%	5%	19%	4.03
	杭州银行	54%	44%	2%	8%	0%	3%	14%	1.86
	成都银行	58%	0%	42%	7%	0%	7%	22%	3.06
	贵阳银行	0%	0%	100%	7%	0%	7%	7%	0.95
	青岛银行	35%	21%	43%	10%	0%	9%	19%	1.95
	南京银行	46%	29%	25%	4%	0%	4%	10%	2.46
	北京银行	73%	21%	6%	9%	0%	6%	21%	2.27
	苏州银行	70%	0%	30%	4%	0%	3%	15%	4.25
	郑州银行	0%	0%	100%	13%	0%	13%	15%	1.13
	江苏银行	55%	15%	30%	8%	0%	6%	18%	2.33
	上海银行	58%	19%	23%	15%	1%	12%	12%	0.83
厦门银行	49%	0%	51%	6%	1%	5%	19%	2.99	
重庆银行	0%	0%	100%	4%	1%	3%	14%	3.31	
农商行	渝农商行	0%	0%	100%	1%	0%	1%	18%	18.09
	青农商行	0%	0%	100%	14%	1%	13%	14%	0.97

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。单位：亿元。国企=央企+国企。未披露敞口=对公房地产-已披露授信余额。对公房地产、按揭贷款及贷款总额数据截至21H1末。底纹越红则表现越优。

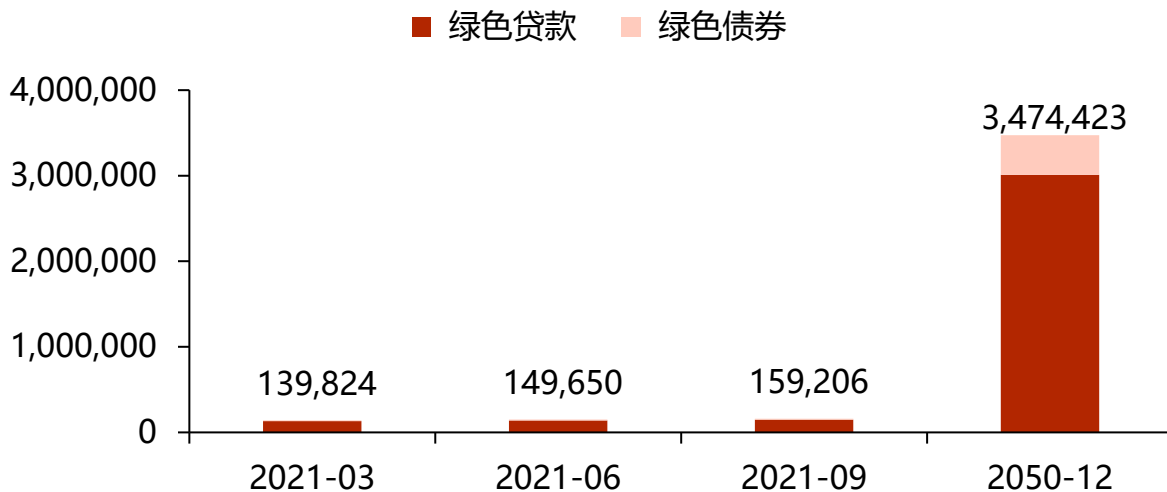
绿色资产方向确定性高，空间大、可持续性强。

(1) 空间很大，绿色金融空间347万亿，是下一个城投地产。根据绿金委《碳中和愿景下的绿色金融路线图研究》预测到2050年绿色投资需求（央行口径）487万亿元，假设通过信贷和债券满足的需求和社融结构相似，对应绿色金融规模约347万亿元（截至21Q3末，绿色金融总规模16.4万亿。其中绿色信贷（央行口径）约为14.8万亿，绿色债券约为1.6万亿）。而截止21Q3末，测算的地产融资规模71万亿，城投融资规模49万亿（基建类信贷36万亿，城投债13万亿），绿色金融潜在融资需求可比地产城投。

(2) 政策支持，政策导向是大力发展，有望受益于政策红利。一方面，在十四五规划中提出要大力发展绿色经济，强化绿色发展的法律和政策保障；另一方面，短期内出台两项政策支持工具：①2021年11月8日，央行发布碳减排支持工具，采取先贷后借的机制，对符合要求的碳减排贷款，按贷款本金的60%提供资金支持，利率为1.75%。②2021年11月17日，国常会提出再设立2000亿元支持煤炭清洁利用专项再贷款。

(3) 可持续性，绿色项目投资期限长，相应的投资需求稳定。以目前运行的绿色项目为例，项目投资期限普遍较长。

到2050年，绿色金融市场CAGR 11%



类型	项目	期限
基础设施	新沂海绵城市建设项目	投资回收期为13.37年，项目运行年限为15年。
清洁能源	吉电股份宝塔蟠龙一期50MW风电项目	投资回收期为9.84年，项目运行年限为20年。
生态环境	柳州北部生态农业示范园项目	投资回收期为22.27年，项目运行年限30年。
节能环保	德固特节能装备生产线升级项目	投资回收期为8.02年。
清洁生产	郸城生活垃圾焚烧发电项目	投资回收期为11.82年，项目运行年限为28年。

数据来源：wind，绿金委《碳中和愿景下的绿色金融路线图研究》，公司公告，浙商证券研究所。地产测算思路：假设整体地产融资结构与招行21H1末广义房地产融资敞口结构相似，通过21Q3末开发贷、按揭占比倒退房地产融资规模。基建类信贷测算思路：假设19A末基建类信贷占比不变，测算21Q3末信贷规模。

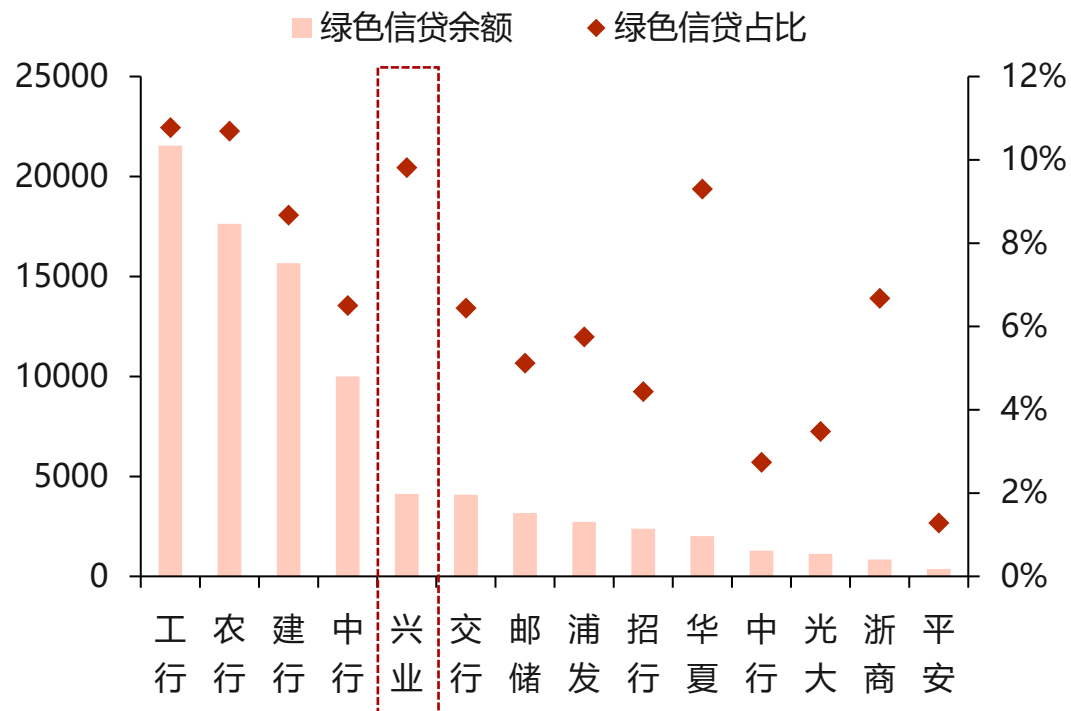
兴业银行最早把握绿色风口，具有既能融资也能融智的独特优势。21H1兴业银行表内外绿色融资余额达1.3万亿元，较年初增长11%；符合央行标准的绿色贷款4,127亿元，较年初增长29%；绿色金融客户达到3.3万户，较年初增长25%。绿色业务的快速增长，得益于长期、多年的提早布局。——这再一次印证兴业银行前瞻性的战略把握能力。

- **国内首家赤道银行**，兴业银行绿色金融早在2006年就在国内率先起步，2008年成为中国首家“赤道银行”。
- **专营部门专门运作**，2009年兴业银行即成立“可持续金融中心”（现“绿色金融部”），是国内最早专门负责绿色业务的总行机构，产品和服务体系领先于同业。
- **参与政策标准制定**，兴业银行参与《绿色信贷指引》等政策制定和《关于构建绿色金融体系指导意见》的推动落地，应邀直接参与首批五个绿色金融改革创新试验区规划方案的起草制定。兴业银行不但可以融资，而且可以借助专业能力“融智”，这是其他银行不具备的优势。
- **关键企业深度合作**，有望拓展到上下游。

数据来源：公司官网，浙商证券研究所。单位：亿元。

注释：赤道银行是指已宣布在项目融资中采纳赤道原则的银行，赤道原则旨在判断、评估和管理项目融资中环境、社会风险，适用于总投资在1000万美元以上的项目。

21H1国股行绿色信贷余额及占比



兴业银行子弹充足，主要受益于可转债获批、高级法有望实施、绿色资产风险权重有望下调。

- 转债转股补充核心一级资本。**转债推进速度为2010年以来最快，2021年12月15日，在发审委通过后仅9天，兴业银行转债即获得证监会核准批文。兴业银行资本补充进度提速，预计年底有望顺利发行。500亿元可转债若转股，以21Q3的数据静态测算，可补充兴业银行核心一级资本充足率0.82pc至10.36%。
- 高级法若实施可以节约资本。**系统重要性银行前2档7家银行中，只有兴业银行没有实施资本管理高级法。若实施高级法，以21H1末数据测算，有望为兴业银行节约核心一级资本充足率0.88-1.22pc（根据已经实施的6家银行情况，假设零售风险权重调整为20-30%）。
- 绿色资产风险权重有望降低。**2021年6月，人民银行研究局发布《我国绿色贷款业务分析》，提出研究降低绿色贷款的风险权重，考虑从机构、行业上试点开始，并逐步扩展到绿色债券等绿色资产。降低绿色资产风险权重可以释放更多资本投入绿色项目，进而降低商业银行的业务成本，为发展绿色贷款业务提供正向激励。若绿色信贷风险权重下降至75%，以21H1末数据测算，有望为兴业银行节约核心一级资本充足率0.16pc。（参考普惠75%）

银行	附加资本要求	21Q3核心一级资本充足率	实施高级法与否
工商银行		13.14%	√
中国银行	1.00%	11.12%	√
建设银行		13.40%	√
农业银行		11.18%	√
交通银行		10.68%	√
招商银行	0.75%	12.31%	√
兴业银行		9.54%	
浦发银行		9.35%	
中信银行	0.50%	8.80%	
民生银行		8.83%	
邮储银行		10.00%	
平安银行		8.56%	
光大银行		8.99%	
华夏银行		8.70%	
广发银行	0.25%	7.80%	
宁波银行		9.39%	
上海银行		9.08%	
江苏银行		8.75%	
北京银行		9.53%	

数据来源：wind，公司官网，浙商证券研究所。

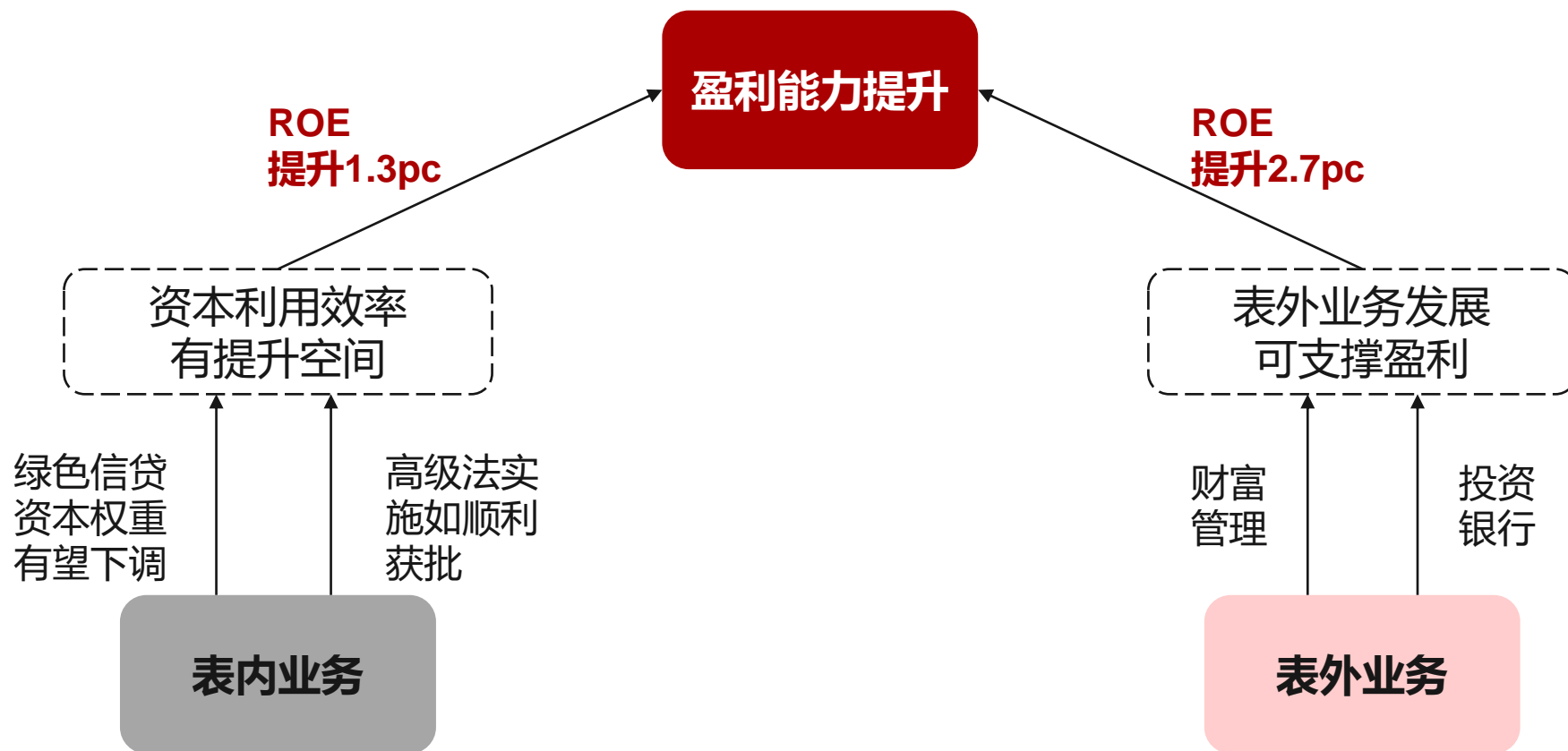
03

**盈利空间
将打开**

量：资本利用效率有改善空间

价：财富和投行增长支撑盈利

展望未来，兴业银行盈利能力的提升空间有望打开。以2020年数据静态测算，在资本利用效率提升和表外业务发展带动下，兴业银行ROE有望提升4.0pc至16.6%。①表内规模来看，资本利用效率有改善空间，若高级法实施顺利获批、绿色信贷资本权重下调，测算提升可带动ROE提升1.3pc。②表外业务来看，“商行+投行”战略发力下，大财富业务（财富管理+资产管理+投资银行等）的发展有望提速，若AUM深度达招行水平、表外非传统FPA占比达50%，静态测算可带动ROE提升2.7pc。



兴业银行未来资本利用效率和资本水平均有望提升，带动盈利能力上行，规模增长更可持续。

(1) **利用效率有优化空间**：假设核心一级资本充足率和传统表内业务ROA不变，以20A数据静态测算，则资本利用效率提升可节约资本充足率1.30pc，资本充足率不变情况下，带来总资产额外增长空间9870亿，对应净利润额外增长67亿，对应ROE提升空间1.3pc。【考虑到兴业银行被列入系统重要性银行，核心一级资本充足率推测将较现有水平继续提高，因此本测算仅作为参考使用】

- **高级法若能获批**：兴业银行若能实施高级法，则有望降低零售信贷的风险权重。根据实施高级法的6家银行（除中行外），2020年平均零售风险权重为23%。假设兴业银行的零售贷款风险权重下降至23%（目前按揭50%、非按揭零售75%），以20A数据测算，可节省核心一级资本充足率1.16pc。
- **绿色资产权重若降低**：假设绿色信贷风险权重下降25pc至75%（参考普惠75%），可节省核心一级资本充足率0.13pc。

(2) **资本水平有望迎提升**：500亿转债发行在即，若转股，以21Q3数据静态测算，可补充兴业银行核心一级资本充足率0.82pc。

资本利用效率提升对ROE的提振情况测算

单位：亿	风险加权资产节约	对应20A核心一级资本充足率节约	如核心一级资本充足率不变，资产规模增长	传统业务ROA	净利润增长	对应ROE提升空间
高级法的实施	6,283	1.16pc	8,757	0.67%	59	1.2pc
绿色权重下降	799	0.13pc	1,113		8	0.1pc
汇总	7,081	1.30pc	9,870	0.67%	67	1.3pc

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。注：传统业务ROA=（净利润-中收*（1-40%成本收入比）*（1-25%税率））/期初期末总资产。资产规模增长=风险加权资产节约*（20A总资产/RWA）。因前文测算采用21H1末数据，此处为消除盈利的季节性影响，测算采用20A数据，前后资本充足率测算结果有一定差异。

大财富业务和绿色金融发力，打开盈利能力上行空间。

- **表外业务：财富投行有望带来3.1pc的ROE提升空间。**①**财富管理**，假设“财富中收/平均非存款AUM”维持20A水平，非存款AUM/总资产达到招行水平，静态测算，有望带来增量中收281亿，对应20A中收增长74%、营收增长14%、净利润增长19%；对应提升ROE 2.5pc；②**投资银行**，假设“投行收入/非传统FPA”维持20A水平，非传统FPA占比达到50%（20A均值占比33%），有望带来增量中收21亿，对应20A中收增长5.7%、营收增长1.1%、净利润增长1.4%；对应提升ROE 0.2pc。
- **表内业务：绿色信贷综合收益显著优于传统对公信贷。**测算绿色信贷税后综合收益0.97%，显著高于传统对公的0.22%，主要归因绿色信贷资产质量显著优于对公贷款。经测算，绿色信贷占对公信贷比例每提升10pc，传统对公综合收益有望提升8bp。

表外业务提升空间测算汇总

	财富管理	投资银行	汇总
中收增量(亿)	280.5	21.3	301.8
对应20A中收增长	74.4%	5.7%	80.0%
对应20A营收增长	13.8%	1.1%	14.9%
对应20A净利润增长	18.7%	1.4%	20.1%
对应20A ROE提升	2.5pc	0.2pc	2.7pc

绿色信贷综合收益测算

	核心假设	绿色信贷	较对公优势	传统对公
利息收入		1.78%	-29bp	2.07%
资产收益率	1年期LPR	3.80%	-47bp	4.27%
负债成本率		-2.02%	18bp	-2.20%
碳减排工具 (60%)	碳减排支持工具利率	1.75%		
主动负债 (40%)	MLF利率	2.20%		
成本收入比	20A成本收入比	24%		24%
信用成本	不良率	-0.06%	122bp	-1.28%
税前利润		1.29%	100bp	0.30%
税率		25%		25%
ROA		0.97%	75bp	0.22%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。净利润测算假设40%的成本收入比及25%的所得税率。传统对公的负债成本为21H1对公存款成本（2.20%）和MLF利率（2.20%）平均值。招行非存款AUM不含第三方存款，假设第三方存款规模约为3万亿。底纹越红，则优势越大。

04

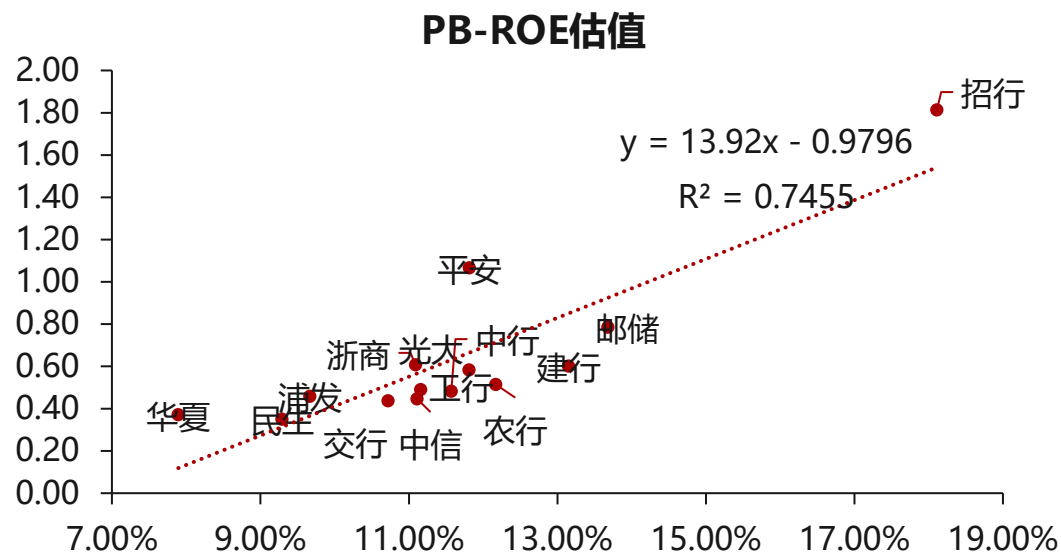
合理估值 目标价

PB-ROE估值

业务分部估值

性价比最高的优质行，2022年PB仅0.61x。目标价33.50元，对应2022年PB1.04x，目标空间72%。

- **PB-ROE的角度**：对于大中型银行估值的解释力较强，兴业银行21Q1-3年化ROE为14.7%，给予合理PB估值1.07x。
- **分部估值的角度**：对于传统业务和新型业务分别估值，合理PB估值为1.30x。



	传统业务估值	新型业务估值	分部估值结果		
归母净利润	5,298	20A洁净中收	377	20A合理市值	6,905
风险调整后净资产	5,332	测算净利润	170	20A合理PB	1.30
目标PE	7	21Q3中收增速	26%	BPS 21E	28.54
传统ROE20A	9.4%	增速预测	20%	21A合理股价	37.20
PB倍数	0.7x	PEG倍数	1.0x	当前目标价	33.50
20A分部市值	3,511	20A分部市值	3,394	22E目标估值	1.04x

数据来源：wind，浙商证券研究。

注1：考虑可对比性和数据拟合效果，只取国股行数据，PB(LF)截至2021年12月20日，ROE为21Q1-3净资产收益率年化数据。

注2：单位亿元/%。①传统业务PB市值。真实不良=不良余额+关注余额。超额拨备=拨备余额-真实不良，风险调整后净资产=归母普通股股东净资产+超额拨备*（1-所得税率25%），传统业务市值=风险调整后净资产×PB估值倍数=风险调整后净资产×目标PE×ROE。②新型业务PEG市值。测算新型业务净利润=洁净中收*（1-成本收入比40%）*（1-所得税率25%）。新型业务市值=新型业务净利润×预测增速×100×PEG估值倍数。



风险提示

宏观经济失速，不良大幅暴露，改革不达预期。

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>