

2021年12月30日

战略构筑壁垒，转债拓展空间

兴业银行(601166)

分析判断：

► 新五年规划启航，打造综合金融服务商

战略布局：1) 兴业以传统同业优势为切入点，致力深耕表内+做大表外。业务逻辑上，推动表内资产向表外流转，实现投融资需求对接，全方位综合服务政企客户；投行优势一方面为表内提供企业客户资源，另一方面赋能资管、为财富业务提供优质资产；围绕对公客群展开零售服务有助于提升客户粘性，形成业务生态闭环。2) 今年提出新五年规划，继续深化“1234”战略，同时筑牢“绿色银行、财富银行、投资银行”三大品牌，未来表外继续聚焦投行和财富，绿色金融是增量看点。3) “银银平台”是重要抓手，和中小金融机构建立支付结算业务合作关系，开放的投融资环境为表内外资产获取赋能，同时通过线上线下资源整合，形成广泛的营销渠道和潜在客群。

商投联动赋能表内外资产获取，公司围绕 FPA 实现从持有资产到管理资产的轻型投行模式转化。1) 基于 90%以上的同业客户法人覆盖率优势，兴业银行构建了庞大的同业资源网络，有效带动存托管和投行业务发展。其中 NAFMI I 口径的债承规模来看，2020 年债券总承销规模排名市场第一，且近年来持续居同业前列；托管规模也持续扩容，其中信托和券商资管托管规模为行业第二。2) 今年中期 FPA 余额 6.53 万亿元，增幅超总资产增幅，增量主要由表外贡献，债融、权益、资管等表外非传统 FPA 达 2.36 万亿元，增幅 16%，占 FPA 总额比例上行至 36.1%。

► 财富管理是全行唯一战略优先级

零售端，兴业银行表内深耕零售资产类业务，表外发力财富管理，2020 年已升级为全行唯一战略优先级。具体体现在：**资产端**，承销+投研一体化建设做强资管实力，普益综合理财能力排名连续 16 个季度蝉联全国性银行第一；**负债端**，借助同业资源打开销售渠道、扩大客户辐射面。

发力理财+私行下，零售 AUM 加速扩张。集团口径零售 AUM 达 2.69 万亿元：1) 个人存款和财富产品三七分，2021H1 表外管理资产占比 71.45%，其中零售理财占比 50.2%，相较招行，兴业的理财占比更高，代理代销类产品占比仍有提升空间。2) 数量占比仅 0.07%的私行客户 AUM 占零售总 AUM 的 27.4%，且贡献度持续提升。3) 近期私行部作为分行级专营机构获批开业，将提升头部客户服务效能；兴银理财 ROE 也远高于表内盈利能力。

► 近年来非息收入占比持续提升，ROE 迎来拐点

兴业银行 ROE 随行业趋势回落，但长期高于上市股份行均值，早期利息收入是主要贡献因子，严监管后表外业务快速发展，非息收入占比持续高于行业均值，手续费收入和其他非息收入对 ROE 的正贡献度也持续提升。

手续费收入结构：1) 咨询顾问手续费是第一来源，涉及投行和理财资管业务，2020 年 425 亿元手续费收入中，咨询顾问类占

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入

最新收盘价：19.05

股票代码：601166

52 周最高价/最低价：28.07/17.08

总市值(亿) 3,957.48

自由流通市值(亿) 3,736.71

自由流通股数(百万) 19,615.25



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

比 31.5%，增速超 40%。2) 代理业务贡献度近两年也显著提升，主要是财富代销类收入贡献。3) 信用卡业务 2016 年以来经历快速发展，2020 年占比 28%，近十年提升 13pct。4) 交易业务手续费收入近年来占比也持续提升。总体来看，手续费收入中涉及资本市场的大投行大财富业务的收入占比 57.7%，居股份行前列，反映金融市场和综合金融业务优势。

投资建议

兴业银行五年战略的规划是在保持公司业务优势的基础上加以丰富拓展，夯实逻辑基础的同时进一步支撑了战略的可执行性。现阶段兴业银行估值修复迎来多方面催化：1) 经济下行压力下逆周期政策持续对冲，有利于公司整体信用风险的缓释，前期悲观的预期得以快速修复。2) 500 亿元可转债发行年末落地，从筹备到获批发行节奏快，虽然短期小幅摊薄盈利指标，但进一步充实核心一级资本（转股落地有望提振核心一级资本充足率 0.8pct），为长期成长储备弹药，同时 25.51 元的转股价与 2020 年 BPS 基本相当，考虑未来转股等因素催化，股价还有很大的提升空间。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 12 月 30 日 19.05 元/股收盘价，PB 分别为 0.68/0.61/0.54 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 经济未来恢复不及预期，信用成本继续大幅提升的风险；
- 2) 公司经营层面的重大风险等。

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

正文目录

前言:	4
1. 新五年规划启航, 打造综合金融服务商	4
1.1. 战略布局: 围绕“1234”战略, 深耕表内+做大表外	4
1.2. 商投联动守正出奇, 赋能表内外资产获取	6
2. 财富管理是全行唯一战略优先级	9
3. 近年来非息收入占比持续提升, ROE 迎来拐点	12
4. 投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1 兴业银行“1234”战略和“2344”策略	4
图 2 “银银平台”八大业务模块	5
图 3 银银平台合作客户数攀升	6
图 4 科技输出已与 389 家银行开展信息系统合作	6
图 5 2020 年兴业银行债券承销居行业首位	6
图 6 资产托管规模持续扩容	6
图 7 兴业银行 FPA/总资产超 80%	7
图 8 兴业上半年表外非传统对公融资增量超越表内	7
图 9 兴业银行 VS 招商银行 FPA 结构拆分	7
图 10 同业资产收益率居上市股份行前列 (2021H1)	8
图 11 投资资产收益率同业居前 (2021H1)	8
图 12 兴业银行生息资产中非信贷资产占比较高 2021Q3	8
图 13 投资资产中权益和非标投放比例高于同业 2021H1	8
图 14 兴业银行零售客户数超 7700 万人	9
图 15 钱大掌柜个人客户数持续扩容	9
图 16 信用卡累计发行数持续扩增	10
图 17 信用卡累计交易金额和卡均交易金额持续提升	10
图 18 零售 AUM 持续扩增	11
图 19 零售 AUM/总资产比例逐年上行	11
图 20 兴业零售 AUM 规模/总资产的比例居股份行前列	11
图 21 零售 AUM 中个人存款占比对比	11
图 22 管理零售综合金融资产中财富类资产占 7 成	11
图 23 零售 AUM 结构对比-2021H1	11
图 24 兴业私行客户数保持 20% 的增速	12
图 25 私行客户 AUM 占零售总 AUM 比例整体提升	12
图 26 兴银理财 ROE 高于其他理财公司	12
图 27 兴业银行资产增速 2016 年以前快于可比同业	13
图 28 近年来资产结构中贷款占比整体回升	13
图 29 兴业银行非息收入占比 2017 年以来持续高于股份行均值	13
图 30 兴业银行 ROE 一直以来优于可比同业	13
图 31 上市股份行 ROE 杜邦分析法对比 (2021Q1-3): 兴业银行 ROE 居可比同业前列	14
图 32 兴业银行 ROE 杜邦分析法: 非息收入贡献稳定, 2021 年 ROE 现拐点	14
图 33 兴业银行营收结构: 非息贡献度提升	15
图 34 兴业银行非息收入占比同业居前 (2021Q1-3)	15
图 35 手续费收入结构: 咨询顾问手续费收入居首位	15
图 36 手续费收入结构: 兴业银行投行财富类手续费占比高于同业-2020A	15
图 37 兴业银行 PB-Band: 静态 PB 处于底部位置	16
图 38 兴业银行静态 PB 仅达股份行均值	16

前言：

近年来受宏观经济增速降档以及产业结构升级等因素影响，银行谋求表内跨越式发展受限，行业内部经营进一步分化，围绕轻资本运营的零售转型和表内外联动的综合化运营成为部分银行的选择路径。兴业银行早期作为经营特色的“同业之王”，近年来也持续推进轻资本转型，以“商行+投行”为核心，保持战略定力，今年在实现业绩基本面稳中向好的同时，业务指标也持续兑现战略转型成效。站在兴业新五年战略规划起点，我们持续看好公司的战略逻辑和相对优势，转债发行的落地也将助推战略的执行力。

1. 新五年规划启航，打造综合金融服务商

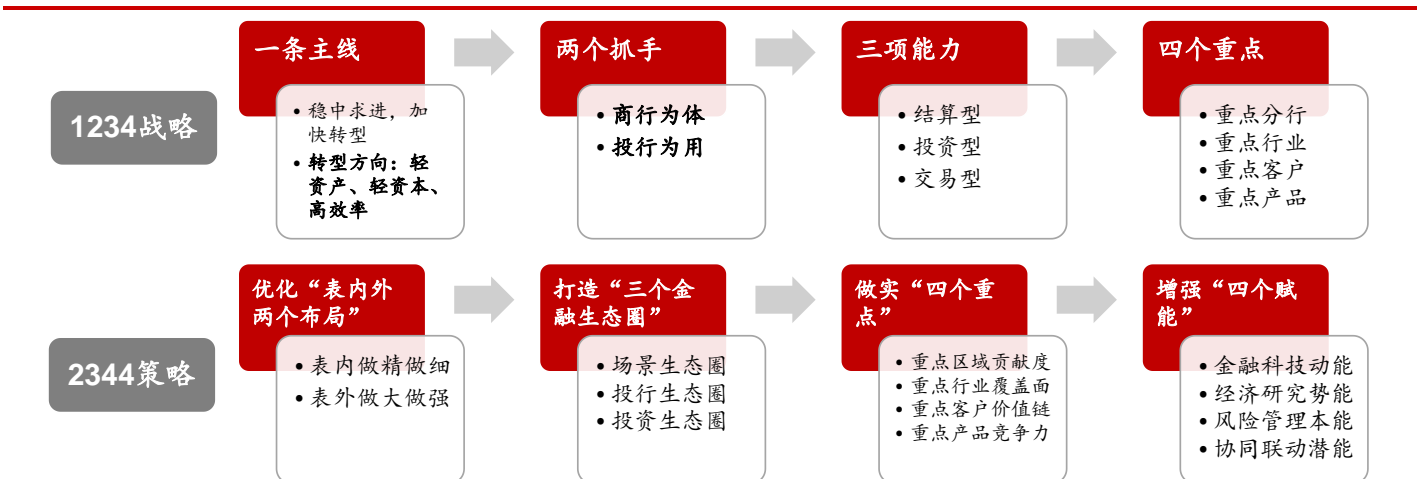
1.1. 战略布局：围绕“1234”战略，深耕表内+做大表外

兴业银行战略定位明确，执行力强。从“大投行、大资管、大财富”，到“结算型、投资型、交易型”三型银行建设，再到2016年推出五年规划，2018年细化“1234”战略和后续明确“2344”策略体系，以及在同业业务的基础上进一步延伸出“投行、投资、财富”三大生态圈，兴业银行均以传统同业优势为切入点，致力于深耕表内+做大表外，实现同业资源的沉淀和变现。

具体看业务逻辑，公司推动表内资产向表外流转，实现表外投融资需求的对接，全方位综合服务政企客户；投行优势一方面能够为表内提供企业客户资源，另一方面赋能资管、为财富业务提供优质资产；而围绕对公客群展开的零售服务有助于进一步提升客户粘性，从而形成业务生态闭环。

今年初公司提出新一轮五年规划¹，继续深化“1234”战略，同时提出筑牢“绿色银行、财富银行、投资银行”三大品牌，因此未来公司表外业务继续聚焦投行和财富，绿色金融也是增量看点。

图1 兴业银行“1234”战略和“2344”策略



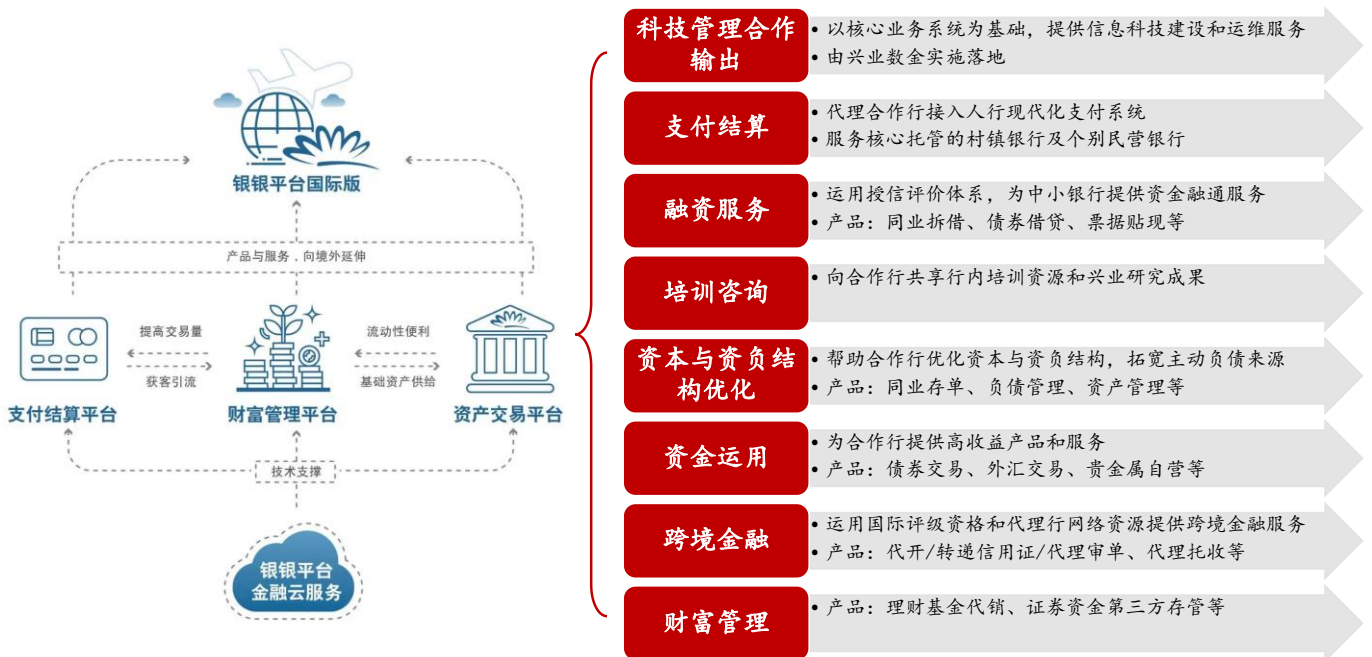
资料来源：公司公告，华西证券研究所

¹ 资料来源：公司官网 <https://www.cib.com.cn/cn/aboutCIB/investor/profile/>

在兴业银行战略不断升级和转型落地的过程中，“银银平台”是加强金融同业合作的重要抓手。公司 2005 年开始布局、2007 年正式推出“银银平台”品牌，2013 年推出互联网财富管理平台“钱大掌柜”，2015 年银行合作中心升级为总行一级部门，启动“一朵金融科技云+财富云、交易云、支付云”建设及国际化步伐。业务模式上将管理、科技、业务流程等作为可输出的产品，并在 2019 年后逐步扩大服务范围，融合金融、商业、生活服务等新业态，推动“开放银行”建设，为合作银行提供全面金融服务解决方案，很好的契合了中小银行展业受区域限制、以及技术落后产品单一的痛点。

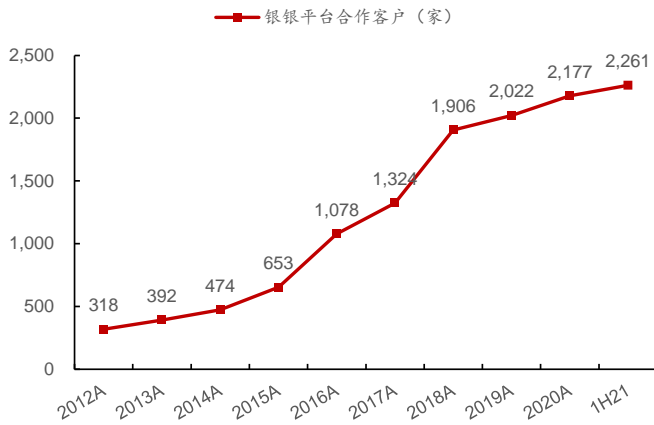
银银平台耕耘十余载，与公司战略深度融合。一方面公司已和众多中小金融机构建立支付结算业务合作关系，业务开发复制成本低、客户粘性高；另一方面开放的投融资环境也为兴业银行表内外资产获取赋能；此外，通过对线上线下资源的整合，已经形成广泛的营销渠道和大量的潜在客群。截至今年中期，银银平台合作机构已经攀升至 2261 家，科技输出也已与 389 家银行开展信息系统合作，联合线下物理网点和证券公司的柜面渠道超 3 万个（根据 2015 年年报，柜面代理结算累计联结网点超过 3.62 万个），实现县域全覆盖和客群的下沉。其中定位于互联网财富管理平台的“钱大掌柜”个人客户数持续扩容，今年中期突破 1500 万户。

图 2 “银银平台”八大业务模块



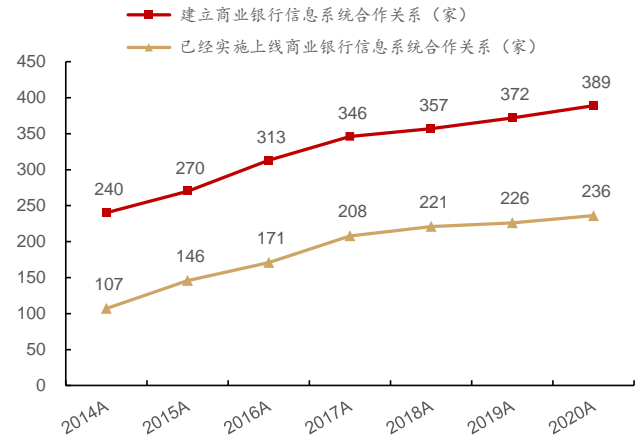
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图3 银银平台合作客户数攀升



资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：2014年及之前为累计上线客户数

图4 科技输出已与389家银行开展信息系统合作



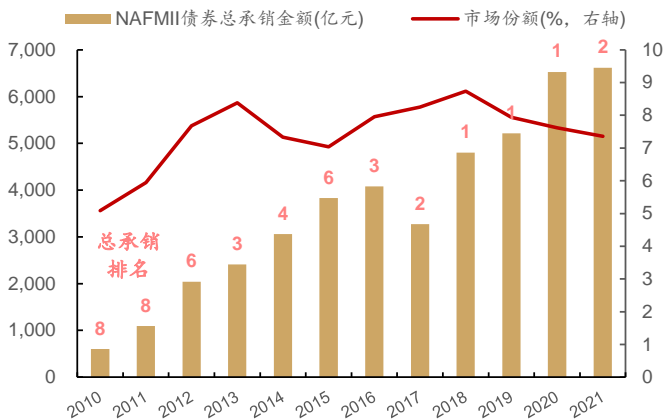
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 商投联动守正出奇，赋能表内外资产获取

兴业固有的投行同业优势，赋予公司优选资产的渠道和能力，也构筑了未来公司对公和机构业务的壁垒。一方面，银银平台加持下，基于90%以上的同业客户法人覆盖率优势，兴业银行构建了庞大的同业资源网络，有效带动存托管和投行业务发展。其中NAFMII口径的债承规模来看，公司2020年债券总承销规模6527亿元，市场份额7.6%，排名市场第一，且近年来持续居同业前列。托管规模也持续扩容，今年中期达13.6万亿元，其中信托和券商资管托管规模为行业第二。

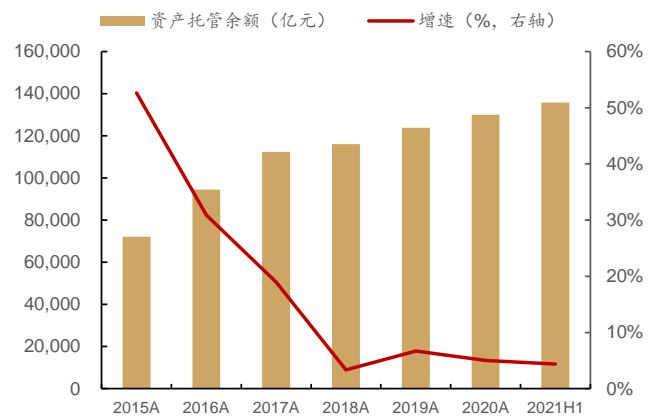
另一方面，兴业银行还有集团多牌照的综合金融优势加成。兴业银行控股子公司及关联子公司基本实现金融领域的全覆盖，包括资管生态下的兴业基金、兴业资管、国信资管、兴业信托等，以及新开业的兴银理财，而兴业研究为资管领域提供投研支持，科技领域有兴业数金，以及消费金融领域的兴业消金，全方位综合服务机构和零售客户。

图5 2020年兴业银行债券承销居行业首位



资料来源：公司公告，WIND，华西证券研究所

图6 资产托管规模持续扩容



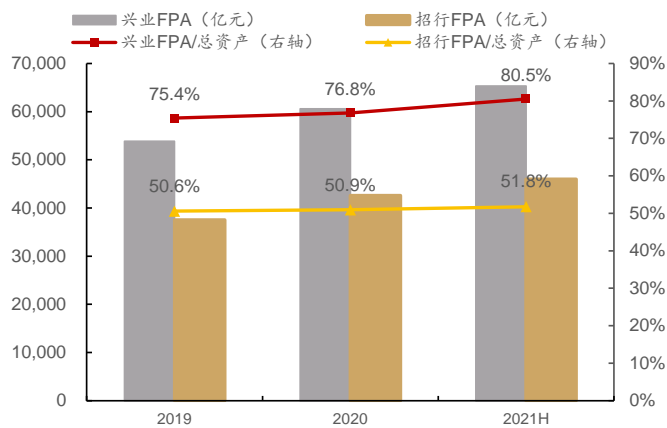
资料来源：公司公告，华西证券研究所

在固有优势的基础上，兴业银行围绕 FPA 实现从持有资产到管理资产的轻型投行模式的转化，也契合了行业现阶段的一个发展方向，即在金融脱媒加剧和直接融资大发展的背景下，传统信贷存在局限性，立足客户融资总量的内涵，从股权直投、理财资金出资、自营投资、撮合、票据融资、债券承销等多维度出发，有助于弥补传统授信的不足，进一步增强客户粘性。

截至 2021 年中期，公司 FPA（对公融资总量）余额 6.53 万亿元，较年初增 7.68%，超过总资产 2.7% 的增幅，增量主要由表外贡献：1) FPA 近半数规模来自表内，以传统对公贷款为主，上半年规模小幅增长，但占比近两年持续回落，中期占比 47.4%。2) 包括债融、权益、资管、ABS 等表外非传统对公融资余额 2.36 万亿元，增幅 16%，占 FPA 总额的比例上行至 36.1%，上半年表外非传统 FPA 增量和增速均超越表内。其中截至本周，NAFMII 口径的债券承销规模超 7000 亿元。3) 表外传统对公融资上半年规模和占比双降。

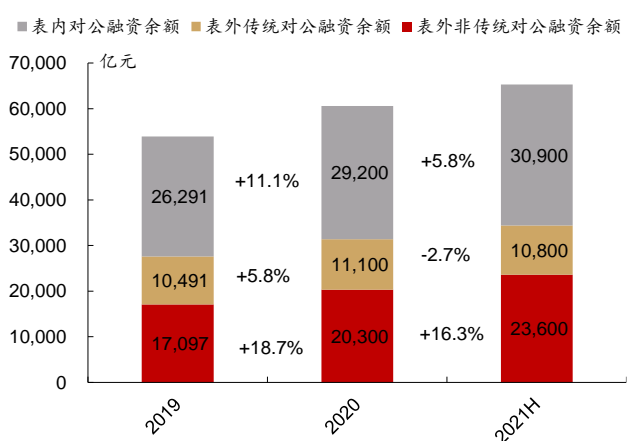
相比之下，招行是将 FPA 分为传统融资与非传统融资两大类。2021 年中期，兴业和招行 FPA/总资产的比例分别达到 80.5% 和 51.8%，较年初分别提升 3.8 和 0.9 个百分点，其中，对公贷款（含票据）/FPA 的比例分别为 37.3% 和 48.7%。

图 7 兴业银行 FPA/总资产超 80%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

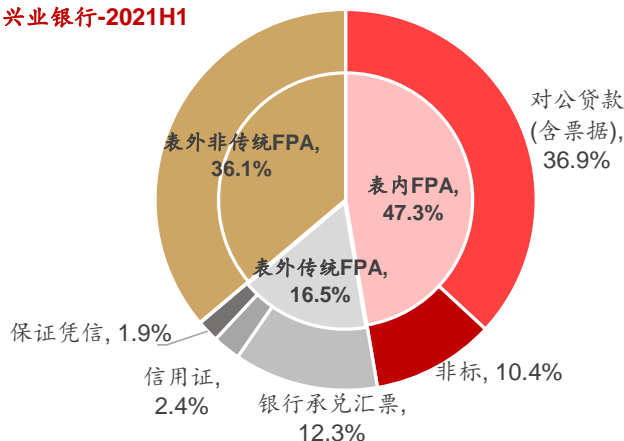
图 8 兴业上半年表外非传统对公融资增量超越表内



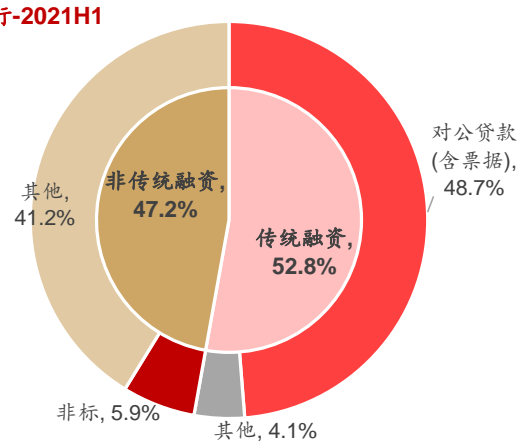
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 兴业银行 VS 招商银行 FPA 结构拆分

兴业银行-2021H1



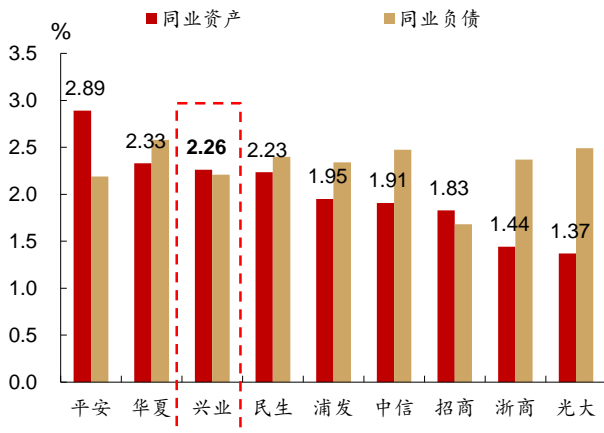
招商银行-2021H1



资料来源：公司公告，公司官网等，华西证券研究所；注：1) 兴业因披露口径问题，表内 FPA 结构测算存在小幅误差，2) 招行 FPA 为公司口径，故贷款和票据占比取母行口径规模测算；3) 招行非传统融资包括资产经营、自营非标、融资性理财、本公司主承销债务融资工具、撮合交易、融资租赁、跨境联动融资、牵头银团贷款八大部分；传统融资包括对公一般性贷款与商票贴现（含转出未到期票据）、承兑、信用证、融资性保函与非融资性保函。

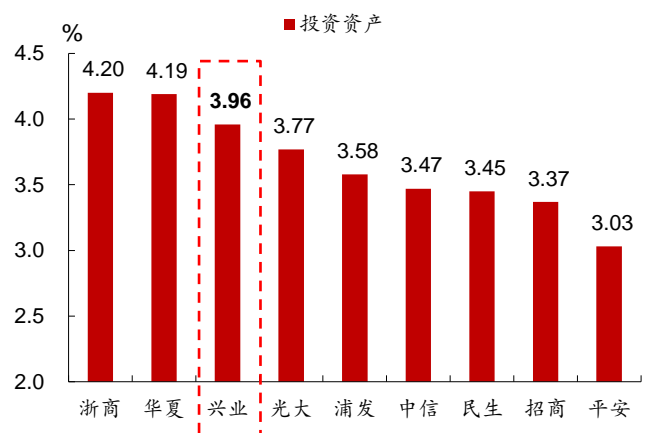
商投行模式除了贡献中收以外，也与银行表内经营相协同。一方面增厚银行表内资产获取和投资能力，赋能自营投资。公司同业业务资金收益率居股份行前列（平安银行口径有差异），自营投资收益率高出股份行平均近 30BP。除了生息资产中非信贷资产保持较高占比外，兴业银行自营投资中权益和非标资产配置比例接近三成，也显著高于其他股份行，虽然 2017 年监管趋严后非标投资大幅压降，但公司仍具备较强的主动管理能力和产品筛选能力。另一方面也促进扩大低成本、稳定性强的结算性资金沉淀。

图 10 同业资产收益率居上市股份行前列（2021H1）



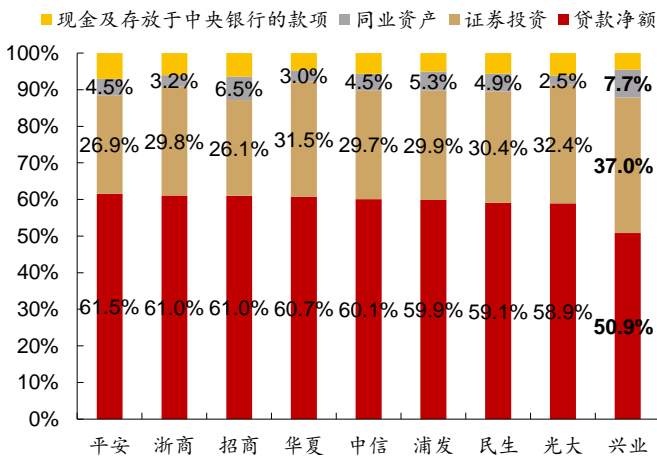
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：平安银行同业资产收益率口径为“票据贴现及同业业务”

图 11 投资资产收益率同业居前（2021H1）



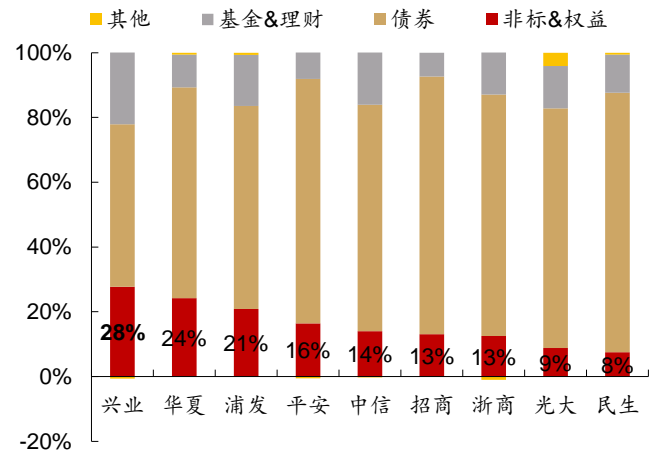
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 兴业银行生息资产中非信贷资产占比较高 2021Q3



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 投资资产中权益和非标投放比例高于同业 2021H1



资料来源：公司公告，华西证券研究所

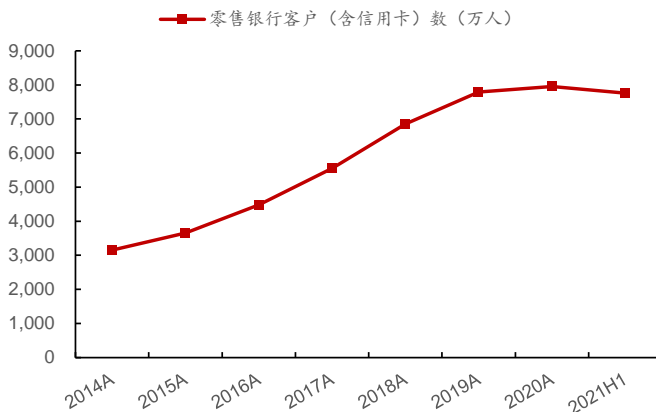
2. 财富管理是全行唯一战略优先级

零售端来看，兴业银行表内深耕零售资产类业务，表外发力财富管理，2020年已升级为全行唯一的战略优先级，同业禀赋也构成了兴业银行财富管理业务的差异化竞争优势。

首先资产端，承销+投研一体化建设做强资管实力，保障产品供给。一方面得益于较强的投行实力，兴业银行资产获取能力较强，今年上半年“兴财资”平台资产流转规模1321亿元，向理财提供基础资产超过550亿元，债券库等资产体系不断做大。另一方面投资生态圈实现集团和同业资源的协同，增益投研实力，助力信用的深度挖掘，资产管理能力突出。在普益财富发布的银行综合理财能力排名中，截至今年三季度，兴业银行连续16个季度蝉联全国性银行第一，并且发行、收益、运营管理、投资者服务体系、信息披露规范、评估问卷几项细分得分均位列前五。

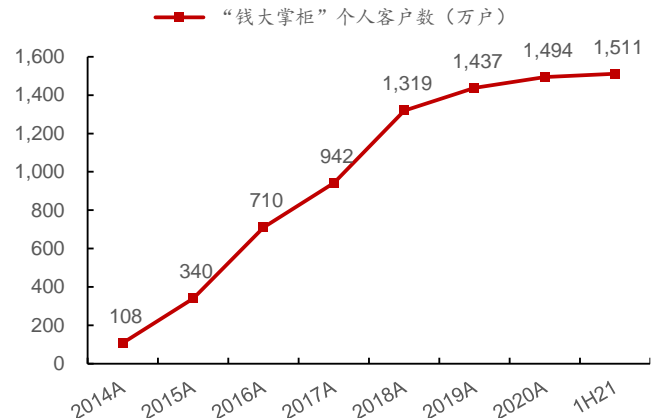
其次负债端，在零售和企金业务基础上，借助同业资源打开销售渠道、扩大客户辐射面。兴业银行零售客户数2020年末已经达到7955.7万人，其中手机银行有效客户数超过3700万人、信用卡累计发卡量超5662万张，构建线上+线下零售生态圈。同时致力于打造开放的财富管理生态，其中“钱大掌柜”是面向金融机构的综合财富管理服务平台，合作银行通过与钱大掌柜对接，既可以实现为客户提供一站式财富管理服务，也可以向钱大掌柜供应理财产品，借此构建全国化销售渠道；2017年兴业进一步推出“财富云”，为合作银行提供涵盖银行理财产品、基金、贵金属、银证转账、柜台债券等丰富的财富管理产品线，以及运营支持、人员培训和营销支持等业务；今年在财富管理开放化的行业趋势下，进一步统一财富销售平台。截至今年中期钱大掌柜签约客户数达到1511万人，较2014年的108万人年均复合增速超50%。

图 14 兴业银行零售客户数超 7700 万人



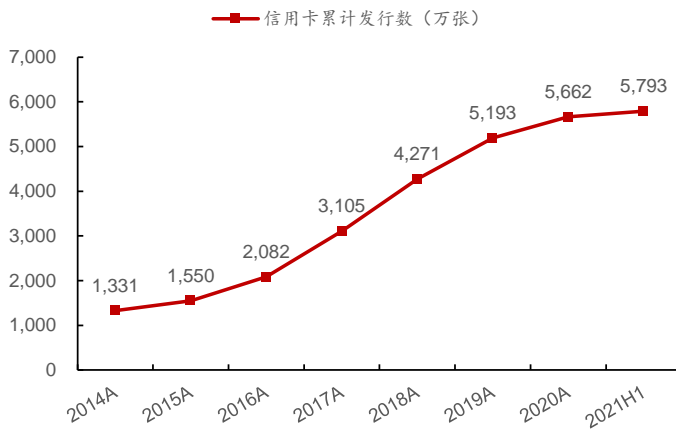
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：2021H1 扣除零余额睡眠卡批量销户影响，较报告期初仍增长 228.62 万户

图 15 钱大掌柜个人客户数持续扩容



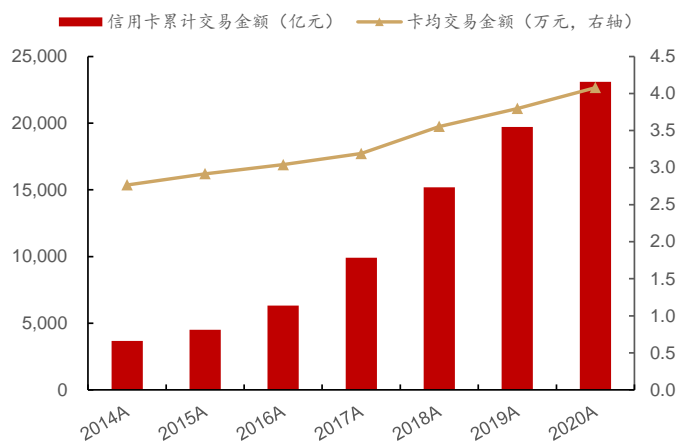
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：2020年及2021H1为签约客户数

图 16 信用卡累计发行数持续扩增



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 信用卡累计交易金额和卡均交易金额持续提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

发力理财+私行，零售 AUM 加速扩张。

一方面，理财子和私行两大财富管理业务载体驱动管理规模的快速增长。客群持续扩容下，零售和私行客户综合金融资产均处于加速上行通道，2020 年同比增速分别为 14.4%和 19.7%，今年中期分别同比增 10.2%和 16.8%至 2.49 和 0.68 万亿元，集团口径零售客户 AUM 则达到 2.69 万亿元，处于可比同业前列。近期兴业银行私行部作为分行级专营机构正式获批开业，组织架构更加灵活，未来有助于进一步提升头部客户服务效能。

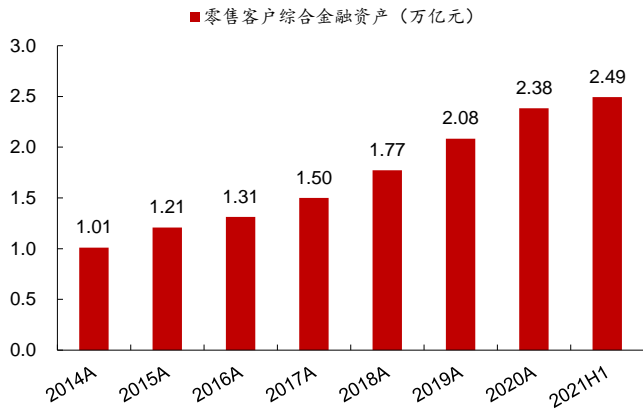
理财子公司继往开来。2019 年 12 月兴业理财子公司开业，成为第三家开业的股份理财子公司，为母行创造可观收益的同时，ROE 也远高于银行表内资本的盈利能力。从 2021 年中报来看，受托管理产品创造的营收高增，理财业务收入盈利能力强劲增长，测算兴银理财 ROE 年化高达 47.6%，远高于表内，也优于可比同业。兴银理财作为公司投行生态圈和投资生态圈的中枢，一边链接优质资产，一边链接零售渠道和资金，是未来财富业务的主要载体和重要驱动。

另一方面，AUM 结构上来看：

1) 从业务类型来看，兴业银行零售 AUM 中个人存款和财富产品的比例三七分，2021 年中报披露的 AUM 中表外整体管理资产占比 71.45%，其中零售理财 AUM 日均达到 1.35 万亿元，占中期 AUM 时点值的 50.2%，相较招行零售 AUM 的结构，兴业银行理财占比更高，代理代销类产品占比仍有提升空间。

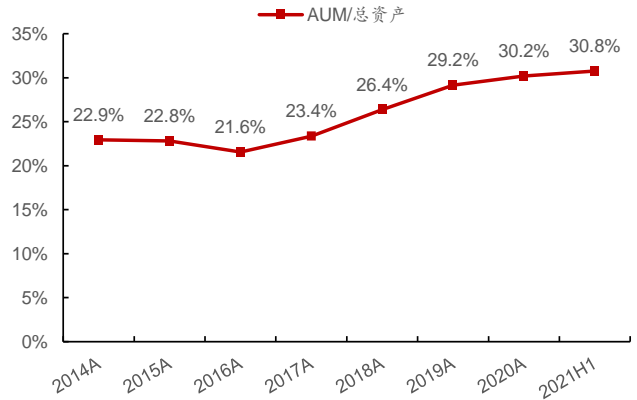
2) 从客户类型来看，截至今年中期数量占比仅 0.07%的私行客户 AUM 占零售总 AUM 的 27.4%，且在私行客户数量保持较快增速的情况下贡献 AUM 的占比持续提升，由五年前的 22%提升超 5pct。

图 18 零售 AUM 持续扩增



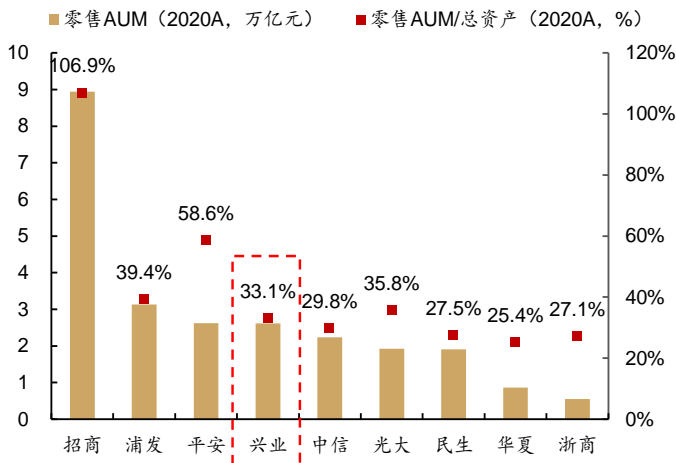
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 零售 AUM/总资产比例逐年上行



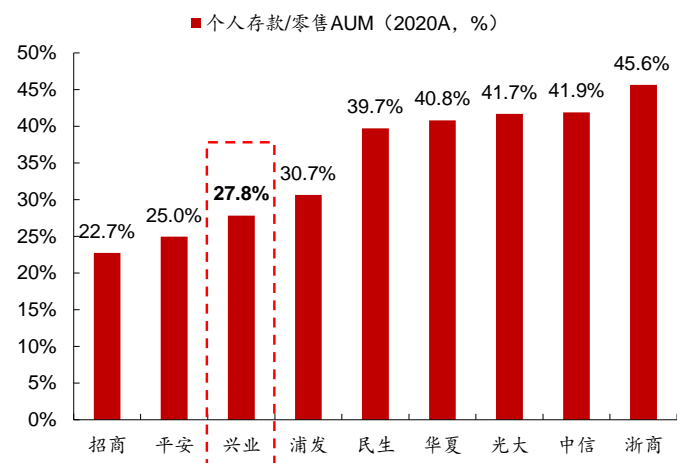
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 兴业零售 AUM 规模/总资产的比例居股份行前列



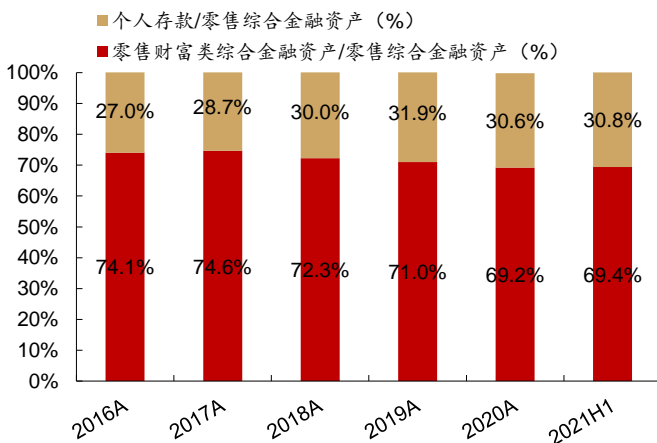
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 零售 AUM 中个人存款占比对比



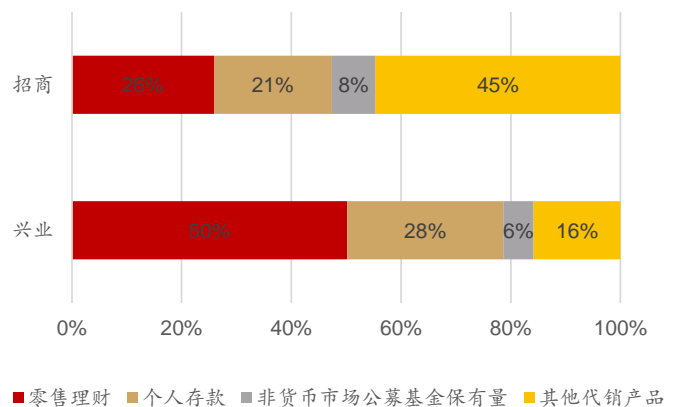
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：AUM 取集团口径

图 22 管理零售综合金融资产中财富类资产占 7 成



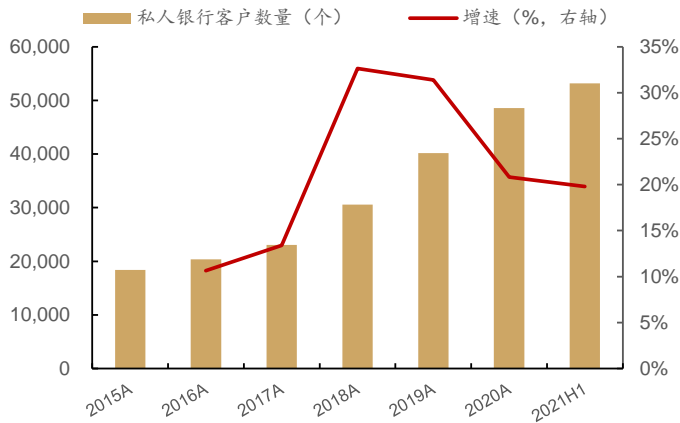
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：以公司口径 AUM 测算，因数据披露问题存在小幅误差

图 23 零售 AUM 结构对比-2021H1



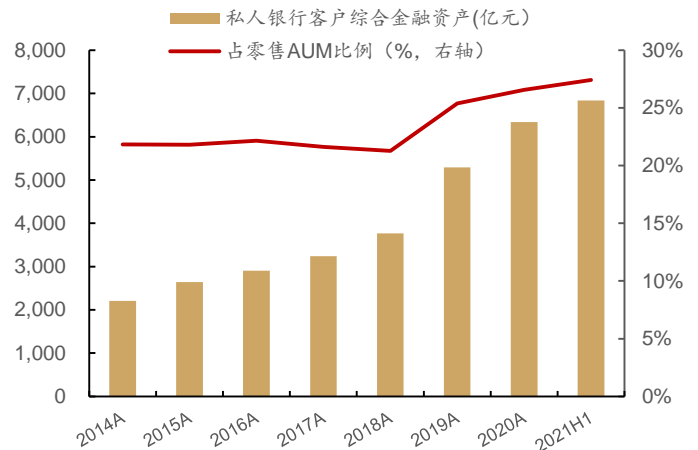
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：1) 兴业银行零售理财余额为披露的零售理财 AUM 日均余额；2) 个人存款取表内个人；3) 非货基保有量为协会披露的中期统一规模。

图 24 兴业私行客户数保持 20% 的增速



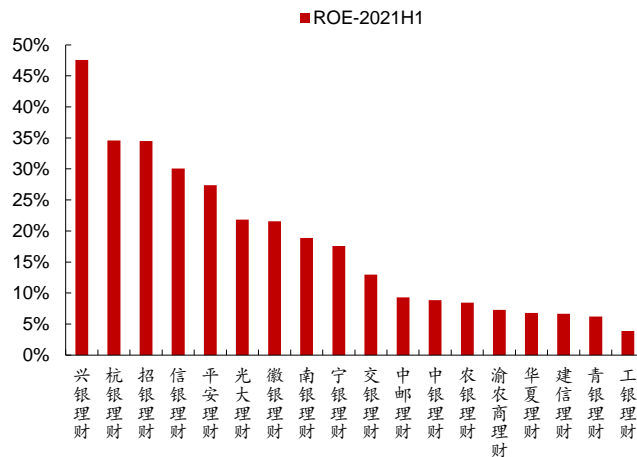
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 私行客户 AUM 占零售总 AUM 比例整体提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26 兴银理财 ROE 高于其他理财公司



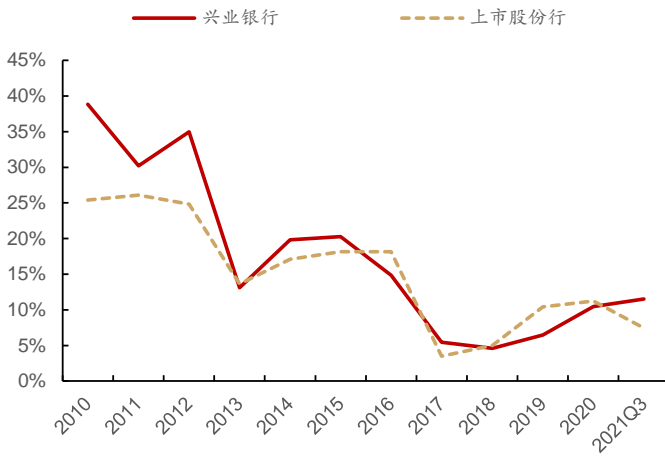
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：以银行披露当期理财公司净资产及净利润年化计算。

3. 近年来非息收入占比持续提升，ROE 迎来拐点

伴随商投联动战略的落地，表外扩增空间打开，促进中收增长强劲，进一步贡献较高 ROE。兴业银行盈利能力一直处于同业前列，虽然 ROE 伴随行业趋势整体回落，但长期高于上市股份行均值，而不同阶段对应的驱动因素不同。早期金融市场业务粗放发展，从同业资产到投资资产、从买入返售到应收款项类投资，扩表速度快于可比同业，这一阶段表内持有资产的利息净收入是 ROE 的主要贡献因子。伴随 2016 年后同业业务进入严监管周期、腾挪空间有限的情况下，兴业启动“商行+投行”转型，以投行牵引商行业务，表内贷款占比持续回升的同时，“持有资产”向“管理资产”的思路的转变也促进表外业务快速发展，营收中非息收入占比持续高于行业均值，手续费收入和其他非息收入对 ROE 的贡献度也持续提升。

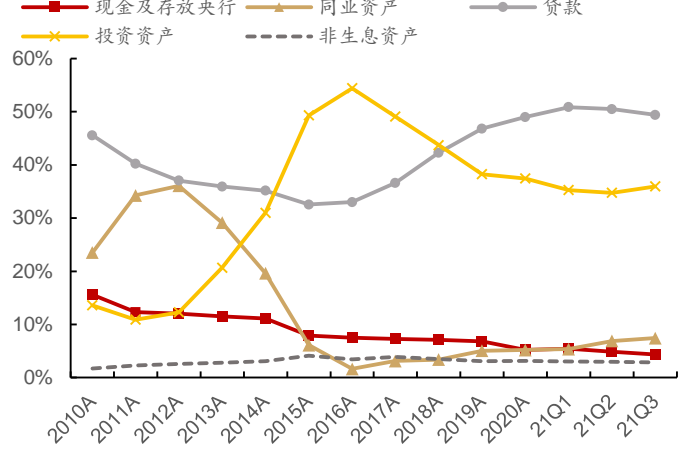
今年以来兴业战略转型已经步入第二个五年规划，伴随疫后业绩的修复，ROE 拐点也有所显现。公司披露的前三季度累计 ROE 为 11.05%，今年以来逐季回升，在上市大行和股份行中仅次于招商银行，主要得益于高非息收入、低管理费和低信用成本带来的正贡献。

图 27 兴业银行资产增速 2016 年以前快于可比同业



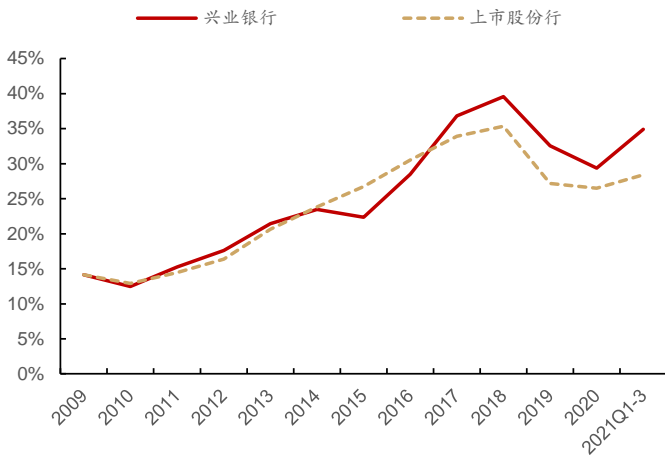
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 28 近年来资产结构中贷款占比整体回升



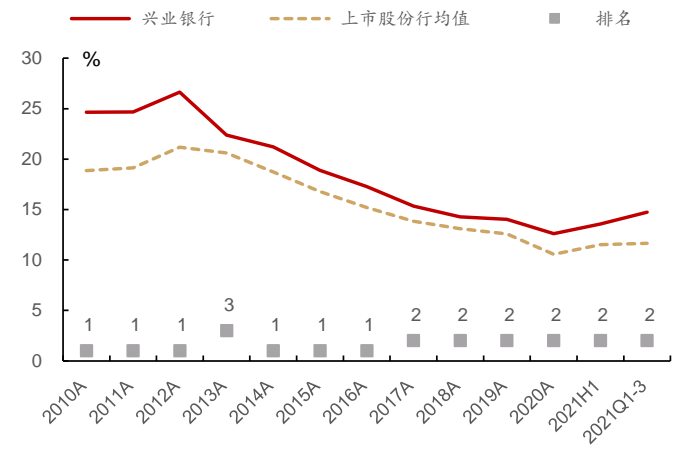
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 29 兴业银行非息收入占比 2017 年以来持续高于股份行均值



资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：2019 年后数据口径调整，银行卡分期收入调入利息收入，占比受到影响。

图 30 兴业银行 ROE 一直以来优于可比同业



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 31 上市股份行 ROE 杜邦分析法对比 (2021Q1-3): 兴业银行 ROE 居可比同业前列

	营收	利息净收入	手续费净收入	其他非息收入	管理费用	资产减值损失	所得税	其他	ROA	权益乘数	ROE
招商银行	3.88	2.32	1.17	0.39	-1.13	-0.87	-0.34	0.09	1.44	11.42	16.50
兴业银行	2.67	1.74	0.55	0.38	-0.59	-0.85	-0.15	0.05	1.04	12.81	13.35
浙商银行	2.55	1.96	0.19	0.41	-0.64	-1.07	-0.11	0.06	0.67	15.78	10.54
平安银行	3.64	2.56	0.73	0.35	-1.01	-1.54	-0.22	0.04	0.83	12.38	10.32
光大银行	2.82	2.03	0.52	0.27	-0.70	-1.05	-0.18	0.04	0.85	11.92	10.09
中信银行	2.69	1.92	0.48	0.29	-0.65	-1.15	-0.13	0.04	0.72	13.30	9.61
浦发银行	2.39	1.69	0.37	0.33	-0.58	-0.98	-0.09	0.05	0.69	12.31	8.52
民生银行	2.49	1.87	0.35	0.27	-0.61	-1.09	-0.04	0.07	0.68	12.51	8.48
华夏银行	2.78	2.33	0.28	0.18	-0.76	-1.16	-0.20	0.04	0.62	12.16	7.56

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所; 注: 1) 对各分部测算进行简单年化。2) 红色越深, 对 ROE 正贡献越高。

图 32 兴业银行 ROE 杜邦分析法: 非息收入贡献稳定, 2021 年 ROE 现拐点

	营收	利息净收入	手续费净收入	其他非息收入	管理费用	资产减值损失	所得税	其他	ROA	权益乘数	ROE
2021Q1-3	2.67	1.74	0.55	0.38	-0.59	-0.85	-0.15	0.05	1.04	12.81	13.35
2020A	2.70	1.91	0.50	0.29	-0.64	-1.00	-0.12	0.05	0.89	13.00	11.52
2019A	2.62	1.76	0.44	0.41	-0.67	-0.84	-0.11	0.04	0.95	13.76	13.08
2018A	2.41	1.46	0.65	0.30	-0.64	-0.71	-0.10	0.04	0.92	14.87	13.73
2017A	2.24	1.41	0.62	0.20	-0.61	-0.57	-0.11	0.03	0.91	16.30	14.91
2016A	2.76	1.97	0.64	0.14	-0.64	-0.90	-0.17	0.10	0.95	17.15	16.23
2015A	3.18	2.47	0.66	0.05	-0.68	-0.93	-0.26	0.28	1.03	16.98	17.57
2014A	3.09	2.36	0.67	0.06	-0.73	-0.64	-0.32	0.23	1.17	17.66	20.60
2013A	3.15	2.48	0.69	-0.01	-0.83	-0.53	-0.37	0.24	1.19	18.76	22.32
2012A	3.10	2.55	0.53	0.02	-0.81	-0.44	-0.40	0.23	1.23	19.87	24.38
2011A	2.81	2.38	0.42	0.01	-0.88	-0.14	-0.38	0.22	1.20	20.55	24.62
2010A	2.73	2.39	0.30	0.04	-0.88	-0.15	-0.34	0.19	1.16	20.99	24.44

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所; 注: 1) 2021Q1-3 为简单年化数据。2) 红色越深, 对 ROE 正贡献越高。

具体看营收结构, 兴业银行非息收入占营收的比例居可比同业第二位, 前三季度整体达 35.3%, 仅次于招行; 在保持 20% 以上的较高手续费占比的同时, 交易类非佣金收入为主的其他非息收入表现相对更突出, 贡献营收的 14%。前三季度在收息业务有一定压力的情况下, 手续费净收入实现超 26% 的增速。

手续费收入结构上来看:

1) 咨询顾问手续费是公司中收的第一大来源, 业务上涉及投行业务和理财资管业务, 受资管新规等监管影响, 收入规模在 2017-2019 年有所压降, 但随着行业规范和政策影响的消化, 占比再度回升。2020 年 425 亿元手续费收入中, 咨询顾问类收入 134 亿元 (占比 31.5%), 2020 年和 2021 年上半年分别实现 47% 和 49% 的快增。根据公司年报披露, 相关业务涉及通过各类投行服务 (包括债券承销、信贷资产流转、财务咨询顾问、银团贷款、委托贷款、资产证券化等) 实现收入 40 亿元, 贡献了 66.6% 的高增速, 以及理财业务收入 102 亿元。

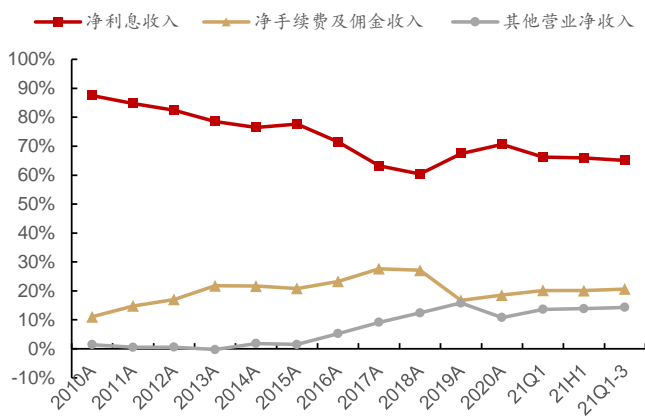
2) 布局大财富管理战略下, 代理业务贡献度近两年也显著提升, 2020 年代理手续费收入 49 亿元, 主要是财富代销类收入 43 亿元, 其中零售财富代理中收 41.8 亿元。从整个投资生态圈的角度来看, 2020 年兴业银行的财富管理收入 206.7 亿元, 基本占整体非息收入的 1/3, 同比+34.2%, 业务范畴涵盖理财、代理代销、资产托管、信托及基金子公司, 财富管理类收入今年上半年也实现了 22% 的稳健增速, 其中理财+零售财富代销手续费收入 86 亿元, 贡献 44% 的高增速。

3) 受益于零售转型, 信用卡业务 2016 年以来经历了快速发展, 贡献手续费收入占比一度攀升至 45% 以上, 因口径调整影响数值调降, 但 2020 年仍占比 28%, 近十年提升 13pct。

4) 公司单列交易业务手续费收入, 近年来占比也持续提升, 2020 年收入规模 13 亿元, 同比+32%。

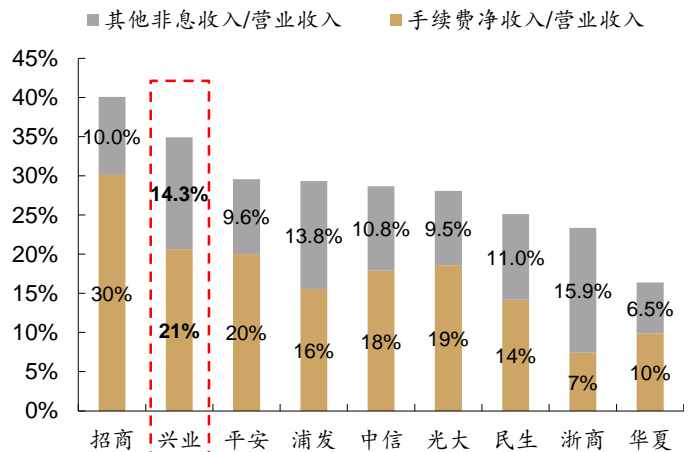
总体来看, 兴业银行手续费收入中涉及资本市场的大投行大财富业务的收入占比 57.7% (2020A, 包括咨询顾问类、理财业务、托管受托、代理类业务), 居股份行前列, 反映其金融市场和综合金融业务优势。

图 33 兴业银行营收结构: 非息贡献度提升



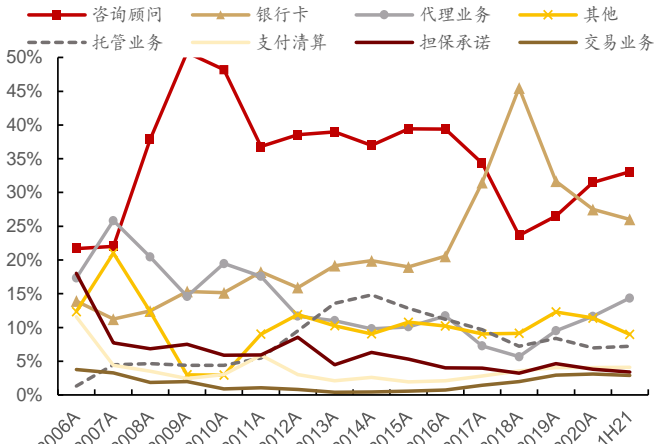
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所; 注: 2020 年后信用卡分期收入从手续费收入调入利息收入, 历史数据重述。

图 34 兴业银行非息收入占比同业居前 (2021Q1-3)



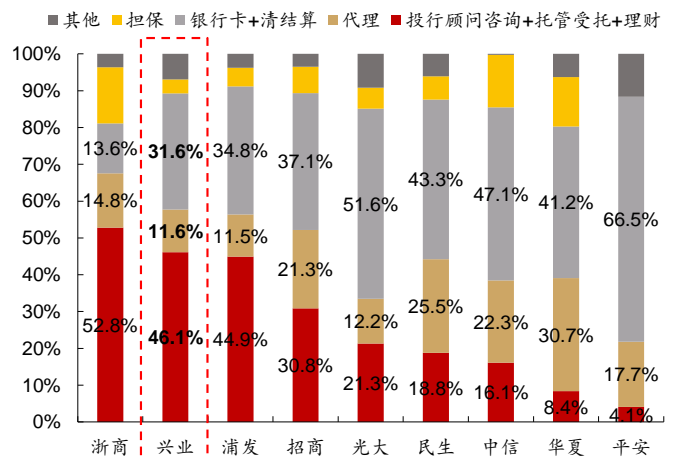
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 35 手续费收入结构: 咨询顾问手续费收入居首位



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 36 手续费收入结构: 兴业银行投行财富类手续费占比高于同业-2020A



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所; 注: 存在披露口径差异, 将咨询顾问类、理财业务、托管受托类业务手续费收入合并

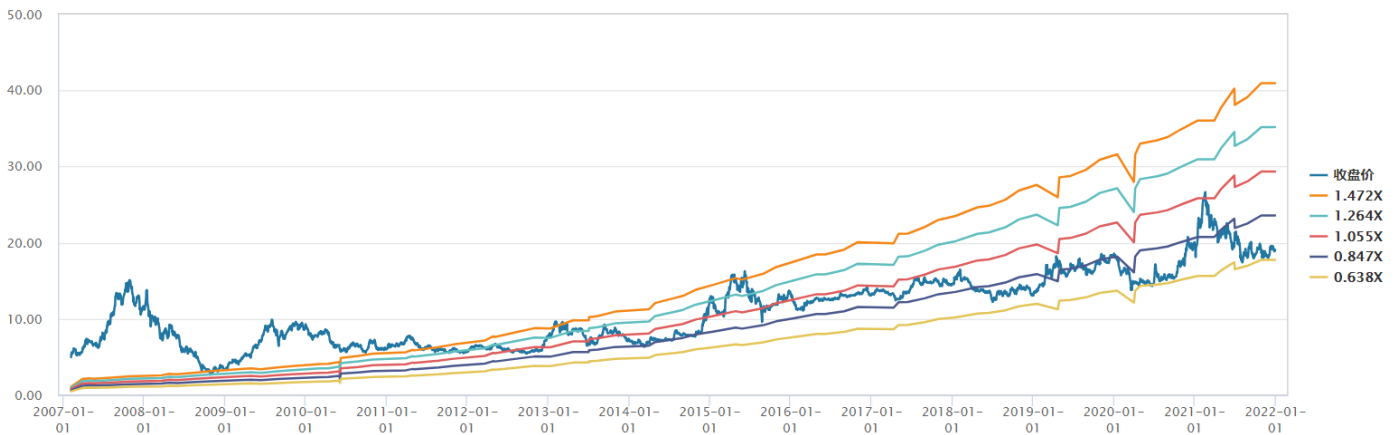
4. 投资建议

整体来看，兴业银行五年战略的规划是在保持公司业务优势的基础上加以丰富拓展，夯实逻辑基础的同时进一步支撑了战略的可执行性。我们期待在公司新的五年战略规划过程中，看到战略的持续落地和成效的加快释放。

另外，现阶段兴业银行估值修复迎来多方面催化：1) 经济下行压力下逆周期政策持续对冲，有利于公司整体信用风险的缓释，前期悲观的预期得以快速修复。2) 500 亿元可转债发行年末落地，从筹备到获批发行节奏快，虽然短期小幅摊薄盈利指标，但进一步充实核心一级资本（转股落地有望提振核心一级资本充足率 0.8pct），为长期成长储备弹药，同时 25.51 元的转股价与 2020 年 BPS 基本相当，考虑未来转股因素的催化，股价还有很大的提升空间。

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 12 月 30 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。

图 37 兴业银行 PB-Band：静态 PB 处于底部位置



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 38 兴业银行静态 PB 仅达股份行均值

证券代码	证券简称	市净率PB(LF)
600036.SH	招商银行	1.70
000001.SZ	平安银行	1.02
601166.SH	兴业银行	0.68
601916.SH	浙商银行	0.61
601818.SH	光大银行	0.49
600000.SH	浦发银行	0.46
601998.SH	中信银行	0.46
600015.SH	华夏银行	0.37
600016.SH	民生银行	0.35
股份行PB均值		0.68

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

5. 风险提示

- 1) 经济未来修复不及预期，信用成本继续大幅提升的风险；
- 2) 公司经营层面的重大风险。

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	每股净资产	23.37	25.50	28.14	31.40	35.36
利息费用	166,689	159,963	184,283	215,049	252,412	EPS	3.05	3.07	3.63	4.46	5.41
净利息收入	122,289	143,515	158,370	175,075	194,957	股利	15,830	16,661	20,413	24,921	30,099
非利息收入						DPS	0.8	0.8	0.9	1.2	1.4
佣金手续费净收入	30,378	37,710	46,122	56,268	68,647	股利分配率 (%)	25	26	26	26	26
交易性收入	27,465	20,700	27,467	27,767	27,967	股本	20,774	20,774	20,774	20,774	20,774
其他收入	1,176	1,212	1,212	1,212	1,212	业绩指标					
非利息收入合计	59,019	59,622	74,801	85,247	97,826	增长率 (%)					
非利息费用						净利息收入	27.8	17.4	10.4	10.5	11.4
业务管理费	46,557	48,262	51,317	56,533	63,624	非利息收入	-5.8	1.0	25.5	14.0	14.8
其他管理费用	633	815	815	815	815	非利息费用	11.3	4.5	6.6	10.3	12.5
营业税金及附加	1,756	2,086	2,424	2,812	3,259	归母净利润	8.7	1.2	17.3	22.1	20.8
非利息费用合计	48,946	51,163	54,556	60,160	67,697	生息资产	6.0	8.5	9.9	9.6	9.4
税前利润	74,503	76,637	90,666	113,400	137,432	总付息负债	4.0	10.4	9.4	9.0	8.6
所得税	7,801	8,956	12,518	17,992	22,199	风险加权资产	8.2	10.5	10.4	10.5	10.6
归母净利润	65,868	66,626	78,149	95,407	115,234	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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。