

兴业银行 (601166.SH)

业绩继续高增速，悲观预期可打消

核心观点：

- 2022年1月10日，兴业银行发布业绩快报。我们点评如下：
- **公司营收增速平稳，利润增速维持高速增长，超市场预期。**2021年全年，公司营收增速8.91%，较前三季度增速上升0.83个百分点。PPOP增速6.63%，较前三季度增速下降1.04个百分点，部分原因源自2020Q4基数较高，同时预计2021Q4公司管理费用计提有所上升。2021年公司归母利润增速24.10%，较前三季度增速上升0.65个百分点，维持高速增长，超市场预期。
- **资产增速回落，资产端贷款占比继续上升，存款增速稳定。**2021年末，公司总资产增速8.96%，较三季度末增速下降2.56个百分点。公司贷款总额增速11.66%，较三季度末增速持平。公司资产端贷款占比继续上升，有助于维持公司息差稳定。2021年末公司存款增速6.63%，较三季度末提升0.43个百分点，存款增速稳定。
- **不良率继续下降，拨备覆盖率上升，资产质量持续改善。**2021年末，公司不良率1.10%，较三季度末继续下降0.02个百分点。拨备覆盖率268.73%，较三季度末继续上升5.67个百分点。公司利润不良率下降，拨备覆盖率上升，资产质量持续改善。
- **盈利预测与投资建议：**2021Q4部分行业经历风险暴露，市场对公司资产质量产生担忧，而快报显示公司资产质量持续改善，可以打消市场担忧，估值应该获得修复。我们预计公司21/22年归母净利润增速分别为24.10%和16.10%，EPS分别为3.77/4.41元/股，最新收盘价对应21/22年PE分别为5.47X/4.68X，PB分别为0.71X/0.63X。兴业银行的经营质量位于上市银行前列，战略上也选择了差异化的“商行+投行”方向，这一方向符合中国经济和金融机构转型趋势，且管理层意志坚定，执行力强，随着“商行+投行”战略效果逐渐显现，业绩有望维持高速增长，兴业银行有望从估值折价逐步走向溢价，我们维持公司合理价值31.74元/股不变，对应2021年1.1倍PB估值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**(1) 经济增长超预期下滑；(2) 资产质量大幅恶化。

公司评级	买入
当前价格	20.63 元
合理价值	31.74 元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-11

分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

分析师：

王先爽



SAC 执证号：S0260520040002



SFC CE No. BQV910



021-38003645



wangxianshuang@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

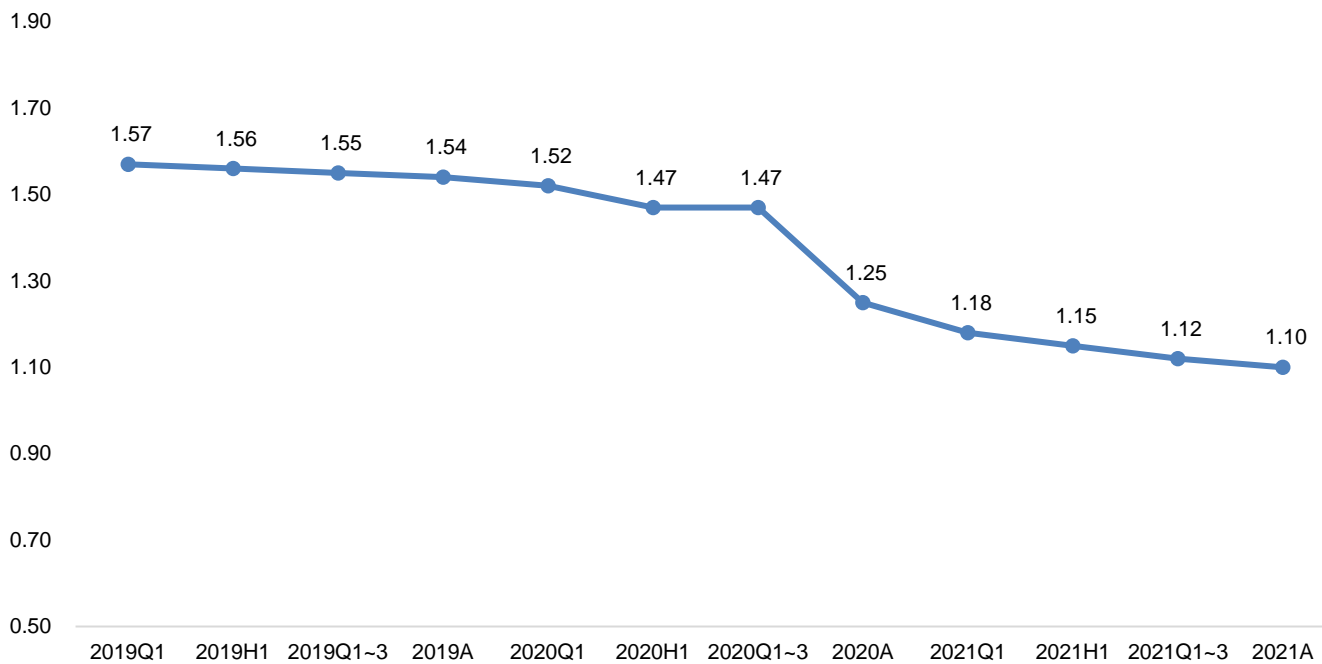
相关研究：

兴业银行 (601166.SH) :不良双降，业绩维持高增长	2021-10-29
兴业银行 (601166.SH) :业绩超预期，高增速可持续	2021-08-26
兴业银行 (601166.SH) :业绩继续强劲	2021-04-30

图表索引

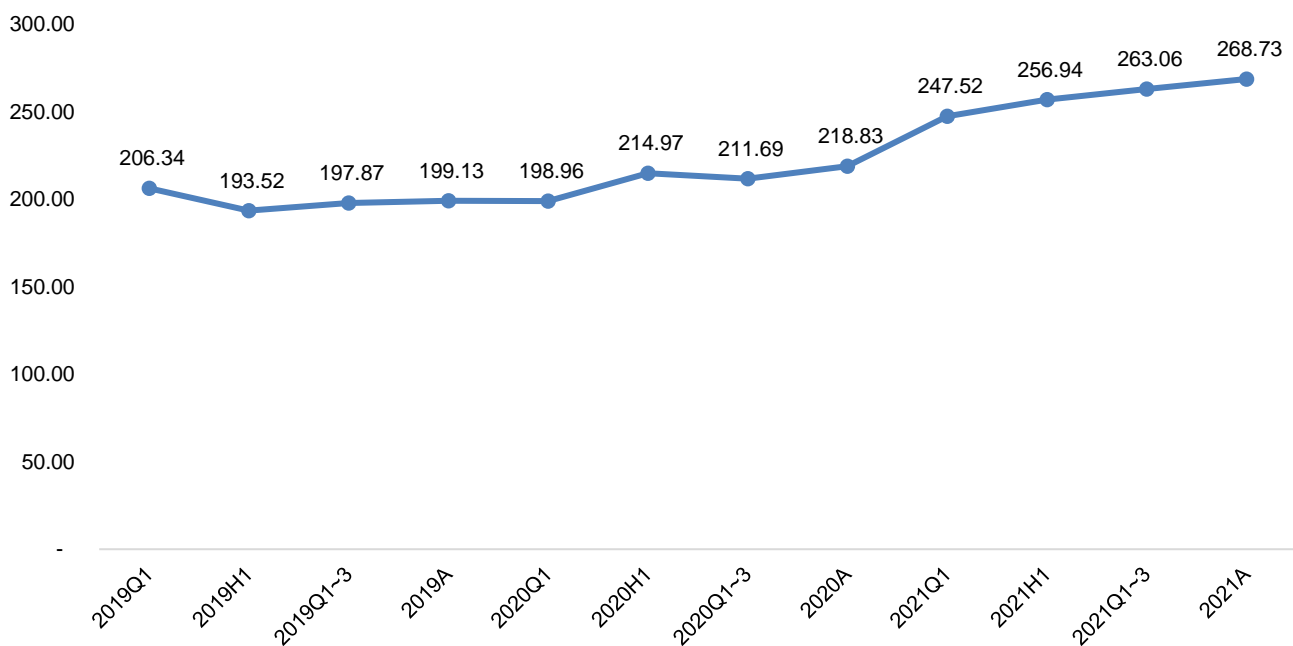
图 1: 兴业银行不良贷款率 (%)	3
图 2: 兴业银行拨备覆盖率 (%)	3
图 3: 兴业银行加权平均净资产收益率 (%)	4
图 4: 兴业银行营业收入同比增速	4
图 5: 兴业银行营业利润同比增速	5
图 6: 兴业银行归母净利润同比增速	5
图 7: 兴业银行 PPOP 同比增速	6
图 8: 兴业银行总拨备计提同比增速	6
图 9: 兴业银行总资产规模同比增速	7
图 10: 兴业银行贷款总额同比增速	7
图 11: 兴业银行存款总额同比增速	8
图 12: 兴业银行营业收入单季度额同比增速	8
图 13: 兴业银行 PPOP 单季度额同比增速	9
图 14: 兴业银行归母净利润单季度额同比增速	9
图 15: 兴业银行营业利润单季度额同比增速	10
图 16: 兴业银行总拨备计提单季度额同比增速	10

图 1: 兴业银行不良贷款率 (%)



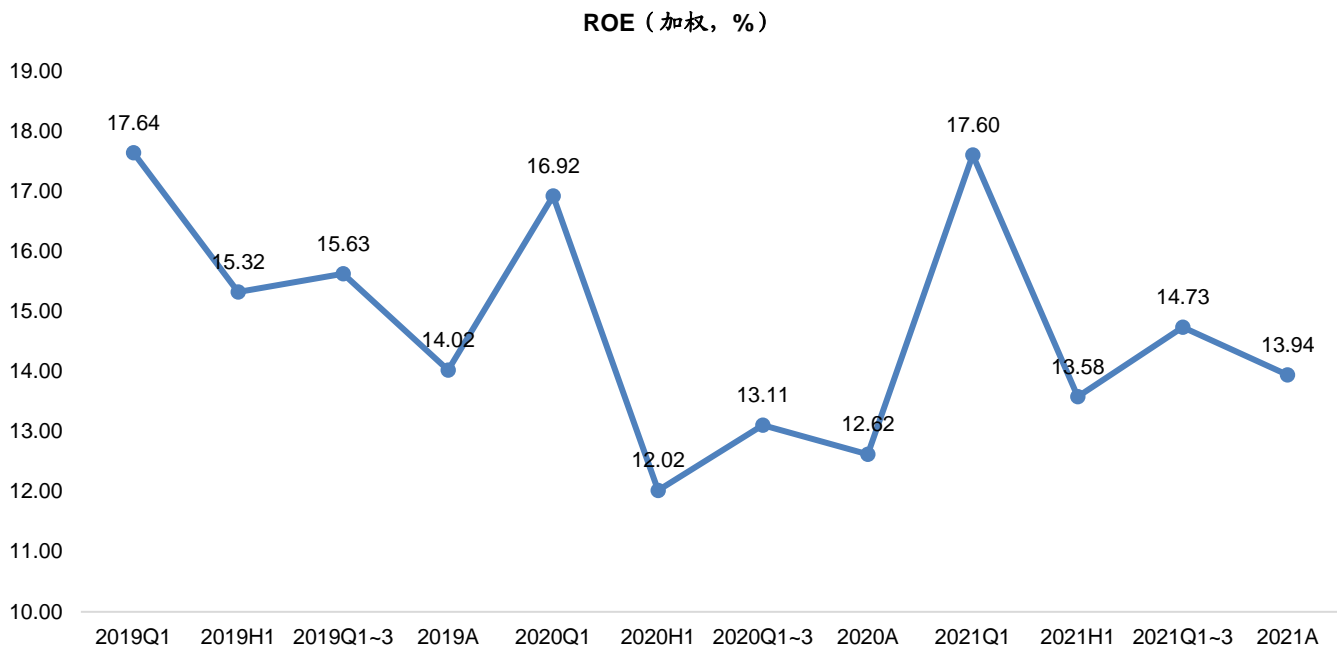
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 兴业银行拨备覆盖率 (%)



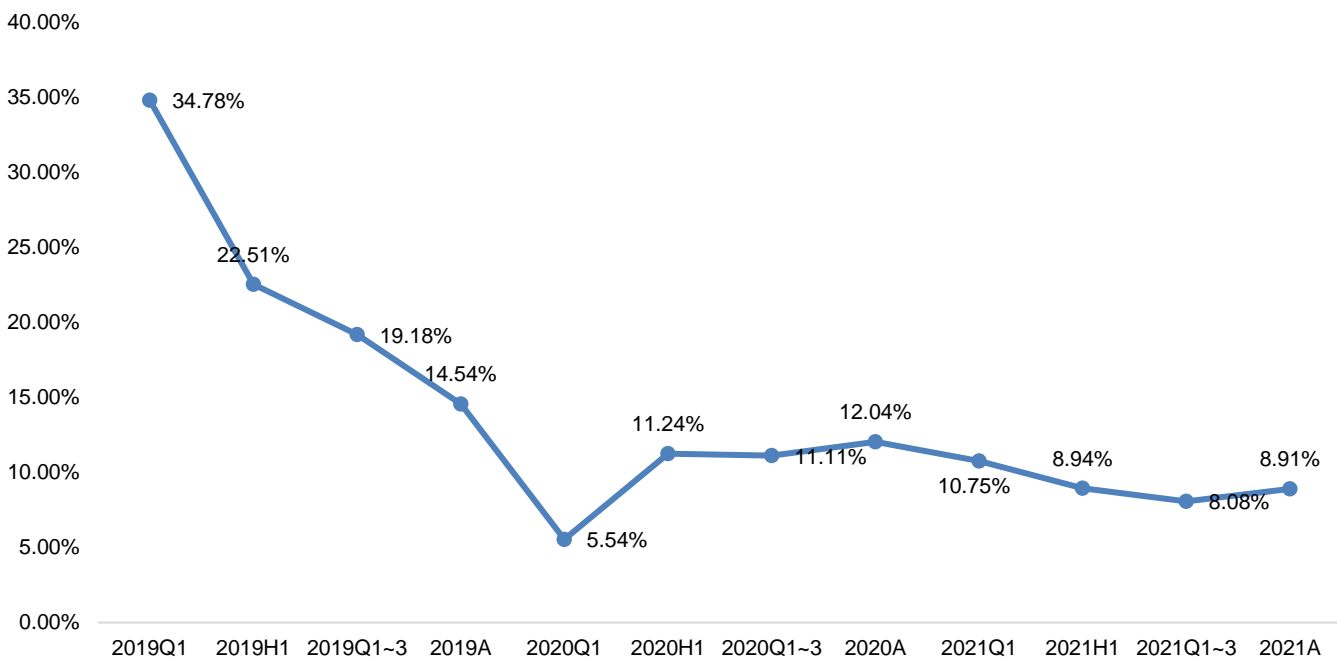
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 兴业银行加权平均净资产收益率 (%)



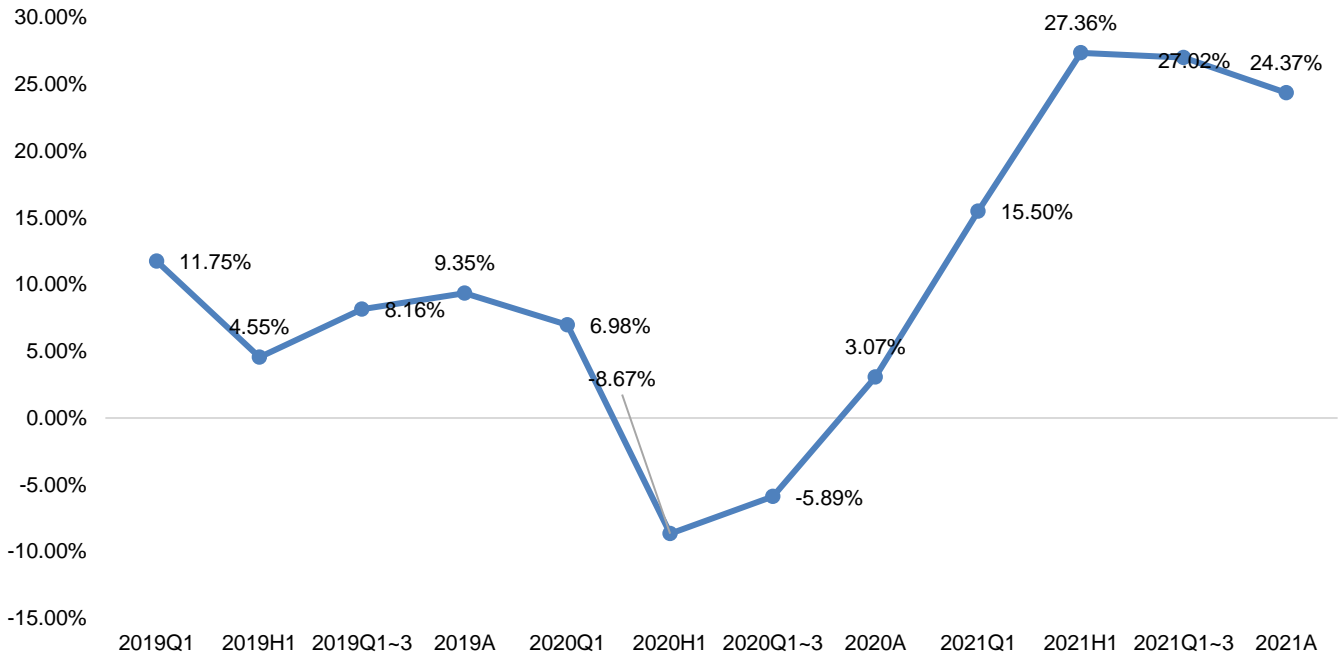
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 兴业银行营业收入同比增速



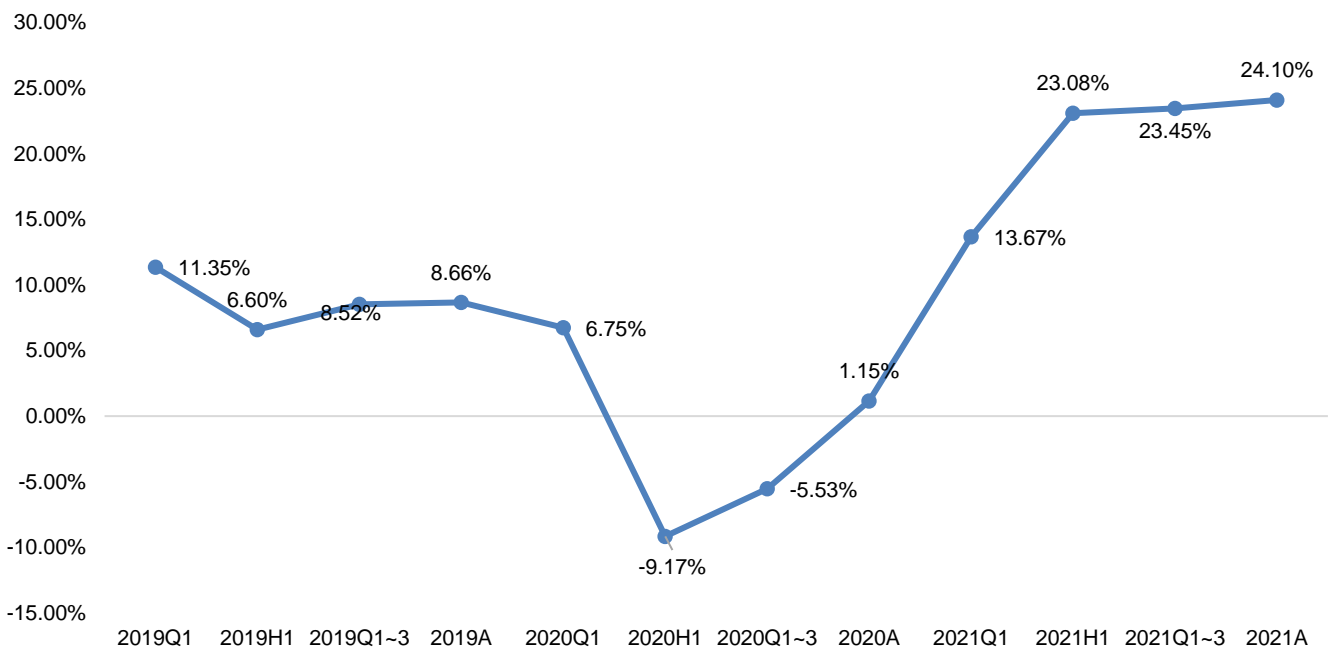
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 兴业银行营业利润同比增速



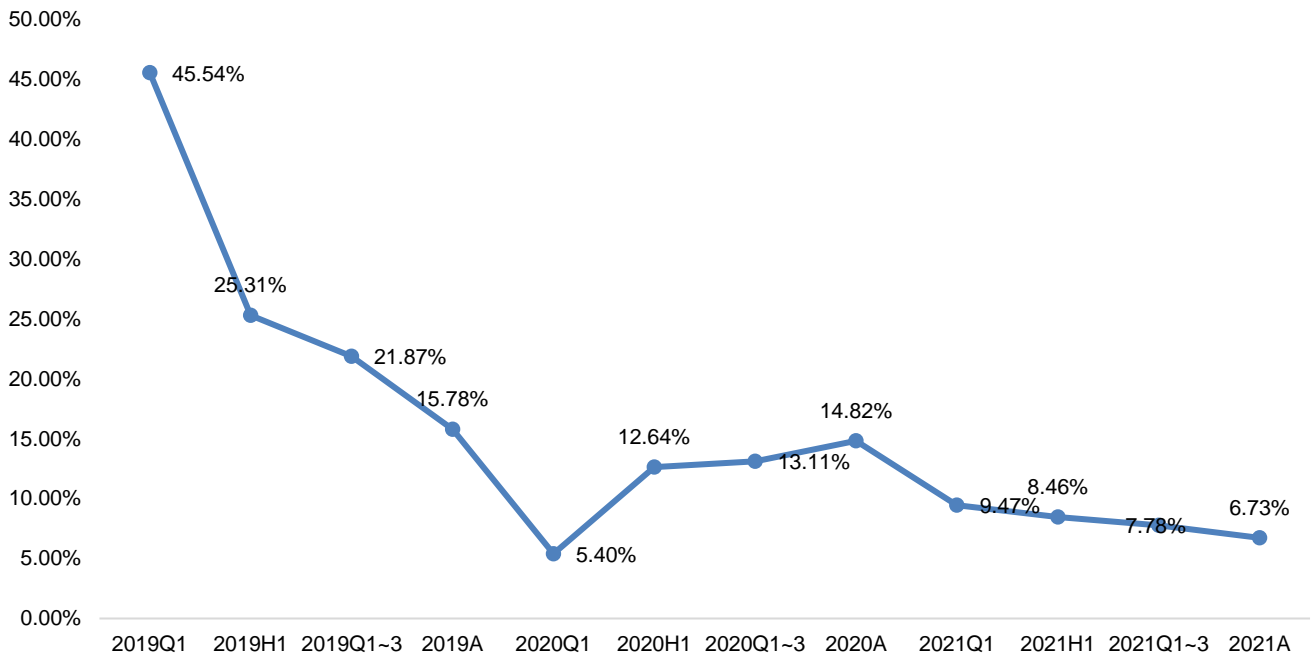
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 兴业银行归母净利润同比增速



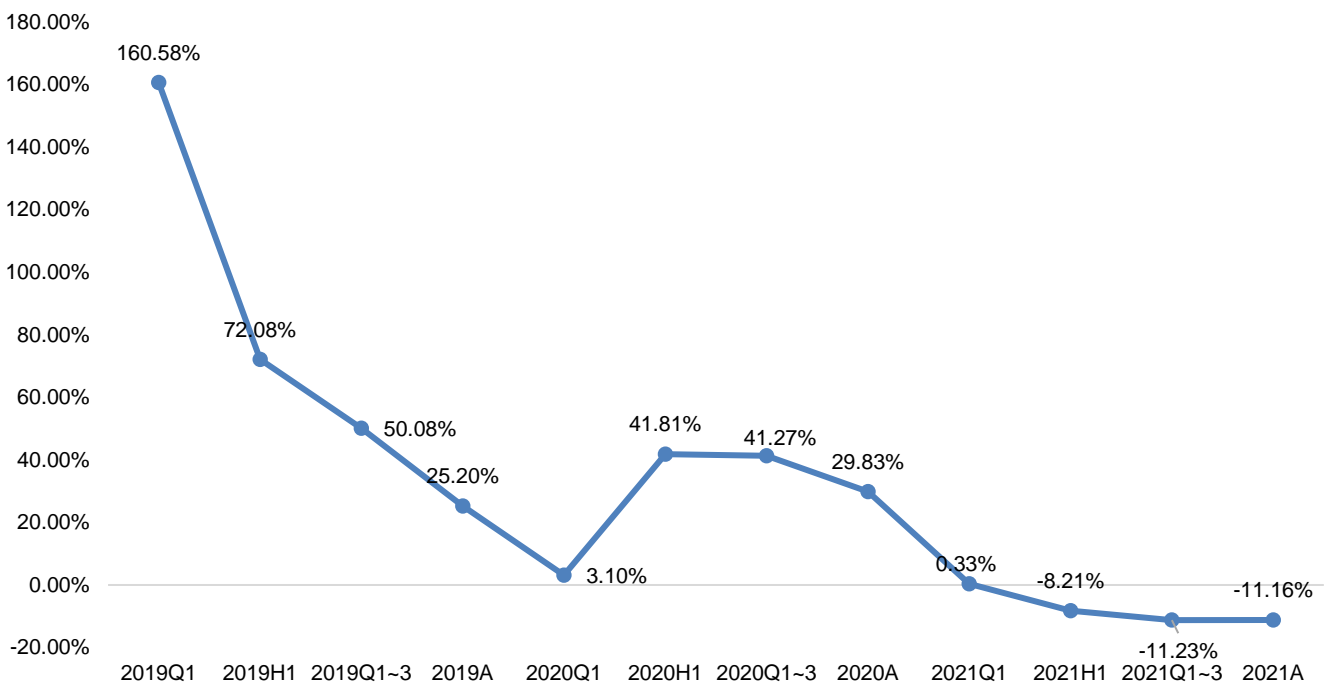
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 兴业银行PPOP同比增速



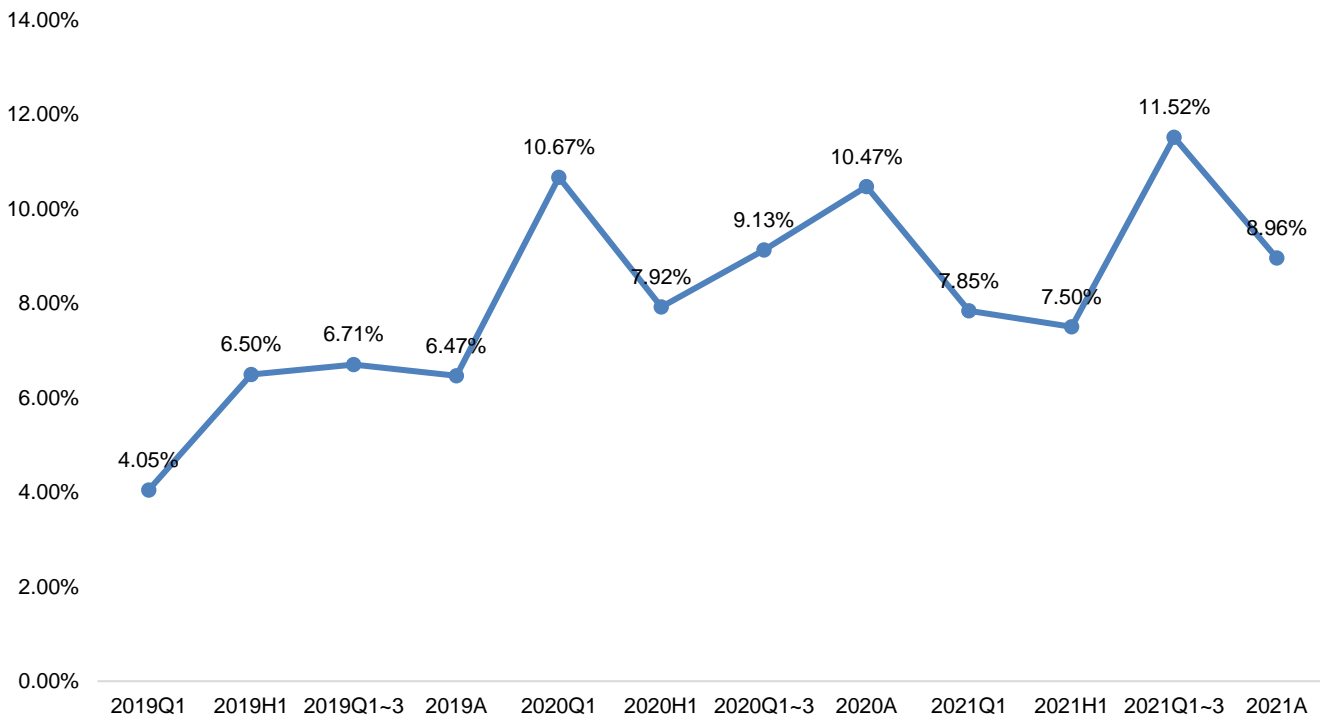
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 兴业银行总拨备计提同比增速



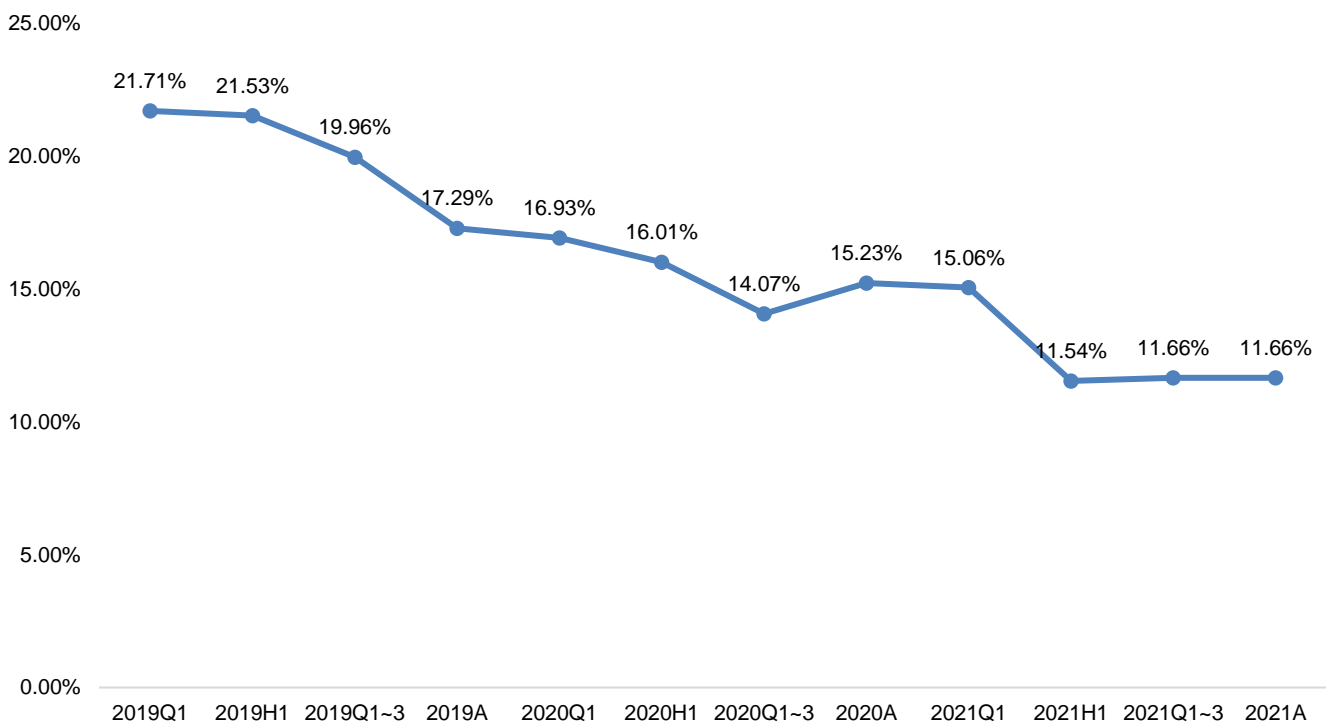
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 兴业银行总资产规模同比增速



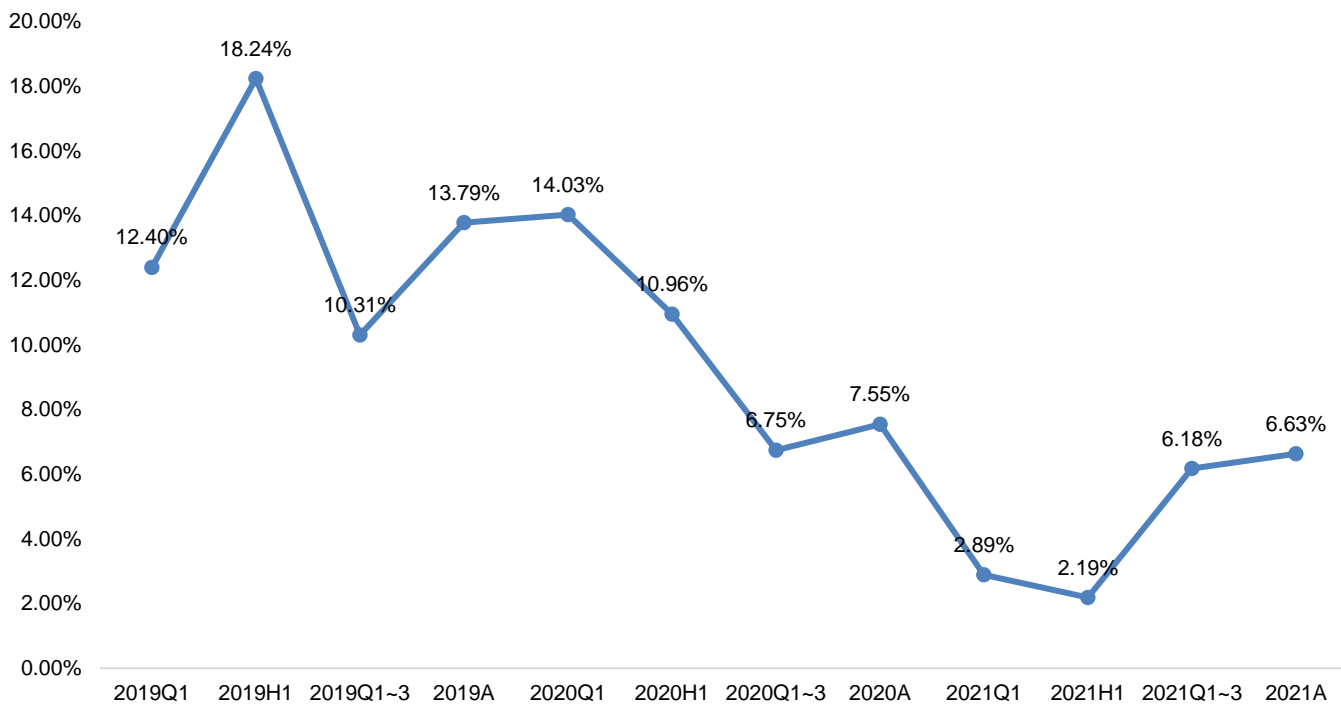
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 兴业银行贷款总额同比增速



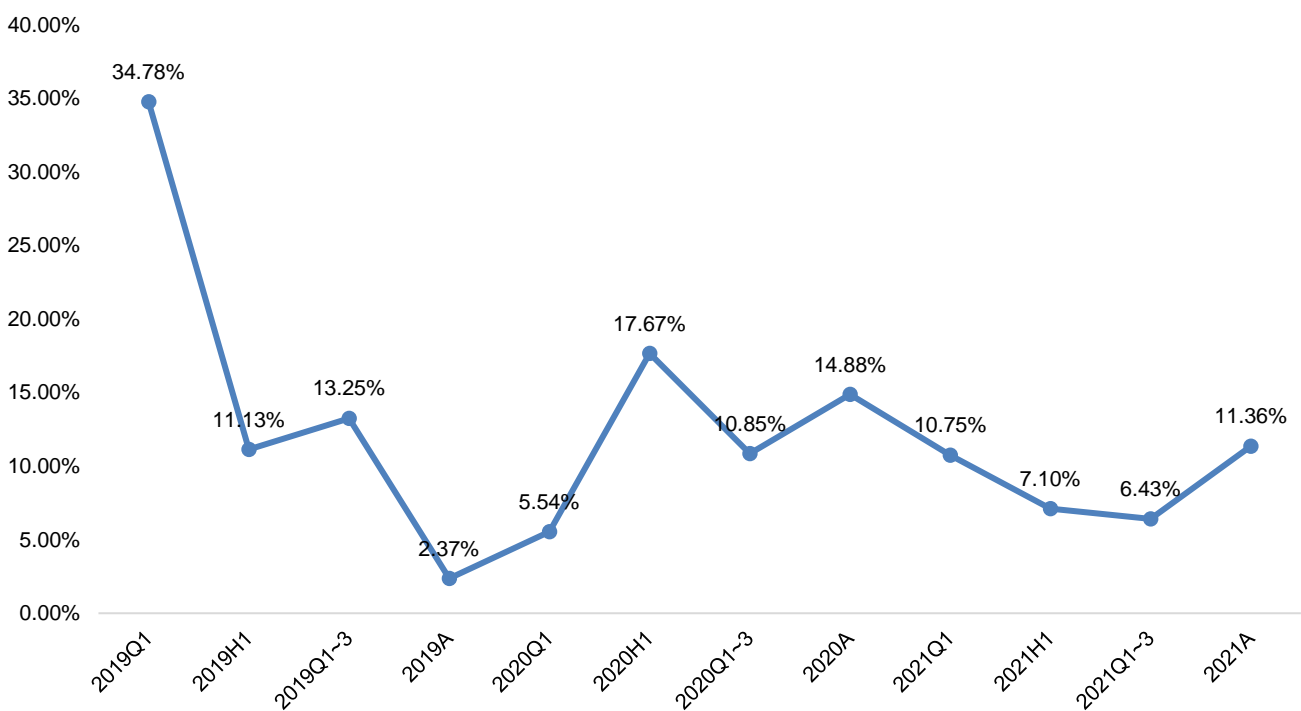
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 兴业银行存款总额同比增速



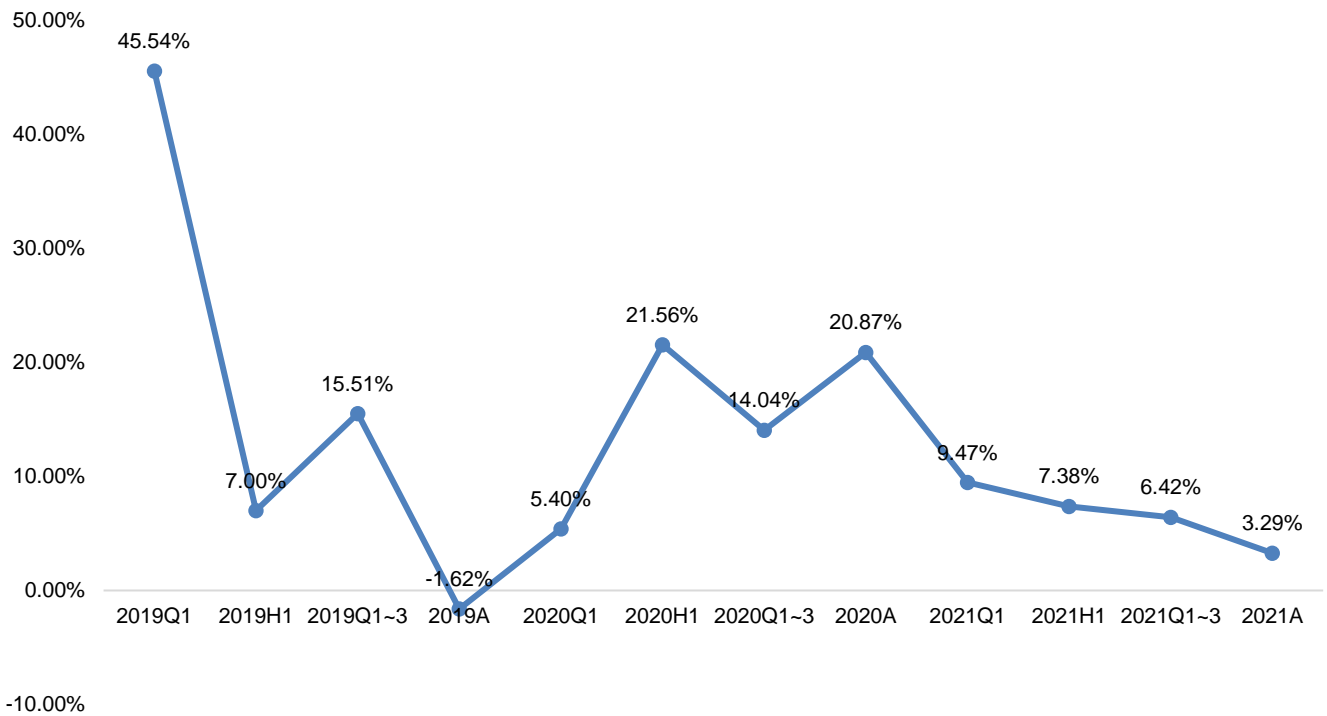
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 兴业银行营业收入单季度额同比增速



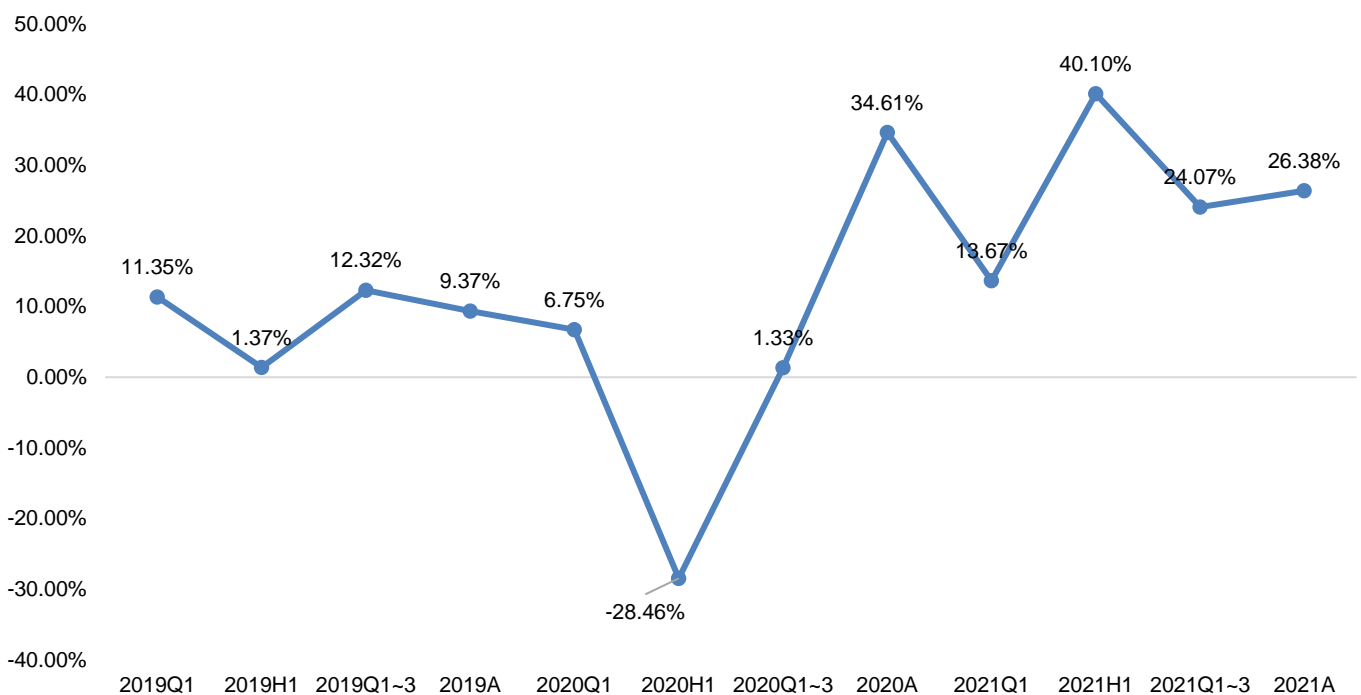
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 兴业银行PPOP单季度额同比增速



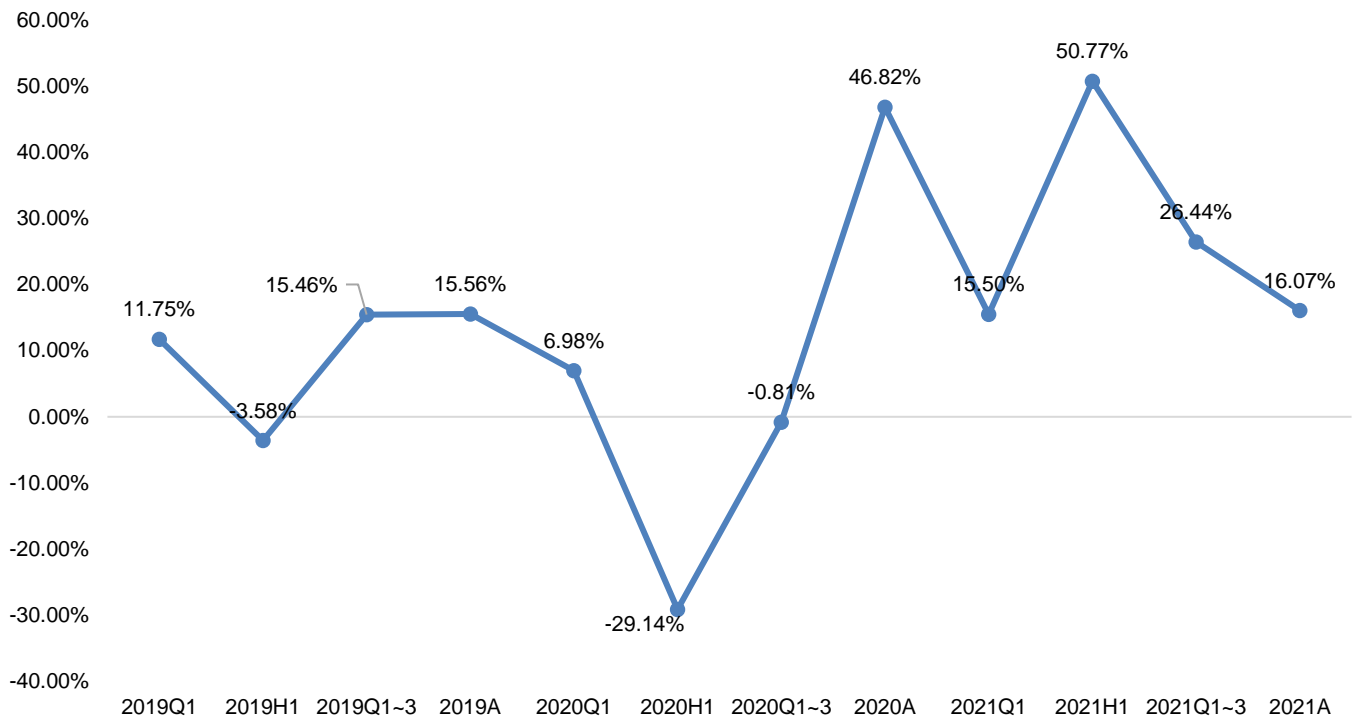
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 兴业银行归母净利润单季度额同比增速



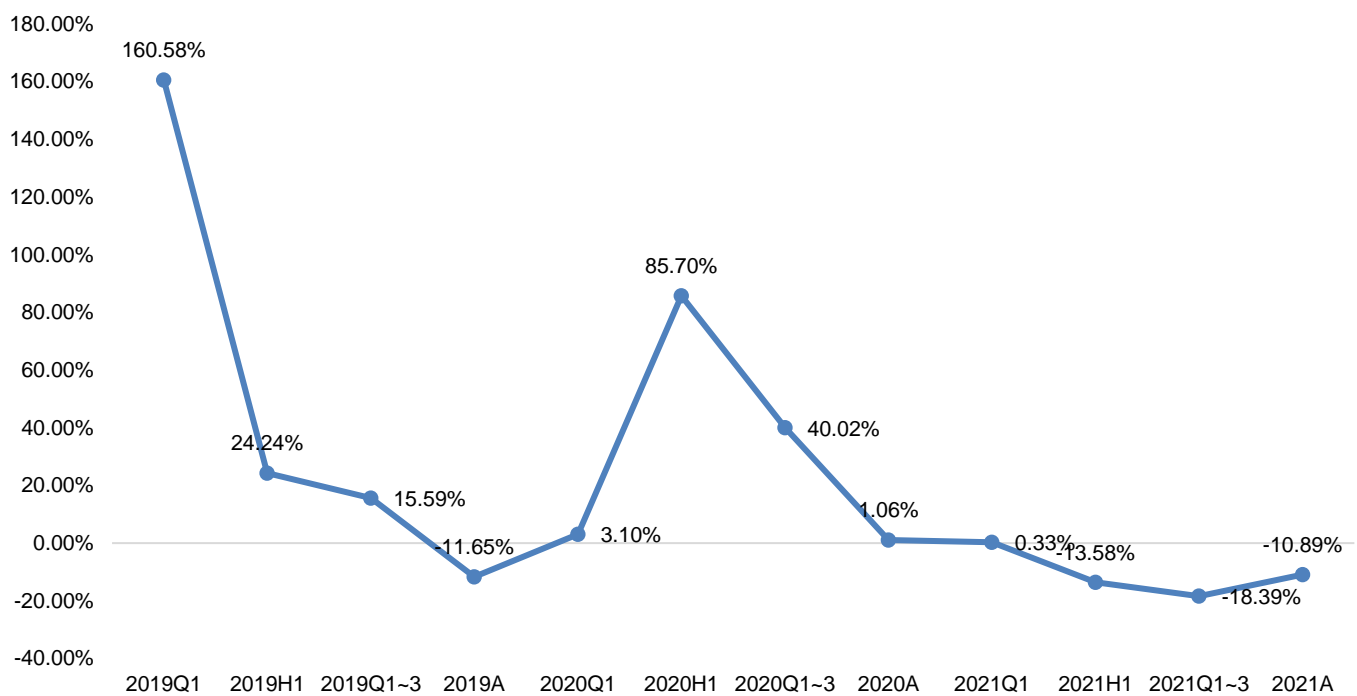
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 兴业银行营业利润单季度额同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 兴业银行总拨备计提单季度额同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

附表：兴业银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	6.65	6.70	5.47	4.68	4.10	净利息收入	122,289	143,515	148,900	165,232	183,655
P/B	0.88	0.81	0.71	0.63	0.56	利息收入	288,978	303,478	316,449	347,165	377,728
P/PPOP	4.27	3.74	3.23	2.82	2.64	利息支出	166,689	159,963	167,549	181,933	194,073
每股指标						净手续费收入	30,378	37,710	47,138	54,208	62,339
EPS	3.10	3.08	3.77	4.41	5.03	净其他非息收入	28,641	21,912	25,199	25,199	25,199
BVPS	23.37	25.50	28.87	32.52	36.63	营业收入	181,308	203,137	221,236	244,639	271,193
PPOPPS	6.38	7.32	7.81	8.77	9.86	营业支出	106,409	125,775	126,164	133,067	144,540
DPS	0.76	0.80	1.05	1.22	1.39	税金及附加	1,756	2,086	2,591	2,878	3,204
股息支付率	24.58%	26.04%	26.04%	26.04%	26.04%	业务及管理费	46,557	48,262	55,597	58,713	62,374
股息收益率	3.69%	3.89%	5.10%	5.92%	6.73%	营业利润	74,899	77,362	95,072	111,572	126,653
驱动性因素						营业外净收入	-396	-725	-747	-762	-777
贷款增长	17.29%	15.23%	11.66%	11.00%	10.00%	拨备前利润	132,599	152,064	162,302	182,286	204,838
存款增长	14.87%	7.63%	6.63%	7.00%	5.00%	资产减值损失	58,096	75,427	67,977	71,476	78,962
生息资产增长	7.02%	9.94%	12.18%	8.03%	8.03%	利润总额	74,503	76,637	94,325	110,810	125,876
计息负债增长	6.50%	9.73%	8.94%	8.04%	5.29%	所得税	7,801	8,956	10,376	13,297	15,105
平均贷款收益率	5.41%	5.35%	5.05%	5.00%	5.00%	净利润	66,702	67,681	83,950	97,513	110,771
平均生息资产收益率	4.28%	4.14%	3.88%	3.87%	3.90%	归母净利润	65,868	66,626	82,684	95,994	108,948
平均存款付息率	2.44%	2.25%	2.08%	2.08%	2.08%	资产负债表					
平均计息负债付息率	2.65%	2.35%	2.25%	2.26%	2.26%	贷款总额	3,441,451	3,965,674	4,428,072	4,915,159	5,406,675
净息差(NIM)-测算值	1.81%	1.96%	1.83%	1.84%	1.90%	贷款减值准备	105,583	108,662	131,949	163,264	198,358
净利差(NIS)-测算值	1.62%	1.79%	1.63%	1.62%	1.64%	贷款净额	3,345,180	3,867,321	4,296,123	4,751,895	5,208,318
净手续费收入增速	-29.32%	24.14%	25.00%	15.00%	15.00%	投资类资产	2,697,521	2,892,814	3,095,311	3,250,077	3,412,580
净非息收入/营收	32.55%	29.35%	32.70%	32.46%	32.28%	存放央行	486,444	411,147	435,503	419,389	440,359
成本收入比	25.68%	23.76%	25.13%	24.00%	23.00%	同业资产	360,596	410,496	656,794	722,473	794,720
拨备支出/平均贷款	1.82%	2.04%	1.62%	1.53%	1.53%	其他资产	255,940	312,222	278,003	326,009	295,580
实际所得税率	10.47%	11.69%	11.00%	12.00%	12.00%	生息资产	6,986,012	7,680,131	8,615,679	9,307,098	10,054,335
业绩年增长率						资产合计	7,145,681	7,894,000	8,602,349	9,314,535	9,852,655
净利息收入	27.84%	17.36%	3.75%	10.97%	11.15%	存款	3,794,832	4,084,242	4,355,027	4,659,879	4,892,873
净手续费收入	-29.32%	24.14%	25.00%	15.00%	15.00%	向央行借款	168,259	290,398	209,106	209,106	209,106
营业收入	14.54%	12.04%	8.91%	10.58%	10.85%	同业负债	1,619,659	1,790,817	2,095,256	2,304,781	2,443,068
营业支出	18.40%	18.20%	0.31%	5.47%	8.62%	发行债券	899,116	947,393	1,089,502	1,198,452	1,270,359
拨备前利润	15.83%	14.68%	6.73%	12.31%	12.37%	计息负债	6,481,866	7,112,850	7,748,891	8,372,219	8,815,407
利润总额	9.44%	2.86%	23.08%	17.48%	13.60%	负债合计	6,596,029	7,269,197	7,907,032	8,543,080	8,995,313
净利润	8.91%	1.47%	24.04%	16.16%	13.60%	股东权益合计	549,652	624,803	695,317	771,454	857,342
归母净利润	8.66%	1.15%	24.10%	16.10%	13.49%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	53,020	49,656	44,622	48,743	54,026
ROAA	0.96%	0.90%	1.02%	1.09%	1.16%	不良贷款率	1.54%	1.25%	1.01%	0.99%	1.00%
ROAE	14.02%	12.62%	13.94%	14.36%	14.55%	不良净生成率	1.48%	1.42%	1.00%	1.00%	1.00%
RORWA	1.35%	1.25%	1.40%	1.48%	1.55%	拨备覆盖率	199%	219%	274%	278%	276%
资本状况						拨贷比	3.07%	2.74%	2.76%	2.76%	2.76%
资本充足率	13.36%	13.47%	12.43%	11.95%	11.53%	流动性					
一级资本充足率	10.56%	10.85%	10.72%	11.04%	11.38%	存贷比	90.69%	97.10%	101.68%	105.48%	110.50%
核心一级资本充足率	9.47%	9.33%	9.37%	9.78%	10.21%	贷款/总资产	48.16%	50.24%	51.48%	52.77%	54.88%
加权风险资产	5,123,362	5,663,756	6,353,681	6,863,572	7,414,626	投资类资产/总资产	37.75%	36.65%	35.98%	34.89%	34.64%
风险加权系数	71.70%	71.75%	73.86%	73.69%	75.26%	同业资产/总资产	5.05%	5.20%	7.64%	7.76%	8.07%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：资深分析师，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 伍 嘉 慧：高级研究员，上海交通大学金融硕士，2020年7月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。