601166.SH

买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 19.85

板块评级:强于大市

本报告要点

- 非息亮眼，表外发力

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3.0	(12.4)	2.3	(12.1)
相对上证指数	13.0	(6.2)	12.6	(8.0)

发行股数(百万)	20,774
流通股(%)	94
总市值(人民币 百万)	409,459
3 个月日均交易额(人民币 百万)	2,406
资本充足率(%)(2021)	14.39
主要股东(%)	
福建省财政厅	19

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2022 年 3 月 23 日收市价为标准

相关研究报告

《兴业银行：手续费收入高增，资产质量持续优化》20210506

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：股份制银行

证券分析师：林媛媛
(86755)82560524
yuanyuan.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

证券分析师：林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

兴业银行

非息亮眼，表外发力

年报摘要：兴业银行 2021 年净利润同比增长 24.1%。手续费净收入同比增长 13.2%，其他非息同比增长 50.0%，营业收入同比增长 8.91%。年末总资产较年初增长 8.98%，贷款总额较年初增长 11.7%，存款总额增长 6.6%。年末不良率 1.10%，拨备覆盖率 269%，拨贷比 2.96%，核心一级资本充足率 9.81%。

兴业银行年报业绩高增，ROE、ROA 向好，核心一级资本充足率提升。非息收入表现亮眼，不良率持续下行。公司大力做强表外，打造投行+投资生态圈，收入结构更趋多元化。继续看好公司投资价值，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **利润增速居可比同业前列，非息收入增长亮眼**

兴业银行 2021 年净利润实现 24.1%的同比高增（vs 前三季度，+23.4%），增速保持股份行前列水平，带动全年 ROE、ROA 分别同比提升 1.32、0.12 个百分点至 13.94%、1.02%。其中，营收同比增长 8.91%，增速较前三季度（+8.08%，YoY）进一步提升；非息净收入/利息净收入分别同比增长 26.7%/1.51%。随着资产质量改善，拨备计提继续正向贡献业绩表现，全年计提减值损失 670 亿元，同比减少 84 亿元，同比下降 11%。其中，贷款和非贷类损失分别较 2020 年下降 8%、18%。

- **不良率及生成速度下行，跟踪对公房地产资产质量情况**

公司不良率持续下行，不良生成速度全年同比改善明显，但下半年关注贷款占比有所上升，与信用卡逾期认定调整以及房地产压力相关，我们认为在地产维稳政策和公司审慎认定情况下，资产质量总体可控，建议跟踪地产销售数据和对公房地产资产质量动态。

估值

- 考虑到公司表外发力对中收的拉动以及资产质量的改善，我们上调公司 2022/2023 年 EPS 至 4.63/5.30 元(原为 3.82/4.15 元)，目前股价对应 2022/2023 年 PB 为 0.62/0.55 倍，估值低于可比同业，维持***买入***评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期、金融监管超预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日 (人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	202,322	219,884	240,918	264,794	291,391
变动(%)	11.98	8.68	9.57	9.91	10.04
净利润	66,626	82,680	96,179	110,028	123,505
变动(%)	1.2	24.1	16.3	14.4	12.2
净资产收益率(%)	13.12	14.70	15.25	15.56	15.57
每股收益(元)	3.21	3.98	4.63	5.30	5.95
原预测（元）			3.82	4.15	
变动（%）			21	28	
市盈率(倍)	6.19	4.99	4.29	3.75	3.34
市净率(倍)	0.78	0.69	0.62	0.55	0.49

资料来源：公司公告，中银证券预测

年报摘要：

兴业银行2021年净利润827亿，同比增长24.1%。其中，利息净收入同比增长1.51%，手续费净收入同比增长13.2%，其他非息同比增长50.0%，营业收入同比增长8.91%；成本收入比25.68%，较2021年提升1.32个百分点。年末总资产较年初增长8.98%，贷款总额较年初增长11.7%，存款总额增长6.6%。年末不良率1.10%，拨备覆盖率269%，拨贷比2.96%，核心一级资本充足率9.81%，较2020年提升0.48个百分点。

利润增速保持可比同业前列，拨备继续正向贡献

兴业银行2021年净利润实现24.1%的同比高增（vs前三季度，+23.4%），增速保持股份行前列水平，带动全年ROE、ROA分别同比提升1.32、0.12个百分点至13.94%、1.02%。其中，营收同比增长8.91%，增速较前三季度（+8.08%，YoY）进一步提升；随着资产质量改善，拨备计提继续正向贡献业绩表现，全年计提减值损失670亿元，同比减少84亿元，同比下降11%。其中，贷款和非贷类损失分别较2020年下降8%、18%。

非息占比提升至34%，表外对公/零售规模增长快于表内

营收结构来看，兴业银行2021年非息净收入/利息净收入分别同比增长26.7%/1.51%，促使2021年非息收入占比较2020年提升4.8个百分点至34.2%。在"1234"战略下，公司以投行+商行为抓手，加快"轻资产、轻资本、高效率"经营转型。公司2021年手续费净收入同比增长13.2%，较前三季度(+26.3%,YoY)有所放缓，但仍处于较快增速水平。其中，理财业务和零售财富代销/投行/托管/银行卡和支付结算业务收入分别同比增25%/13%/20%/15%；手续费收入结构来看，银行卡支付结算和咨询顾问依然为最核心部分，2021年占比达63.3%；代理业务占比提升至15%。兴业银行转型以来，充分发挥同业资金以及投行优质资源挖掘优势，撮合客户财富管理和企业融资需求的匹配，打通"大投行、大资管、大财富"链条，以表外带动表内中间业务的快速增长。其他非息净收入同比增50%，主因公司把握市场利率阶段性变化机会，与债券相关的交易性金融资产收益增加。

转型驱动下，公司2021年对公融资余额（FPA）较年初增长15.5%至7.01万亿元，表外对公融资余额增速21.90%，快于表内对公融资余额增速（8.59%）；表外传统/非传统融资规模增长1.18%/33.2%，非传统融资占FPA比重上升至38.67%。零售业务方面，公司零售AUM较年初增长9.01%至2.85万亿，其中，表外零售理财增速17.5%，快于表内零售存款8.37个百分点。年末理财规模达1.79万亿，较年初增长21%。

对公房地产压降，活期存款占比提升

公司2021年贷款净额同比增长11.5%，环比增长2.7%，快于资产（+1.2%，QoQ）和其他非信贷资产，债券和同业资产分别环比下降0.6%/11.5%。年末，资产结构中的贷款占比进一步提升至50.1%。

贷款结构来看，年末对公/零售/票据占比分别为50.2%/42.5%/7.3%，零售/票据贷款占比较半年末分别提升0.2/3.1个百分点，对公占比较半年末下降3.3个百分点，票据占比的提升或与对公信贷需求走弱相关。下半年零售贷款增量结构中，非按揭类贷款增量70%；对公来看，水电热燃气、制造业投放增加较多，房地产有所下降。

年末存款较年初增长6.6%，环比3季度增长2.3%，4季度存款表现改善。结构上，活期存款占比较年初（39.9%）提升至41.0%，与半年末（41.5%）基本接近，细分来看对公活期贡献较多，我们认为受益于公司丰富的产品以及"结算型"银行战略带来的存款沉淀。债券发行环比增长1.7%，同业负债环比下降2.7%。

负债端成本改善，资产端收益率下行趋缓

兴业银行全年息差较2020年下降7BP至2.29%，负债端成本率降幅（2BP）小于资产收益率（11BP），但趋势上可以看到资产端收益率下行速度趋缓。我们认为负债端成本率改善的原因有：（1）公司重视低成本结算性存款的沉淀，活期存款占比提升，存款成本同比下降4个BP至2.22%；（2）公司继续压降高成本结构性存款，同时加大同业存单发行力度，新发放同业存单利率2.71%；（3）公司负债端结构中市场化负债占比相对高，更受益于2021年市场资金利率下行。

不良率及生成速度下降，跟踪对公房地产资产质量情况

兴业银行4季度不良率环比3季度下行2BP、较年初下行15BP至1.10%，不良率降至近年来最低水平，绝对水平在上市银行中也居相对低位。公司4季末关注类贷款占比较半年末上行17BP至1.52%，逾期和关注贷款的增加，主要受少数地产企业违约和信用卡逾期认定调整的影响。目前地产政策底已明确，我们认为地产政策和公司审慎认定下，实际损失或有限，建议跟踪地产销售数据和对公房地产资产质量情况。我们测算的公司2021年期初期末口径不良生成率为1.08%，较2020年下行78BP。公司不良认定更趋严格，4季末逾期90天以上贷款与不良的比值为78.7%，较2季末上行1.6个百分点。在存量不良出清加快背景下，拨备覆盖率269%，较3季度上升6个百分点。

风险提示：

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

金融监管超预期。2021年以来监管对政府隐性债务、房地产监管力度加大，同时继续引导银行让利实体经济，但若金融监管或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	3.21	3.98	4.63	5.30	5.95
BVPS（摊薄/元）	25.50	28.65	32.07	35.99	40.39
每股股利	0.80	1.03	1.20	1.38	1.55
分红率(%)	25.01	26.01	26.01	26.01	26.01
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	3,976	4,439	4,927	5,469	6,071
证券投资	2,952	3,033	3,245	3,440	3,612
应收金融机构的款项	410	559	593	622	654
生息资产总额	7,641	8,350	9,095	9,880	10,707
资产合计	7,894	8,603	9,371	10,179	11,032
客户存款	4,084	4,356	4,661	4,987	5,336
计息负债总额	7,113	7,722	8,419	9,122	9,884
负债合计	7,269	7,909	8,604	9,330	10,090
股本	21	21	21	21	21
股东权益合计	616	684	755	837	928
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	144	146	160	174	189
净手续费及佣金收入	38	43	49	59	71
营业收入	202	220	241	265	291
营业税金及附加	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
拨备前利润	152	162	178	195	215
计提拨备	(75)	(67)	(67)	(69)	(73)
税前利润	77	95	111	127	142
净利润	67	83	96	110	124
资产质量					
NPL ratio(%)	1.25	1.10	1.12	1.12	1.12
NPLs	50	48	55	61	68
拨备覆盖率(%)	219	269	270	268	260
拨贷比(%)	2.74	2.96	3.02	3.00	2.92
一般准备/风险加权资(%)	1.92	2.11	2.24	2.27	2.26
不良贷款生成率(%)	1.86	1.08	1.15	1.15	1.15
不良贷款核销率(%)	(1.95)	(1.12)	(0.99)	(1.03)	(1.03)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
经营管理（%）					
贷款增长率	15.22	11.64	11.00	11.00	11.00
生息资产增长率	10.38	9.28	8.92	8.63	8.38
总资产增长率	10.47	8.98	8.92	8.63	8.38
存款增长率	7.63	6.65	7.00	7.00	7.00
付息负债增长率	9.73	8.56	9.03	8.34	8.36
净利息收入增长率	17.36	1.51	10.04	8.77	8.50
手续费及佣金净收入增长率	24.14	13.18	15.00	20.00	20.00
营业收入增长率	11.98	8.68	9.57	9.91	10.04
拨备前利润增长率	14.68	6.74	9.56	9.90	10.04
税前利润增长率	2.86	24.37	16.33	14.40	12.25
净利润增长率	1.15	24.10	16.33	14.40	12.25
非息收入占比	18.64	19.41	20.37	22.24	24.26
成本收入比	23.85	25.23	25.23	25.23	25.23
信贷成本	2.03	1.59	1.43	1.32	1.26
所得税率	11.69	12.06	12.06	12.06	12.06
盈利能力（%）					
NIM	2.36	2.29	2.31	2.31	2.31
拨备前 ROAA	2.02	1.97	1.98	2.00	2.03
拨备前 ROAE	26.29	24.98	24.71	24.55	24.37
ROAA	0.89	1.00	1.07	1.13	1.16
ROAE	13.12	14.70	15.25	15.56	15.57
流动性（%）					
分红率	25.01	26.01	26.01	26.01	26.01
贷存比	97.35	101.91	105.72	109.67	113.77
贷款/总资产	50.37	51.60	52.58	53.73	55.03
债券投资/总资产	37.40	35.26	34.63	33.79	32.74
银行同业/总资产	5.20	6.50	6.33	6.11	5.92
资本状况					
核心一级资本充足率 2	9.33	9.81	10.08	10.40	10.77
资本充足率	13.47	14.39	14.28	14.27	14.34
加权风险资产-一般法	5,664	6,103	6,647	7,221	7,826
% RWA/总资产(%)	71.75	70.94	70.94	70.94	70.94

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371