



## 擦亮三张名片，中收增长动能强劲

### ——兴业银行（601166.SH）2021 年报点评

#### 核心观点

3月24日，兴业银行发布2021年报。2021年，兴业银行实现营业收入2212.36亿元，同比增长8.91%；归母净利润为826.8亿元，同比高增24.10%。全年净息差2.29%；非利息净收入占营收比例为34.15%，同比上行4.8pct。

**业绩透视：非息收入高增，拨备反哺利润。**2021年全年兴业银行实现营业收入2212.36亿元，同比增长8.91%，其中净利息收入增速较2020年下降15.85pct，为营收增速的主要拖累项；手续费及佣金净收入占营收比例提升0.73pct至19.29%；其他非息收入同比高增50.04%。2021年Q4单季度营收为571.89亿元，同比增长11.36%，其中单季利息净收入在息差环比回升的拉动下，同比增长3.45%，增速环比Q3（-9.21%）提升12.66pct，对Q4营收增速起到提振作用。2021年兴业银行归母净利润为826.8亿元，同比高增24.10%，对净利润进行拉动因素拆解分析，其他非息收入高增和拨备计提力度放缓是净利润的主要拉动力量。

**受资产端收益率下行拖累，2021年净息差持续收窄，2021年Q4单季度净息差逆势上行。**2021年兴业银行净息差为2.29%，同比下降7BP，环比2021年上半年下降3BP，主要系资产端收益率下降幅度大于负债端成本率下降幅度所致。从资产端来看，受国家引导让利实体经济、融资需求偏弱以及兴业银行提前布局新兴战略产业，积极影响优质客户的影响，生息资产收益率环比2021年上半年下降3BP至4.36%，其中贷款收益率为5.03%，环比下降8BP，同业资产收益率为2.42%，环比上升16BP。从负债端来看，兴业银行持续推进“结算型银行”建设，沉淀结算性存款，带动活期存款同比增长9.56%，占存款比重为41.04%，同比提升1.10pct，存款平均成本率为2.22%，同比下降4BP，环比上半年小幅上升1BP，同时通过合理摆布同业资金吸收，同业资金平均成本率维持在2.18%的较低水平，环比上半年下降3BP，为稳定息差提供了有力的支撑。此外，拆分单季度来看，Q4单季净息差（测算值，期初期末口径）为1.88%，环比Q3上行14BP，对Q4的净利息收入起到支撑作用，是Q4单季净利息收入环比增速回升的主要因素。

**“大财富+大资管+大投行”体系日趋完善，中间业务收入多点开花。**兴业银行着力打通“资产构建-产品创设-产品销售”价值链，财富银行和投资银行双管齐下，“轻资本、轻资产、高效率”转型成效显著，中间业务收入多点开花。2021年银行卡业务/代理业务/咨询顾问业务手续费收入分别为131.82亿元/71.53亿元/146.68亿元，同比分别增长12.88%/44.56%/9.72%。依托多元开放的“投资生态圈”，财富银行业务快速上量。2021年末兴业银行零售AUM规模达到2.85万亿元，同比增长9.01%，财富银行收入达到233.94亿元，同比增长13.17%。坚定“商行+投行”战略，投资银行再创佳绩。2021年末对公客户融资余额（FPA）达到7.01万亿元，同比增长15.49%，其中非传统表外融资余额2.71万亿元，同比增长33.21%，延续表外非传统对公融资增量/增速超越表内对公融资增量/增速态势。2021年兴业银行实现投行业务收入、FICC业务收入和做市交易收入分别同比增长12.61%、7.30%和233.78%。

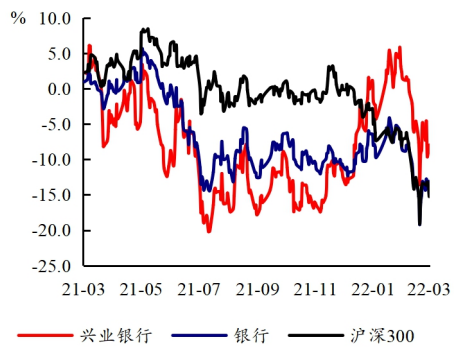
**总贷款扩张增速放缓，绿色金融勇立潮头。**2021年末兴业银行总贷款余额为4.43万亿元，同比增11.66%，贷款扩张增速放缓。但信贷投向结构有所优化，政策倾斜力度较大的绿色贷款、普惠小微贷款、中长期制造业贷款增速均超40%。作为我国首家赤道银行，2021年兴业银行

评级 推荐（维持）

#### 报告作者

作者姓名 倪华  
资格证书 S1710522020001  
电子邮箱 nih835@easec.com.cn  
联系人 张晓辉  
电子邮箱 zhangxh@easec.com.cn

#### 股价走势



#### 基础数据

总股本(百万股)	20774.19
流通A股/B股(百万股)	20774.19/0.00
资产负债率(%)	91.93
每股净资产(元)	26.58
市净率(倍)	0.76
净资产收益率(加权)	6.79
12个月内最高/最低价	24.09/17.40

#### 相关研究

- 《不良“双降”，非息筑牢第二增长极》2021.10.29
- 《资产质量持续夯实，综合金融成效显著》2021.08.28
- 《革故鼎新质效兼备，风险出清蓄势待发》2021.08.17

绿色金融客户达到 3.80 万户；绿色金融融资余额 1.39 万亿元，同比增长 19.98%，其中绿色贷款余额达到 4539.40 亿元，同比高增 42.11%。预期在“双碳”转型目标之下，绿色经济领域相关利好政策将持续加码，兴业银行在绿色金融方面具有先发优势，有望最大程度享受绿色金融市场扩张的红利。

**不良贷款“额率双降”，资产质量持续改善。**截至 2021 年末，不良贷款余额为 487.14 亿元，同比下降 9.42 亿元；不良贷款率为 1.10%，同比大幅下降 15BP，环比三季度末下降 2BP，存量不良持续压降，资产质量边际改善。同时，关注率同比上行 15BP 至 1.52%，主要系监管要求下严格信用卡贷款逾期认定标准所致；2021 年末广义不良率（不良率+关注率）为 2.62%，与 2020 年末持平。

**拨备覆盖率持续走高，暂无资本补充压力。**2021 年末兴业银行拨备覆盖率为 268.73%，同比提升 49.90pct，环比三季度末提升 5.67pct，风险抵御能力不断增强，增厚未来利润释放空间。2021 年实现拨备前利润（PPOP）1623.20 亿元，同比增长 6.74%，低于 24.37% 的税前利润增速 17.62 个百分点，开启拨备反哺利润阶段。预计在未来资产质量持续向好的预期下，兴业银行利润的释放空间依然比较充足。轻资本转型之下兴业银行各项资本充足率均环比提升，2021 年末兴业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率环比三季度末分别提升 0.27pct、0.26pct 和 1.47pct，暂无资本补充压力。

### 投资建议

兴业银行凭借先进的公司战略，擦亮财富银行、投资银行、绿色银行三张名片，业绩增长动能强劲，资产质量边际改善，拨备覆盖率持续提升。我们使用三阶段 DDM 模型估值，绝对估值下将股价预测值上调至 33.51 元，对应 1.06 倍 PB；相对估值法下，2022 年我们给予兴业银行 1.0-1.1 倍 PB，对应的股价区间上调至 31.68~34.85 元。维持兴业银行“推荐”评级。

### 风险提示

宏观经济增速下行；房地产风险攀升；绿色政策落地不及预期等。

### 盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	221,236	248,940	279,911	313,834
增长率（%）	8.91	12.52	12.44	12.12
归母净利润（百万）	82,680	96,650	110,038	124,060
增长率（%）	24.10	16.90	13.85	12.74
EPS（元/股）	3.77	4.65	5.30	5.97
市净率 P/B	0.69	0.63	0.56	0.50
ROAE（%）	13.94	14.72	14.97	15.16

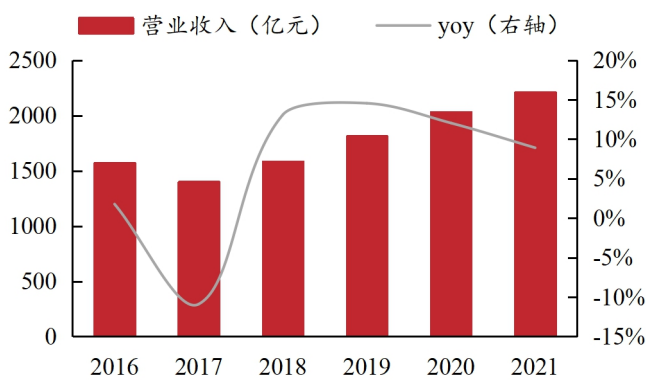
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价日期为 2022 年 3 月 25 日收盘价 20.07 元。

## 1. 业绩透视：非息收入高增，拨备反哺利润

### 1.1. 非息收入高增提振全年营收增速

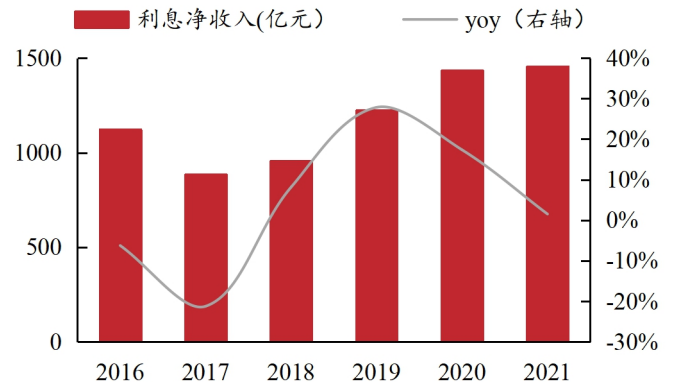
2021年净利息收入对全年营收增速形成拖累，非息收入高增为主要拉动项。2021年全年兴业银行实现营业收入2212.36亿元，同比增长8.91%，增速相较于2020年下降3.13pct。拆分营收结构来看，2021年全年净利息收入为1456.79亿元，同比增长1.51%，增速较2020年下降15.85pct，为营收增速的主要拖累项；2021年手续费及佣金净收入为426.8亿元，同比增长13.18%，占营收比例为19.29%，占比相较于2020年提升0.73pct，延续上升态势；2021年其他非息收入为328.77亿元，同比高增50.04%，其他非息收入实现高增，一方面是源于2020年的低基数效应，另一方面主要是兴业银行强化了优质债券资产的构建能力，积极把握波段机会，从而综合收益上升。拆分单季度来看，2021年Q4兴业银行实现营收571.89亿元，同比增长11.36%，增速环比Q3上行4.94pct。其中单季实现利息净收入389.26亿元，同比增长3.45%，增速环比Q3(-9.21%)提升12.66pct，对Q4营收增速起到提振作用。此外，2021年四个季度非息收入增速均高于营收增速，非息增长动能强劲。

图表 1. 2021年兴业银行营收增速



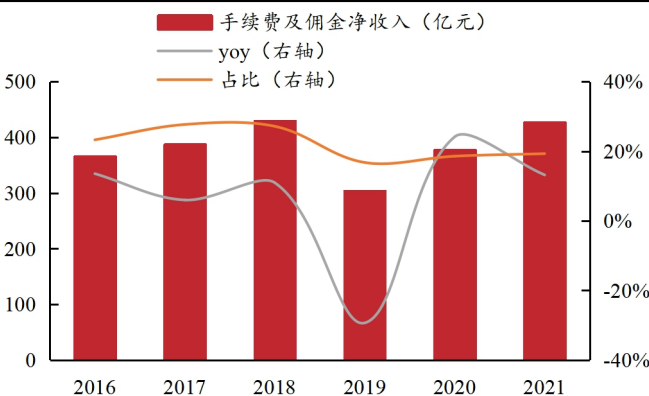
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 2. 2021年净利息收入增速拖累营收增速



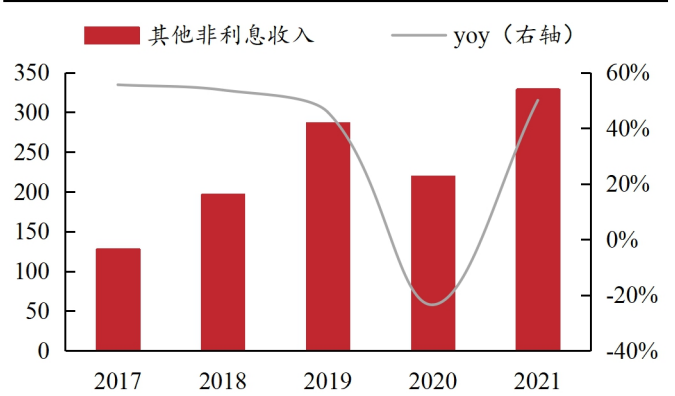
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 3. 2021年中收占比持续提升



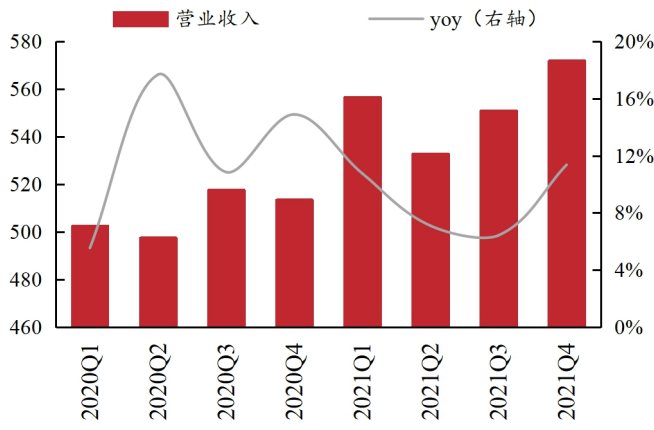
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 4. 2021年其他非利息收入实现高增(亿元)



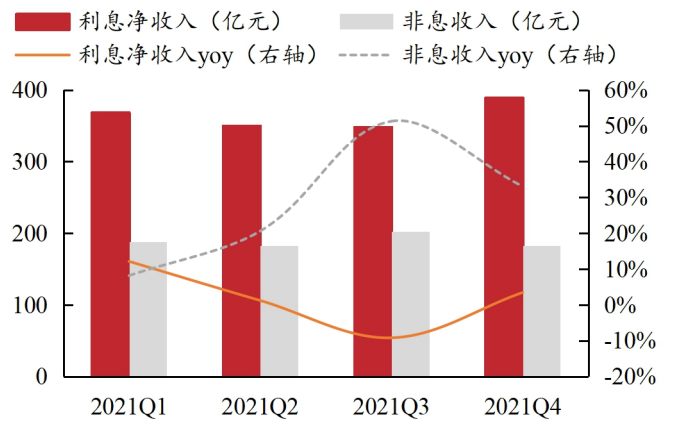
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 5. 2021Q4 营收增速环比上行 (亿元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 6. 四个季度非息收入增速均高于净利息收入

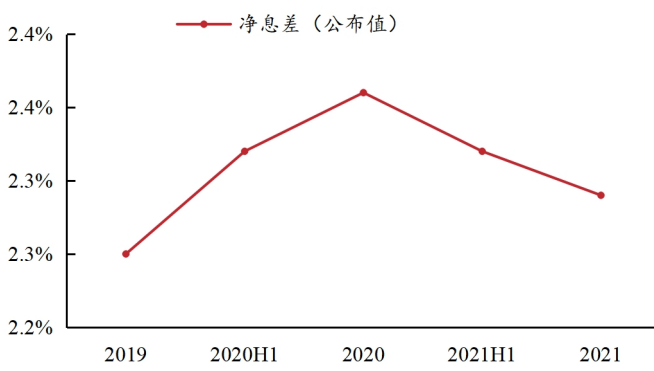


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 1.2. 全年净息差收窄, Q4 单季净息差逆势上行

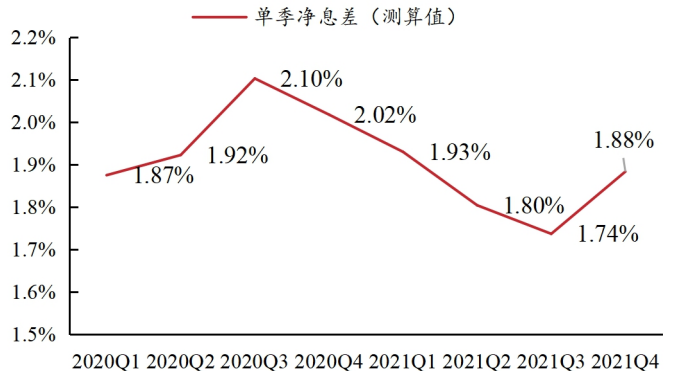
受资产端收益率下行拖累, 2021 年净息差持续收窄, 2021 年 Q4 单季度净息差逆势上行。2021 年兴业银行净息差为 2.29%, 同比下降 7BP, 环比 2021 年上半年下降 3BP, 主要系资产端收益率下降幅度大于负债端成本率下降幅度所致。从资产端来看, 受国家引导让利实体经济、融资需求偏弱以及兴业银行提前布局新兴战略产业, 积极影响优质客户的影响, 生息资产收益率环比 2021 年上半年下降 3BP 至 4.36%, 其中贷款收益率为 5.03%, 环比下降 8BP, 投资收益率持平于 3.96%, 同业资产收益率为 2.42%, 环比上升 16BP。从负债端来看, 兴业银行持续推进“结算型银行”建设, 沉淀结算性存款, 发展代扣代缴、全网收单等批量业务, 带动活期存款同比增长 9.56%, 占存款比重为 41.04%, 同比提升 1.10pct, 存款平均成本率为 2.22%, 同比下降 4BP, 环比上半年小幅上升 1BP, 同时通过合理摆布同业资金吸收, 同业资金平均成本率维持在 2.18% 的较低水平, 环比上半年下降 3BP, 为稳定息差提供了有力的支撑。此外, 拆分单季度来看, Q4 单季净息差(测算值, 期初期末口径)为 1.88%, 环比 Q3 上行 14BP, 对 Q4 的净利息收入起到支撑作用, 是 Q4 单季净利息收入环比增速回升的主要因素。

图表 7. 2021 年兴业银行净息差持续下行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

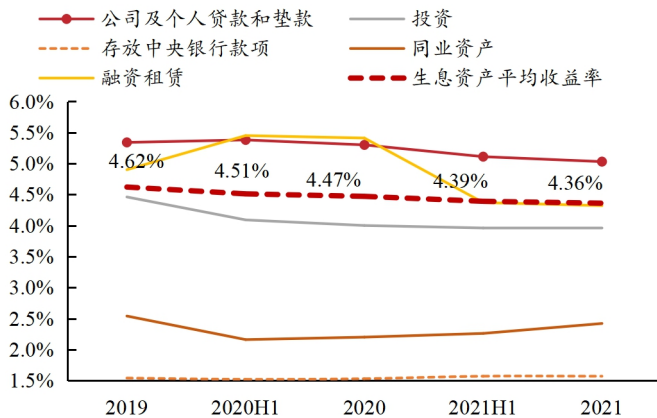
图表 8. 2021Q4 单季净息差环比上升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

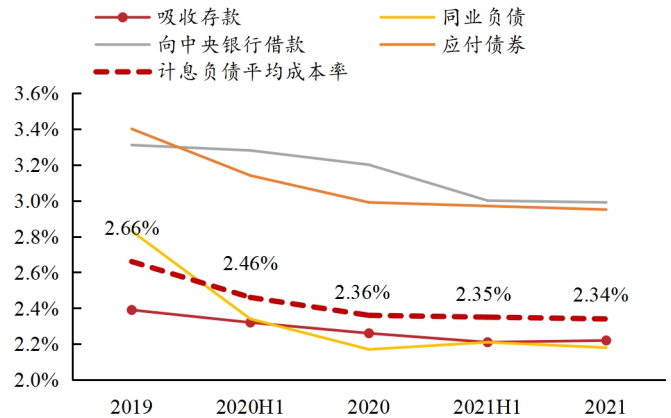
注: 净息差测算值=单季净利息收入/平均生息资产

图表 9. 资产端收益率下降



资料来源：2019-2021 年公司年报/半年报，东亚前海证券研究所

图表 10. 负债端成本率持续下行

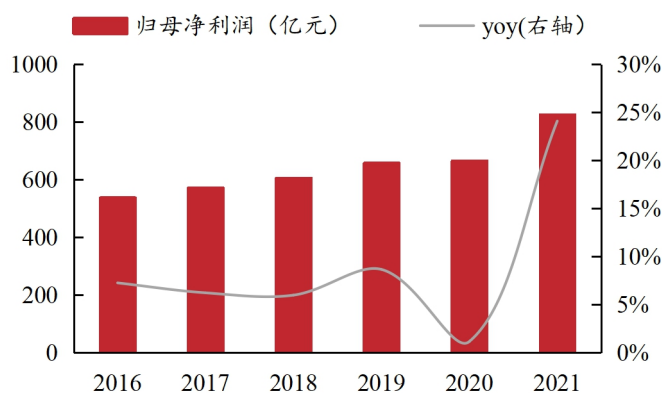


资料来源：2019-2021 年公司年报/半年报，东亚前海证券研究所

### 1.3. 利润高增：非息收入和拨备计提放缓为主要因素

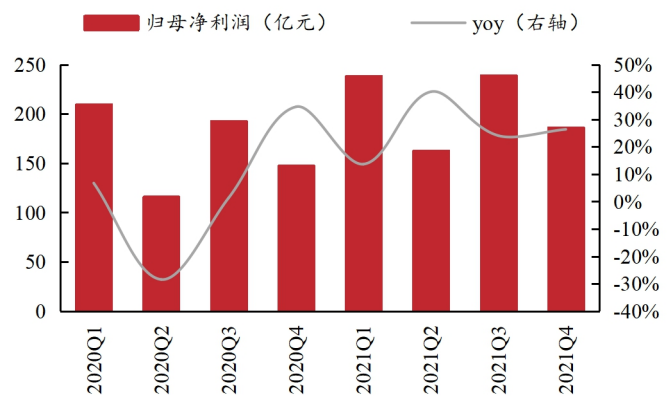
归母净利润增速超 20%，非息收入和拨备计提为主要拉动因素。2021 年兴业银行归母净利润为 826.8 亿元，同比高增 24.10%；其中 2021 年 Q4 单季度归母净利润为 186.42 亿元，同比增长 26.38%，增速环比 Q3 上行 2.31pct。对净利润进行拉动因素拆解分析，其他非息收入高增和拨备计提力度放缓是净利润的主要拉动力量。具体来看，净利息收入量价表现均较为疲弱，生息资产平均余额拉动净利润增长 13.68%，同比下降 1.82pct；净息差对净利润的拉动作用由正转负，2021 年净息差负向拉动净利润 6.29%，同比下降 15.25pct。2021 年其他非息收入拉动净利润增长 16.20%，对净利润的拉动效应由负转正，同比大幅提升 26.29pct。从成本端来看，管理费用负向拉动净利润 10.65%，对净利润的拖累效应增大，主要是由于兴业银行加大金融科技投入力度，以及增加了品牌和客户基础设施建设等方面的支出，管理费用增幅走阔。2021 年资产及信用减值损失拉动净利润增长 12.44%，对净利润拉动作用由负转正，主要是 2020 年兴业银行加大拨备计提力度，伴随经济环境回暖，兴业银行资产质量持续改善，拨备得以释放反哺利润。

图表 11. 2021 年兴业银行归母净利润增速超 20%



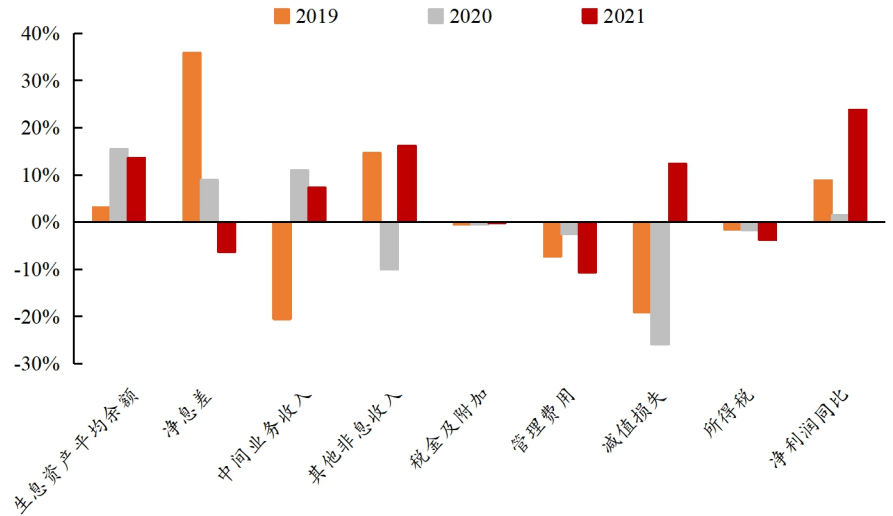
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 12. 2021 年兴业银行单季度归母净利润均高增



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

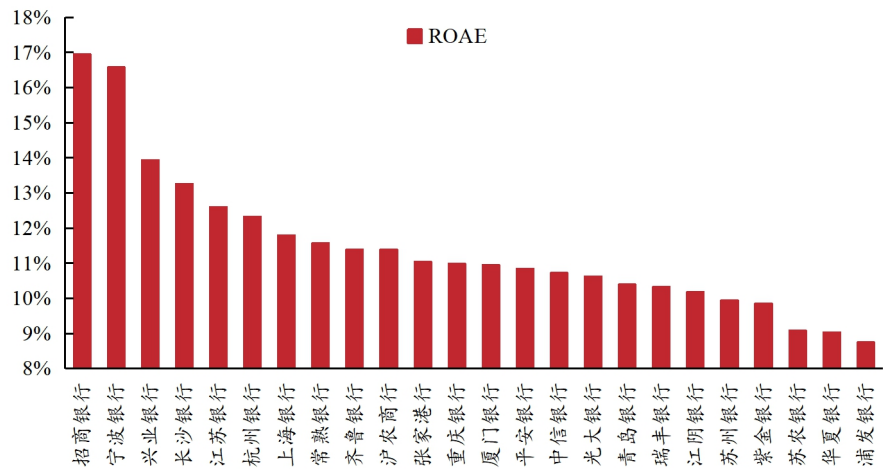
图表 13. 净利润拉动拆解：其他非息收入和拨备贡献最大



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

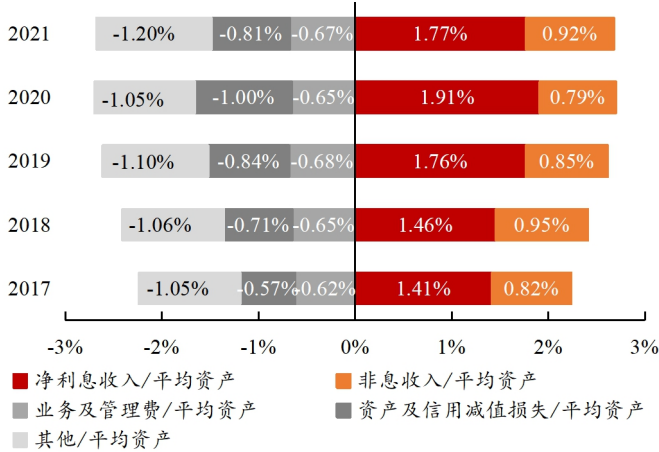
**ROAE 位居上市银行第三，盈利能力持续走强。**2021 年兴业银行 ROAA、ROAE 分别为 13.94%和 1.02%，同比分别上行 1.32pct 和 0.12pct。盈利能力持续走强，其中兴业银行 ROAE 为已披露业绩快报的上市银行中第三，仅次于招商银行和宁波银行。对兴业银行 ROA 进行拆解分析，2021 年非息收入贡献率同比提升 12BP 至 0.92%，净利息收入贡献率下降 14BP 至 1.77%，不良压力缓释背景下资产减值损失对 ROA 的拖累效应减弱，资产减值损失/平均总资产为-0.81%，绝对值下降 19BP。横向对比来看，兴业银行相较于平安银行和招商银行，业务及管理费拖累效应更小，与兴业银行对公业务占比高，费用投入力度小于零售业务更为强势的平安银行和招商银行有关。

图表 14. 2021 年兴业银行 ROAE 位居上市银行第三



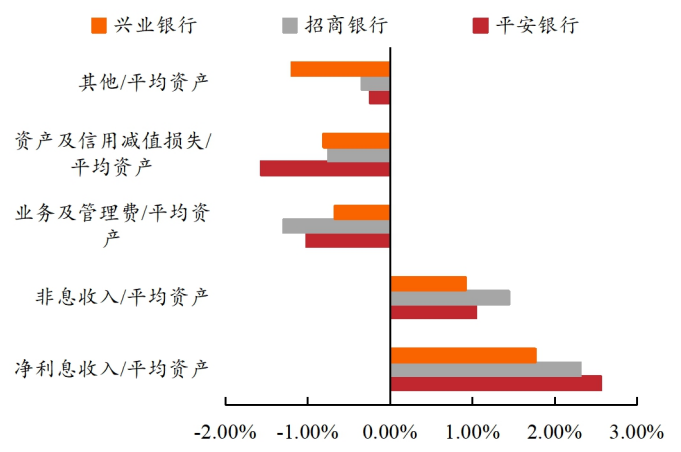
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所  
注：部分银行尚未披露 2021 年业绩预告

图表 15. 2021 年兴业银行 ROA 拆解分析



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 16. 兴业银行业务及管理费负向贡献较小



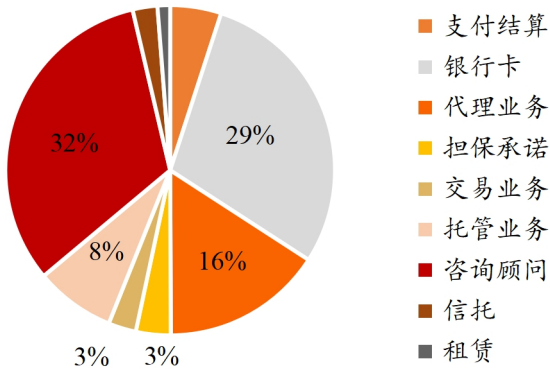
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 2. 财富银行+投资银行双管齐下提振中收

### 2.1. 财富银行多点开花，蓄力拉动中间业务收入

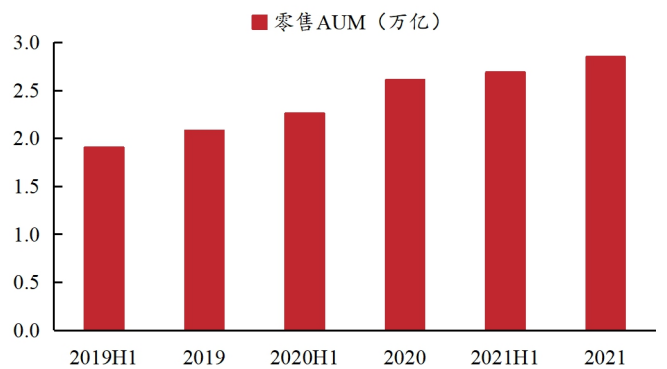
“大财富+大资管+大投行”体系日趋完善，中间业务收入多点开花。兴业银行着力打通“资产构建-产品创设-产品销售”价值链，财富银行和投资银行双管齐下，“轻资本、轻资产、高效率”转型成效显著，中间业务收入多点开花。2021 年银行卡业务/代理业务/咨询顾问业务手续费收入分别为 131.82 亿元/71.53 亿元/146.68 亿元，同比分别增长 12.88%/44.56%/9.72%，占中间业务收入比例分别为 27.71%/15.04%/30.84%。

图表 17. 兴业银行中收多点开花 (2021)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 18. 兴业银行零售 AUM 持续高增

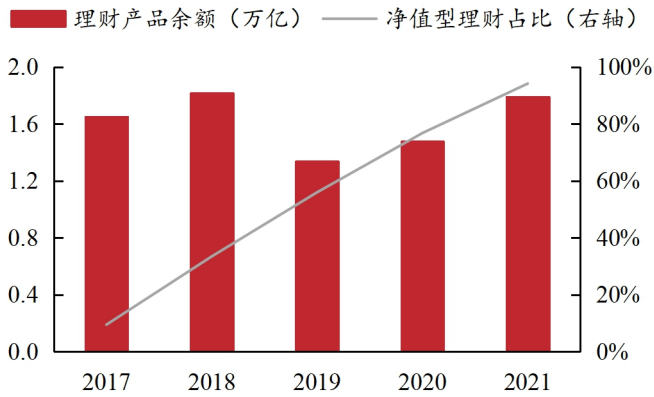


资料来源: 公司 2021 年报, 东亚前海证券研究所

依托多元开放的“投资生态圈”，财富银行业务快速上量。2021 年末兴业银行零售 AUM 规模达到 2.85 万亿元，同比增长 9.01%，财富银行收入达到 233.94 亿元，同比增长 13.17%。资管产品体系不断健全，2021 年理财业务收入为 122.67 亿元，同比增长 20.42%，2021 年末理财产品余额达到 1.79 万亿元，同比增长 21%，符合资管新规净值型产品占比达到 94.13%；复杂财富产品销售能力持续提升，私募产品、家族双托业务保有量实现翻番，2021 年代销基金收入为 20.29 亿元，同比增长 104%。持续打造最佳托

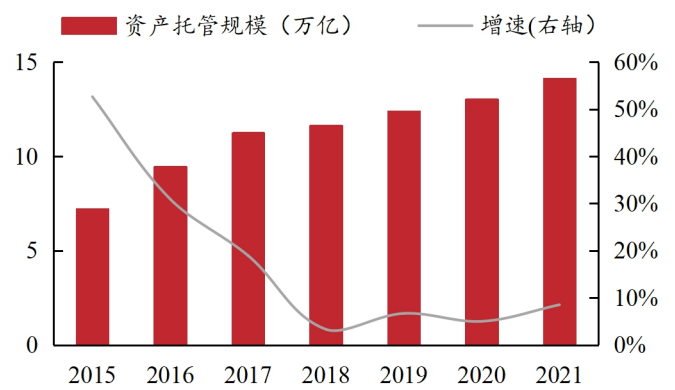
管服务银行，2021年兴业银行资产托管规模达到14.12万亿元，带动结算性存款日均同比增长22.97%至2256.90亿元，实现托管业务收入35.53亿元，同比增长19.68%。

图表 19. 净值型理财产品占比持续提升



资料来源：公司2017-2021年年报，东亚前海证券研究所

图表 20. 资产托管规模稳步提升

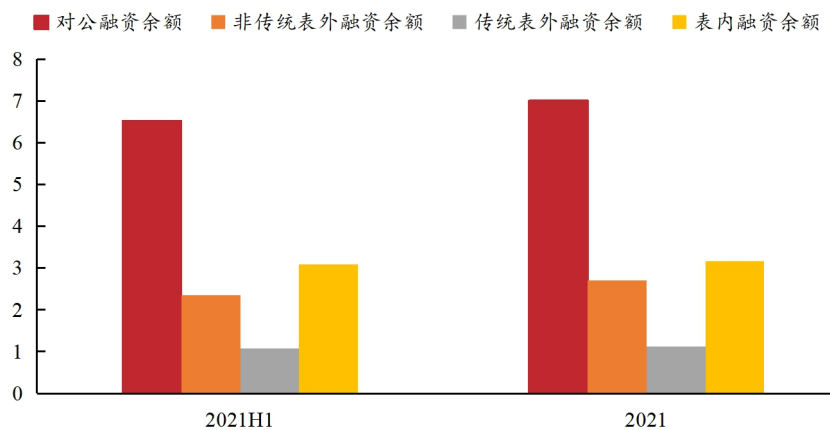


资料来源：公司2015-2021年年报，东亚前海证券研究所

## 2.2. 坚定“商行+投行”战略，投资银行再创佳绩

**坚定“商行+投行”战略，投资银行再创佳绩。**兴业银行坚定实施“投行+商行”战略，着力构建“科技-产业-金融”现代经济新三角循环，提升直接融资速度，下沉间接融资重心，为企业提供多元化、全周期的金融服务。2021年末对公客户融资余额(FPA)达到7.01万亿元，同比增长15.49%，其中非传统表外融资余额2.71万亿元（包括债务融资工具、权益融资工具、资管产品项下对公融资、资产证券化业务、境外债等），同比增长33.21%，延续表外非传统对公融资增量/增速超越表内对公融资增量/增速态势。2021年兴业银行实现投行业务收入45.29亿元，同比增长12.61%，多元化融资工具应用能力持续提升，非金融企业债务融资工具承销规模、并购融资规模、银团融资规模分别为7126.50亿元、915.97亿元和1685.14亿元，分别同比增长8.88%、28.51%和38.73%。此外，FICC业务收入和做市交易收入分别为38.20亿元和24.70亿元，分别同比增长7.30%和233.78%。

图表 21. 2021年兴业银行对公融资余额高增（万亿）



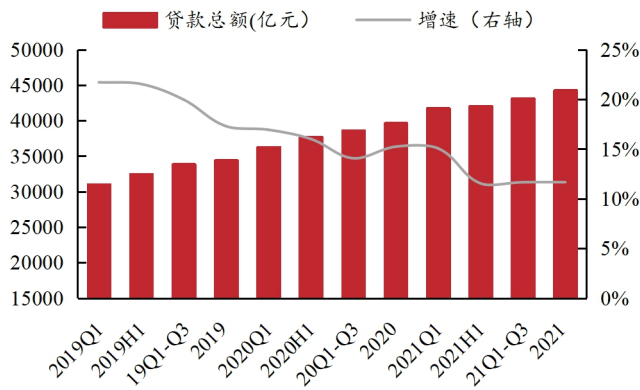
资料来源：公司2021年年报/半年报，东亚前海证券研究所

### 3. 绿色金融勇立潮头，资产质量持续向优

#### 3.1. 总贷款扩张增速放缓，绿色金融勇立潮头

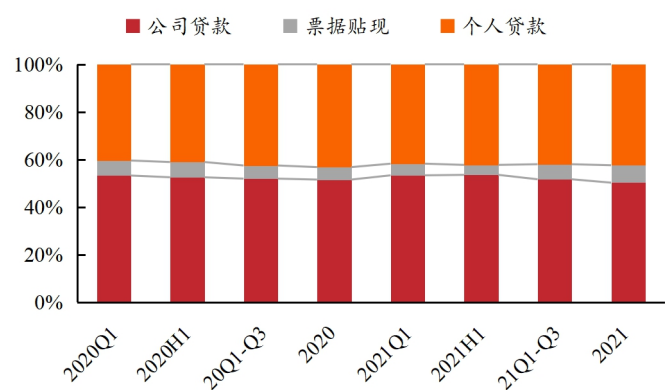
2021年兴业银行总贷款增速放缓，持续优化信贷投放结构。2021年经济下行压力下实体经济融资需求疲弱，兴业银行信贷扩张速度放缓，2021年末总贷款余额为4.43万亿元，同比增11.66%，增速较2020年下降3.57pct。其中公司贷款、票据贴现和个人贷款占比分别为50.22%、7.32%和42.45%，占比相较于去年末分别变动-1.31pct、2.09pct和-0.78pct，在信贷需求疲弱的背景下票据冲量现象显著。但信贷投向结构有所优化，政策倾斜力度较大的绿色贷款、普惠小微贷款、中长期制造业贷款增速均超40%，精准发力支持实体经济发展的同时有望进一步享受政策红利。

图表 22. 2021 年兴业银行总贷款增速放缓



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

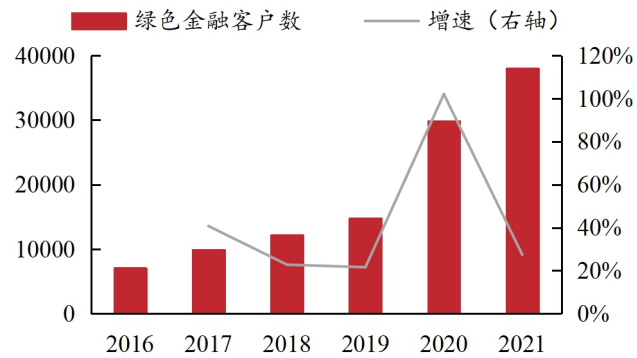
图表 23. 2021 年存在“票据冲量”现象



资料来源：Wind，公司 2019-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

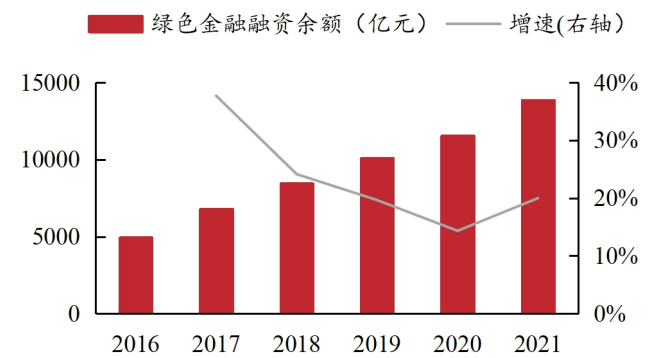
乘“双碳转型”东风，兴业银行擦亮“绿色银行”名片。兴业银行作为我国首家赤道银行，竭力践行绿色金融，在“双碳转型”政策助推下，兴业银行绿色金融多点开花。2021年绿色金融客户达到3.80万户；绿色金融融资余额1.39万亿元，同比增长19.98%，其中绿色贷款余额达到4539.40亿元，同比高增42.11%。同时绿色信贷经济效益较高，资产质量优异，2021年新发放绿色贷款加权利率为4.51%，不良贷款率0.49%。在碳减排支持工具出台后，兴业银行成功获得碳减排支持工具优惠资金50.09亿元，资金利率1.75%，充分享受政策红利。此外，绿色投行、绿色租赁、绿色信托、绿色基金等多元化绿色金融持续推进，综合化绿色金融服务徐徐展开，2021年绿色投行融资规模达到1156亿元，同比增长近3倍。预期在“双碳”转型目标之下，绿色经济领域相关利好政策将持续加码，兴业银行在绿色金融方面具有先发优势，有望最大程度享受绿色金融市场扩张的红利。

图表 24. 绿色金融客户数量稳中有进 (户)



资料来源: Wind, 公司 2016-2021 年报, 东亚前海证券研究所

图表 25. 2021 年绿色融资余额实现高增

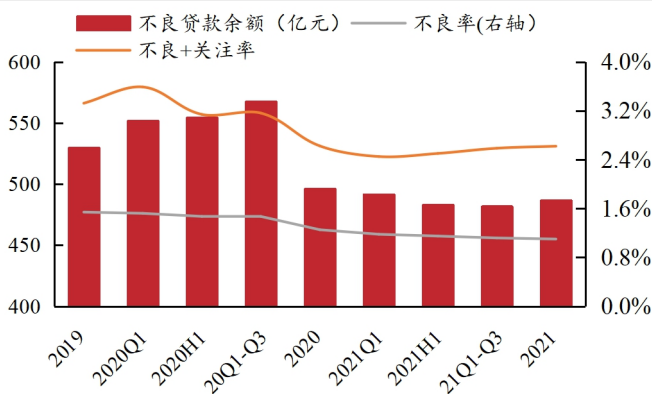


资料来源: Wind, 公司 2016-2021 年报, 东亚前海证券研究所

### 3.2. 资产质量持续向优, 房地产行业风险可控

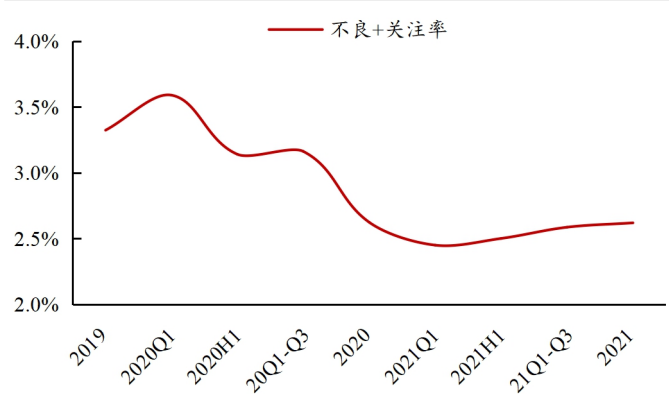
不良贷款“额率双降”，资产质量持续改善。截至 2021 年末，不良贷款余额为 487.14 亿元，同比下降 9.42 亿元；不良贷款率为 1.10%，同比大幅下降 15BP，环比三季度末下降 2BP，存量不良持续压降，资产质量边际改善。同时，关注率同比上行 15BP 至 1.52%，主要系监管要求下严格信用卡贷款逾期认定标准所致；2021 年末广义不良率(不良率+关注率)为 2.62%，与 2020 年末持平。

图表 26. 2021 年不良贷款“额率双降”



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 27. 2021 年不良+关注率同比持平

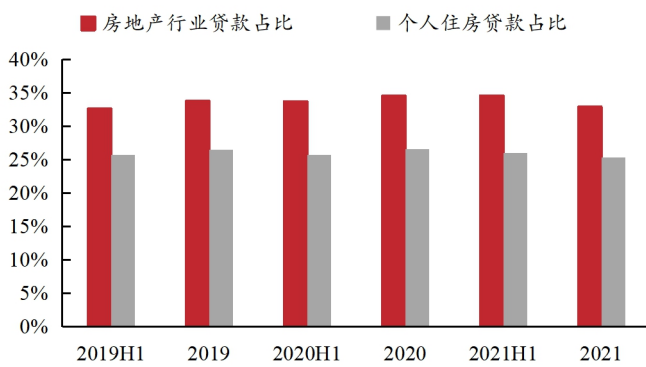


资料来源: 公司 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

房地产贷款占比持续压降，资产质量风险整体可控。2021 年兴业银行单独披露房地产行业风险情况，2021 年末兴业银行境内自营贷款、债券、非标等业务项下投向房地产领域业务余额 1.65 万亿元，不良率为 1.34%，总体资产质量较好。其中风险分散且抵押品足值的居民按揭贷款为 1.12 万亿元，占比 67.82%，不良率仅为 0.49%，环比 2021 年上半年下降 5BP。对公融资业务余额为 5320.89 亿元，占比 32.18%，项目主要布局在北上广深等一线城市和长三角、珠三角等发达地区，项目开发前景良好，抵押物充足。2021 年末对公房地产融资业务拨备覆盖率 305.14%，高于平均拨备覆盖率，风险损失的抵补能力较强。此外，在房地产贷款集中度管理层面，2021 年末房地产行业贷款和个人住房贷款占总贷款比例分别为 32.93%和

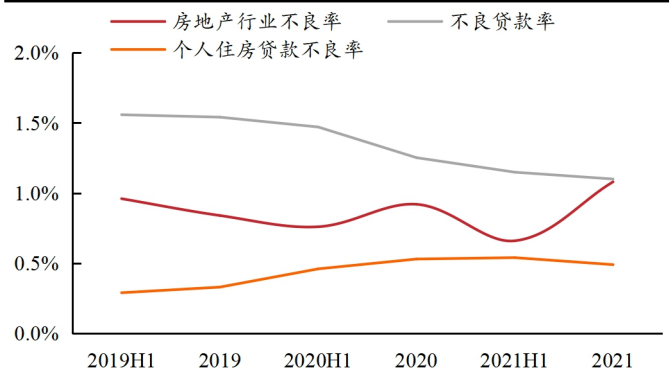
25.32%，依然双双触线，但相较于2021年上半年已经分别下降1.69pct和0.63pct。

图表 28. 2021 年房地产行业贷款占比降低



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 29. 房地产行业贷款不良率低于总贷款不良率



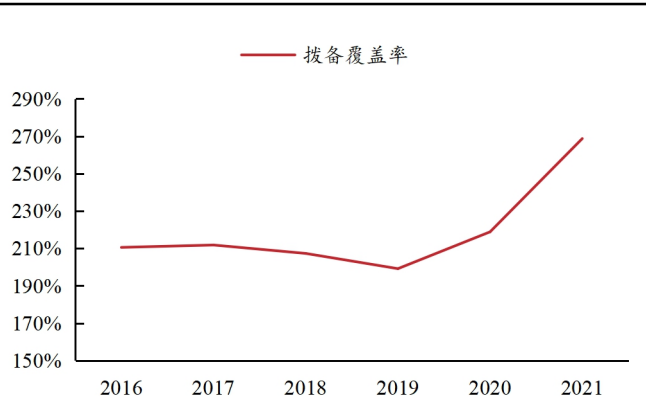
资料来源：Wind，公司 2019-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

## 4. 拨备覆盖率走高，暂无资本补充压力

### 4.1. 拨备覆盖率持续提升，开启拨备反哺利润阶段

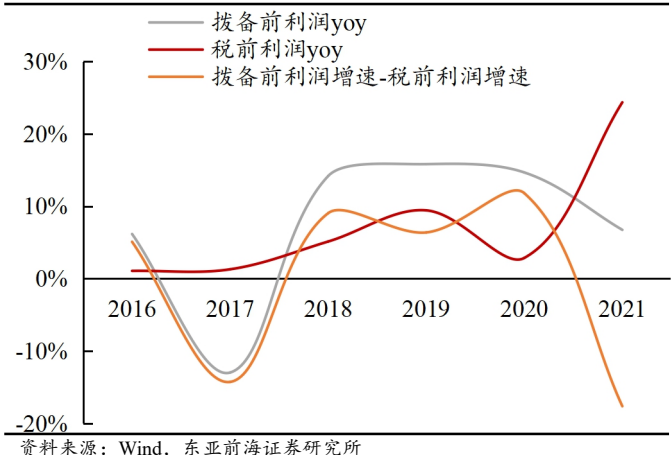
拨备覆盖率持续走高，2021 年拨备开始反哺利润。2021 年末兴业银行拨备覆盖率为 268.73%，同比提升 49.90pct，环比三季度末提升 5.67pct，风险抵御能力不断增强，增厚未来利润释放空间。2021 年实现拨备前利润（PPOP）1623.20 亿元，同比增长 6.74%，低于 24.37% 的税前利润增速，17.62 个百分点，伴随资产质量持续改善，不良压力下行以及去年拨备计提力度较大，2021 年兴业银行开始释放拨备反哺利润，预计在未来资产质量持续向好的预期下，兴业银行利润的释放空间依然比较充足。

图表 30. 拨备覆盖率持续提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 31. 2021 年开启拨备反哺利润阶段



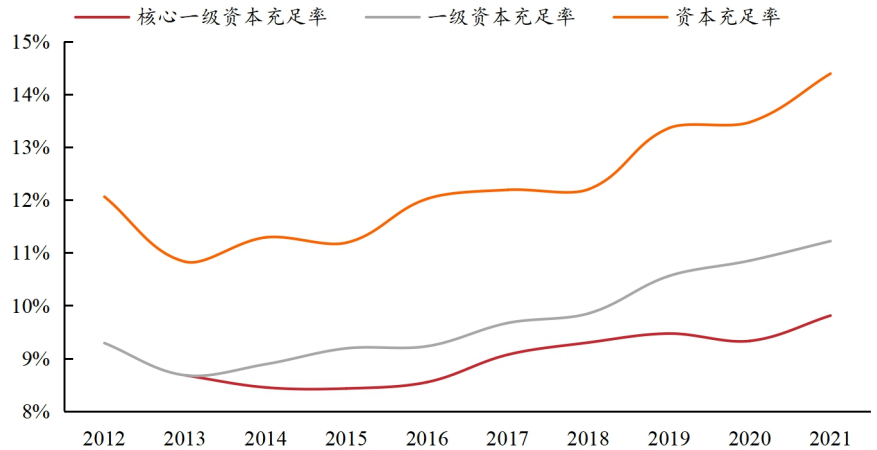
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 4.2. 轻资本转型下暂无资本补充压力

轻资本转型下暂无资本补充压力，各资本充足率同比均大幅提升。2021 年末兴业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 9.81%、11.22%和 14.39%，同比分别提升 0.48pct、0.37pct 和 0.92pct，环比

三季度末分别提升 0.27pct、0.26pct 和 1.47pct，风险抵御能力进一步增强。2021 年 10 月，兴业银行入资本入选我国系统重要性银行第三组，适用 0.75% 的附加资本监管要求，在附加监管资本要求下，兴业银行资本充足率和核心一级资本充足率依然超过监管线 3.14pct 和 1.56pct，目前来看资本安全边际充足。

图表 32. 兴业银行资本充足率持续提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 5. 投资建议

兴业银行凭借先进的公司战略，擦亮财富银行、投资银行、绿色银行三张名片，业绩增长动能强劲，资产质量边际改善，拨备覆盖率持续提升。

**我们使用三阶段 DDM 模型估值：**

绝对估值法下，根据十年期国债收益率测算出无风险利率为 2.86%，市场收益率选取 5 年沪深 300 指数平均收益，为 8.25%； $\beta$  值取 0.8795，得出权益资本成本为 7.69%；利润增长率  $g$  在详细预测期（2022-2024）年为 11.30%；过渡增长期（2025-2034）为 8.23%；永续增长率为 4.78%。根据主要假设条件，我们将股价预测值上调至 33.51 元，对应 1.06 倍 PB；

相对估值法下，我们认为兴业银行着力打通“资产构建-产品创设-产品销售”价值链，构建“科技-产业-金融”现代经济新三角循环，轻资本转型成效显著，同时绿色金融具有先发优势，有望最大程度收获相关政策红利，目前兴业银行估值处于底部，有较大的估值修复空间。因此 2022 年我们给予兴业银行 1.0-1.1 倍 PB，对应的股价区间上调至 31.68~34.85 元。

综上所述，我们维持兴业银行“推荐”评级。

## 6. 风险提示

**经营风险：**业务转型带来的风险以及房地产贷款等风险上行等。

**政策风险：**金融供给侧结构性改革，对银行业监管政策趋严；政策落地不及预期。

**市场风险：**中国经济受疫情影响、经济增速下行风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

**其他风险：**不可抗力带来的风险，例如新冠病毒爆发使机构暂停营业。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	145,679	164,350	186,185	208,083
净手续费收入	42,680	49,082	56,444	66,604
其他非息收入	32,877	35,507	37,283	39,147
营业收入	221,236	248,940	279,911	313,834
税金及附加	-2,207	-3,863	-4,399	-4,791
业务及管理费	-55,468	-54,767	-58,781	-62,767
营业外净收入	111	122.1	128.205	138.4614
拨备前利润	162,320	189,436	215,795	245,222
资产减值损失	-67,010	-80,412	-91,670	-105,420
税前利润	95,310	109,024	124,126	139,802
税后利润	83,816	98,122	111,713	125,822
归属母行净利润	82,680	96,650	110,038	124,060

盈利及杜邦分析

	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	1.77%	1.83%	1.89%	1.93%
净非利息收入	0.72%	0.94%	0.95%	0.98%
营业收入	2.68%	2.77%	2.84%	2.91%
营业支出	0.70%	0.65%	0.64%	0.63%
拨备前利润	1.97%	2.10%	2.19%	2.27%
资产减值损失	0.81%	0.89%	0.93%	0.98%
税前利润	1.16%	1.21%	1.26%	1.30%
税收	0.14%	0.12%	0.13%	0.13%
ROAA	1.02%	1.09%	1.13%	1.17%
ROAE	13.94%	14.72%	14.97%	15.16%

资本状况

	2021A	2022E	2023E	2024E
核心一级资本充足率	9.81%	9.98%	10.31%	10.70%
一级资本充足率	11.22%	11.21%	11.43%	11.74%
资本充足率	14.39%	14.65%	15.19%	15.90%
风险加权系数	70.94%	70.76%	70.39%	69.43%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	4,428,183	5,092,410	5,856,272	6,793,276
贷款减值准备	117,877	137,586	148,472	160,447
债券投资	2,998,596	3,898,175	5,262,536	6,946,547
存放央行	447,446	479,132	638,204	714,789
同业资产	559,204	580,770	602,752	625,833
资产总额	8,603,024	9,400,268	10,301,192	11,277,952
吸收存款	4,355,748	4,791,323	5,318,368	5,956,573
同业负债	2,246,010	2,430,576	2,595,285	2,732,095
发行债券	1,120,116	1,232,128	1,355,340	1,463,768
负债总额	7,908,726	8,644,615	9,462,441	10,348,785
股东权益	694,298	755,653	838,751	929,167

驱动性因素

	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增长	10.04%	19.09%	9.58%	9.48%
贷款增长	6.11%	15.00%	15.00%	16.00%
存款增长	6.65%	10.00%	11.00%	12.00%
净手续费收入/营业收入	19.29%	19.72%	20.17%	21.22%
成本收入比	25.07%	22.00%	21.00%	20.00%
实际所得税税率	12.06%	10.00%	10.00%	10.00%

业绩年增长率

	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	1.51%	12.82%	13.29%	11.76%
净手续费收入	13.18%	15.00%	15.00%	18.00%
营业收入	8.91%	12.52%	12.44%	12.12%
拨备前利润	6.74%	16.71%	13.91%	13.64%
归属母行净利润	24.10%	16.90%	13.85%	12.74%

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
PE	5.32	4.31	3.79	3.36
PB	0.70	0.63	0.56	0.50
EPS	3.77	4.65	5.30	5.97
BVPS	28.65	31.68	35.60	39.87
每股拨备前利润	7.81	9.12	10.39	11.80

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**倪华**，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086  
上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120  
广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>