兴业银行（601166.SH）

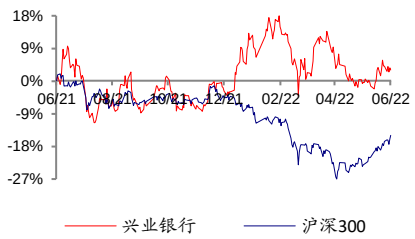
“商行+投行”赛道领先，配置机会已现

公司评级	买入
当前价格	19.36 元
合理价值	32.33 元
前次评级	买入
报告日期	2022-06-27

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	20774.19/20774.19
总市值/流通市值(百万元)	398656.7/398656.7
一年内最高/最低(元)	23.08/17.40
30 日日均成交量/成交额(百万)	95.08/1868.93
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	0.82/7.13

相对市场表现



分析师：倪军
SAC 执证号：S0260518020004
021-38003646
nijun@gf.com.cn
分析师：屈俊
SAC 执证号：S0260515030005
SFC CE No. BLZ443
0755-88286915
qujun@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。

联系人：伍嘉慧
gzwujiahui@gf.com.cn

核心观点：

- 年初以来，股份行信贷投放疲弱，叠加地产风险仍存，零售需求受疫情压制，市场对股份行基本面预期悲观。兴业银行也经历了大幅杀估值，目前已进入配置区间。短期逻辑，兴业银行信贷投放好于股份行同业；市场对地产风险预期过于悲观，兴业银行实际情况可能好于市场预期；经济复苏下零售修复确定性较强。长期逻辑，当前估值远未反映出“商行+投行”战略价值，当前不到 0.7X 的 PB 与持续改善的 ROA 不匹配。
- **银行业综合化经营趋势下，兴业银行“商行+投行”核心竞争力突出。**兴业银行是唯一一家将“商行+投行”明确定位为发展战略、路径规划最为清晰的股份制银行，最早可追溯至 2010 年。吕家进董事长上任后在坚持“一张蓝图绘到底”的基础上，推动实施科技、零售、企金三大条线组织体系改革，释放更强劲的发展动能。此外，兴业银行是同业中银行作为母公司控股的金融牌照最全的银行，展现出强大的战略执行力。更重要的是，价值重塑后的同业金融全面融入“商行+投行”格局中，奠定渠道先发优势，成为兴业银行在大财富管理时代的王牌。
- **“商行+投行”引领下，绿色银行、财富银行、投资银行三张名片愈擦愈亮。**绿色银行保持行业标杆地位，借助“商行+投行”模式搭建多层次、广覆盖的绿色金融综合服务体系，绿色资产综合收益良好。财富银行着力产品创设和渠道建设，充分发挥资产端和同业端优势，打通财富管理“资产构建-产品创设-产品销售”循环价值链。投资银行顺应金融发展趋势不断提升表外非传统融资占比，持续向财富管理板块输送优质资产。总体而言，“轻资本、轻资产、高效率”转型成效显著。
- **2017 年以来，兴业银行 ROE 受去杠杆拖累，但 ROA 保持回升。**“商行+投行”核心在于引导表内做精做细、表外做大做强，这在业务规模、综合收益、资产质量上均有所体现。（1）表内息差回升，主要贡献来自负债结构改善，未来负债重点工作在于稳定性强、成本低的结算性存款的增长；（2）表外投行、资管、财富业务做大做强，驱动非息收入占比提升；（3）通过“商行+投行”切入优质赛道，优化信贷结构，资产质量大幅改善，信用成本表现优于同业且存在进一步下行空间。**三重因素将支撑 ROA 继续回升，ROE 跟随 ROA 趋势，步入改善通道。**
- **盈利预测与投资建议：**预计兴业银行 22/23 年归母净利润增速分别为 14.53%/15.96%，EPS 为 4.06/4.74 元/股，最新收盘价对应 22/23 年 PB 为 0.60X/0.54X。过去两年，兴业银行 PB 估值中枢约 0.7X，我们认为随着“商行+投行”战略纵深推进，估值有望从折价走向溢价，可以给予 22 年 PB 估值 1X，合理价值 32.33 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，疫情反复，对公、零售风险暴露超预期，资产质量大幅恶化；存款竞争加剧，存款成本上升超预期。

目录索引

一、引言 5
二、“商行+投行”核心竞争力 6
（一）战略清晰：谋定而动，久久为功 6
（二）战略执行：完善综合布局，优化组织架构 7
（三）同业禀赋：金融市场综合运营商，金融机构综合服务商 10
三、持续擦亮三张名片 12
（一）绿色银行：“植绿”16 年，奠定行业绿色金融标杆地位 12
（二）财富银行：着力产品创设和渠道建设，加快构建财富管理生态圈 15
（三）投资银行：深化投行生态圈建设，提高表外非传统融资占比 18
（四）四个“大于”检验“商行+投行”战略成效 20
四、ROE 步入改善通道 22
（一）负债成本管理推动息差回升，未来关键在于结算性存款的拓展 23
（二）表外做大做强，非息收入占比提升 27
（三）重点领域风险披露清晰，资产质量改善支撑信用成本下行 29
五、盈利预测和投资建议 32
六、风险提示 33

图表索引

图 1: 兴业银行当前低 PB 与高 ROA 不匹配.....5
图 2: 兴业银行“商行+投行”战略变迁.....7
图 3: 兴业银行科技条线改革为“四部门、一公司”.....9
图 4: 兴业银行业务条线两次改革情况.....9
图 5: 2013 年兴业银行同业存放突破万亿元.....10
图 6: 兴业银行买入返售信托受益权快速扩张.....10
图 7: 兴业银行同业朋友圈与投行、投资生态圈.....11
图 8: 银银平台为兴业银行奠定渠道优势.....11
图 9: 钱大掌柜实现渠道延伸至 C 端.....11
图 10: 兴业银行绿色金融客群优势显著.....13
图 11: 兴业银行绿色金融客户多为民企.....13
图 12: 兴业银行绿色融资余额持续提升.....13
图 13: 兴业银行绿色金融融资集中在降污减碳领域.....13
图 14: 主要上市银行绿色信贷余额及占总贷款比重.....14
图 15: 兴业银行“两高一剩”行业贷款占比持续压降.....14
图 16: 历年兴业银行主承销绿色债券规模及笔数.....15
图 17: 兴业银行表外理财规模快速增长.....16
图 18: 表外理财产品类型以固定收益类为主.....16
图 19: 兴业银行理财子 ROE 领先同业.....16
图 20: 兴业银行理财占财富银行收入比重逐年提升.....16
图 21: 兴业银行复杂产品销量、保有量快速增长.....17
图 22: 兴业银行托管规模稳步上升.....17
图 23: “财富云”提供涵盖财富产品代销全流程的一站式合作服务.....17
图 24: 兴业银行近五年债券总承销额及增速.....19
图 25: 兴业银行近五年 NAFMII 承销额及增速.....19
图 26: 主要国股行分类型债券承销额.....19
图 27: 表外增速大于表内，表外非传统增速大于其他.....20
图 28: 绿色融资余额增速大于 FPA 增速.....20
图 29: 非息收入增速大于利息净收入.....21
图 30: 子公司营收增速大于母行营收增速.....21
图 31: 净利润增速大于营收增速、总资产增速.....21
图 32: ROE*（1-分红率）大于加权风险资产增速.....21
图 33: 兴业银行 ROAA 变动.....22
图 34: 股份行 ROAA 变动.....22
图 35: 净息差.....24
图 36: 生息资产收益率与计息负债成本率.....24
图 37: 兴业银行同业负债成本率与 SHIBOR 3M.....26
图 38: 兴业银行与股份行存量 NCD 成本率（%）.....26
图 39: 兴业银行非息收入增速.....27

图 40：兴业银行营收结构.....27
图 41：主要国股行手续费收入结构（2021A）.....28
图 42：兴业银行手续费收入结构.....28
图 43：兴业银行交易性金融资产占比较高.....29
图 44：兴业银行其他非息收入占比较高.....29
图 45：兴业银行交易性金融资产底层配置结构.....29
图 46：兴业银行不良率、关注率和不良新生成率.....31
图 47：兴业银行拨备覆盖率和信用成本.....31
图 48：对公不良率明显改善，批零行业和信用卡贷款不良率仍在高位.....31
图 49：兴业银行 PB Band.....33

表 1：同业对比：银行作为母公司持股情况.....7
表 2：客群与 AUM 数据（2021A）.....17
表 3：兴业银行和招商银行 FPA 口径及规模、增速对比.....18
表 4：ROE 拆解.....22
表 5：兴业银行生息资产收益率、计息负债成本率半年度变动影响因素拆解.....24
表 6：生息资产、计息负债结构和价格.....25
表 7：兴业银行存贷款存量结构、同比增速和增量结构.....26
表 8：股份行资产质量关键指标一览（2021A&2022Q1）.....30
表 9：兴业银行关键指标假设.....32
表 10：兴业银行可比同业估值（截至 2022 年 6 月 27 日）.....33

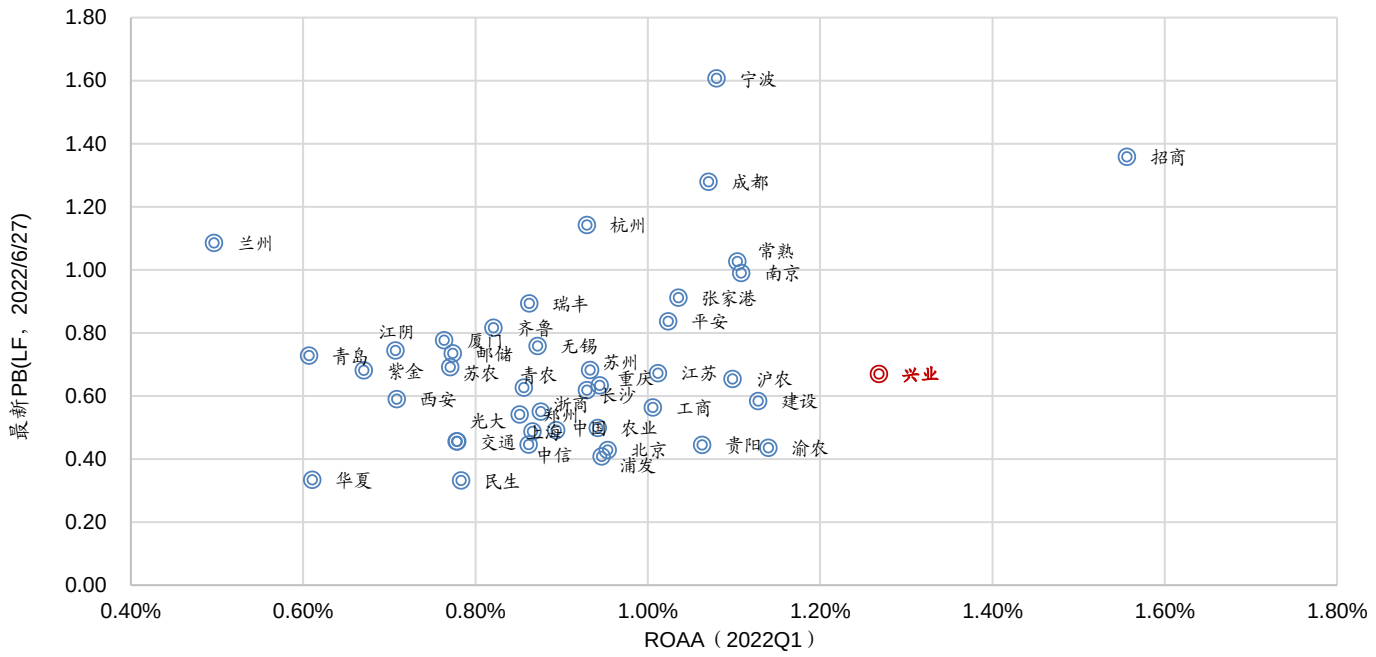
一、引言

年初以来，稳增长逻辑下，对公信贷资源大多集中于国有大行和优质地区区域性银行，股份行信贷投放疲弱。叠加地产风险短期仍处在释放阶段，消费贷、信用卡等零售需求受到疫情反复压制，市场对股份行基本面预期普遍悲观。在此背景下，兴业银行也经历了大幅杀估值，当前配置机会已现。

短期来看，其一，兴业银行信贷投放好于股份行同业。根据兴业银行2022年一季度业绩说明会披露信息，2022Q1信贷增量居股份行第一，完成全年计划的36%，且新增贷款主要投向基建、战略新兴、制造业等重点领域，信贷结构得以优化。**其二，市场对地产风险预期过于悲观，兴业银行实际情况可能好于市场预期。**兴业银行在2021年年报中详细披露广义房地产风险敞口，总体资产质量较好且拨备安全垫厚实。虽然地产风险短期内仍在上升和释放阶段，但考虑到地产销售边际改善、银行前瞻摸排管理，后续不太可能有大规模风险暴露。**其三，经济复苏下零售修复确定性较强，零售信贷投放有望提速。**伴随疫情管控稳步向好，地产销售继续回暖，预计下半年消费贷、信用卡、按揭贷款投放恢复，利于息差稳定运行，支撑营收表现。

长期来看，兴业银行当前估值远未反映出其“商行+投行”战略价值。2017年以来，兴业银行凭借着超前的战略选择和战略定力、强大的战略执行力以及同业禀赋形成天然的先发优势，在“商行+投行”细分赛道上保持领先，绿色银行、财富银行、投资银行三张名片愈擦愈亮。战略成效在业务规模、资产收益、资产质量等财务指标上也有体现，驱动ROA逐年回升，ROE在降杠杆基本结束后也随之步入改善通道。当前不到0.7X的PB，与持续改善的ROA不匹配。我们认为，随着兴业银行战略顺利推进，兴业银行有望从估值折价逐步走向溢价，值得投资者积极关注。

图 1：兴业银行当前低PB与高ROA不匹配



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、“商行+投行”核心竞争力

一直以来，兴业银行凭借相对市场化的经营机制、灵活的创新能力和高超的战略择时能力，持续展现业务特色和专业优势，坚持走差异化发展道路，最终列身我国股份行前列。在各家银行纷纷转型综合化经营的趋势下，**我们认为兴业银行“商行+投行”核心竞争力突出，主要体现为超前的战略选择和战略定力、强大的战略执行力以及同业禀赋形成天然的先发优势，有望在“商行+投行”细分赛道保持领先。**

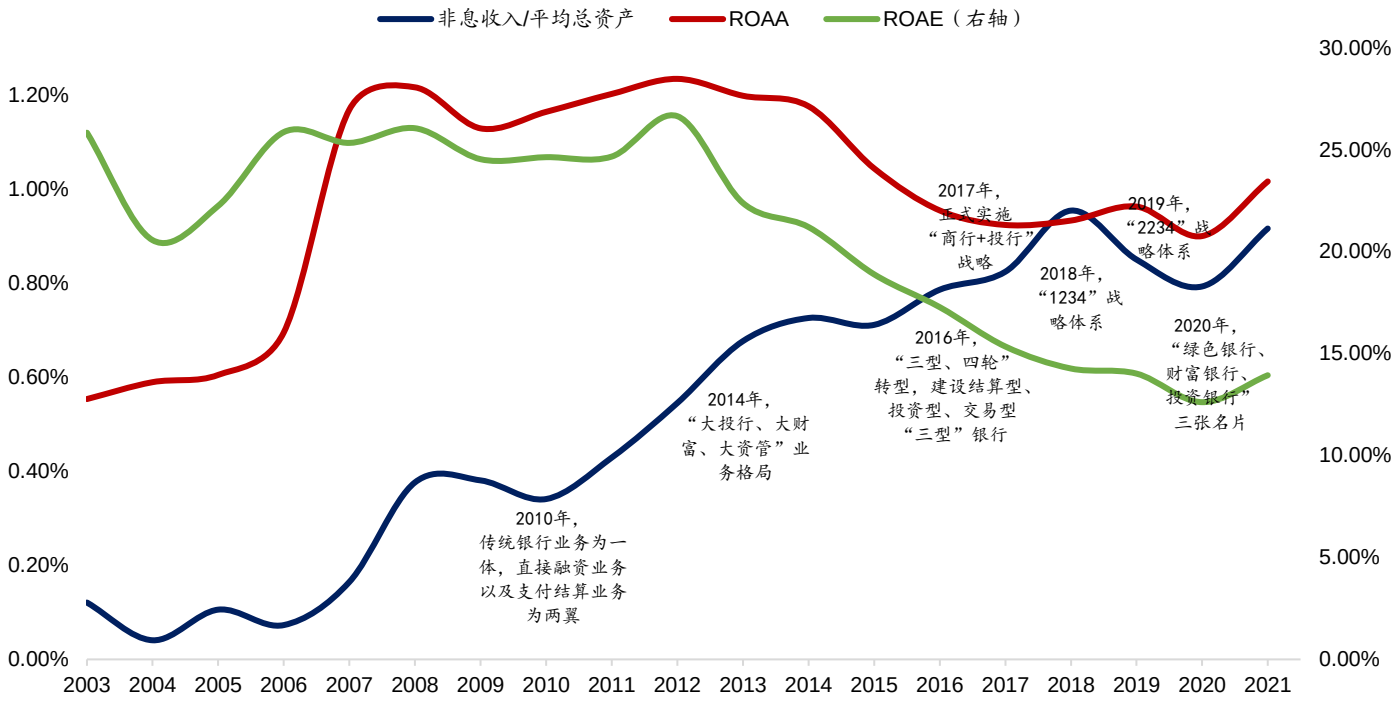
（一）战略清晰：谋定而动，久久为功

随着居民财富管理和直接融资服务职能在银行业务中占比提升，银行将以精细化、综合化经营取胜，质量胜于规模，这将是我国未来较长时间的经济金融发展趋势。近年来，越来越多的银行开始布局综合化经营，如招商银行提出“财富管理-资产管理-投资银行”大财富管理循环价值链，平安银行对公层面提出“商行+投行+投资”，对比同业来看，兴业银行是唯一一家将“商行+投行”明确定位为发展战略、相关路径规划最为清晰的股份制银行，并且最早可追溯至2010年。

兴业银行“商行+投行”战略经历了数十年调整优化，实施路径日渐清晰成熟。2010年，兴业银行提出“一体两翼”战略，一体为传统间接融资商业银行业务，两翼为包含投资银行业务在内的直接融资业务以及包括供应链、现金管理在内的功能升级后的支付结算业务，“商行+投行”战略初现雏形；2014年，提出“大投行、大资管、大财富”，投行业务正式纳入发展战略，“商行+投行”战略更加完善；2016年，提出“结算型、投资型、交易型”三型银行建设，驱动机构金融、零售金融、投资银行、资产管理“四轮”并进，2017年，正式升级为“商行+投行”战略。随后，从2018年总结提炼出“1234”战略，再升级为“2234”战略，到现在树牢擦亮“绿色银行、财富银行、投资银行”三张金色名片，兴业银行“客户为本、商行为体、投行为用”的发展理念一脉相承，凸显战略定力，实施路径日渐清晰成熟。

2021年7月，大行工作经验丰富的吕家进先生出任兴业银行董事长，充分肯定了“商行+投行”核心战略，**提出战略必须与时俱进，顺势微调，这样才有适应性和生命力，但无论如何会保持总体稳定，坚持“一张蓝图绘到底”。**2022年作为“商行+投行”再落实再出发的行动元年，全行层面实施科技、零售、企金三大条线组织体系改革，加大科技支持，推进公私联动，更好地释放“商行+投行”战略效能。

图 2：兴业银行“商行+投行”战略变迁



数据来源：Wind，兴业银行财报，广发证券发展研究中心

（二）战略执行：完善综合布局，优化组织架构

战略转型是一场等不得却也急不得的持久战，集中精力办好自己的事，是漫长征程中最快的路径。多年以来，兴业银行围绕“商行+投行”战略，持之以恒深化集团化和综合化布局，调整优化组织架构，板块、机构、业务之间协同效益不断提升，展现出了强大的战略执行力。

兴业银行是同业中银行作为母公司控股的金融牌照最全的银行。在综合化、跨业经营的趋势下，多数银行直接或间接走向全牌照布局，少数银行如平安银行则通过集团完成综合化布局。在全国性银行中，兴业银行拿到了较少银行持有的信托牌照，且是银行而不是金控集团控股子公司，成为同业中银行作为母公司控股的金融牌照最全的银行，从单一银行演进为以银行为主体，涵盖信托、租赁、基金、期货、资产管理、消费金融、理财、数字金融、研究咨询在内的现代综合金融服务集团。

表 1：同业对比：银行作为母公司持股情况

	兴业银行	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	招商银行
证券	华福证券	工银国际	建银国际	农银国际	中银国际	永隆证券
保险		工银安盛人寿	建信人寿	农银人寿	中银保险、中银三星人寿	招商信诺人寿
基金	兴业基金	工银瑞信	建信基金	农银汇理	中银基金	招商基金
金融租赁	兴业租赁	工银租赁	建信租赁	农银租赁		招银租赁
消费金融	兴业消金				中银消金	招联消金

信托	兴业国际信托		建信信托			
期货	兴业期货	工银国际期货、标准银行	建信期货		中银国际期货	
理财	兴银理财	工银理财	建信理财	农银理财	中银理财	招银理财
金融科技	兴业数金	工银科技	建信金科		中银金科	招银云创
AIC/AMC	兴业资管	工银投资	建信投资	农银投资	中银资管、中银投资	招商信诺资管
其他	兴业研究	工银国际控股、工银金融服务	建银国际控股、中德住房储蓄银行	农银国际控股、农银财务、中刚非洲银行	中银国际控股、中银香港控股、澳门大丰银行	招银国际金融控股、招银欧洲、招商拓扑

数据来源：各家银行财报，广发证券发展研究中心

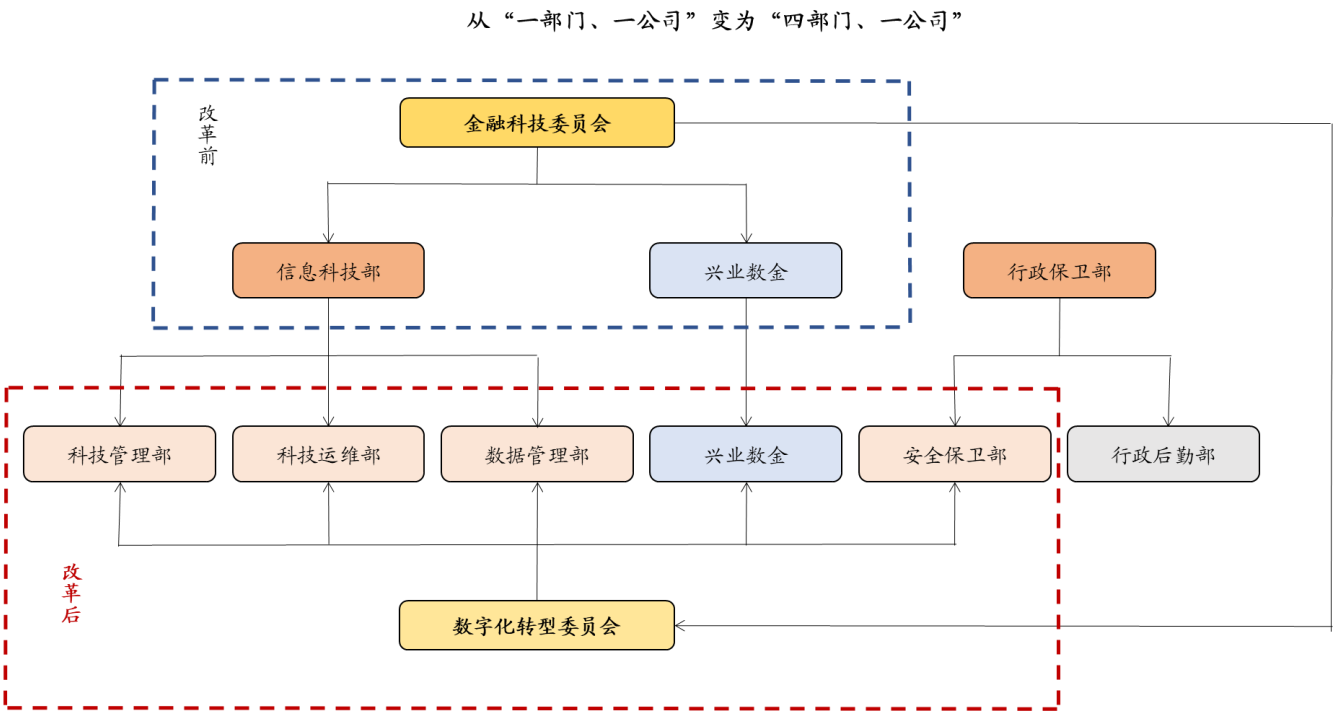
备注：标注为蓝色的子公司为银行控股，银行是其第一大股东，未标注蓝色的子公司银行仅参股。表中未列出金控集团持股公司情况。

“商行+投行”战略正式提出至今，兴业银行经历了两次系统性组织架构调整。第一次在2017年，兴业银行改变原先零售、企金和金融市场三大条线管理总部架构，设立企业金融、零售金融、同业金融、投行与金融市场等四大虚拟总部，直接对总行负责，减少管理层级，加强协同。投行与金融市场总部为公共产品部门群组，其余三部为客户关系管理及专属业务产品部门群组，**实现客户部门和产品部门相对分离、传统业务和新兴业务相对分离，**客户部门更加专注服务客户的综合金融需求，产品部门集中精力做好专业产品，进一步提升专业能力、市场响应与服务效率。

第二次在2021年吕家进董事长到任后，围绕多个领域开展体制改革，对企金、零售、科技条线做出调整：**（1）科技条线改革重在强化科技的支撑和引领作用，**提升科技规划、建设、管理、安全能力，设立数字化转型委员会、科技管理部、数据管理部、科技运维部、安全保卫部，与兴业数金形成“一委员会、四部门、一公司”架构，促进科技和业务的深度融合。**（2）零售条线改革重在落实客户分层、分类经营管理，**形成以零售平台部为基础，以财富管理部、私人银行部、零售信贷部、信用卡中心为四条重点业务线的组织架构。**（3）企金条线改革重在打破部门墙，将绿色融入到各部门，**绿色金融部和大型客户部合署，强化绿色经营理念和行业客户生产经营的紧密结合，形成公司金融部、绿色金融部加挂战略客户部，普惠金融部加挂乡村振兴部、机构业务部、交易银行部加挂国际业务部，企金风险管理部等六部门。**（4）配套完善微观层面的机制建设，**在考核评价、薪酬分配机制、业务流程重塑、信息系统建设、人才队伍结构调整等方面进行了一系列变革，确保改革取得预期效果。

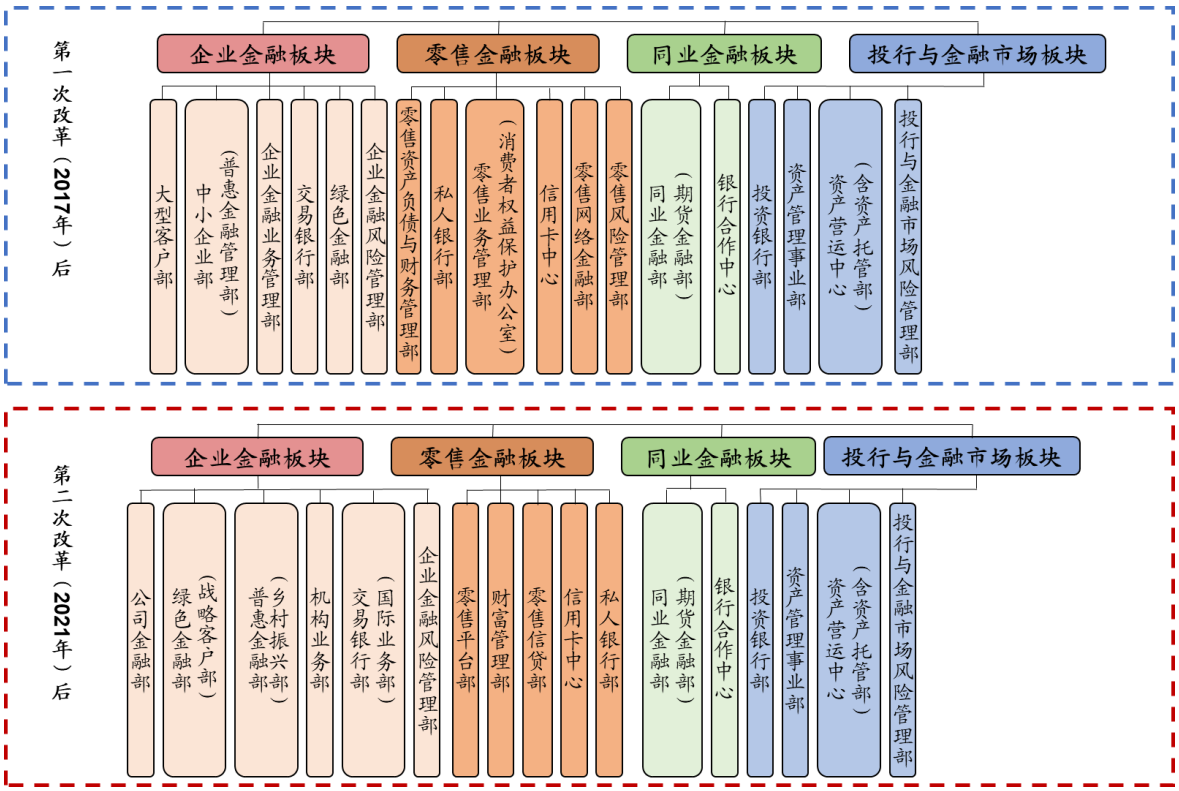
目前新的组织架构调整已基本到位，相应配套机制、管理制度、工作流程、信息系统也在积极推进，凸显行内高效的执行力。随着改革落地释放更强劲的发展动能，绿色银行、财富银行、投资银行的市场竞争力将会更上一层楼。

图 3：兴业银行科技条线改革为“四部门、一公司”



数据来源：兴业银行 2022 年一季度业绩推介材料，广发证券发展研究中心

图 4：兴业银行业务条线两次改革情况

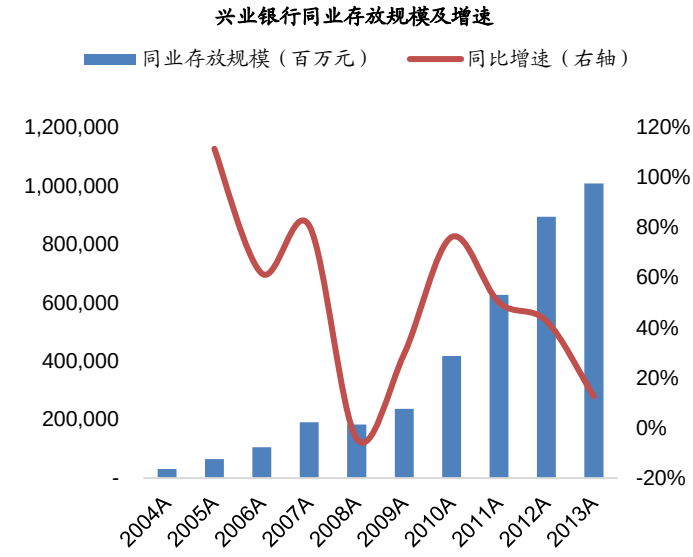


数据来源：兴业银行官网，兴业银行 2021 年度业绩说明会材料，广发证券发展研究中心

（三）同业禀赋：金融市场综合运营商，金融机构综合服务商

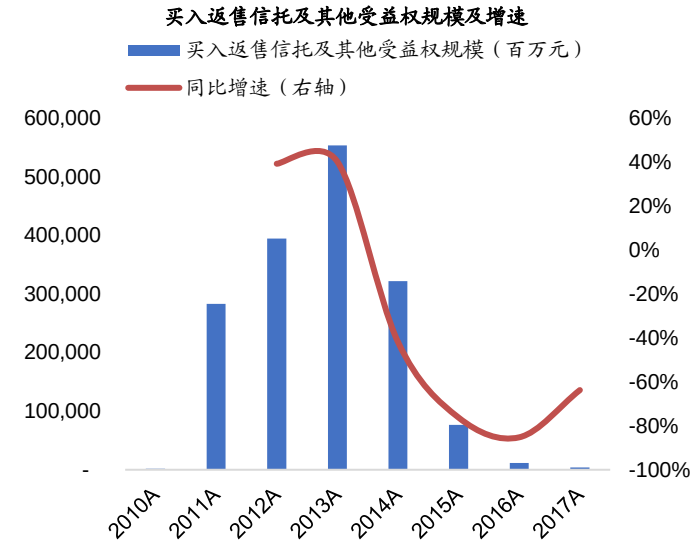
2004年-2013年是兴业银行信贷+同业双引擎驱动的“黄金十年”，奠定了“同业之王”的地位。2005年银银平台正式上线后，兴业银行同业存放规模同比增长111%，达654.3亿元，2013年同业存放突破万亿元。2007年起以买入返售的形式将同业资金大量投资于票据和信托受益权。2014年同业非标严监管开始，兴业银行同业业务面临整改压力，传统同业模式难以为继，亟待转型。尽管如此，兴业银行日积月累组建起来的同业朋友圈，为后续业务发展奠定了渠道资源的先发优势。

图 5：2013年兴业银行同业存放突破万亿元



数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 6：兴业银行买入返售信托受益权快速扩张



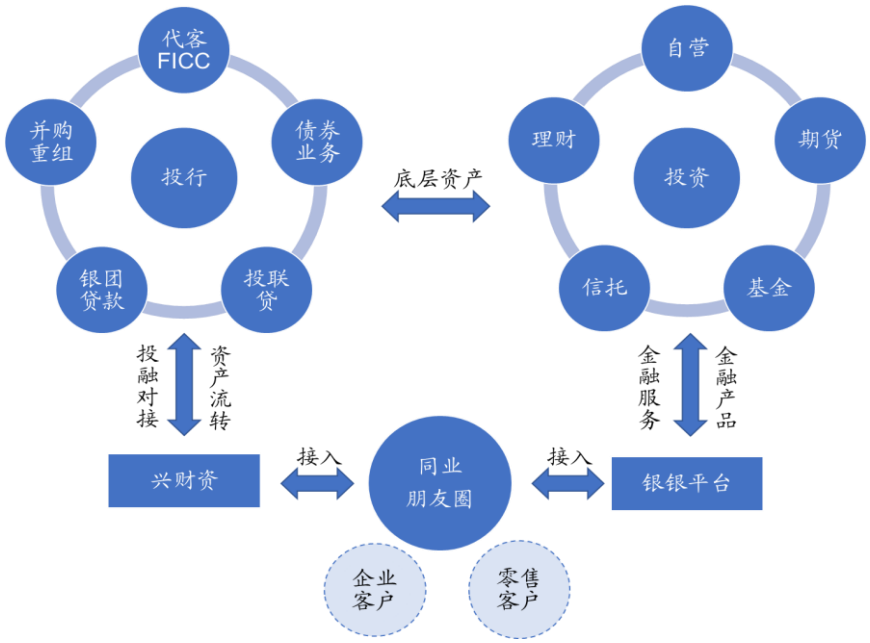
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

2017年，兴业银行重设同业金融部，定位“金融市场总综合运营商”和“金融机构综合服务商”，通过整合同业资源，切入投行、投资、财富领域来拓宽服务面，赋能“商行+投行”战略。**升级后的同业金融不仅服务于同业金融机构客户自身，更能服务于同业客户的客户，从而交织形成庞大的同业服务网络。**

发挥同业朋友圈优势，**（1）连接投行资产供给侧和需求侧，**借助“股、债、贷、转”全产品的“兴财资”平台提升资产销售及撮合能力，深化投行生态圈建设。2021年，“兴财资”朋友圈扩大至150 家，其中，总对总签约机构96家，实现资产流转规模3,315.74亿元，同比增长47.39%。**（2）连接财富管理供给侧和需求侧，**“财富云”不断开拓银行理财代销市场，已上线65家全国性、区域性商业银行及省级农村信用社等金融机构，为集团形成独具特色的终端销售渠道，将优质理财输送到三四线及农村地区。“钱大掌柜”加大与大型城农商行、上市银行、理财子公司等机构合作力度，产品丰富程度不断提高，打造统一财富平台和财富管理品牌。2021年，银银平台面向同业及其终端客户销售财富产品10,637.63亿元，同比增长52.69%。**（3）连接投行生态圈和投资生态圈，最终形成“资产构建-产品创设-产品销售”价值链条，**即投行生态圈挖掘的优质底层资产，流入投资生态圈形成金融产品，再通过庞大的分销网络进行销售，高渗透度的同业渠道既充当了金融资源的供给方，也是金融产品销售的需求方，深度融入兴业银行大投行、大资管、大财富体系。

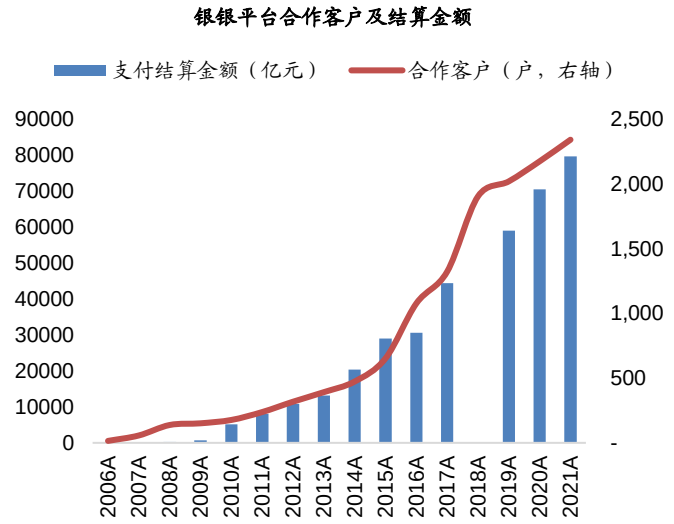
目前，兴业银行对境内主要同业法人客户的合作覆盖率达到95%以上，“非银（金融机构）资金管理云”对主要非银金融机构覆盖率达92%。价值重塑后的同业金融已经全面融入兴业银行“商行+投行”战略格局中，奠定渠道先发优势，成为兴业银行在大财富管理时代的王牌。

图 7：兴业银行同业朋友圈与投行、投资生态圈



数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

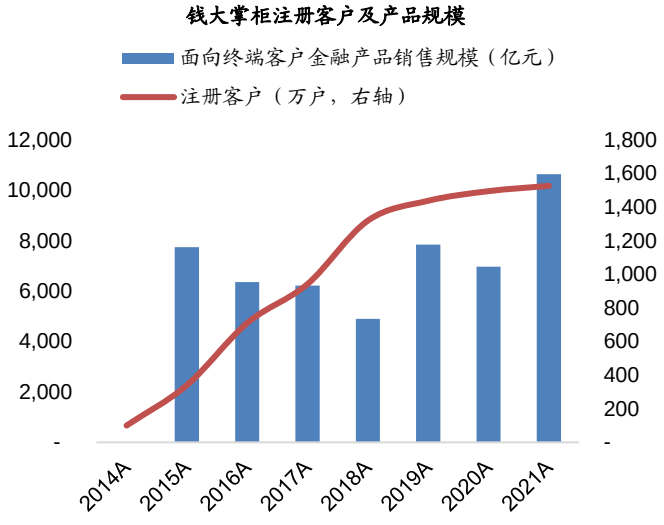
图 8：银银平台为兴业银行奠定渠道优势



数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

备注：2018 年未披露结算金额。

图 9：钱大掌柜实现渠道延伸至C端



数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

三、持续擦亮三张名片

（一）绿色银行：“植绿”16 年，奠定行业绿色金融标杆地位

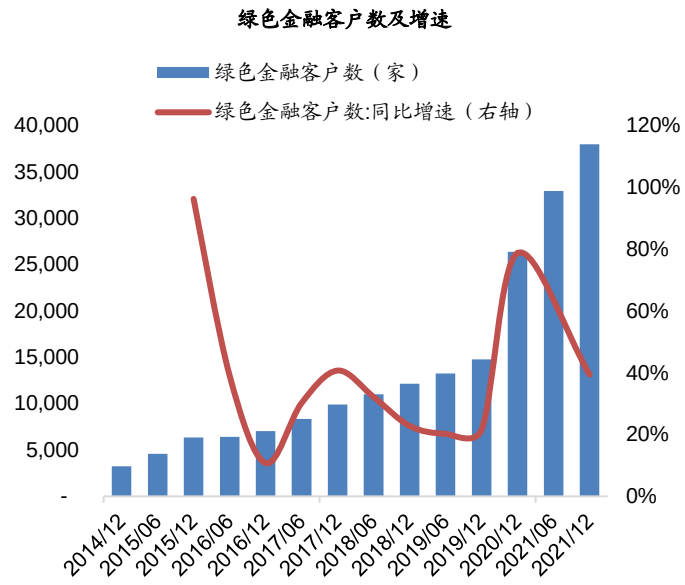
在前期报告《兴业银行：寓义于利，绿色金融标杆银行》中，我们认为当前兴业银行绿色金融已筑起护城河：**一是较早布局，长期战略执行坚定。**兴业银行在绿色金融领域已经深耕16年，成功走出了一条“寓义于利、点绿成金”的特色之路，在绿色金融领域创下众多市场第一。**二是内部组织架构完善、激励约束机制健全。**总行层面设立一级部门绿色金融部，分行层面设立绿色金融部分部或专营机构，配置专职绿色金融产品经理，打造了一支200余人的专业绿色金融团队，同时配套内部绩效考核，较好实现了绿色战略业务层面的落地。**三是集团化产品服务体系领先同业，综合实力强劲。**绿色信贷、绿色债券、碳金融领域全面领跑同业，参与国内外行业规则制定，向同业输出服务，奠定行业“领头羊”地位。

“得绿金者得天下”，兴业银行在持续推进全绿转型的过程中，品牌优势愈发明显。近年来，兴业银行围绕减污降碳重点领域，积极构建优质绿色资产，持续加大对节能环保、清洁生产、清洁能源等重点领域的项目融资支持，绿色客户数、融资规模保持快速增长。截至2022年一季度，兴业银行集团绿色金融融资余额约1.5万亿元，累计为41,083家企业提供绿色金融融资，民企为主，绿色价值客户占比26.05%，远高于全行平均水平。

绿色信贷继续保持“量、价、质”齐优。量：2022Q1末人行口径绿色信贷余额5,180亿元，较年初增长14.1%，创单季最高增量，2021年增速更是达到42.1%。**价：**近五年来人行口径绿色贷款加权平均利率基本与企金贷款加权平均利率持平。2021年绿色贷款生息资产收息率高于企金贷款0.3pct，绿金客户RAROC（经济资本收益率）与全行对企金客户持平。**质：**绿色贷款不良率控制在0.5%以内，低于企金贷款不良率，资产质量稳定优秀。此外，碳减排支持工具推出以来，兴业银行已向人民银行申请三批碳减排支持工具，资金利率1.75%，有效降低了绿色信贷业务资金成本，增强绿色贷款投放的领先优势。

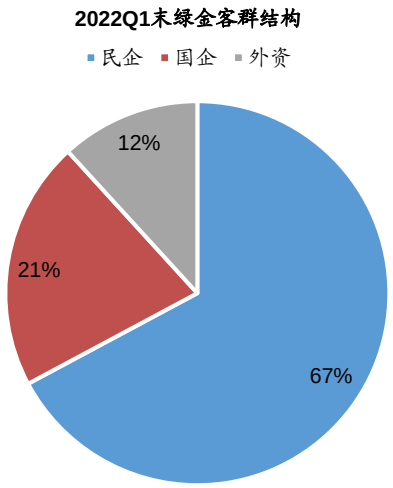
借助“商行+投行”模式，搭建多层次、广覆盖的绿色金融综合服务体系，绿色资产综合收益良好。具体来看，通过债券承销、并购融资、银团贷款、私募债权等绿色投行融资实现与客户的深度合作绑定，再带动上下游业务、存贷款业务、基本结算业务、代发工资业务等一揽子业务，这些都是综合收益的体现。兴业银行一直是国内绿色债券市场的重要参与者和积极建设者，也是全球最大商业金融机构绿色债券发行人，为绿色资产投放提供了长期、稳定、低成本的资金来源。展望未来，预计兴业银行绿色金融业务还将受益于风险权重计算、税收优惠、风险共担等政策红利，综合收益将进一步提升。

图 10：兴业银行绿色金融客群优势显著



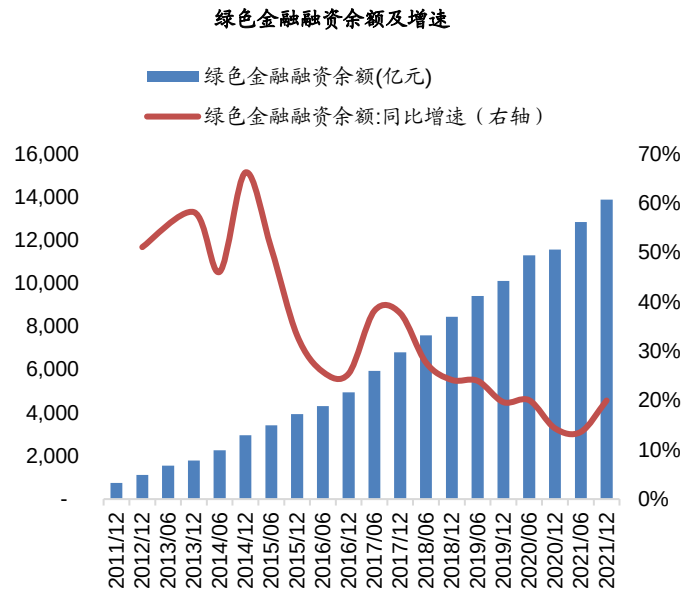
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 11：兴业银行绿色金融客户多为民企



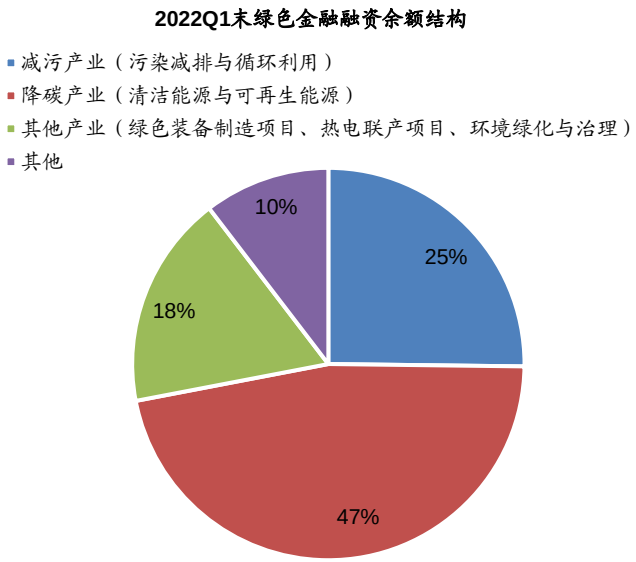
数据来源：兴业银行 2022 年一季度业绩推介材料，广发证券发展研究中心

图 12：兴业银行绿色融资余额持续提升



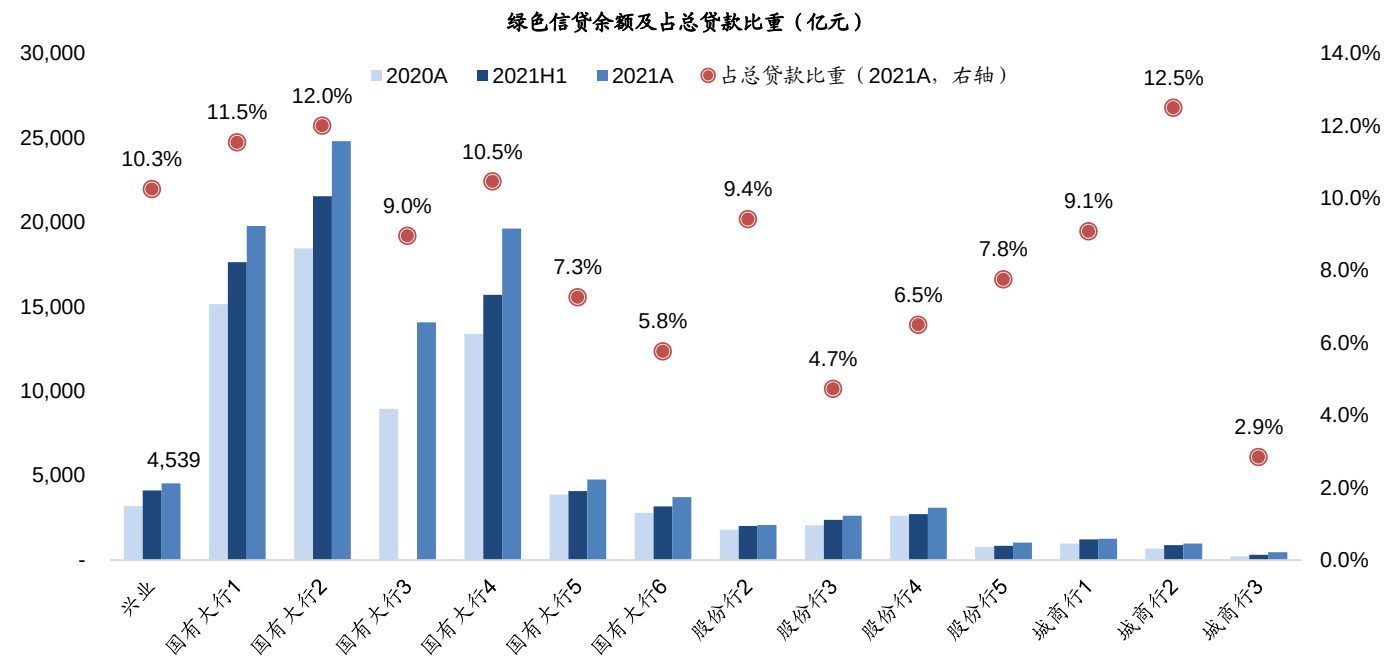
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 13：兴业银行绿色金融融资集中在降污减碳领域



数据来源：兴业银行 2022 年一季度业绩推介材料，广发证券发展研究中心

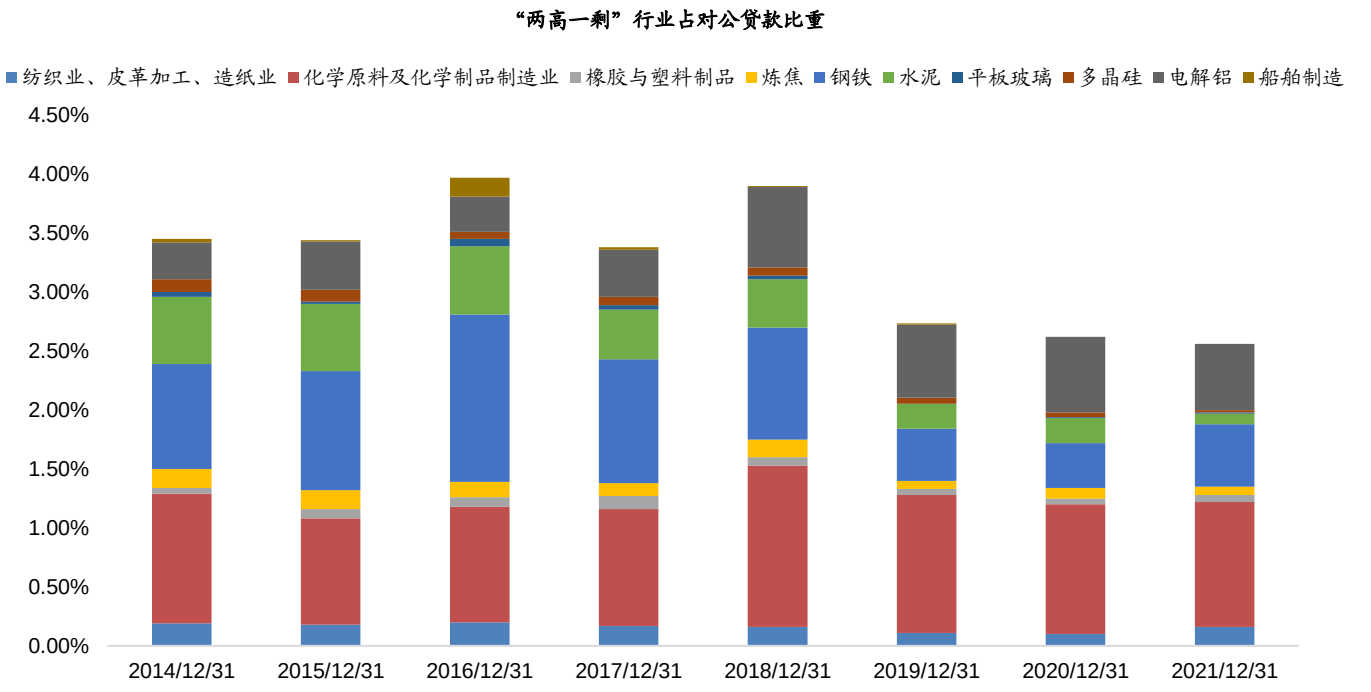
图 14：主要上市银行绿色信贷余额及占总贷款比重



数据来源：各家银行财报，广发证券发展研究中心

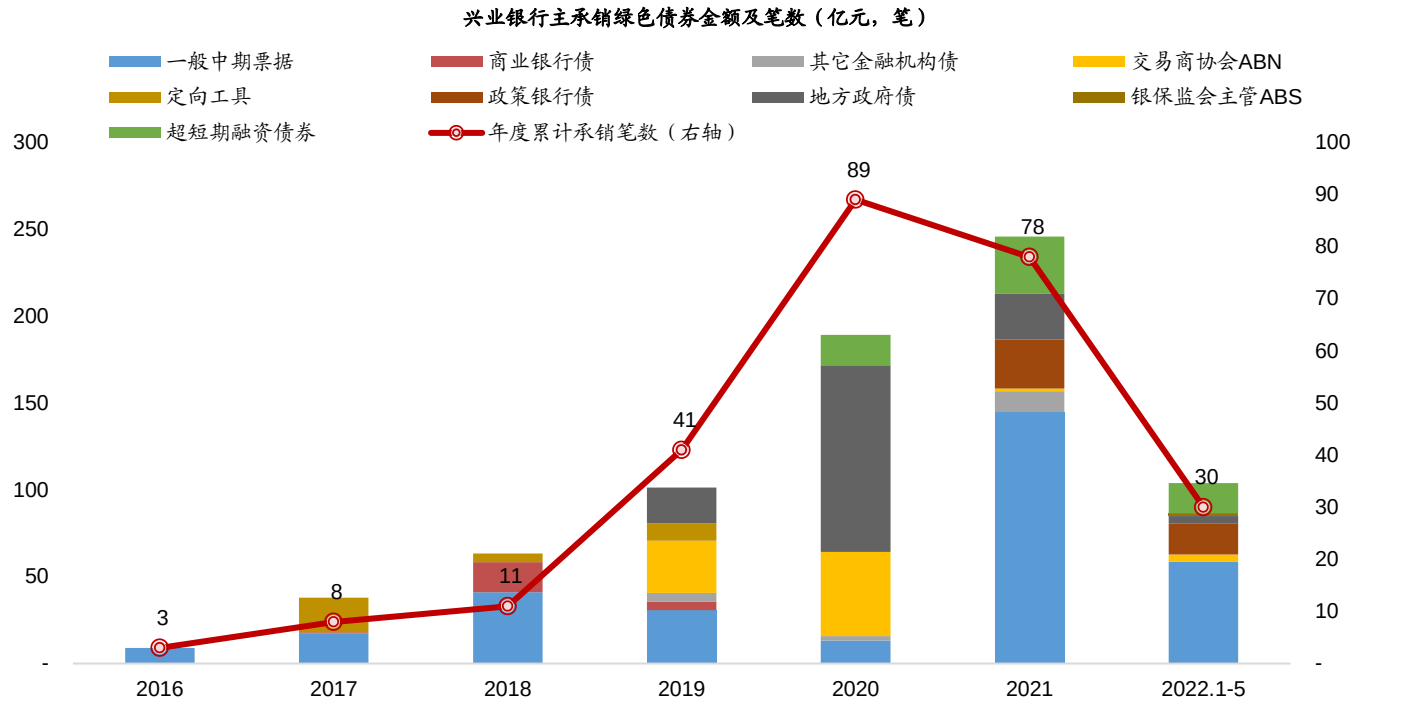
备注：兴业银行为人行口径绿色信贷余额，而非绿色金融融资余额。

图 15：兴业银行“两高一剩”行业贷款占比持续压降



数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 16：历年兴业银行主承销绿色债券规模及笔数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）财富银行：着力产品创设和渠道建设，加快构建财富管理生态圈

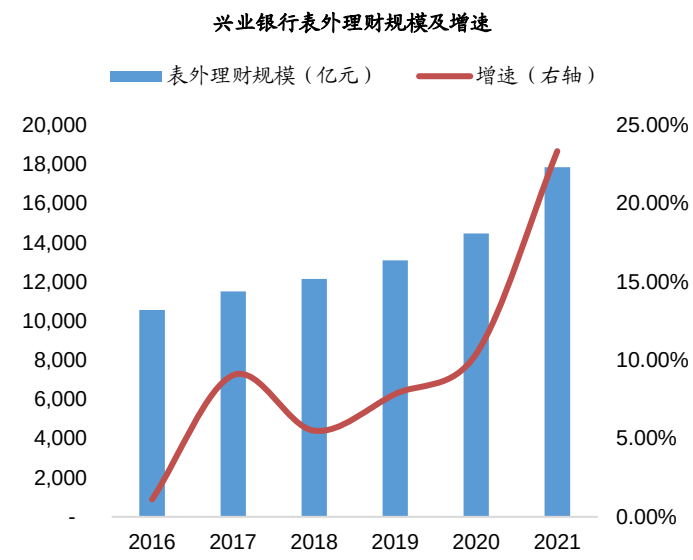
近年来，兴业银行充分发挥资产端和同业端优势，通过**“全集团+全市场”资产配置能力**建设和**“零售+企金+同业”全渠道销售能力**建设推动财富业务发展，进而打通财富管理“资产构建-产品创设-产品销售”循环价值链，构建起更加多元、开放的财富管理生态圈。

产品端，资管产品体系不断健全，收益率领先。以兴银理财为“商行+投行”枢纽，做好前端与“投行生态圈”各类资产供应的流转，以及后端与“投资生态圈”各个销售渠道对接，提升多资产投资能力，同时立足固收优势，重点布局固收+、混合及权益性产品，加大含权益类产品创新力度，在巩固收益率优势基础上，快速做大做强管理资产规模。2021年末，管理理财产品余额1.79万亿元，同比增长21%，净值化率94.13%，兴银理财全年实现ROE近31%，综合理财能力连续17个季度排名银行业第一。此外，兴业信托、兴业基金、兴业期货等集团资管单元稳健发展，以各自领域的“专而精”，聚合形成集团资管“大而全”。

渠道端，强化财富产品销售能力，渠道多元拓展。一方面，积极拓展理财产品在同业渠道销售，2021年末，通过“财富云”向国有银行、股份制银行、区域性商业银行及农村金融机构等65家同业的零售客户销售理财突破6,676.39亿元，同比增长429.18%。另一方面，针对财富开放平台趋势，升级“钱大掌柜”品牌，将线上运营平台与线下零售财富销售团队融合，打造具有兴业特色的全集团财富销售开放平台。此外，2021年获批成立首家股份制银行私人银行专营机构，以此为契机，提升复杂财富产品销售能力，私募产品、家族双托业务销售快速增长，保有量实现翻番。

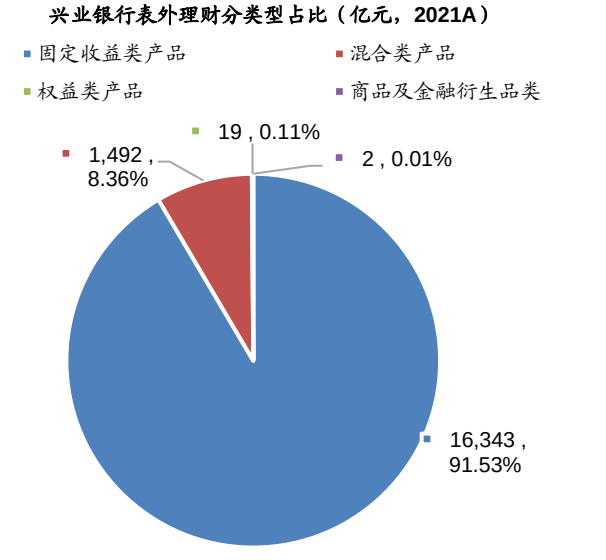
2021年末，兴业银行零售AUM突破2.85万亿元，同比增长9.01%，零售财富客户数达到392.11万户，同比增长10.7%，私人银行客户58,255 户，同比增长19.96%。通过理财、代理代销、资产托管、信托及基金子公司等实现财富银行收入233.94亿元，同比增长13.17%。其中，理财业务收入122.67亿元，同比增长20.42%；基金代销收入20.29亿元，同比增长104%；托管业务收入35.53亿元，同比增长19.68%。资产管理带动资产托管作用明显，资产托管规模14.12万亿元，带动结算性存款日均同比增长22.97%至2,256.9亿元。

图 17：兴业银行表外理财规模快速增长



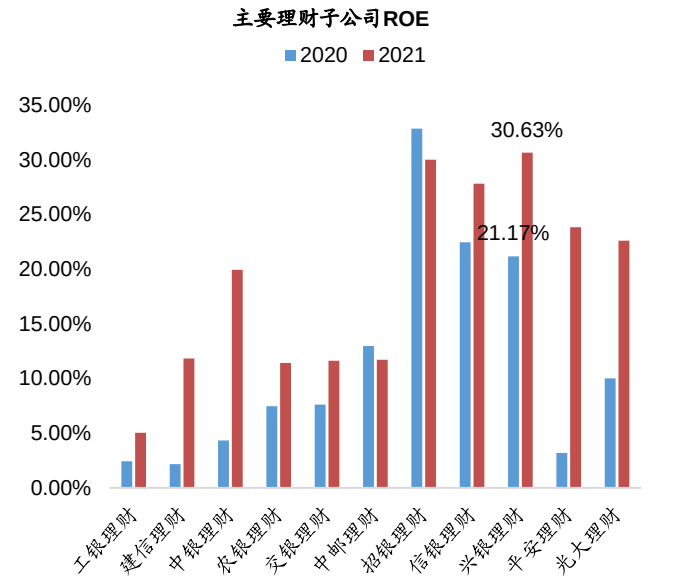
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 18：表外理财产品类型以固定收益类为主



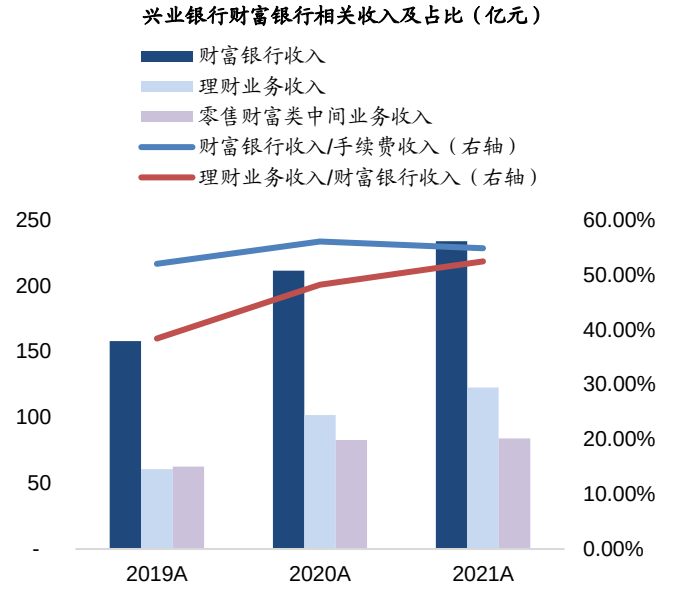
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 19：兴业银行理财子ROE领先同业



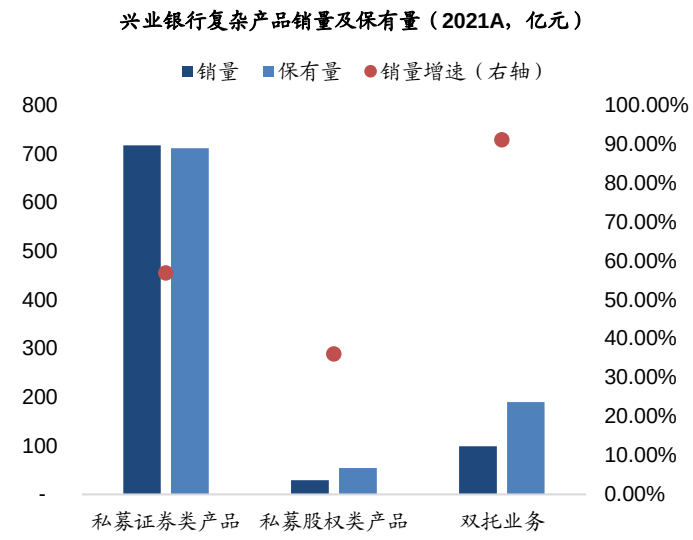
数据来源：各家银行财报，广发证券发展研究中心

图 20：兴业银行理财占财富银行收入比重逐年提升



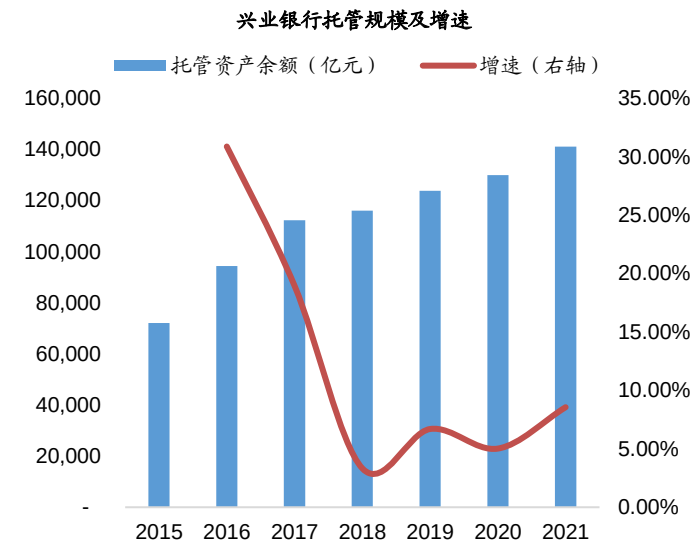
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 21：兴业银行复杂产品销量、保有量快速增长



数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 22：兴业银行托管规模稳步上升



数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 23："财富云"提供涵盖财富产品代销全流程的一站式合作服务

数据来源：兴业银行官网，广发证券发展研究中心

表 2：客群与 AUM 数据（2021A）

	零售客户（万户）	零售 AUM（亿元）	户均 AUM（万元）	私行客户（万户）	私行 AUM（万元）	私行户均 AUM（万元）	AUM 增速（21A）	AUM CAGR（18A-21A）	私行 AUM 增速（21A）	私行 AUM CAGR（18A-21A）
招商银行	17,300	107,592	6.22	12.21	33,939	0.28	20.3%	16.5%	22.3%	18.5%

浦发银行	13,800	38,700	2.80	2.70	5,100	0.19	23.6%	29.0%	8.5%	0.7%
平安银行	11,821	31,826	2.69	6.97	14,061	0.20	21.3%	31.0%	24.6%	45.4%
兴业银行	7,922	28,500	3.60	5.83	7,425	0.13	9.2%	17.2%	17.2%	25.3%
中信银行	12,000	34,800	2.90	6.03	8,198	0.14	55.4%	24.9%	20.5%	19.0%
光大银行	14,004	21,225	1.52	5.00	5,011	0.10	10.7%	12.7%	14.6%	16.1%
民生银行	11,014	20,927	1.90	3.85	5,322	0.14	9.6%	8.2%	8.3%	14.1%
华夏银行	3,147	9,774	3.11	1.36	2,211	0.16	13.3%	15.5%	15.6%	16.8%

数据来源：各家银行财报，广发证券发展研究中心

（三）投资银行：深化投行生态圈建设，提高表外非传统融资占比

兴业银行立足全市场资源整合者定位，以客户投资、融资、交易、避险等需求为发端，对内整合集团内各业务单元，对外联合公募、券商、保险、信托、私募股权、政府投资基金等机构，全面提升资产挖掘、销售与表外直接撮合能力，持续推进投行生态圈建设和融资工具箱完善。

债券承销业务保持领先。总债券承销额常年保持股份行首位，以非金融企业债务融资工具、地方政府债为主，两类承销额均长期领先同业。**银团融资、并购融资、权益融资多点开花，**2021年并购融资落地915.97亿元，同比增长28.51%，银团融资落地1,685.14亿元，同比增长38.73%。**金融市场做市商地位继续巩固，代客FICC业务稳步增长，**2021年，通过汇率避险、利率避险、债券销售和债券借贷等实现代客FICC业务收入38.20亿元，同比增长7.30%；通过做市交易实现收入24.70亿元，同比增长233.78%。**从持有资产转向管理资产的轻型投行模式稳步推进，**通过“兴财资”平台资产流转规模3,315.74亿元，同比增长47.39%，向财富管理板块提供优质资产1,156亿元。

2021年末，对公客户融资余额（FPA）突破7万亿元，同比增长15.5%，其中，表内融资余额3.17万亿元，同比增长8.6%，占比下降至45.3%，传统表外融资余额1.12万亿元(包括银行承兑汇票、信用证、保证凭信等)，同比增长1.2%，占比下降至16.0%，**代表表外投资银行业务的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33.2%，**占比上升至38.7%，**继续保持表外非传统对公融资增量、增速超越表内的趋势。2021年，实现包括投行业务和代客FICC业务在内的投资银行收入108.2亿，投行重点集团客户结算性日均存款达到4,699亿元，投资业务有效带动了结算性存款的拓展。

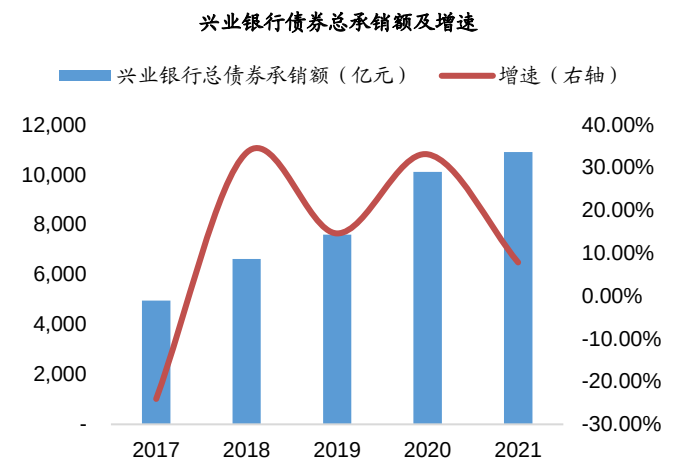
表 3：兴业银行和招商银行 FPA 口径及规模、增速对比

	兴业银行	招商银行
FPA 口径划分	表外融资（非传统、传统）、表内融资	传统融资、非传统融资
FPA 口径包含内容	非传统表外融资：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； 传统表外融资：银行承兑汇票、信用证、保证凭信等； 表内融资：对公贷款和对公非标准化债权投资。	传统融资：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； 非传统融资：资产经营、自营非标、融资性理财、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。

FPA 规模及增速	2021 年末，FPA 余额 7.01 万亿元，同比增长 15.49%。（1）非传统表外融资余额 2.71 万亿元，同比增长 33.21%，占比 38.67%;（2）传统表外融资余额 1.12 万亿元，同比增长 1.18%，占比 16.03%;（3）表内融资余额 3.17 万亿元，同比增长 8.59%，占比 45.30%。	2021 年末，FPA 余额 48,987 亿元，同比增长 16.44%。（1）传统融资余额 25,577 亿元，同比增长 13.89%，占比 52.21% ；（2）非传统融资余额 23,411 亿元，同比增长 19.36%，占比 47.79%。

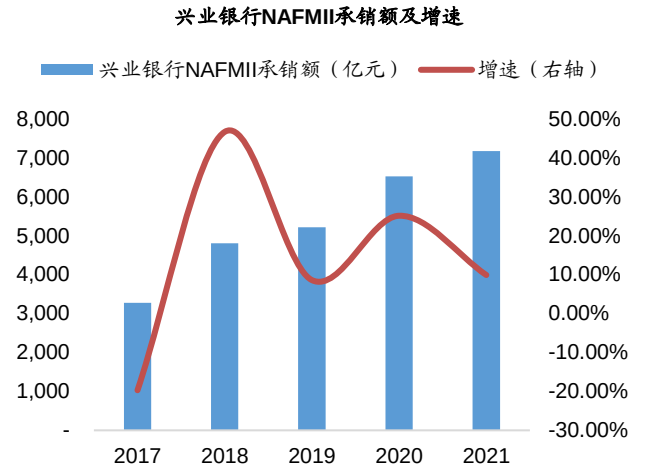
数据来源：各家银行年报，广发证券发展研究中心

图 24：兴业银行近五年债券总承销额及增速



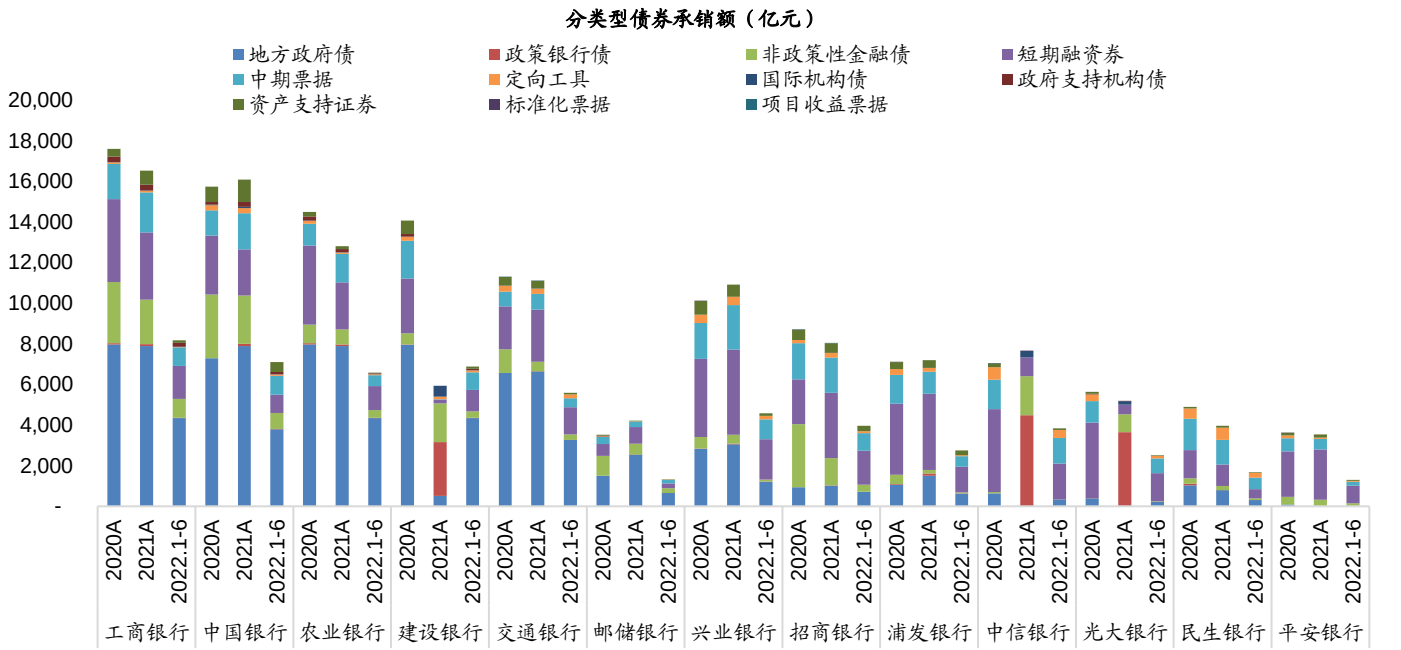
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 25：兴业银行近五年NAFMII承销额及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 26：主要国股行分类型债券承销额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2022 年债券承销数据截至 2022 年 6 月 17 日。

（四）四个“大于”检验“商行+投行”战略成效

一是表外资产增速大于表内增速，获取优质资产的综合能力强劲。2021年末集团表外对公融资余额增速达到22%，高于表内对公融资余额增速约13pct。代表投行成效的表外非传统对公融资余额增速更是达到了33%，显著快于其他资产的增速。

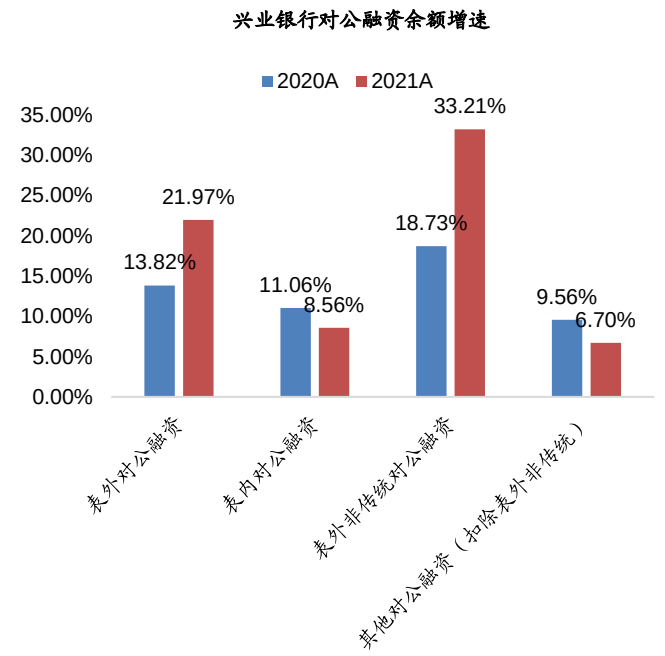
二是绿色融资增速大于对公融资增速，全面打响绿色金融品牌。2021年末绿色融资余额同比增长19.98%，快于集团对公融资余额增速4.49pct，符合人民银行口径的绿色贷款较上年末增长42.11%，显著快于对公贷款增长。

三是非息净收入增速大于利息净收入增速，营收增长对资本耗用业务的依赖度继续下降。2021年非息净收入同比增长26.73%，手续费及佣金净收入同比13.18%，分别高于利息净收入增速xx。

四是子公司营收增速大于母行营收增速，集团协同发展更加顺畅，加速形成合力。2021年子公司营业收入同比增长25.46%，比母行营收增速快了17.46pct，子公司的营业收入占比已经提升到10.17%。

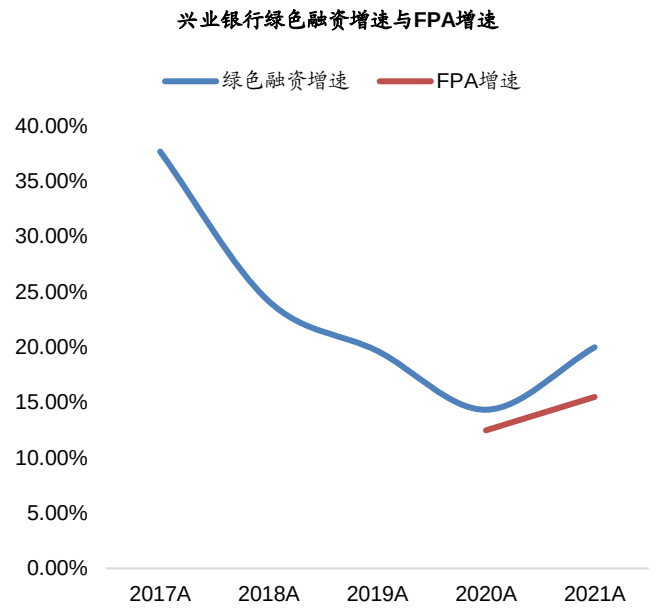
总体而言，“轻资本、轻资产、高效率”转型成效显著。不仅形成了净利润增速大于营收、总资产增速的态势，并且总资产、营收、净利润增速均高于加权风险资产增速，资本内生能力得到增强。

图 27：表外增速大于表内，表外非传统增速大于其他



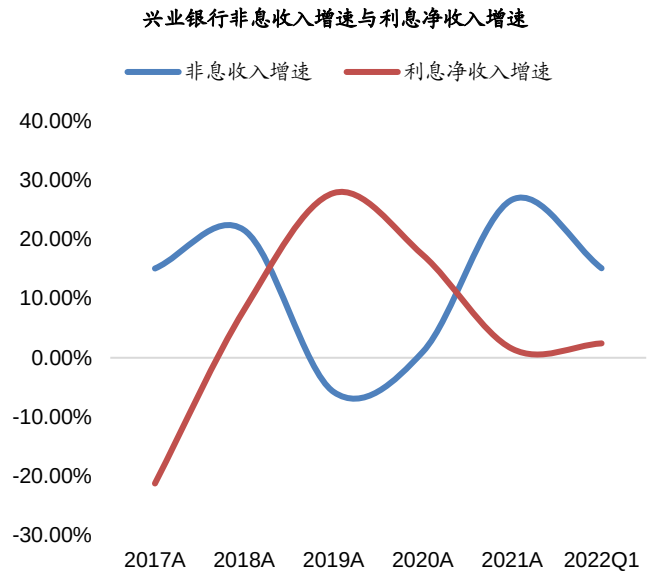
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 28：绿色融资余额增速大于FPA增速



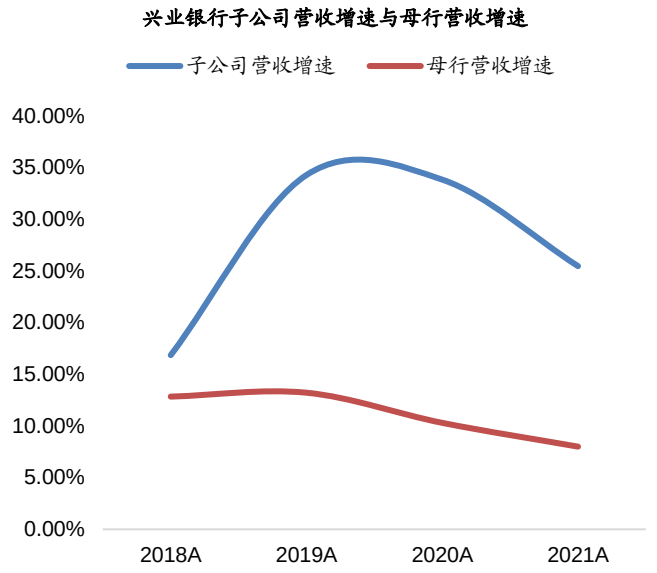
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 29：非息收入增速大于利息净收入



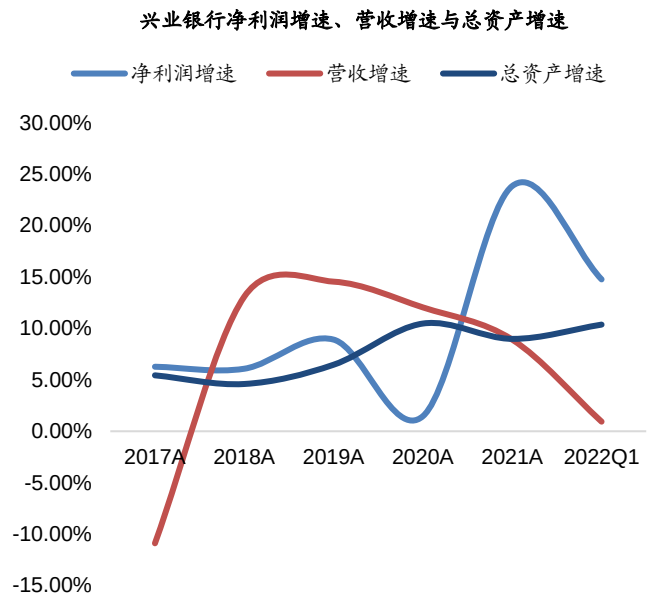
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 30：子公司营收增速大于母行营收增速



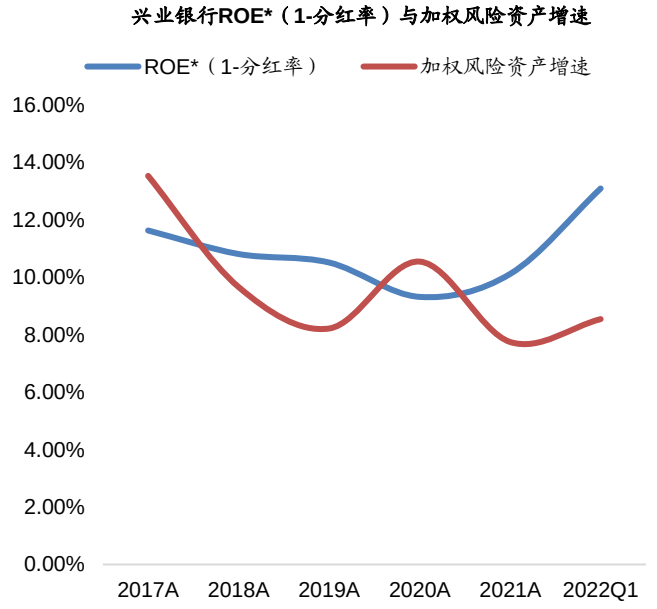
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 31：净利润增速大于营收增速、总资产增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：ROE*（1-分红率）大于加权风险资产增速



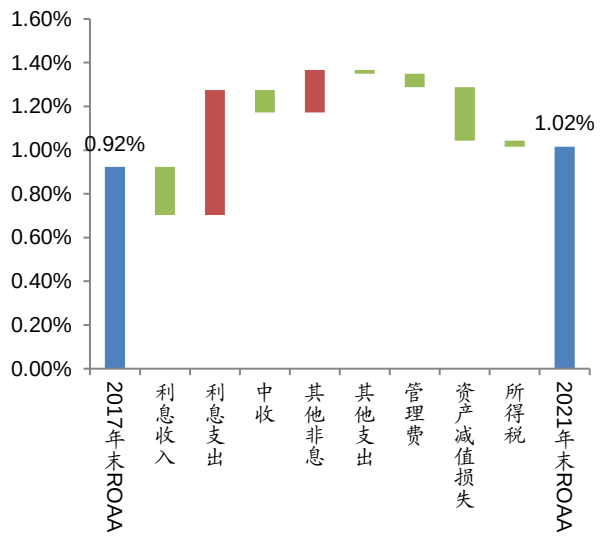
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、ROE 步入改善通道

2017年同业业务整改以来，虽然兴业银行的ROE在去杠杆进程中逐年下滑，但ROA总体保持回升，多项财务指标趋势向好。“商行+投行”战略核心在于引导表内做精做细、表外做大做强、内外联动提质增效，业务规模、综合收益、资产质量上均有所体现。**（1）表内息差回升，主要贡献来自负债结构改善，**未来负债成本重点工作在于稳定性强、成本低的结算性存款的增长；**（2）表外投行、资管、财富业务做大做强，驱动非息收入占比提升；**（3）通过“商行+投行”切入优质赛道，优化信贷结构，资产质量大幅改善，**信用成本表现优于同业且存在进一步下行空间。**

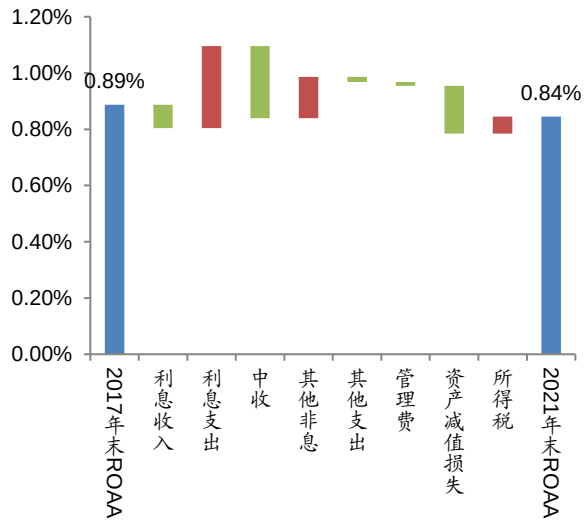
对于兴业银行后续ROE、ROA的展望，ROA在息差改善、非息收入提升和信用成本下行的三重支撑下有望继续回升，目前杠杆水平与可比同业接近，继续下降空间不大，预计小幅下降后趋于稳定，因而ROE总体跟随ROA趋势，步入改善通道。

图 33：兴业银行ROAA变动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 34：股份行ROAA变动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4：ROE拆解

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
	兴业银行						兴业银行-A 股股份行					
营业收入	2.24%	2.41%	2.62%	2.70%	2.68%	2.73%	-0.52%	-0.49%	-0.45%	-0.26%	-0.18%	-0.12%
利息净收入	1.41%	1.46%	1.76%	1.91%	1.77%	1.73%	-0.37%	-0.33%	-0.23%	-0.21%	-0.23%	-0.18%
利息收入	4.04%	4.12%	4.17%	4.04%	3.82%	3.73%	0.01%	-0.06%	-0.06%	-0.12%	-0.13%	-0.09%
利息支出	2.63%	2.66%	2.41%	2.13%	2.05%	2.00%	0.38%	0.27%	0.17%	0.10%	0.10%	0.09%
非利息收入	0.82%	0.95%	0.85%	0.79%	0.92%	0.99%	-0.15%	-0.17%	-0.22%	-0.05%	0.05%	0.06%
手续费及佣金净收入	0.62%	0.65%	0.44%	0.50%	0.52%	0.61%	-0.19%	-0.14%	-0.32%	-0.08%	-0.04%	0.01%
净其他非息收入	0.20%	0.30%	0.41%	0.29%	0.40%	0.38%	0.05%	-0.03%	0.10%	0.03%	0.09%	0.05%
营业支出	0.63%	0.66%	0.70%	0.67%	0.70%	0.71%	-0.21%	-0.22%	-0.19%	-0.17%	-0.15%	-0.04%

税金及附加	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	0.61%	0.64%	0.67%	0.64%	0.67%	0.68%	-0.20%	-0.21%	-0.18%	-0.17%	-0.15%	-0.04%
PPOP	1.60%	1.74%	1.91%	2.02%	1.97%	2.01%	-0.30%	-0.27%	-0.26%	-0.08%	-0.01%	-0.21%
资产减值损失	0.57%	0.71%	0.84%	1.00%	0.81%	0.53%	-0.24%	-0.21%	-0.23%	-0.14%	-0.17%	-0.46%
利润总额	1.04%	1.04%	1.08%	1.02%	1.16%	1.48%	-0.06%	-0.06%	-0.03%	0.07%	0.16%	0.25%
所得税	0.11%	0.10%	0.11%	0.12%	0.14%	0.22%	-0.10%	-0.09%	-0.07%	-0.03%	-0.01%	0.01%
ROAA（净利润）	0.92%	0.93%	0.96%	0.90%	1.02%	1.27%	0.04%	0.03%	0.04%	0.09%	0.17%	0.24%
ROAE	15.05%	13.87%	13.24%	11.70%	12.90%	15.85%	1.63%	1.22%	1.18%	1.58%	2.52%	3.36%
权益乘数	16.30	14.87	13.76	13.00	12.69	12.49	1.17	0.90	0.72	0.45	0.41	0.38

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）负债成本管理推动息差回升，未来关键在于结算性存款的拓展

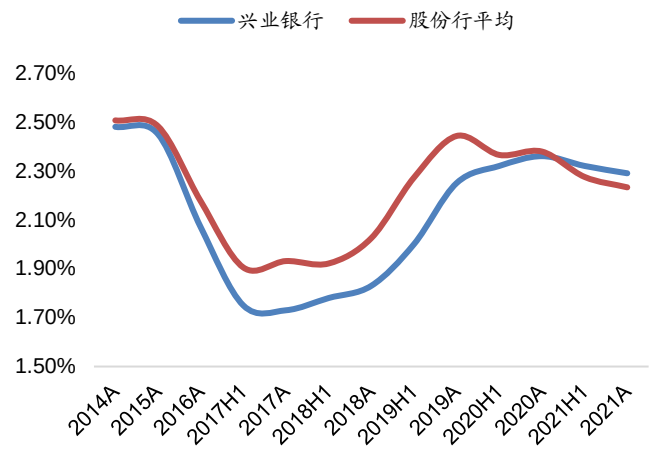
2017-2019年，兴业银行息差企稳回升，走势与可比同业基本一致，差额相对稳定。这一阶段，资产端，虽然投资类资产受非标压降影响，收益率和规模双降，但相对高收益的信贷配置比重提升，且信贷结构上进一步向个人贷款（按揭为主，信用卡投放加速）倾斜，因此总体生息资产收益率持续提高。负债端，由于存在同业负债压降的硬性要求，存款端吸收高成本定期存款作为补充，导致存款成本率明显上行，计息负债成本率2018年下半年才开始回落，而后持续受益于高成本同业负债的压降。

2020年，兴业银行息差逆行业趋势上行，与可比同业差额快速压缩，主要得益于负债成本节约较多，而资产收益压缩较少。负债端，一方面，压降近30%高息结构性存款的同时吸纳低成本结算性资金，带动存款成本率下行，另一方面，抓住市场利率下行的波段机会，节约同业负债成本。2020年兴业银行整体负债成本压降近30bp。资产端，信贷资源继续向个人贷款倾斜，加快经营性贷款投放，对公重点投放绿色、先进制造业等重点领域，贷款收益率降幅小于可比同业，且投资类资产收益率保持领先优势，因而总体收益率降幅较可比同业更小，息差受负债端影响回升近11bp。

2021年，兴业银行息差有所回落，但已超过可比同业平均水平，资产端收益小幅压缩，但负债成本节约放缓。资产端，信贷结构继续优化，投资类资产收益优势延续，整体资产端收益压缩较少，且优于可比同业平均水平。负债端，主动负债成本率保持低位，结构性存款压降带来成本节约效应告一段落，结算性存款沉淀成为存款优化重点，存款成本、负债成本继续改善。

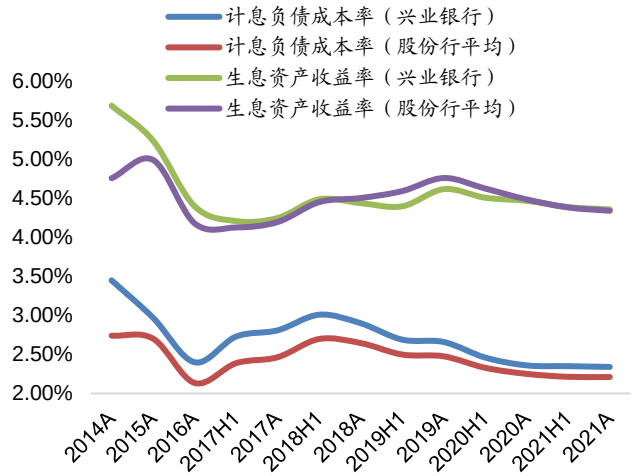
展望2022年，资产端收益率下行，息差趋势向下是行业共识，再往后看，兴业银行息差继续回升且保持领先优势的关键在于负债端，尤其是稳定性强、成本低的结算性存款的增长。通过建场景、搭平台、做运营，拓展代收、代付、代发等业务，不断扩大基础客群，带动低成本结算资金沉淀，久久为功建设“结算型银行”。资产端也同样重要，目前兴业银行生息资产收益率已超过可比同业平均水平，后续随着“商行+投行”模式助力挖掘优质资产，生息资产收益率优势将进一步凸显。

图 35：净息差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36：生息资产收益率与计息负债成本率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5：兴业银行生息资产收益率、计息负债成本率半年度变动影响因素拆解

	单位：BP	发放贷款	投资类资产	存放央行	同业资产	其他生息资产	生息资产	生息资产收益率环比变化	存款	向央行借款	同业负债	发行债券	计息负债	计息负债成本率环比变化
2017A	价格因素	-2	5	-	2	-0.2	6	4	3	0.3	2	3	9	8
	结构因素	5	-6	0.1	-1	1	-2		1	0.3	-1	-1	-1	
	合并	**3**	**-1**	**0.1**	**1**	**0.5**	**4**		**4**	**1**	**1**	**2**	**8**	
2018H1	价格因素	4	17	0.2	-1	1	21	24	10	1	7	6	23	20
	结构因素	13	-16	-1	6	2	3		3	1	-4	-3	-4	
	合并	**17**	**1**	**-1**	**4**	**2**	**24**		**13**	**2**	**3**	**3**	**20**	
2018A	价格因素	0.4	-4	0.1	-2	1	-4	-5	6	0.1	-8	-5	-8	-11
	结构因素	11	-10	-0.2	1	-2	-1		4	0.4	-7	0.3	-3	
	合并	**12**	**-14**	**-0.1**	**-1**	**-1**	**-5**		**9**	**1**	**-16**	**-5**	**-11**	
2019H1	价格因素	3	-2	-	-2	-0.3	-2	-4	10	0.1	-21	-5	-16	-21
	结构因素	35	-37	-1	4	-2	-2		8	-1	-17	5	-5	
	合并	**37**	**-40**	**-1**	**2**	**-3**	**-4**		**19**	**-1**	**-38**	**-0.4**	**-21**	
2019A	价格因素	31	-9	-	-0.1	-0.2	21	22	1	-	-1	-3	-2	-3
	结构因素	2	-2	-0.1	-0.3	1	1		2	-1	-3	1	-1	
	合并	**33**	**-11**	**-0.1**	**-0.4**	**0.4**	**22**		**4**	**-1**	**-4**	**-2**	**-3**	
2020H1	价格因素	2	-11	-0.1	-3	1	-11	-11	-4	-0.1	-13	-3	-20	-20
	结构因素	15	-17	-1	5	-2	0.4		1	-3	3	-	1	
	合并	**17**	**-28**	**-1**	**2**	**-1**	**-11**		**-3**	**-3**	**-10**	**-3**	**-20**	
2020A	价格因素	-4	-3	0.1	0.3	-0.1	-7	-4	-3	-0.2	-4	-2	-10	-10
	结构因素	4	1	-0.4	-1	-0.2	2.9		-1	0.3	-1	2	-	
	合并	**-1**	**-2**	**-0.3**	**-1**	**-0.2**	**-4**		**-4**	**0.1**	**-6**	**-**	**-10**	
2021H1	价格因素	-11	-1	0.2	0.4	-2	-13	-8	-3	-1	1	-0.3	-3	-1
	结构因素	16	-11	-1	-1	2	5		-3	4	-2	2	2	

	合并	5	-12	-0.4	-1	-	-8		-6	4	-1	2	-1	
2021A	价格因素	-5	-	-	1	-0.1	-4	-3	1	-	-1	-0.3	-1	-1
	结构因素	1	-1	-0.2	1	-0.3	1		0.1	-2	1	-0.1	-1	
	合并	-4	-1	-0.2	2	-0.4	-3		1	-2	1	-0.4	-1	

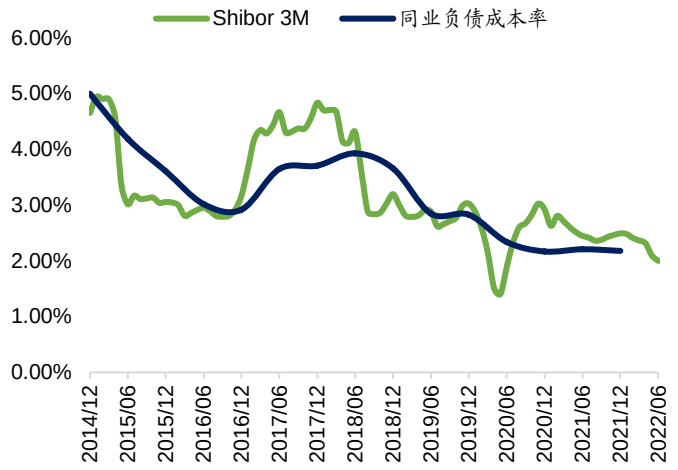
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 6：生息资产、计息负债结构和价格

	2017A		2018A		2019A		2020A		2021A	
	兴业	股份行平均	兴业	股份行平均	兴业	股份行平均	兴业	股份行平均	兴业	股份行平均
生息资产结构										
贷款/生息资产	39.10%	52.45%	44.95%	56.38%	49.26%	58.01%	51.64%	58.78%	52.51%	59.55%
对公贷款/贷款	60.99%	57.91%	54.81%	53.22%	52.19%	50.55%	51.53%	50.04%	50.22%	48.56%
房地产行业贷款/贷款	6.23%	8.12%	6.66%	8.52%	7.32%	8.74%	8.01%	8.27%	7.61%	7.20%
个人贷款/贷款	37.47%	39.78%	39.75%	42.76%	42.12%	43.51%	43.23%	43.85%	42.45%	44.49%
住房按揭贷款/贷款	24.81%	16.27%	25.54%	16.31%	26.47%	17.02%	26.55%	17.84%	25.32%	17.95%
金融投资/生息资产	50.15%	33.02%	44.26%	30.81%	38.61%	30.44%	37.67%	30.05%	35.56%	29.76%
同业资产/生息资产	3.25%	5.57%	3.50%	4.95%	5.16%	4.65%	5.34%	4.99%	6.63%	4.97%
生息资产平均收益率										
贷款	4.59%	4.90%	4.69%	5.17%	5.34%	5.65%	5.30%	5.41%	5.03%	5.10%
对公贷款	4.72%	4.60%	4.82%	4.83%	4.71%	4.92%	4.57%	4.56%	4.33%	4.27%
个人贷款	4.37%	5.25%	4.48%	5.74%	6.27%	6.60%	6.59%	6.55%	6.22%	6.15%
金融投资	4.50%	3.91%	4.80%	4.21%	4.46%	4.03%	4.00%	3.73%	3.96%	3.57%
同业资产	3.58%	3.26%	2.91%	3.26%	2.54%	2.88%	2.20%	2.18%	2.42%	2.23%
生息资产	4.25%	4.20%	4.44%	4.51%	4.62%	4.76%	4.47%	4.49%	4.36%	4.34%
计息负债结构										
存款/计息负债	52.69%	62.01%	54.28%	63.28%	58.32%	64.92%	57.17%	64.86%	56.15%	64.75%
对公存款/存款	79.59%	77.82%	76.99%	75.60%	74.64%	73.85%	74.25%	74.20%	73.97%	73.73%
对公活期存款/对公存款	44.10%	50.17%	39.37%	46.35%	41.94%	45.46%	42.98%	47.09%	44.98%	47.85%
个人存款/存款	13.65%	18.26%	16.47%	21.56%	17.60%	22.79%	17.97%	23.35%	18.40%	23.72%
个人活期存款/个人存款	53.91%	48.74%	46.59%	41.67%	43.39%	38.70%	44.68%	40.03%	42.23%	37.57%
活期存款/存款	42.46%	48.13%	37.99%	44.07%	38.94%	42.50%	39.94%	44.51%	41.04%	44.41%
同业负债/计息负债	31.81%	21.88%	29.51%	19.22%	25.13%	18.23%	25.32%	18.25%	28.01%	18.18%
发行债券/计息负债	11.32%	10.90%	11.79%	11.90%	13.95%	12.72%	13.40%	12.76%	14.59%	14.13%
计息负债平均成本率										
存款	1.89%	1.69%	2.19%	1.99%	2.39%	2.14%	2.26%	2.09%	2.22%	2.00%
对公存款	1.93%	1.71%	2.25%	2.01%	2.42%	2.15%	2.25%	2.07%	2.22%	1.58%
对公活期存款	0.68%	0.77%	0.75%	0.84%	0.95%	0.93%	0.98%	1.03%	1.10%	1.15%
对公定期存款	2.84%	2.51%	3.22%	2.90%	3.33%	3.01%	3.10%	2.88%	3.03%	2.70%
个人存款	1.67%	1.40%	1.84%	1.67%	2.25%	2.02%	2.30%	2.05%	2.25%	1.67%
个人活期存款	0.30%	0.33%	0.30%	0.32%	0.31%	0.34%	0.30%	0.32%	0.30%	0.32%
个人定期存款	3.45%	2.61%	3.44%	3.07%	3.79%	3.33%	3.77%	3.30%	3.77%	3.17%
同业负债	3.71%	3.57%	3.66%	3.48%	2.83%	2.75%	2.17%	2.20%	2.18%	2.26%
计息负债	2.81%	2.47%	2.90%	2.65%	2.66%	2.48%	2.36%	2.25%	2.34%	2.21%

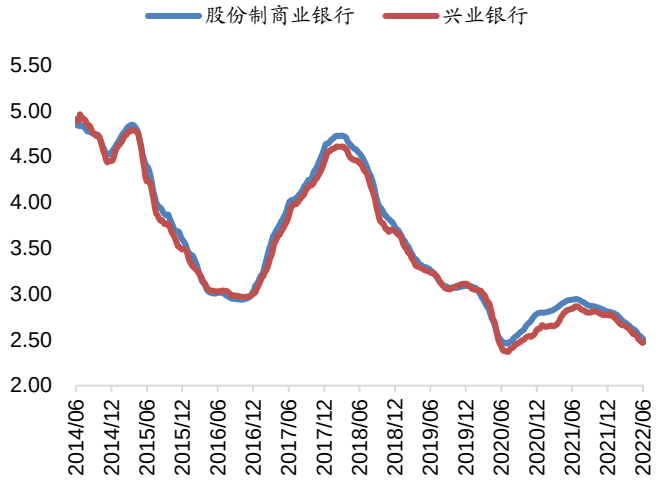
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 37：兴业银行同业负债成本率与SHIBOR 3M



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 38：兴业银行与股份行存量NCD成本率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 7：兴业银行存贷款存量结构、同比增速和增量结构

	2017A	2021A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	5 年合计
	余额占比		同比增速					增量占比					
个人贷款	**37.5%**	**42.5%**	**21.4%**	**28.1%**	**24.3%**	**18.3%**	**9.7%**	**45.7%**	**50.8%**	**55.8%**	**50.5%**	**35.8%**	**48.1%**
住房按揭	24.8%	25.3%	16.5%	24.3%	21.6%	15.6%	6.5%	24.4%	29.1%	31.8%	27.1%	14.7%	25.7%
经营贷	1.7%	4.6%	-16.8%	56.0%	33.8%	64.5%	44.2%	-2.4%	4.6%	4.3%	10.5%	13.5%	6.6%
信用卡	7.7%	9.9%	68.8%	46.0%	28.4%	17.3%	6.5%	21.6%	17.0%	15.2%	11.5%	5.8%	13.9%
其他	3.3%	2.7%	9.8%	0.7%	27.9%	6.8%	7.6%	2.0%	0.1%	4.5%	1.3%	1.8%	2.0%
对公贷款	**61.0%**	**50.2%**	**16.6%**	**8.5%**	**11.7%**	**13.8%**	**8.8%**	**60.1%**	**25.0%**	**37.0%**	**47.2%**	**39.0%**	**40.6%**
制造业	13.8%	9.9%	8.1%	7.2%	-1.3%	5.3%	17.2%	7.2%	4.8%	-0.9%	3.6%	13.9%	5.4%
批发和零售业	9.2%	5.6%	13.7%	0.5%	6.0%	5.2%	-1.2%	7.7%	0.2%	2.6%	2.4%	-0.6%	2.2%
基建	12.6%	11.2%	29.2%	8.1%	16.4%	14.5%	12.6%	19.7%	4.9%	10.7%	10.6%	12.0%	11.0%
地产	6.2%	7.6%	-7.8%	29.0%	28.8%	26.1%	6.1%	-3.7%	8.7%	11.1%	12.5%	4.2%	7.3%
租赁	9.3%	8.6%	59.0%	16.2%	8.7%	24.4%	6.4%	24.0%	7.3%	4.5%	13.3%	4.9%	10.1%
其他	9.8%	7.4%	8.4%	-2.0%	19.6%	9.0%	7.1%	5.3%	-1.0%	9.0%	4.8%	4.7%	4.5%
票据贴现	**1.5%**	**7.3%**	**-35.3%**	**325.2%**	**22.8%**	**6.1%**	**56.2%**	**-5.8%**	**24.2%**	**7.2%**	**2.3%**	**25.2%**	**11.3%**
公司存款	**79.6%**	**74.0%**	**14.5%**	**3.5%**	**10.3%**	**7.0%**	**6.2%**	**40.2%**	**21.2%**	**30.7%**	**36.0%**	**35.8%**	**33.6%**
定期	44.5%	40.7%	16.7%	12.3%	5.6%	5.1%	2.5%	25.4%	41.4%	10.2%	15.2%	8.2%	18.6%
活期	35.1%	33.3%	11.7%	-7.6%	17.5%	9.6%	11.2%	14.7%	-20.2%	20.5%	20.8%	27.6%	15.0%
个人存款	**13.6%**	**18.4%**	**20.1%**	**24.7%**	**25.9%**	**9.8%**	**9.2%**	**9.1%**	**25.6%**	**15.9%**	**11.9%**	**12.8%**	**14.3%**
定期	6.3%	10.6%	43.2%	40.1%	37.7%	7.3%	14.0%	7.6%	19.1%	12.0%	5.0%	10.8%	10.4%
活期	7.4%	7.8%	5.5%	11.6%	13.3%	13.1%	3.2%	1.5%	6.5%	3.9%	6.9%	2.0%	3.9%
其他存款	**6.8%**	**7.6%**	**5.7%**	**12.4%**	**24.3%**	**7.8%**	**4.6%**	**1.5%**	**6.4%**	**6.7%**	**4.2%**	**2.8%**	**4.2%**

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）表外做大做强，非息收入占比提升

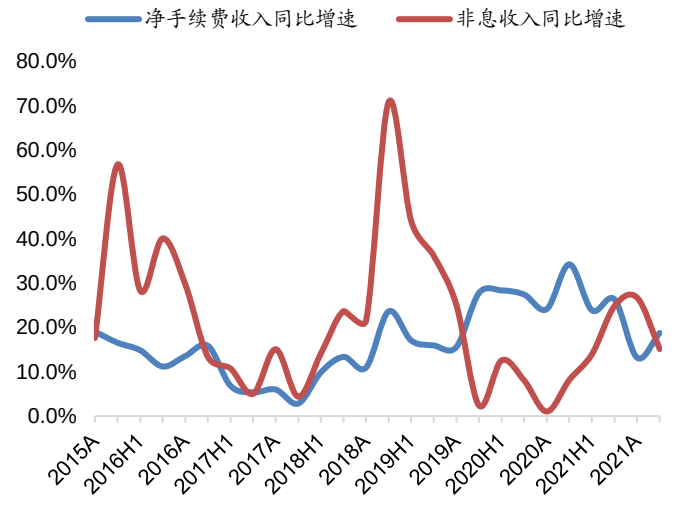
做大做强表外以来，兴业银行非息收入占营收比重逐年提升，2022Q1/2021A占比分别为34.2%/36.4%，位于可比同业前列。

中收方面，咨询顾问业务（主要包括理财业务、债券承销业务、资产管理顾问业务）、代理业务和银行卡业务合计贡献超七成。具体来看，理财业务作为“商行+投行”战略实施主要载体、做强表外的核心，2021年实现收入122.7亿元，同比增长20.4%；财富银行业务快速上量，2021年零售财富代销类手续费收入53.5亿元，其中代销基金收入20.3亿元，同比分别增长24.6%、104%；投行和金融市场优势进一步巩固，2021年实现投行、托管业务收入45.3亿元、35.5亿元，同比分别增长12.6%、19.7%；顺应客户金融需求和移动支付发展趋势，2021年实现银行卡和支付结算收入154.5亿元，同比增长15.2%。展望后续，兴业银行在持续擦亮绿色银行、财富银行、投资银行三张名片的过程中，以综合化服务能力提升为目标，投行、理财、托管、FICC等手续费收入将保持快速增长。同时，借助同业朋友圈和数字化转型建立起更加庞大的分销网络，促进财富代销收入快速增长。

其他非息方面，投资收益和公允价值变动损益主要由交易性金融投资科目贡献（IFRS 9前包括交易性金融资产和可供出售金融资产，I9后为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）。兴业银行近两年交易性金融投资（FVPL）占比保持30%左右，高于可比同业水平，交易型需求较高。同时，底层资产配置主要为基金，收益稳定，流动性强，大部分时间综合收益表现好于可比同业。

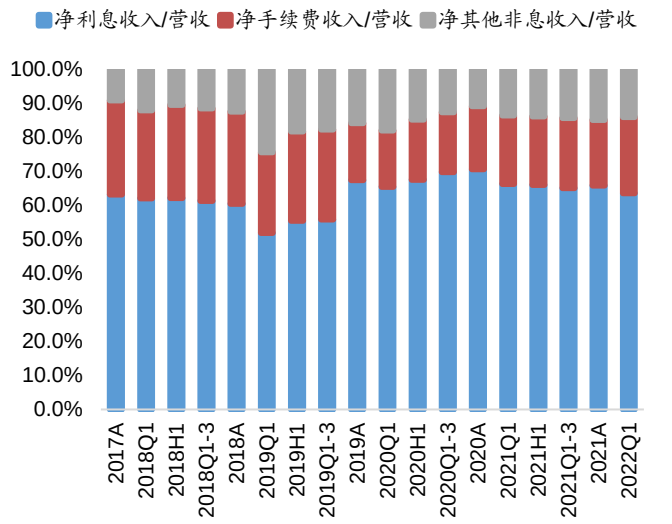
总体来看，“商行+投行”战略驱动下，兴业银行非息收入增势可观，轻资产、轻资本转型效果持续显现。未来工作重点既要保障现有优势延续，如投行和金融市场业务，又要加快提高理财、基金代销等业务的竞争力，促进中收多点开花，其他非息继续领先，非息收入占比持续提升。

图 39：兴业银行非息收入增速



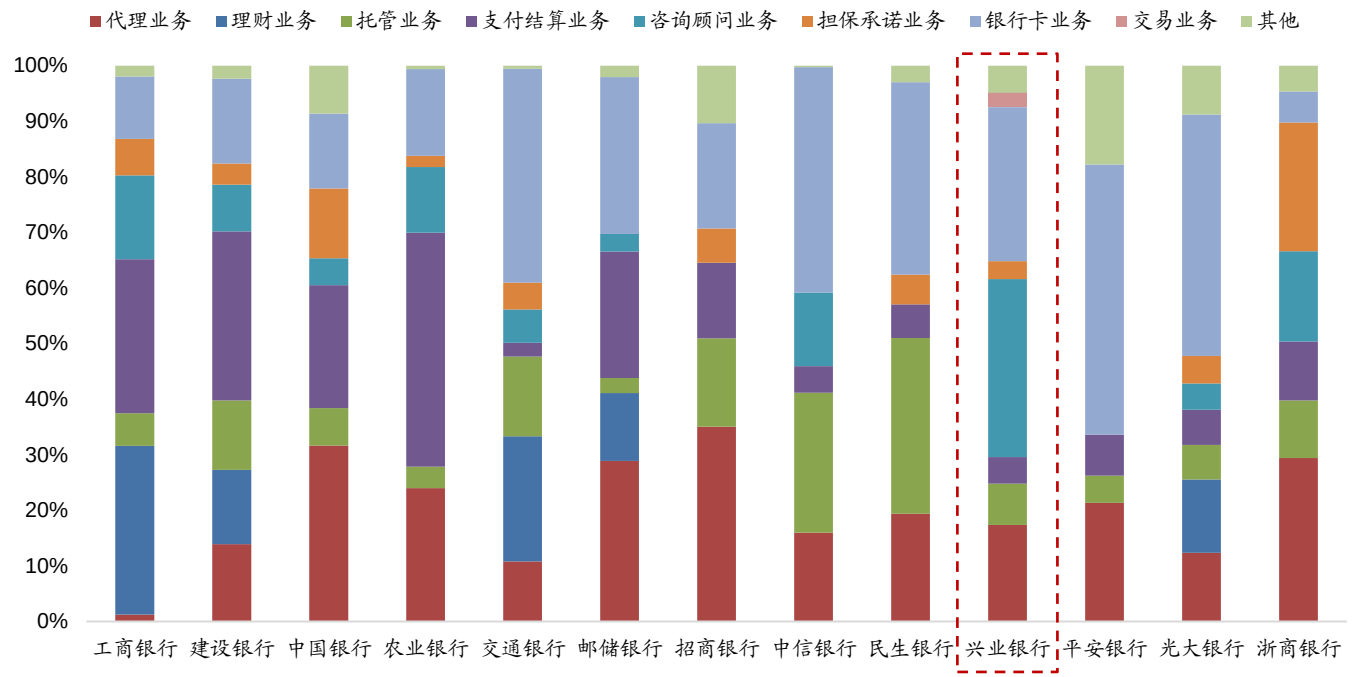
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 40：兴业银行营收结构



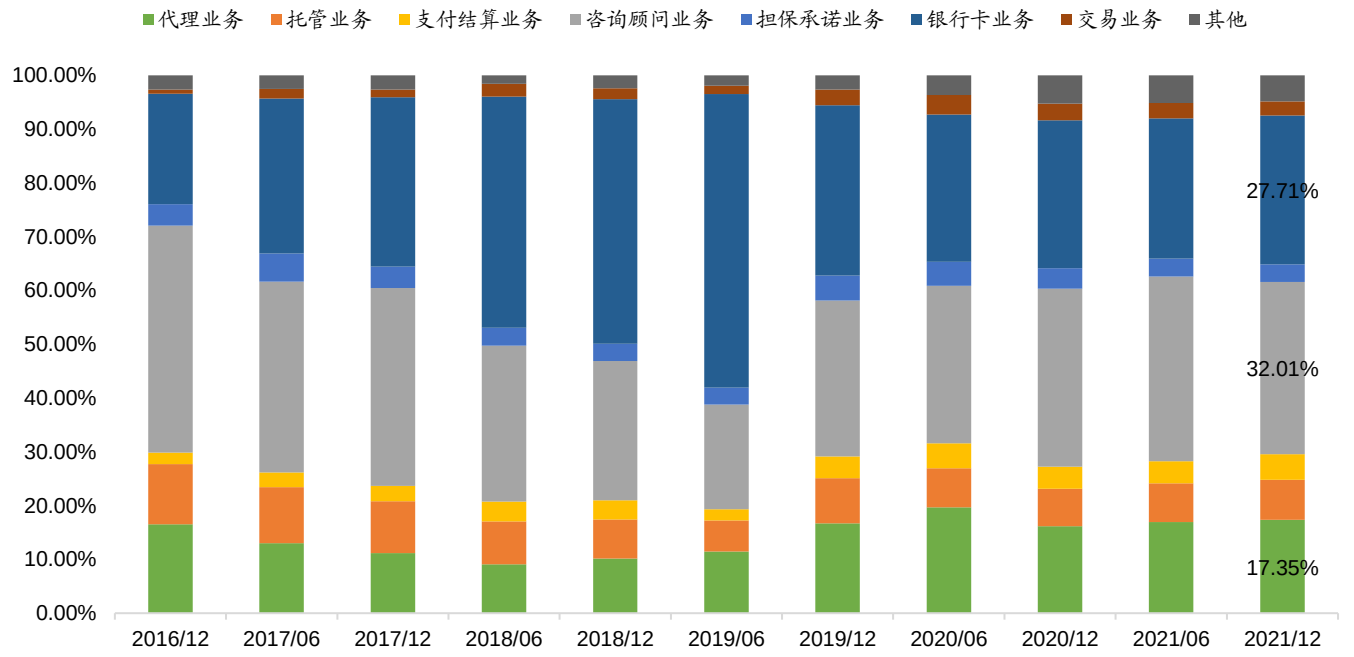
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 41：主要国股行手续费收入结构（2021A）



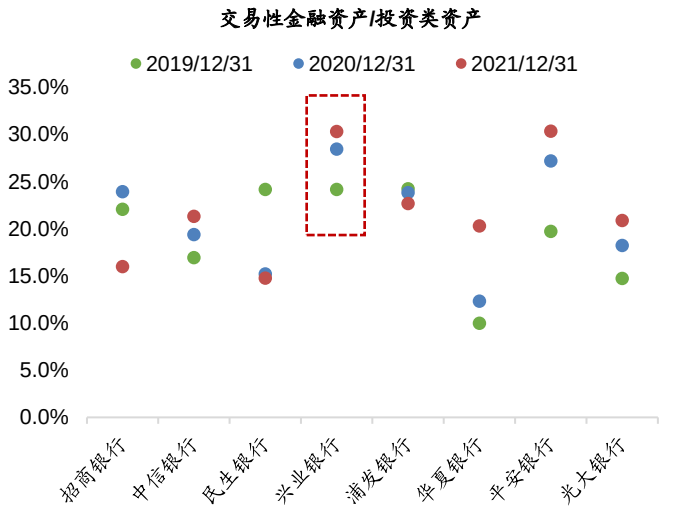
数据来源：各家银行财报，广发证券发展研究中心

图 42：兴业银行手续费收入结构



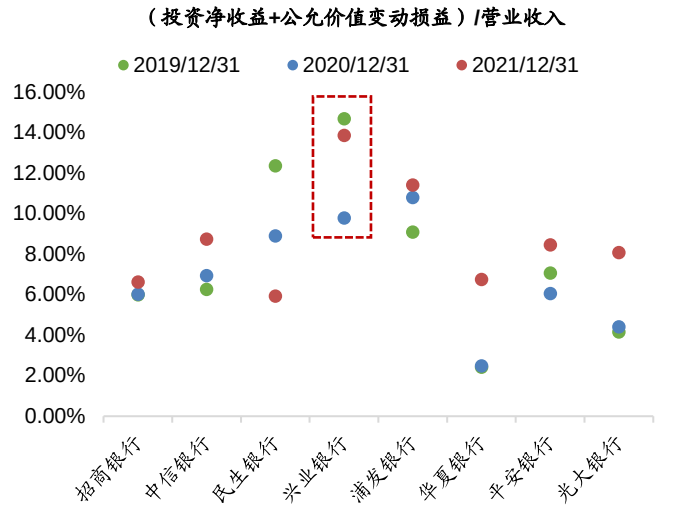
数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

图 43：兴业银行交易性金融资产占比较高



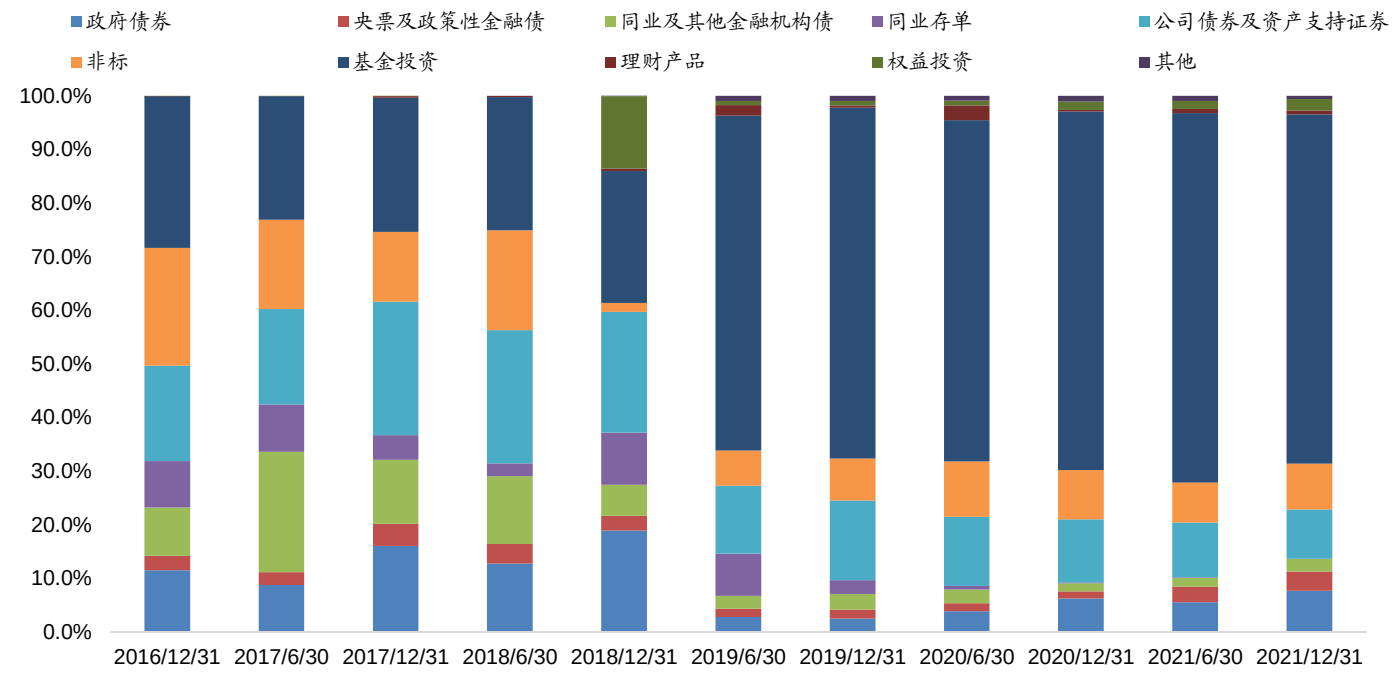
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 44：兴业银行其他非息收入占比较高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 45：兴业银行交易性金融资产底层配置结构



数据来源：兴业银行财报，广发证券发展研究中心

备注：2018 年及以前统计口径包括可供出售金融资产。

（三）重点领域风险披露清晰，资产质量改善支撑信用成本下行

近年来，兴业银行根据外部环境和自身战略规划，积极引导信贷资源投向市场前景良好、产业政策积极支持和抗周期风险的领域，优化信贷结构，严格控制新发生不良的同时，加大存量核销处置力度，历史包袱逐渐出清，各项风险指标大幅改善。

由上文贷款增量结构（表5）可知，兴业银行近五年48%的新增贷款投向个人，其中又以资产质量相对较优的住房按揭贷款为主，2021年监管设置房地产贷款两条红线后，住房按揭贷款增量占比有所下降，不良率仍高的信用卡增量占比继续压降，不良率较低的经营贷增量占比提高。对公贷款增量中，以不良率低的基建行业为主，2021年响应战略规划，制造业成为增量主力，不良率高的房地产、批零、租赁商服业的贷款增量占比下降。由于新增贷款投向领域资产质量普遍表现优秀，2021年末兴业银行不良新生成率降至0.8%，账面不良率降至1.10%，为2015年以来的最优水平，对公不良率改善最为显著。

重点风险领域，**（1）信用卡资产质量保持边际向好趋势。**2021年末，信用卡不良生成率、新发生不良贷款金额同比显著回落，不良率2.29%，总体风险可控，预计2022年信用卡业务将恢复常态，相关资产质量将保持稳中向好态势。**（2）房地产资产质量平稳，安全边际较高。**2021年末，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16,532.58亿元，不良率1.34%，总体资产质量较好，对公融资业务余额5,320.89亿元，仅占表内资产6%，且以优质开发商和优质项目为主要融资对象，相应拨备覆盖率305.14%，远高于整体拨备覆盖率268.73%。**（3）地方政府融资平台风险有序化解。**2021末，全口径地方政府融资平台债务余额3,077.15 亿元(含实有及或有信贷、债券投资、自营及理财资金投资等业务)，不良资产率1.97%，但不良资产规模仅为60.62亿元，主要是个别区域地方政府履约意识不足，对资产质量影响总体很小，通过调整分类督促地方政府切实采取措施化解风险，已经取得了明显成效。

展望后续，兴业银行借助“商行+投行”切入绿色、先进制造业等重点领域，信贷结构优化带动资产质量持续改善，后续信用成本依然具备下行空间，有望支撑ROA、ROE回升。

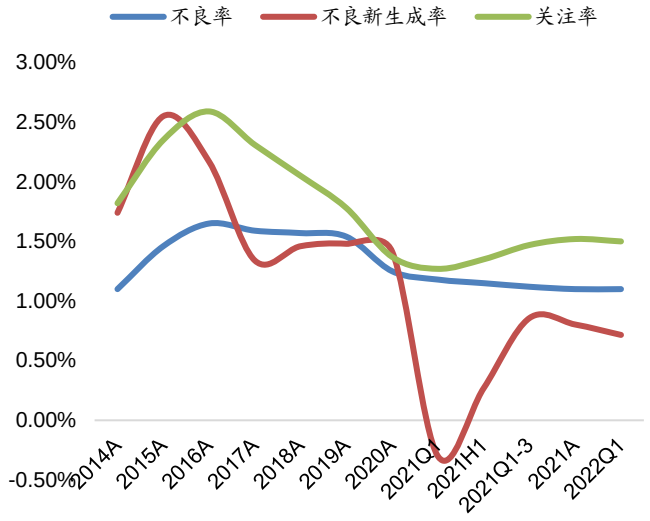
表 8：股份行资产质量关键指标一览（2021A&2022Q1）

	不良贷款率	关注贷款率	不良生成率	逾期贷款率	逾期 90 天以上不良贷款偏离度	信用成本	拨贷比	拨备覆盖率
招商银行	0.94%	0.84%	1.47%	1.09%	69.01%	1.52%	4.35%	462.70%
浦发银行	1.58%	2.17%	0.97%	2.08%	90.02%	1.22%	2.32%	146.95%
中信银行	1.35%	1.75%	1.38%	1.86%	69.98%	1.56%	2.49%	184.19%
光大银行	1.24%	1.86%	1.49%	1.99%	86.70%	1.65%	2.33%	187.52%
华夏银行	1.75%	3.10%	1.44%	未披露	80.20%	1.66%	2.68%	153.09%
民生银行	1.74%	2.85%	1.16%	2.17%	79.25%	1.02%	2.49%	143.11%
兴业银行	1.10%	1.52%	0.72%	1.47%	77.21%	1.03%	2.95%	268.89%
平安银行	1.02%	1.42%	1.80%	1.62%	72.58%	2.23%	2.94%	289.10%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

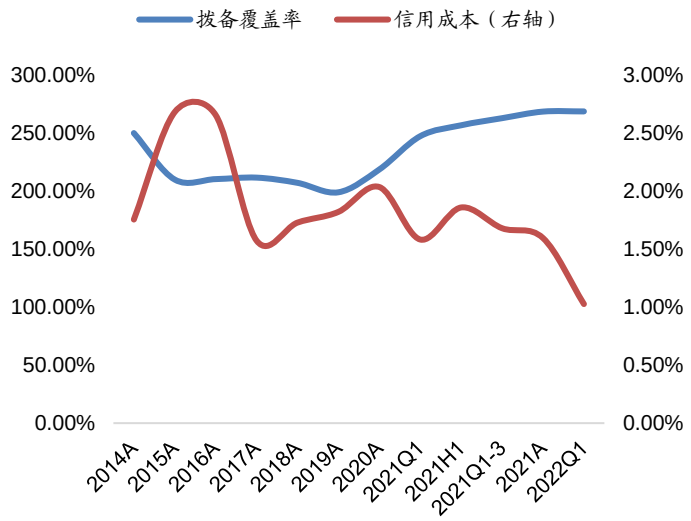
备注：关注贷款率、逾期贷款率、逾期 90 天以上不良贷款偏离度为 2021 年末数据，其余均为 2022 年一季度末数据。

图 46：兴业银行不良率、关注率和不良新生成率



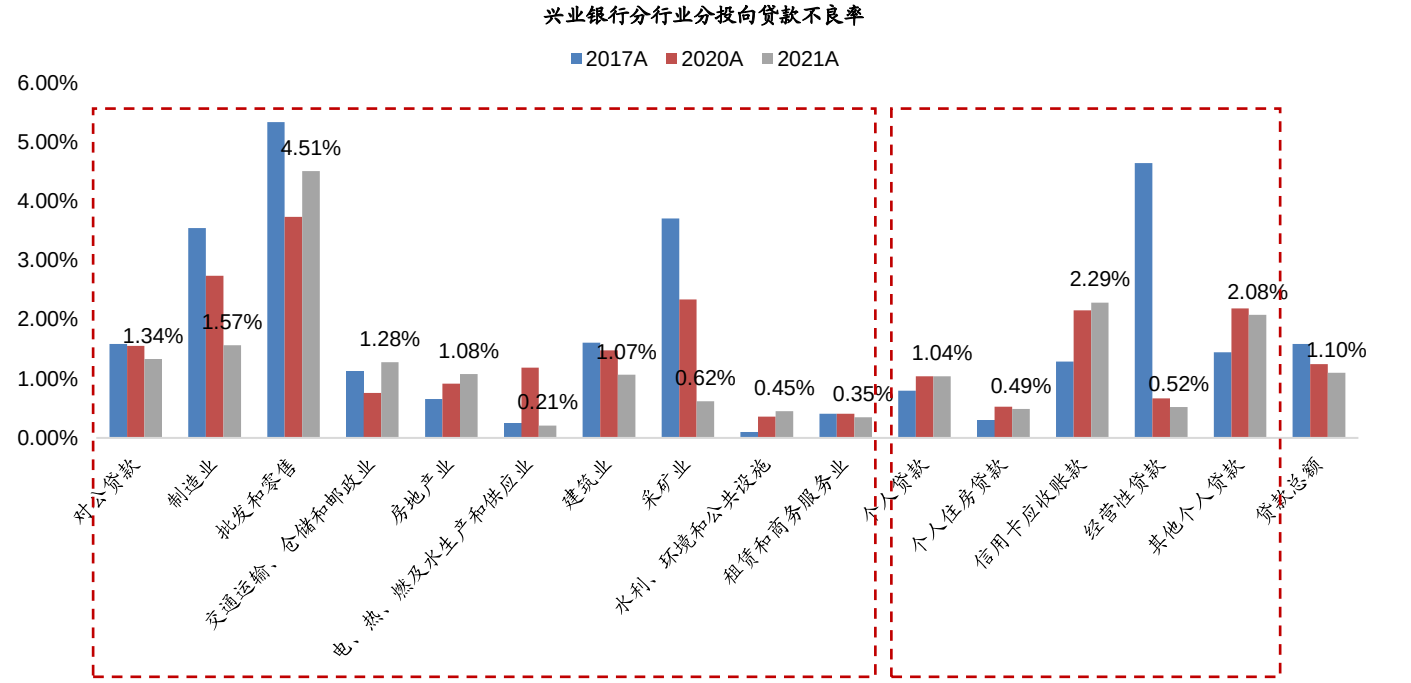
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 47：兴业银行拨备覆盖率和信用成本



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 48：对公不良率明显改善，批零行业和信用卡贷款不良率仍在高位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

关键细分假设及盈利预测:

规模方面，展望下半年，随着经济逐步复苏，零售贷款需求恢复，考虑到兴业银行较强的资产获取能力，预计下半年信贷仍有发力空间，全年贷款增速约12.5%，进而带动生息资产规模同比扩张9.7%。负债端，财政相关投放将带来存款衍生竞争，考虑到兴业银行“商行+投行”模式下结算型存款增长态势较好，预计总体存款增速保持稳定态势，2022年存款、计息负债同比分别增长约7.0%、8.1%。

净息差方面，得益于负债结构优化调整，计息负债向相对低成本的存款倾斜，成本压力改善明显。随着经济复苏，零售信贷投放提速，资本市场回暖，预计一般贷款和投资类资产收益率下行压力减缓，资产端收益有望企稳。总体来看，负债成本仍有小幅改善空间，息差在资产收益压缩的情况下仍然存在下行压力，预计2022年息差同比再降8bp至1.73%。

非息收入方面，随着市场利率逐渐步入上行通道，兴业银行继续发挥金融市场优势，预计净其他非息收入对ROA的贡献度将收敛至常态化水平。在持续建设绿色银行、财富银行、投资银行的过程中，投行、资管、理财业务相关的手续费及佣金收入对营收贡献将持续强劲，从而带动整体非息收入较快增长。预计2022年手续费及佣金净收入增速20%，非息收入占比提升至35.5%。

信用成本方面，近年来兴业银行严格控制新增资产质量，加速存量风险出清，各项风险指标均大幅改善。预计2022年拨备计提压力较小，信用成本继续下降至1.4%，支撑业绩释放。

表 9：兴业银行关键指标假设

关键指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款增速	15.23%	11.66%	12.50%	10.00%	9.50%
存款增速	7.63%	6.65%	7.00%	6.00%	7.00%
生息资产增速	9.94%	9.81%	9.74%	9.12%	8.23%
计息负债增速	9.73%	8.56%	8.10%	7.66%	7.37%
贷款收益率	5.35%	5.05%	4.85%	4.85%	4.95%
生息资产收益率	4.14%	3.91%	3.79%	3.82%	3.88%
存款付息率	2.25%	2.15%	2.10%	2.08%	2.08%
计息负债付息率	2.35%	2.28%	2.27%	2.25%	2.23%
净息差(NIM)	1.96%	1.81%	1.73%	1.81%	1.91%
净手续费收入增速	24.14%	13.18%	20.00%	15.00%	15.00%
拨备支出/平均贷款	2.04%	1.60%	1.40%	1.40%	1.40%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

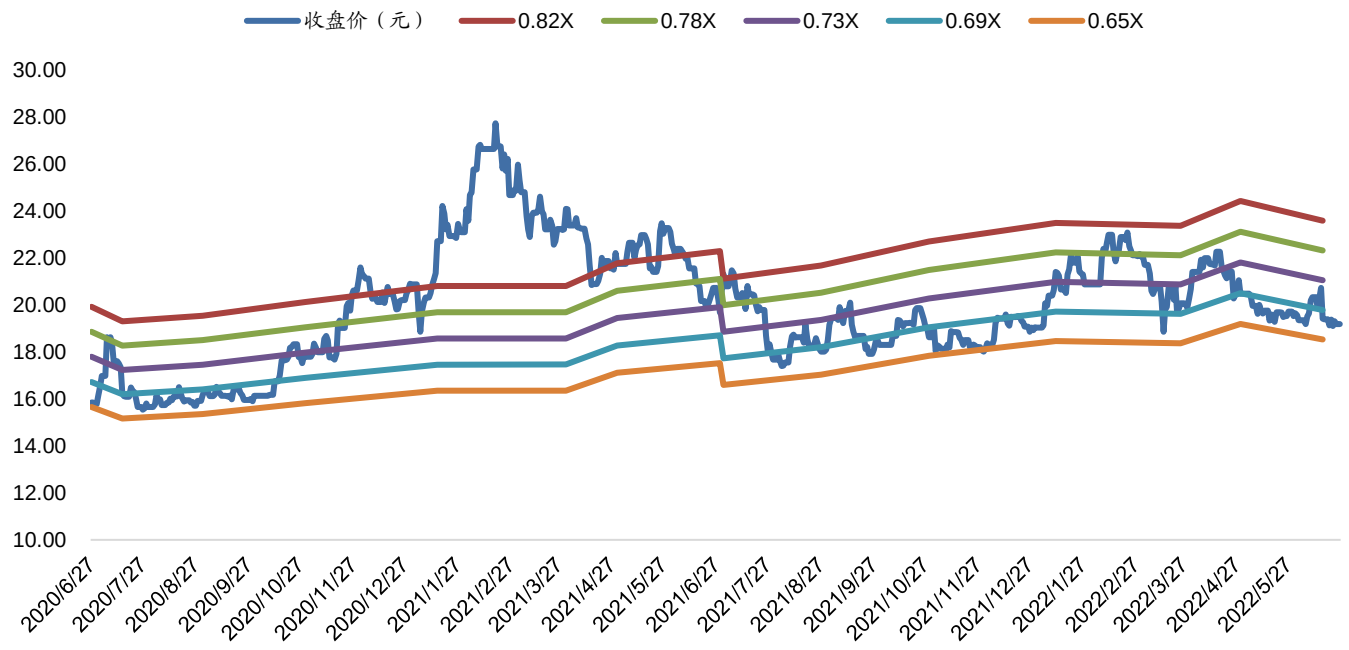
表 10：兴业银行可比同业估值（截至2022年6月27日）

代码	银行名称	最新总资产（百万元）	货币	股价（元）	PB（倍）			归母净利润（百万元）		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600036.SH	招商银行	9,415,379	CNY	41.25	1.42	1.25	1.10	119,922	137,770	159,411
601998.SH	中信银行	8,233,997	CNY	4.75	0.46	0.44	0.40	55,641	60,829	68,469
600000.SH	浦发银行	8,423,074	CNY	7.97	0.42	0.39	0.36	53,003	53,617	56,516
600016.SH	民生银行	7,157,698	CNY	3.69	0.33	0.31	0.28	34,381	34,949	37,604
601818.SH	光大银行	6,247,231	CNY	3.21	0.46	0.42	0.39	43,407	46,796	51,789
000001.SZ	平安银行	5,117,949	CNY	14.49	0.86	0.75	0.67	36,336	43,672	52,119

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：归母净利润和 PB 估值预测均来自 Wind 一致预测。

图 49：兴业银行PB Band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计兴业银行22/23年归母净利润增速分别为14.53%/15.96%，EPS分别为4.06/4.74元/股，最新收盘价对应22/23年PB分别为0.60X/0.54X。过去两年，公司PB估值中枢在0.7X左右，我们认为随着公司战略纵深推进，估值有望从折价走向溢价，给予22年PB估值1X，合理价值32.33元/股，维持“买入”评级。

六、风险提示

宏观经济下行，疫情反复，对公、零售风险暴露超预期，资产质量大幅恶化；存款竞争加剧，存款成本上升超预期。

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）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
价值评估（倍）					
P/E	6.29	5.14	4.77	4.09	3.56
P/B	0.76	0.68	0.60	0.54	0.48
P/PPOP	3.51	3.03	2.64	2.48	2.47
每股指标					
EPS	3.07	3.77	4.06	4.74	5.44
BVPS	25.50	28.65	32.33	36.14	40.48
PPOPPS	7.32	7.81	7.85	8.96	10.09
DPS	0.80	1.04	1.18	1.37	1.56
股息支付率	26.16%	27.42%	27.42%	27.42%	27.42%
股息收益率	4.14%	5.35%	6.10%	7.07%	8.08%
驱动性因素					
贷款增长	15.23%	11.66%	12.50%	10.00%	9.50%
存款增长	7.63%	6.65%	7.00%	6.00%	7.00%
生息资产增长	9.94%	9.81%	9.74%	9.12%	8.23%
计息负债增长	9.73%	8.56%	8.10%	7.66%	7.37%
平均贷款收益率	5.35%	5.05%	4.85%	4.85%	4.95%
平均生息资产收益率	4.14%	3.91%	3.79%	3.82%	3.88%
平均存款付息率	2.25%	2.15%	2.10%	2.08%	2.08%
平均计息负债付息率	2.35%	2.28%	2.27%	2.25%	2.23%
净息差(NIM)-测算值	1.96%	1.81%	1.73%	1.81%	1.91%
净利差(NIS)-测算值	1.79%	1.63%	1.52%	1.57%	1.65%
净手续费收入增速	24.14%	13.18%	20.00%	15.00%	15.00%
净非息收入/营收	29.35%	34.15%	35.52%	35.20%	34.15%
成本收入比	23.76%	25.07%	25.00%	25.00%	25.00%
拨备支出/平均贷款	2.04%	1.60%	1.40%	1.40%	1.40%
实际所得税率	11.69%	12.06%	12.00%	12.00%	12.00%
业绩年增长率					
净利息收入	17.36%	1.51%	4.79%	14.66%	14.45%
净手续费收入	24.14%	13.18%	20.00%	15.00%	15.00%
营业收入	12.04%	8.91%	7.01%	14.08%	12.63%
营业支出	18.26%	-0.44%	1.44%	12.54%	11.16%
拨备前利润	14.68%	6.74%	7.75%	14.11%	12.63%
利润总额	2.86%	24.37%	14.39%	15.88%	14.31%
净利润	1.47%	23.84%	14.47%	15.88%	14.31%
归母净利润	1.15%	24.10%	14.53%	15.96%	14.36%
盈利能力					
ROAA	0.90%	1.02%	1.07%	1.15%	1.22%
ROAE	12.62%	13.94%	13.75%	13.83%	14.21%
RORWA	1.25%	1.42%	1.50%	1.59%	1.67%
资本状况					
资本充足率	13.47%	14.39%	17.58%	18.94%	20.47%
一级资本充足率	10.85%	11.22%	12.07%	12.23%	12.53%
核心一级资本充足率	9.33%	9.81%	10.78%	11.05%	11.44%
加权风险资产	5,663,756	6,102,620	6,696,963	7,307,649	7,909,354
风险加权系数	71.75%	70.94%	71.74%	72.55%	72.93%

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					
净利息收入	143,515	145,679	152,662	175,037	200,329
利息收入	303,478	315,158	334,967	369,698	408,345
利息支出	159,963	169,479	182,305	194,661	208,016
净手续费收入	37,710	42,680	51,216	58,898	67,733
净其他非息收入	21,912	32,877	32,877	36,165	36,165
营业收入	203,137	221,236	236,755	270,100	304,227
营业支出	126,590	126,037	127,852	143,882	159,938
税金及附加	2,086	2,207	2,794	3,126	3,519
业务及管理费	48,262	55,468	59,189	67,525	76,057
营业利润	76,547	95,199	108,903	126,218	144,289
营业外净收入	90	111	122	125	127
拨备前利润	152,064	162,320	174,895	199,574	224,779
资产减值损失	75,427	67,010	65,869	73,231	80,362
利润总额	76,637	95,310	109,025	126,343	144,416
所得税	8,956	11,494	13,083	15,161	17,330
净利润	67,681	83,816	95,942	111,182	127,086
归母净利润	66,626	82,680	94,693	109,807	125,574
资产负债表					
贷款总额	3,965,674	4,428,183	4,981,706	5,479,876	6,000,465
贷款减值准备	108,662	130,909	165,114	191,118	221,922
贷款净额	3,867,321	4,310,306	4,816,592	5,288,759	5,778,543
投资类资产	2,892,814	2,998,596	3,238,484	3,497,562	3,777,367
存放央行	411,147	447,446	419,459	444,626	475,750
同业资产	410,496	559,204	615,124	676,637	676,637
其他资产	312,222	287,472	326,718	302,179	325,371
生息资产	7,680,131	8,433,429	9,254,772	10,098,702	10,930,219
资产合计	7,894,000	8,603,024	9,334,797	10,072,634	10,845,706
存款	4,084,242	4,355,748	4,660,650	4,940,289	5,286,110
向央行借款	290,398	95,777	89,429	89,429	89,429
同业负债	1,790,817	2,150,233	2,365,256	2,601,782	2,809,924
发行债券	947,393	1,120,116	1,232,128	1,355,340	1,463,768
计息负债	7,112,850	7,721,874	8,347,463	8,986,841	9,649,231
负债合计	7,269,197	7,908,726	8,517,820	9,170,246	9,846,154
股东权益合计	624,803	694,298	816,977	902,388	999,552
资产质量					
不良贷款余额	49,656	48,714	52,475	55,065	60,305
不良贷款率	1.25%	1.10%	1.05%	1.00%	1.01%
不良净生成率	1.42%	0.80%	0.80%	1.00%	1.00%
拨备覆盖率	219%	269%	315%	347%	368%
拨贷比	2.74%	2.96%	3.31%	3.49%	3.70%
流动性					
存贷比	97.10%	101.66%	106.89%	110.92%	113.51%
贷款/总资产	50.24%	51.47%	53.37%	54.40%	55.33%
投资类资产/总资产	36.65%	34.86%	34.69%	34.72%	34.83%
同业资产/总资产	5.20%	6.50%	6.59%	6.72%	6.24%

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。
李 佳 鸣：资深分析师，美国南加州大学硕士，2019 年加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 年加入广发证券发展研究中心。

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。