

## 公司研究

## 轻资产转型成效凸显，非息收入表现亮眼

## ——兴业银行（601166.SH）2022年中报点评

## 买入（维持）

当前价：17.88元

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebsecn.com

联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	207.74
总市值(亿元):	3714.43
一年最低/最高(元):	16.65/22.07
近3月换手率:	37.24%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.06	-7.24	18.23
绝对	0.28	-4.59	3.78

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

8月26日，兴业银行发布2022年中报，上半年实现营业收入1158.5亿，同比增长6.3%，归母净利润448.9亿，同比增长11.9%。加权平均净资产收益率13.6%，同比提升0.02pct。

## 点评：

**规模扩张提速、非息增长亮眼，营收盈利增长韧性强。**1H22兴业银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为6.3%、1.8%、11.9%，季环比变动-0.4、2、-3.7pct，2Q单季营收、归母净利润同比增速5.9%、6.5%，季环比下滑0.8、9.1pct。拆分业绩增速看，（1）规模对盈利贡献为19%，季环比提升4.4pct，规模扩张对业绩驱动效果显著增强；息差贡献度-17.7%，季环比下滑6.8pct，息差承压有所加大，净利息收入延续“以量补价”逻辑。（2）非息收入贡献度为15.6%，季环比提升3.9pct，主要受投资收益同比高增拉动。（3）拨备对盈利贡献度为10.5%，季环比回落8.2pct。公司信用成本受疫情等因素扰动有所提升，但伴随潜在风险逐步释放，公司前期增提拨备适度回落，仍对盈利形成显著正向贡献。总体来看，在行业经营压力加大背景下，兴业银行营收盈利仍延续稳步增长态势，资产扩张提速明显，非息增长动能较强。

**资产结构持续优化，对公贷款投放维持高景气度。**22Q2末，兴业银行总资产、生息资产、贷款同比增速分别为10.8%、10.6%、13.5%，季环比提升0.4、0.4、2.7pct，贷款投放对资产扩张拉动作用持续增强。上半年贷款新增3475亿，同比多增1072亿；其中，2Q单季新增约1464亿，同比多增1159亿，贷款占生息资产比重季环比提升0.6pct至53.7%，创历史新高。在信贷供需失衡背景下，公司上半年贷款增量、增速双优，跑赢大市位居同业前列。

**贷款结构方面，（1）对公贷款仍为核心驱动力，2Q对公贷款（含贴现）新增1199亿，同比多增1237亿，存量占比59.6%，季环比提升0.7pct。**细分投向看，制造业仍为主要行业投向，上半年新增903亿，同比多增659亿，存量占比为21.5%，季环比提升1.8pct。其中，公司对绿色供应链、半导体、生物医药等新兴产业贷款投放力度加大，2Q末公司央行口径绿色贷款余额5416亿，较年初增加约876亿。

**（2）零售贷款增速有所放缓，2Q新增投放264亿，同比少增79亿，占比较上季下滑0.7pct至40.4%。**具体地，公司上半年压降了住房按揭贷款集中度，更多资源向普惠型经营贷倾斜。上半年经营贷、信用卡新增投放387、193亿，分别同比多增203、109亿，构成零售贷款增长的主要驱动力。按揭新增-146亿，同比少增近529亿，占零售贷款比重较年初下滑2.3pct至57.4%。

**结算性存款吸收力度加大，存贷增速差持续收窄。**2Q末，兴业银行付息负债、存款同比增速分别为10.1%、11.7%，季环比分别下滑0.3pct，提升3.5pct，存贷增速差持续收窄。2Q单季新增存款2374亿，同比多增1509亿，占付息负债比重季环比提升2.1pct至58.1%。其中，活期存款新增1130亿，同比多增132亿，占存款比重季环比提升0.4pct至39.6%，得益于公司“商行+投行”业务模式，预计结算性存款等高稳定性资金沉淀效果持续凸显。

**市场类负债方面**，公司结合资产投放及流动性管理安排，适度调整主动负债吸收结构。2Q 单季同业负债、应付债券分别减少 944、184 亿，同比分别少增 2514 亿，少减 913 亿，二者合计占付息负债比重为 41.9%，季环比下滑 2.1pct。其中，金融债、二级债上半年新增 546、278 亿，同比多增 505 亿，少减 575 亿。反映出公司有效把握当前低利率窗口，提升长债发行力度，有效补充中长期资金来源。

**NIM 较年初下滑 14bp 至 2.15%**。上半年公司息差为 2.15%，较年初收窄 14bp。资产端，生息资产\贷款收益率分别为 4.2%、4.89%，较年初下滑 16、14bp，主要受 LPR 连续下调、让利实体经济政策导向等因素影响。负债端，付息负债\存款成本率分别为 2.32%、2.25%，分别较年初下滑 2bp，提升 3bp。在存款定期化行业背景下，公司增强结算性存款拓展力度，灵活调整市场类负债结构，上半年综合负债成本实现稳中有降。

**非息收入同比增长 17%，延续前期亮眼表现**。上半年兴业银行非息收入同比增长 17.2%，季环比提升 2pct，占营收比重 37.5%，季环比提升 1.1pct。**结构方面**，（1）手续费及佣金净收入同比增速为 3.5%，季环比下滑 15.3pct。其中，理财业务、财富银行业务同比增长 16.6%、8.4%，轻资本、弱周期业务转型持续推进。投行、银行卡和支付结算收入同比增长 18.3%、9.3%，商投联动效果不断凸显。（2）净其他非息收入增速 37.1%，季环比提升 27.4pct。其中，投资收益同比增速 78.4%，公司积极把握波段机会，优质债券资产构建交易能力持续提升。

**不良率小幅提升至 1.15%，风险抵补能力依然强劲**。2Q 末，兴业银行不良贷款率为 1.15%，季环比提升 5bp；逾期率 1.64%，较年初提升 17bp。公司上半年信用成本 1.18%，较年初提升 11bp。不良、逾期指标提升原因主要在于疫情扰动、经济下行等因素叠加影响下，公司信用卡业务及涉房业务不良有所增加。其中，2Q 末信用卡不良率 2.73%，较年初提升 44bp，但季环比下降 15bp，预计伴随疫情趋稳，下半年信用卡资产质量将保持平稳。2Q 末公司涉房类业务不良率 1.85%，但整体以表内自营资产为主，且风险分散、押品足值类按揭业务占比近 70%。剩余对公融资业务项目基本分布在一线及省会城市，开发前景良好，押品足值。后续伴随各地保交楼措施落地推进，涉房类业务风险整体可控。

此外，公司逾期 90 天以上贷款与不良贷款比率约 84%，低于 90%，公司贷款风险分类偏离度较低，不良认定较为审慎。2Q 末公司拨贷比、拨备覆盖率为 2.89%、251.3%，季环比分别下滑 0.06、17.6pct，伴随前期风险逐步释放，公司前瞻性增计拨备有序回落，整体拨备水平仍居历史高位。综合来看，公司不良、逾期指标虽有上升，但资产质量仍相对稳健，风险抵补能力仍居高位。

**多元化渠道补充资本，资本安全边际较厚**。2Q 末，兴业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 9.51%、10.83%、14.26%，季环比分别下滑 0.3、0.33、0.38pct。兴业银行作为第三组 D-SIBs 银行，执行 8.25% 监管资本下限要求，目前公司核心一级资本充足率距离监管红线仍有超 1pct 安全空间。同时，公司“轻资产、轻资本”转型导向效果持续凸显，2Q 末风险加权资产同比增速为 8.49%，季环比下滑 6bp。此外，公司已发行落地 500 亿元可转债和 250 亿元二级债，拓展多元化渠道补充各层资本，为业绩增长提供坚实基础。

**盈利预测、估值与评级**。兴业银行战略目标清晰，坚持“轻资本、轻资产、高效率”转型方向，以“1234”战略为核心主线，以数字化转型为增长引擎，赋能“F+G+B+C”端场景生态服务获客，树牢擦亮“绿色银行、财富银行、投资银行”三张金色名片。公司基本面表现优异，经营业绩提质增效，盈利保持两位数增速。资产端信贷投放保持稳定，负债结构持续优化，核心存款占比提升助力息

差维持较强韧性。公司资产质量稳健，风险抵补能力较强，同时轻资产转型成效凸显，资本内生能力持续增强，核心一级资本充足率安全边际较厚。此外，年内管理层、大股东积极增持，补充公司核心一级资本的同时也彰显出对公司长期发展的信心。为此，我们维持 2022-2024 年 EPS 预测为 4.56/5.13/5.74 元不变，当前股价对应 PB 估值分别为 0.55/0.49/0.44 倍，对应 PE 估值分别为 3.92/3.48/3.11 倍，维持“买入”评级。

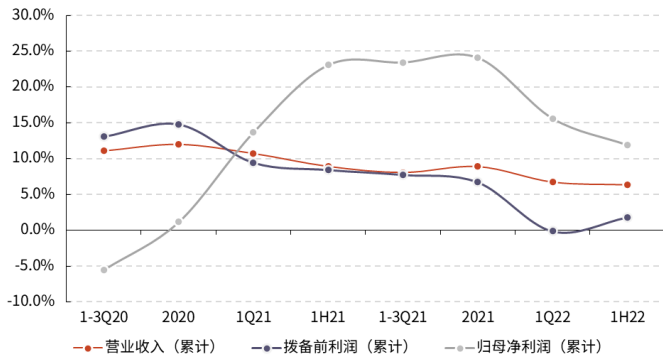
**风险提示：**宽信用力度不及预期，大宗商品价格持续上涨。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	203,137	221,236	245,419	275,422	309,523
营业收入增长率	12.0%	8.9%	10.9%	12.2%	12.4%
净利润 (百万元)	66,626	82,680	94,681	106,617	119,336
净利润增长率	1.2%	24.1%	14.5%	12.6%	11.9%
EPS (元)	3.21	3.98	4.56	5.13	5.74
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.12%	14.66%	14.89%	14.90%	14.84%
P/E	5.57	4.49	3.92	3.48	3.11
P/B	0.70	0.62	0.55	0.49	0.44

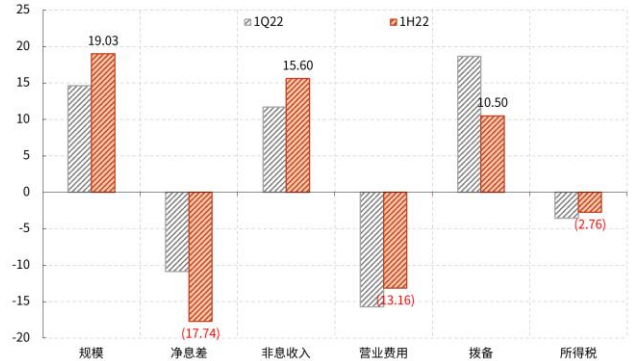
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 8 月 26 日

图 1：兴业银行营收及盈利累计增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：兴业银行业绩同比增速拆分 (%)



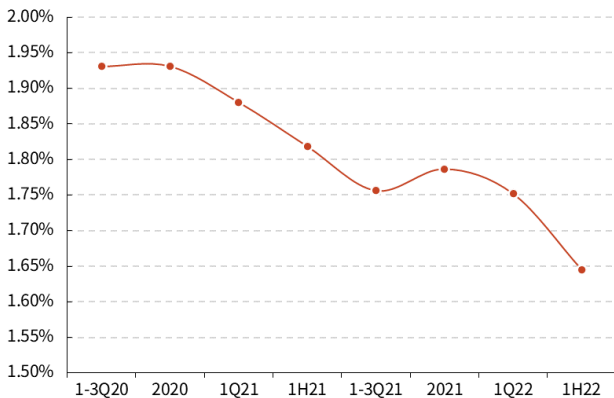
资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：兴业银行资产负债结构

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
<b>资产结构 (占比)</b>											
发放贷款和垫款/生息资产	48.6%	49.5%	50.6%	51.3%	51.0%	52.8%	52.3%	51.1%	51.9%	53.1%	53.7%
较上季变动 (pct)	(0.45)	0.90	1.10	0.71	(0.26)	1.78	(0.46)	(1.17)	0.76	1.21	0.59
公司贷款/贷款	52.2%	53.2%	52.5%	51.9%	51.5%	53.3%	53.5%	51.6%	50.2%	52.0%	51.4%
较上季变动 (pct)	0.40	1.03	(0.73)	(0.58)	(0.38)	1.78	0.20	(1.86)	(1.43)	1.79	(0.57)
零售贷款/贷款	42.1%	40.5%	41.1%	42.6%	43.2%	41.8%	42.3%	42.0%	42.5%	41.1%	40.4%
较上季变动 (pct)	0.99	(1.65)	0.63	1.46	0.68	(1.44)	0.51	(0.29)	0.44	(1.36)	(0.71)
票据/贷款	5.7%	6.3%	6.4%	5.5%	5.2%	4.9%	4.2%	6.3%	7.3%	6.9%	8.2%
较上季变动 (pct)	(1.40)	0.62	0.10	(0.88)	(0.30)	(0.34)	(0.71)	2.15	0.99	(0.43)	1.28
金融投资/生息资产	38.1%	36.8%	38.0%	37.2%	37.2%	35.1%	34.6%	35.8%	35.1%	34.1%	33.8%
较上季变动 (pct)	(1.35)	(1.28)	1.24	(0.84)	0.02	(2.12)	(0.47)	1.24	(0.70)	(1.01)	(0.35)
金融同业资产/生息资产	11.9%	12.4%	10.2%	10.3%	10.5%	10.9%	11.8%	11.8%	11.7%	11.6%	11.4%
较上季变动 (pct)	1.79	0.54	(2.21)	0.13	0.16	0.39	0.93	(0.01)	(0.07)	(0.13)	(0.22)
<b>负债结构 (占比)</b>											
客户存款/付息负债	58.3%	59.4%	59.9%	57.7%	57.2%	57.1%	57.3%	55.3%	56.2%	56.0%	58.1%
较上季变动 (pct)	(0.90)	1.04	0.59	(2.24)	(0.54)	(0.04)	0.14	(2.02)	0.90	(0.14)	2.10
活期存款/存款	38.9%	38.9%	39.5%	38.2%	39.9%	40.0%	41.5%	38.1%	41.0%	39.2%	39.6%
较上季变动 (pct)	2.11	(0.05)	0.56	(1.27)	1.76	0.02	1.57	(3.46)	2.97	(1.82)	0.43
定期存款/存款	53.3%	53.7%	53.3%	54.2%	52.3%	52.1%	50.7%	54.2%	51.3%	53.0%	52.6%
较上季变动 (pct)	(2.55)	0.36	(0.39)	0.96	(1.95)	(0.21)	(1.41)	3.59	(2.92)	1.71	(0.43)
个人存款/存款	17.6%	N/A	17.3%	N/A	18.0%	N/A	18.4%	N/A	18.4%	N/A	19.3%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
公司存款/存款	74.6%	N/A	75.4%	N/A	74.3%	N/A	73.8%	N/A	74.0%	N/A	73.0%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
应付债券/付息负债	13.9%	12.5%	13.2%	14.7%	13.4%	15.4%	13.6%	14.5%	14.6%	15.5%	15.1%
较上季变动 (pct)	0.16	(1.48)	0.70	1.52	(1.29)	2.03	(1.80)	0.83	0.14	0.95	(0.47)
金融同业负债/付息负债	27.7%	28.2%	26.9%	27.6%	29.4%	27.4%	29.1%	30.3%	29.3%	28.4%	26.8%
较上季变动 (pct)	0.74	0.44	(1.28)	0.72	1.82	(1.99)	1.66	1.19	(1.04)	(0.81)	(1.62)

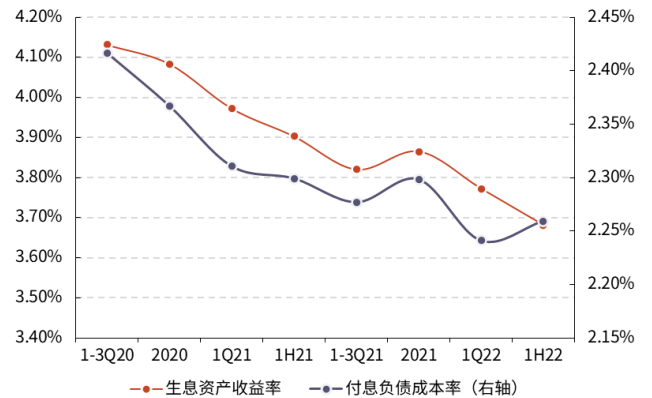
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：兴业银行净息差（测算值）走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 4：兴业银行生息资产收益率及付息负债成本率（测算值）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

表 3：兴业银行资产质量主要指标

	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
<b>不良贷款率</b>	<b>1.55%</b>	<b>1.54%</b>	<b>1.52%</b>	<b>1.47%</b>	<b>1.47%</b>	<b>1.25%</b>	<b>1.18%</b>	<b>1.15%</b>	<b>1.12%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.15%</b>
较上季变动 (pct)	(0.01)	(0.01)	(0.02)	(0.05)	0.00	(0.22)	(0.07)	(0.03)	(0.03)	(0.02)	0.00	0.05
<b>(关注+不良) / 贷款总额</b>	<b>3.40%</b>	<b>3.32%</b>	<b>3.59%</b>	<b>3.14%</b>	<b>3.16%</b>	<b>2.62%</b>	<b>2.45%</b>	<b>2.50%</b>	<b>2.59%</b>	<b>2.62%</b>	<b>2.60%</b>	<b>2.68%</b>
较上季变动 (pct)	(0.04)	(0.08)	0.27	(0.45)	0.02	(0.54)	(0.17)	0.05	0.09	0.04	(0.03)	0.08
<b>逾期90天以上贷款/不良贷款</b>	<b>N/A</b>	<b>78.6%</b>	<b>N/A</b>	<b>85.7%</b>	<b>N/A</b>	<b>65.7%</b>	<b>N/A</b>	<b>77.14%</b>	<b>N/A</b>	<b>77.21%</b>	<b>N/A</b>	<b>83.98%</b>
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>逾期90天以上贷款/贷款总额</b>	<b>N/A</b>	<b>1.21%</b>	<b>N/A</b>	<b>1.26%</b>	<b>N/A</b>	<b>0.82%</b>	<b>N/A</b>	<b>0.89%</b>	<b>N/A</b>	<b>0.85%</b>	<b>N/A</b>	<b>0.97%</b>
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>拨备覆盖率</b>	<b>197.9%</b>	<b>199.1%</b>	<b>199.0%</b>	<b>215.0%</b>	<b>211.7%</b>	<b>218.8%</b>	<b>247.5%</b>	<b>256.94%</b>	<b>263.06%</b>	<b>268.73%</b>	<b>268.89%</b>	<b>251.30%</b>
较上季变动 (pct)	4.35	1.26	(0.17)	16.01	(3.28)	7.14	28.69	9.42	6.12	5.67	0.16	(17.59)
<b>拨贷比</b>	<b>3.07%</b>	<b>3.07%</b>	<b>3.03%</b>	<b>3.16%</b>	<b>3.11%</b>	<b>2.74%</b>	<b>2.92%</b>	<b>2.95%</b>	<b>2.94%</b>	<b>2.96%</b>	<b>2.95%</b>	<b>2.89%</b>
较上季变动 (pct)	0.05	0.00	(0.04)	0.13	(0.05)	(0.37)	0.18	0.03	(0.01)	0.02	(0.01)	(0.06)

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：兴业银行资本充足率

	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
<b>资本充足率</b>	<b>13.43%</b>	<b>13.36%</b>	<b>13.27%</b>	<b>12.73%</b>	<b>12.62%</b>	<b>13.47%</b>	<b>13.42%</b>	<b>12.59%</b>	<b>12.92%</b>	<b>14.39%</b>	<b>14.64%</b>	<b>14.26%</b>
较上季变动 (pct)	1.59	(0.07)	(0.09)	(0.54)	(0.11)	0.85	(0.05)	(0.83)	0.33	1.47	0.25	(0.38)
<b>一级资本充足率</b>	<b>10.57%</b>	<b>10.56%</b>	<b>10.57%</b>	<b>10.06%</b>	<b>9.99%</b>	<b>10.85%</b>	<b>10.88%</b>	<b>10.63%</b>	<b>10.96%</b>	<b>11.22%</b>	<b>11.16%</b>	<b>10.83%</b>
较上季变动 (pct)	0.48	(0.01)	0.01	(0.51)	(0.07)	0.86	0.03	(0.25)	0.33	0.26	(0.06)	(0.33)
<b>核心一级资本充足率</b>	<b>9.45%</b>	<b>9.47%</b>	<b>9.52%</b>	<b>9.04%</b>	<b>9.00%</b>	<b>9.33%</b>	<b>9.42%</b>	<b>9.20%</b>	<b>9.54%</b>	<b>9.81%</b>	<b>9.81%</b>	<b>9.51%</b>
较上季变动 (pct)	0.46	0.02	0.05	(0.48)	(0.04)	0.33	0.09	(0.22)	0.34	0.27	0.00	(0.30)
<b>风险加权资产同比增速</b>	<b>7.58%</b>	<b>8.22%</b>	<b>7.96%</b>	<b>8.56%</b>	<b>13.21%</b>	<b>10.55%</b>	<b>10.48%</b>	<b>9.25%</b>	<b>6.68%</b>	<b>7.75%</b>	<b>8.54%</b>	<b>8.49%</b>
较上季变动 (pct)	(2.50)	0.63	(0.26)	0.60	4.65	(2.66)	(0.07)	(1.22)	(2.57)	1.06	0.80	(0.06)

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	203,137	221,236	245,419	275,422	309,523
净利息收入	143,515	145,679	159,682	175,990	192,103
非息收入	59,622	75,557	85,737	99,432	117,420
净手续费及佣金收入	37,710	42,680	51,216	61,459	73,751
净其他非息收入	21,912	32,877	34,521	37,973	43,669
营业支出	126,590	126,037	135,836	152,011	171,376
拨备前利润	152,064	162,320	181,721	205,300	232,253
信用及其他减值损失	75,427	67,010	72,027	81,778	93,995
税前利润	76,637	95,310	109,694	123,522	138,258
所得税	8,956	11,494	13,712	15,440	17,282
净利润	67,681	83,816	95,982	108,082	120,976
归属母公司净利润	66,626	82,680	94,681	106,617	119,336

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	4.14%	3.91%	3.91%	3.85%	3.79%
贷款收益率	5.35%	5.05%	5.00%	4.90%	4.80%
付息负债成本率	2.37%	2.30%	2.31%	2.23%	2.18%
存款成本率	2.27%	2.18%	2.15%	2.10%	2.05%
净息差	1.96%	1.81%	1.81%	1.83%	1.82%
净利差	1.77%	1.62%	1.60%	1.62%	1.61%
RORWA	1.25%	1.42%	1.50%	1.54%	1.58%
ROAA	0.90%	1.02%	1.07%	1.11%	1.13%
ROAE	13.12%	14.66%	14.89%	14.90%	14.84%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.25%	1.10%	1.09%	1.19%	1.30%
拨备覆盖率	218.8%	268.7%	283.1%	280.0%	274.1%
拨贷比	2.74%	2.96%	3.10%	3.33%	3.57%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	13.47%	14.39%	14.27%	14.29%	14.30%
一级资本充足率	10.85%	11.22%	11.31%	11.50%	11.68%
核心一级资本充足率	9.33%	9.81%	10.02%	10.33%	10.60%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价日期为：2022年8月26日

资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	<b>7,894,000</b>	<b>8,603,024</b>	<b>9,352,147</b>	<b>10,197,474</b>	<b>11,151,779</b>
发放贷款和垫款	3,965,674	4,428,183	4,937,424	5,480,541	6,055,997
同业资产	816,687	1,001,624	1,102,286	1,194,489	1,293,742
金融投资	2,892,814	2,998,596	3,148,526	3,368,923	3,672,126
生息资产合计	7,675,175	8,428,403	9,188,236	10,043,953	11,021,865
<b>总负债</b>	<b>7,269,197</b>	<b>7,908,726</b>	<b>8,581,525</b>	<b>9,341,308</b>	<b>10,200,025</b>
吸收存款	4,042,894	4,311,041	4,591,259	4,880,508	5,178,219
市场类负债	3,028,608	3,366,126	3,744,296	4,193,809	4,731,373
付息负债合计	7,071,502	7,677,167	8,335,555	9,074,317	9,909,592
<b>股东权益</b>	<b>624,803</b>	<b>694,298</b>	<b>770,622</b>	<b>856,166</b>	<b>951,754</b>
股本	20,774	20,774	20,774	20,774	20,774
归属母公司权益	615,586	684,111	759,134	843,213	937,161

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	10.47%	8.98%	8.71%	9.04%	9.36%
生息资产	9.94%	9.81%	9.02%	9.31%	9.74%
付息负债	9.70%	8.56%	8.58%	8.86%	9.20%
贷款余额	15.23%	11.66%	11.50%	11.00%	10.50%
存款余额	7.55%	6.63%	6.50%	6.30%	6.10%
净利息收入	17.36%	1.51%	9.61%	10.21%	9.16%
净手续费及佣金收入	24.14%	13.18%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入	12.04%	8.91%	10.93%	12.23%	12.38%
拨备前利润	14.68%	6.74%	11.95%	12.98%	13.13%
归母净利润	1.15%	24.10%	14.52%	12.61%	11.93%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	3.21	3.98	4.56	5.13	5.74
PPOPPS (元)	7.32	7.81	8.75	9.88	11.18
BVPS (元)	25.50	28.80	32.41	36.46	40.98
DPS (元)	0.80	1.03	1.14	1.28	1.44
P/E	5.57	4.49	3.92	3.48	3.11
P/PPOP	2.44	2.29	2.04	1.81	1.60
P/B	0.70	0.62	0.55	0.49	0.44

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE