

# 兴业银行 (601166)

证券研究报告  
2022年09月15日

## 顺新能源周期大势，全面拥抱绿色资产

### 房地产动能式微，经济发展周期向新能源转身中

2015年我国首次提出经济增长新旧动能切换，并同时推动构建绿色金融体系，服务于新能源产业。同时新一轮房地产低迷期又持续了5年有余，房地产动能式微，对房地产的政策变化也导致房地产很难像之前一样再次成为拉动经济腾飞的引擎，经济发展动能转换窗口期已至。

### 实现“双碳”目标时间紧，任务重，需要庞大的资金投入

经济周期向新能源切换离不开绿色金融的支持，据中国绿金委测算，未来三十年绿色低碳投资需求将达487万亿元。我们假设截至2021年绿色金融整体市场规模为18万亿元，取中国绿金委测算口径，截至2050年底绿色金融市场规模达487万亿元，则年复合增速达11.64%。参考社融存量规模中人民币贷款占比，假设绿色信贷占绿色金融比例在2050年达61%，则2050年绿色信贷余额达297万亿元，年复合增速达10.62%。

### 兴业银行绿色先发优势明显，对公重心脉络逐步清晰

2021年公司进一步将绿色银行放置在发展首位，坚定发展绿色金融的决心和信心。这也使得公司成为市场上极少数明确以对公业务为发展主线的银行之一。在当前的宏观环境中，成长性标签更为鲜明，充分体现出前瞻性。

兴业银行率先在顶层制度方面完成了对绿色业务发展的梳理。凭借绿色赛道布局早及完善的管理架构，兴业银行在提前完成“两个一万”（绿色金融客户破万户，融资余额破万亿元）的中期目标后，继续提出2025年绿色融资余额突破2万亿，绿金客户数突破5万户的任务，不断抢占碳中和机遇。2022Q2末兴业银行绿色贷款余额达5415.84亿元，同比大幅增长31.23%，高水平的绿色贷款占比比肩大行，明显领先于其他股份行。同时在NAFMII公布的2021年度绿色债务融资工具投资排名中，兴业银行位居第四，参与的绿色债券承销涉及发行金额在上市股份行中居首。

### 高水平ROE，扩表提质进行中

明确发展绿色金融、扩大对公业务优势的思路后，兴业银行资产规模持续快速扩张，近两年年新增7000亿元以上资产，大幅优于同业。同时保持强劲的盈利能力，ROE表现不俗，2021年明显回升，22H1同比亦延续抬升趋势，保持对上市股份行的领先优势。公司获取优质资产的能力强，同时负债端低息成本优势显著，净息差回升叠加轻资本运营，ROE有望更进一步。

### 短期受益宽信用，长期符合大趋势

短期来看，在今年宏观环境下，对公信贷投放将显著受益于今年宽信用的持续推进。长期来看顺应新能源周期大势，持续挖掘优质资产。我们预计公司2022-2024年归母净利润同比增长13.72%、16.27%和18.27%，给予公司2022年目标PB1倍，对应目标价32.14元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济疲弱，企业融资需求下滑；市场波动加剧，公司理财及代销业务受阻；绿色金融政策变化，影响公司绿色业务开展

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2031	2212	2394	2618	2885
增长率(%)	12.04	8.91	8.20	9.36	10.20
归属母公司股东净利润(亿元)	666	826.80	940	1093	1293
增长率(%)	1.15	24.10	13.72	16.27	18.27
每股收益(元)	3.21	3.98	4.53	5.26	6.22
市盈率(P/E)	5.52	4.44	3.91	3.36	2.84
市净率(P/B)	0.69	0.62	0.55	0.49	0.43

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	银行/股份制银行 II
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	17.69元
目标价格	32.14元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	20,774.24
流通A股股本(百万股)	20,774.24
A股总市值(百万元)	367,496.32
流通A股市值(百万元)	367,496.32
每股净资产(元)	29.77
资产负债率(%)	92.04
一年内最高/最低(元)	23.22/16.69

### 作者

郭其伟 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521030001

刘斐然 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521120002  
liufeiran@tfzq.com

范清林 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521080004  
fanqinglin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《兴业银行-半年报点评:固本培元，迈向绿金新赛道》2022-08-28
- 《兴业银行-公司点评:大股东增持，彰显对公司发展信心》2022-07-27
- 《兴业银行-季报点评:信贷投放稳步提升，中收表现亮眼》2022-04-29

## 内容目录

1. 新周期、新动能，兴业银行全面拥抱绿色资产.....	5
1.1. 周期转身，绿色金融顺势而起.....	5
1.2. 绿色信贷需求大，结构性货币政策工具助力.....	7
1.3. 对标海外，绿色金融大有可为.....	8
2. 擦亮三张名片，兴业银行全面拥抱绿色资产.....	11
2.1. 绿色银行居首，对公业务重心脉络渐显.....	11
2.2. 绿色客群加速增长，绿色业务高收益低风险.....	14
2.3. 赋能财富银行与投资银行，加强生态圈建设.....	15
3. 基本面如何？扩表有抓手，资产负债提升有空间.....	20
3.1. 资产扩张快，盈利高水平.....	20
3.2. 强资产、稳负债，ROE 有望更进一步.....	21
3.3. 轻资本化运营效果显著，非息业务强劲发展.....	24
4. 资产质量优异，卸下包袱轻装上阵.....	25
4.1. 不良向下、拨备向上.....	25
4.2. 对公资产质量全面优化，零售不良率低位运行.....	26
4.3. 房地产表外风险敞口低，风险更可控.....	27
5. 投资建议：短期受益宽信用，长期符合大趋势.....	29
风险提示：.....	31

## 图表目录

图 1：房地产开发投资完成额同比增速与 GDP 增速长期趋于一致.....	5
图 2：2017 年以来新一轮房地产低迷期持续.....	5
图 3：新能源上下游产业链长，经济体量大.....	5
图 4：我国可再生能源占比不断提升（兆瓦）.....	6
图 5：我国风能、太阳能产量丰富（2021 年）.....	6
图 6：我国绿色信贷余额增长迅速.....	6
图 7：截至 2021 年末我国绿色债券累计发行量居全球第 2.....	6
图 8：房地产与金融行业双向影响、深度捆绑.....	8
图 9：碳权交易机制.....	8
图 10：全球绿色股票市值（百万美元）.....	9
图 11：全球 ESG 基金（按资产类别划分）（十亿美元）.....	9
图 12：摩根大通 2020/2021 年绿色融资占比情况.....	10
图 13：德国复兴信贷银行气候变化及环境项目资金占比.....	10
图 14：以绿色银行为核心的大对公业务重心脉络渐显.....	11
图 15：兴业银行垂直化的组织架构与综合化绿色金融服务体系.....	11
图 16：兴业银行绿色金融集团化产品体系.....	12
图 17：2020 年国家提出“双碳目标”以来兴业银行部分碳领域成就.....	12

图 18: 兴业银行发展绿色金融多点创造收益 .....	13
图 19: 兴业银行对公行业敏捷组织 .....	13
图 20: 兴业银行服务晶科能源股债模式 .....	14
图 21: 兴业银行绿色金融客户数及同比增速 .....	14
图 22: 兴业银行绿色金融融资余额及同比增速 .....	14
图 23: 上市银行 2022Q2 末绿色贷款余额及占比 .....	15
图 24: 上市股份行 2021 年参与主承销的绿色债券情况 .....	15
图 25: 兴业银行零售 AUM 变化 .....	16
图 26: 兴业银行零售客户综合金融资产变化 .....	16
图 27: 兴业银行私人银行客户数变化 .....	16
图 28: 兴业银行私人银行客户月日均 AUM 变化 .....	16
图 29: 兴业银行构建“投行生态圈” .....	17
图 30: 2022Q2 末股份行总资产规模及同比增速 .....	17
图 31: 2021 年 NAFMII 口径债券承销规模 (亿元) .....	17
图 32: 兴业银行构建“三个金融生态圈” .....	18
图 33: “银银平台”开放式综合金融服务 .....	18
图 34: 银银平台合作法人机构 (户) .....	19
图 35: 非银(金融机构)资金管理云平台客户数 (家) .....	19
图 36: 2022Q2 末股份行总资产规模及同比增速 .....	20
图 37: 兴业银行贷款同比增速高于上市股份行平均水平 .....	20
图 38: 兴业银行营收同比增速优于上市股份行平均水平 .....	20
图 39: 兴业银行归母净利润同比增速优于上市股份行平均水平 .....	20
图 40: 兴业银行加权平均 ROE 在持续高于上市同业水平 .....	21
图 41: 兴业银行加权平均 ROE 仅次于行业龙头招商银行 .....	21
图 42: 2021 年上市股份制银行 ROE 拆解 (平均 ROE 口径) .....	21
图 43: 兴业银行净息差 (披露值) 超越上市股份行平均水平 .....	22
图 44: 兴业银行贷款占生息资产水平稳定上升 (期末余额口径) .....	22
图 45: 兴业银行活期存款占比较高 .....	22
图 46: 兴业银行负债端成本率近几年改善明显 .....	22
图 47: 兴业银行生息资产结构 (平均余额口径) .....	23
图 48: 兴业银行资产端收益率下降幅度明显小于可比同业 .....	23
图 49: 兴业银行对公贷款增量持续占优 .....	23
图 50: 兴业银行主要对公细分行业贷款余额同比增速 .....	23
图 51: 上市股份行 2022Q2 末零售贷款余额及三年复合增速 .....	24
图 52: 兴业银行 2017-2022Q2 期末零售贷款结构 .....	24
图 53: 2022H1 股份行手续费及佣金净收入占营业收入比例 .....	24
图 54: 2021 年兴业银行手续费及佣金收入结构 (亿元) .....	24
图 55: 兴业银行不良率与关注率在同业中处于较优水平 .....	25
图 56: 兴业银行拨备覆盖率提升明显 .....	25
图 57: 兴业银行不良认定较严 .....	25
图 58: 兴业银行 2022Q2 末逾期率处于上市股份行优异水平 .....	25

图 59: 兴业银行对公分行业不良率.....	26
图 60: 兴业银行 2022Q2 未分行业不良率(方块大小代表贷款占比).....	26
图 61: 兴业银行个人贷款不良率走势.....	27
图 62: 兴业银行 2022Q2 未零售贷款细分不良率(方块大小代表贷款占比).....	27
图 63: 兴业银行 2022Q2 未涉房风险敞口合计 1.78 万亿元, 其中表内 93%、表外 7%.....	28
图 64: 披露数据股份行房地产 2022Q2 未表外风险敞口 (亿元) 及占比.....	28
图 65: 兴业银行信贷扩张速度较同业领先优势明显.....	29
图 66: 兴业银行核心一级资本充足率位居上市股份行第 2.....	29
图 67: 兴业银行 PB (MRQ 走势).....	30
表 1: 绿色增量资金需求预测.....	7
表 2: 碳减排支持工具的支持领域与发放对象.....	7
表 3: 国内外商业银行发展绿金业务关键环节对比.....	9
表 4: 兴业银行盈利情况预测.....	29
表 5: 兴业银行与可比同业 PB-ROE 对比.....	30

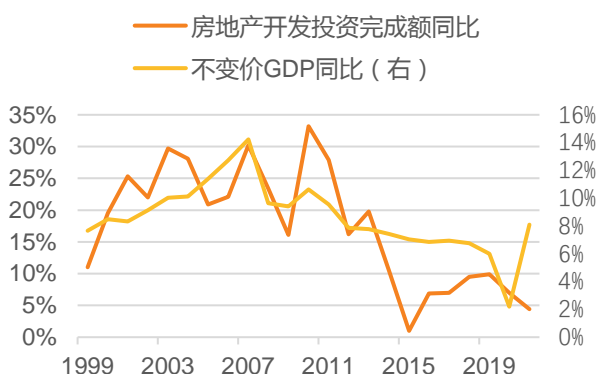
## 1. 新周期、新动能，兴业银行全面拥抱绿色资产

### 1.1. 周期转身，绿色金融顺势而起

**房地产动力趋弱。**房地产作为我国国民经济的支柱产业，仅仅是房地产行业投资活动和生产活动直接占 GDP 比重在 2021 年就达 17%，是经济发展的第一动能。从大周期角度来看，上一轮房地产投资增长拐点出现在 2014 年，此后进入增长平台期，房地产投资同比增速显著下滑。政府通过刺激房地产来稳住经济，期间推行棚改货币化、创设 PSL 等。但是 2017 年以来新一轮房地产低迷期又持续了 5 年有余，房地产行业的政策态度变化，也使得房地产很难像之前一样再次成为拉动经济腾飞的引擎。

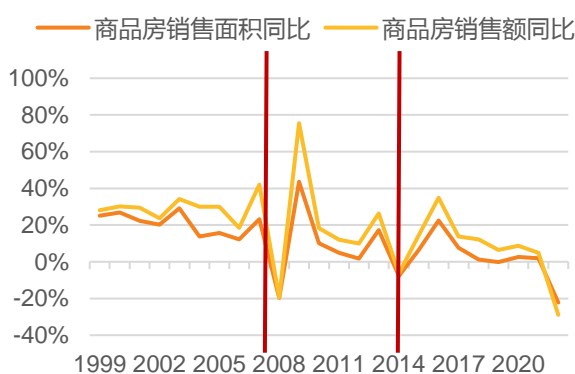
**动能转换窗口期已至。**2015 年我国首次提出经济增长新旧动能切换，并同时推动构建绿色金融体系，服务于新能源产业。随着绿色金融体系的构建上升为国家战略，以及双碳战略正式写入政府工作报告和五年规划，绿色经济成为高质量经济发展的代名词。

图 1：房地产开发投资完成额同比增速与 GDP 增速长期趋于一致



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2017 年以来新一轮房地产低迷期持续

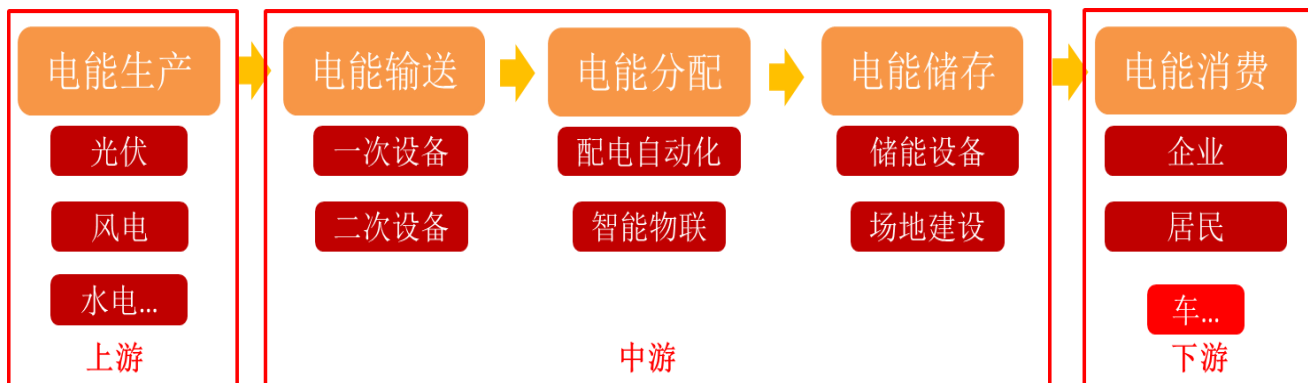


资料来源：Wind，天风证券研究所

新能源有望成为新的经济引擎或者是代替房地产周期的新经济周期，主要在于：

- 1) 绿色新能源能够形成较长的上下游产业链条。我们认为，新能源之所以能够带来更大的经济增量，主要原因之一在于其体量庞大。其上游、中游及下游产业经济规模如光伏玻璃、太阳能板、能源储存等可以容纳较大的经济体量及就业。
- 2) 降低全球滞涨风险的利器。全力构建绿电新能源体系是我国降低对传统化石能源体系的依赖度、全面提升中国经济发展高度的有利措施。
- 3) 长期来看，能源绿色低碳转型可以带动百万亿投资，市场潜力大。如双碳背景下的“碳权交易”有望成为绿色产业的盈利新来源，空间及持续性都非常大，前景十分广阔。

图 3：新能源上下游产业链长，经济体量大

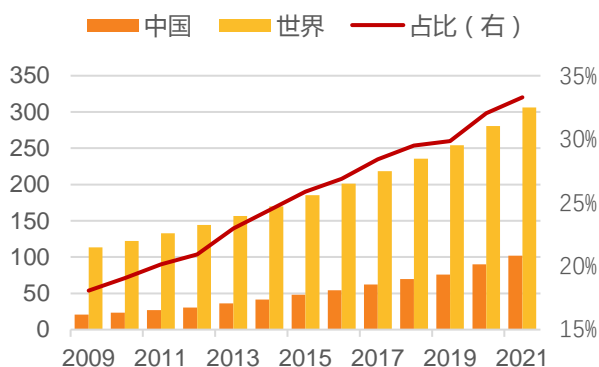


资料来源：Wind，天风证券研究所

**得天独厚地理优势，新能源发展禀赋明显。**我国幅员辽阔，不仅地理位置经纬度跨越大，而且域内地形起伏明显，造就了丰富的气候条件。2021 年我国可再生能源产量占全球的 33.3%，持续保持第一。

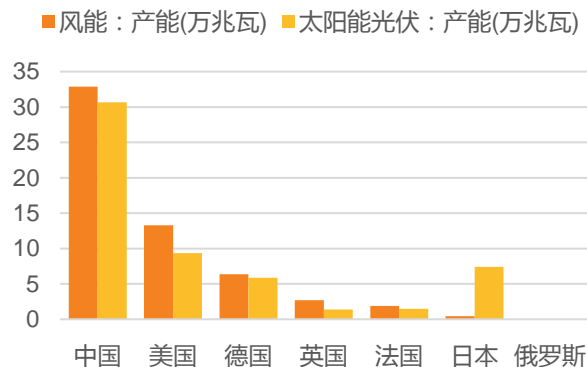
具体来看：我国年日照时间在 2000 小时以上的土地面积占比达三分之二，年辐射量在 5000 兆焦每平方米以上，太阳能资源非常丰富。截至今年 7 月末，我国太阳能电池（光伏电池）产量累计达 16667.20 万千瓦，同比增长 31.90%。另外气象部门的评估显示，我国陆地 70 米高度的风能可开发量为 50 亿千瓦；2021 年我国风能总产量为 32.90 万（兆瓦），占世界总量的 40%左右。除此之外，我国还有非常可观的地热、生物质、海洋能等可再生的绿色能源，“绿色”优势十分明显，这为我国经济引擎的切换提供了强大的资源基础。

图 4：我国可再生能源占比不断提升（兆瓦）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：我国风能、太阳能产量丰富（2021 年）



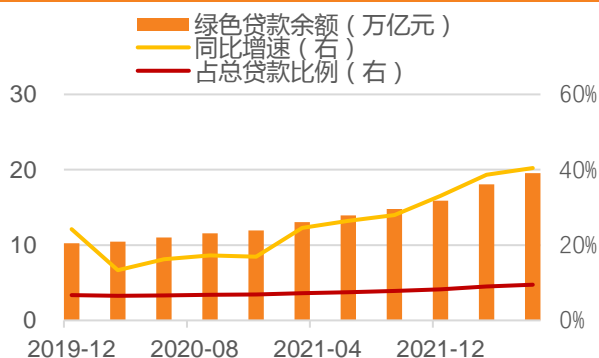
资料来源：Wind，天风证券研究所

**我国已建立一套比较完备的绿色金融政策框架。**经济周期向新能源切换离不开绿色金融的支持，具体来看，在产品创新方面，金融机构已经可以提供包括绿色信贷、绿色债券、绿色保险等多种绿色金融产品和服务。

**绿色信贷规模全球第一。**近年来我国绿色信贷余额实现快速扩张，绿色贷款余额占绿色金融资金总额的 90%以上，在金融支撑碳中和方面发挥着主体作用。人行披露数据显示 2021 年末我国绿色贷款存量规模已居全球第一。截至 2022Q2 末我国绿色贷款余额为 19.55 万亿元，同比增速高达 40.45%。根据《中国责任投资年度报告 2020》及中国绿金委测算，未来绿色投资占全社会固定资产投资的比重应该超过 25%，因此绿色信贷作为绿色融资的主要来源，其增长率有望持续高于全部信贷的整体增速。

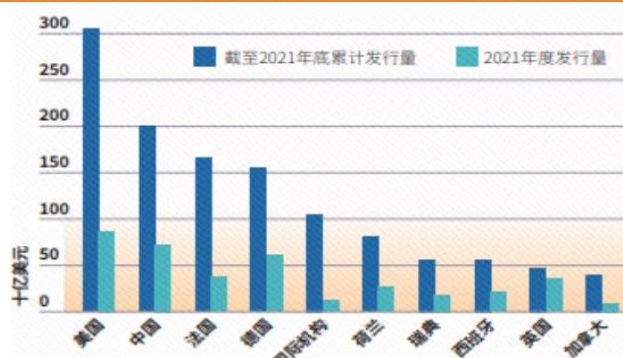
**绿色债券规模全球第二。**绿色债券是我国绿色金融的第二大载体，规模仅次于绿色信贷。据《中国绿色债券市场报告 2021》统计，我国 2021 年绿色债券发行量达 682 亿元，由 2020 年的全球第 4 跃升至第 2，年度发行量增幅全球第 1；截至 2021 年末我国绿色债券发行量达 1992 亿美元，居全球第 2。

图 6：我国绿色信贷余额增长迅速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：截至 2021 年末我国绿色债券累计发行量居全球第 2



资料来源：《中国绿色债券市场报告 2021》，中国债券信息公众号，天风证券研究所

## 1.2. 绿色信贷需求大，结构性货币政策工具助力

**实现“双碳”目标时间紧，任务重，需要庞大的资金投入。**根据国家发展改革委价格监测中心预测数据，2030 年实现碳达峰，每年需要资金 3.1-3.6 万亿元；若要 2060 年前实现碳中和，新能源发电、先进储能和绿色零碳建筑等领域新增投资至少 139 万亿元。而据中国金融学会绿色金融专业委员会测算，未来三十年我国在《绿色产业目录》确定的 211 个领域内将产生 487 万亿元的绿色低碳投资需求。

**预计未来 30 年绿色信贷余额复合增速能维持 10%以上。**根据中国责任投资论坛披露的数据，2021 年我国绿色金融投资规模增至 18 万亿元。据此我们采取改口径数据，同时取中国绿金委测算值，即截至 2050 年底绿色金融市场规模达 487 万亿元，则绿色金融市场年复合增速达 12.04%。参考近两年来社融存量规模中人民币贷款占比平均值，假设绿色信贷占绿色金融资金总额比例在 2050 年达 61%，则 2050 年绿色信贷余额达 297 万亿元，年复合增速达 10.62%。

表 1：绿色增量资金需求预测

发布主体	资金缺口	备注
国家发改委价格监测中心	2030 年实现碳达峰,每年需资金 3.1-3.6 万亿元;2060 年前实现碳中和,在新能源发电、先进储能和绿色零碳建筑等领域新增投资至少 139 万亿元	——
清华大学气候变化与可持续发展研究院	2020-2050 年累计需 174 万亿元	覆盖低碳能源相关领域,不包括生态环保
高盛	2021-2060 年 16 万亿美元 (约合 104 万亿元人民币)	覆盖低碳能源相关领域,不包括生态环保
中国绿金委	2021-2050 年 487 万亿元	根据《绿色产业目录》中的 211 个领域确定,即包括低碳能源体系相关领域,也包括生态环保。

资料来源：中国海洋发展研究中心，国家发改委、《碳中和愿景下的绿色金融路线图研究》（绿金委课题组）、清华大学、高盛，天风证券研究所

**碳减排工具顺势推出，全国性银行受益。**为了撬动更多金融资源向绿色产业倾斜，2021 年 11 月 8 日人行官宣推出碳减排支持工具。碳减排支持工具实行“先贷后借”的直达机制，人行按照贷款本金的 60%提供资金支持，利率为 1.75%；金融机构对碳减排重点领域企业贷款利率与同期限档次 LPR 大致持平。碳减排支持工具的再贷款发放对象暂定为全国性金融机构，即 3 家政策性银行、6 家国有银行与 12 家全国性股份制银行；2022 年 8 月 26 日，人行公告将两家外资银行德意志银行（中国）和法国兴业银行（中国）纳入碳减排支持工具金融机构范围。

**碳减排支持工具前景广阔。**碳减排支持工具逆化了“货币-信用”传导过程，先创造信用（绿色信贷）、再进行基础货币投放（人行低息资金），加强流动性的精准滴灌，提升货币政策的有效性。因此可以预期该项支持工具有更大的发展空间。

**碳减排工具支持领域或将继续扩张。**2022 年初，国家开发银行成为获批碳减排支持工具资金的首家单位，我们预计今年还将有其他金融机构陆续开展碳减排支持工具的相关工作。截至 2022Q2 末，人行已累计发放 1827 亿元碳减排支持工具资金。当前碳减排支持工具重点支持“小而精”的领域，我们判断在发放对象和投向领域或进一步扩容。

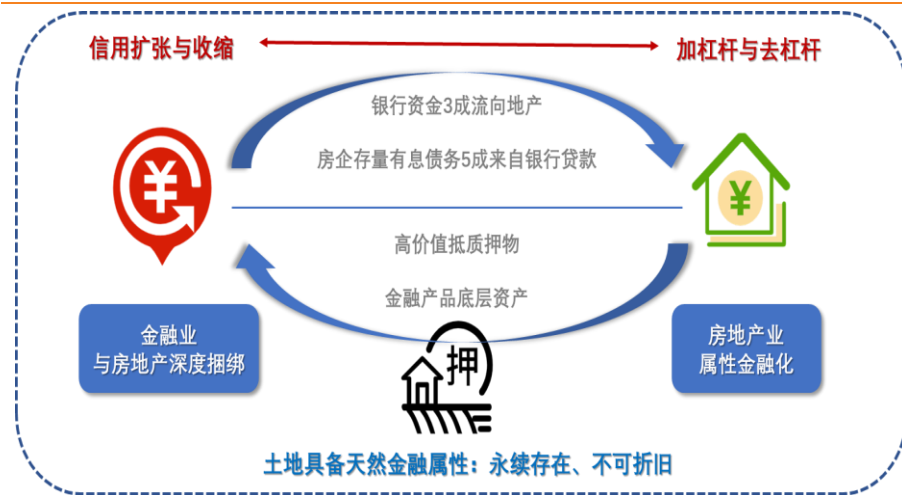
表 2：碳减排支持工具的支持领域与发放对象

分类	明细	备注
支持领域	三大领域：清洁能源、节能环保、碳减排技术	初期的重点支持领域呈现出“小而精”特征，发挥集中资金办大事的作用。同时人行表述后续可根据行业发展调整，预留了政策空间。
发放对象	三大类全国性金融机构：政策性银行、国有行、股份行；两家外资银行：德意志银行（中国），法国兴业银行（中国）	考虑到绿色项目的审核、跟踪、信批等难度较大，优先支持全国性银行试点，政策红利倾斜明显。

资料来源：人民银行，天风证券研究所

**绿电开始承接信用创造的任务。**在金融资源向绿色产业倾斜的过程当中，信用体系或将发生变化。当前在银行信用派生中发挥着重要作用的主要是房地产，房地产作为抵押品的本质是土地价值，土地天然的金融属性，使得房地产成为产融结合走得最紧密的产业。而在周期转身的历史大趋势下，考虑到企业部门和居民部门债务杠杆高企，亟需探索新的信用派生模式。这就与当前经济动能切换相对应，信用创造伴随相应的融资工具（绿色金融）。即过去靠地产，现在向绿电切换。

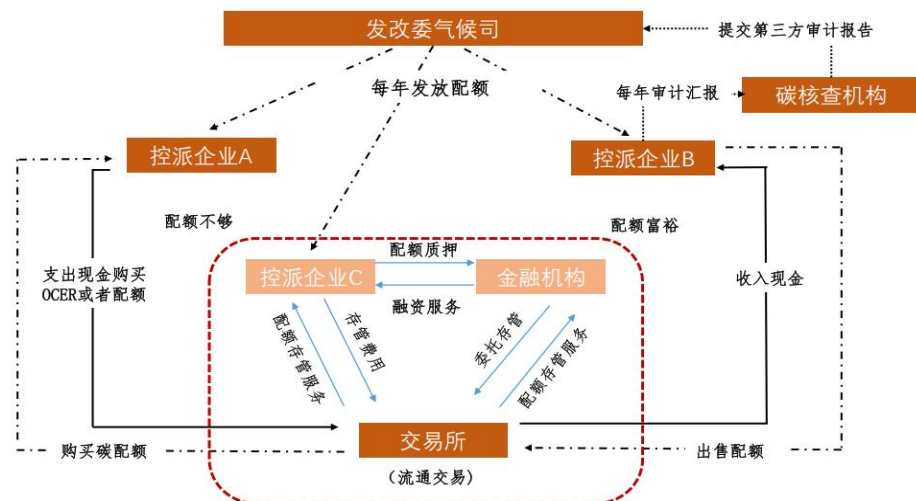
图 8：房地产与金融行业双向影响、深度捆绑



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体操作来看，碳排放权有望接力土地作为新的抵押品推广应用，为银行扩大融资提供重要的质押基础。2021 年以来随着双碳战略的明确，《碳排放权交易管理办法（试行）》的发布，以及全国碳排放权交易市场的正式上线，碳权金融价值进一步凸显，多家银行加速发放碳排放权配额质押贷款。

图 9：碳权交易机制



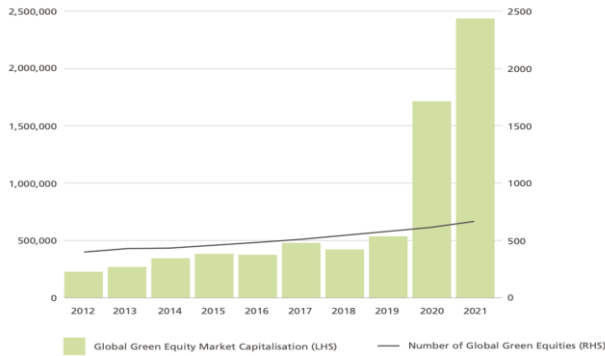
资料来源：碳排放交易网，广东省低碳促进发展会，天风证券研究所

### 1.3. 对标海外，绿色金融大有可为

**股票、基金等亦是绿色金融的重要组成部分。**除了绿色信贷和绿色债券外，近年来股票、ESG 基金也愈发成为金融助力绿色经济发展的重要力量，尤以海外为甚。以股票为例，纳斯达克推出“绿股”贴标计划，旨在提升上市公司在绿色业务中的透明度，帮助投资者精准识别绿色标的，其中绿色股票标签旨在标识出收入和投资中超过 50% 来源于绿色活动的公司。

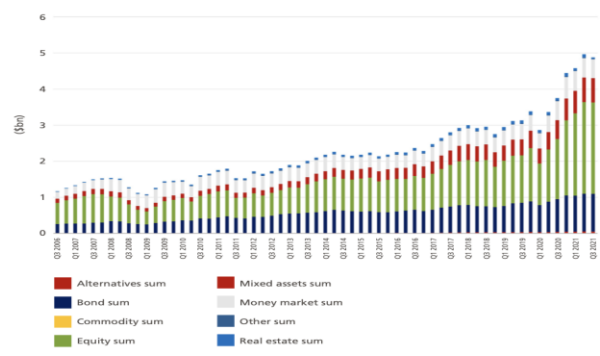
**绿色资产受到资本市场追捧。**过去十年全球绿色股票市值年平均上涨 40.1%，其中 2012-2019 年间绿色股票市值平均每年上升 13.9%，2020-2021 年绿色股票市值上涨加速。此外 ESG 基金在过去十年中稳步增长，且在 2020 年之后表现出更为强劲的增长态势。AFME 数据显示，ESG 股票基金仍然是迄今为止最大的基金资产类别，其规模是固定收益基金的三倍多。资本市场对绿色资产的追捧，正表明其积极看多绿色经济未来发展前景。

图 10：全球绿色股票市值（百万美元）



资料来源：TheCityUK，天风证券研究所

图 11：全球 ESG 基金（按资产类别划分）（十亿美元）



资料来源：TheCityUK，天风证券研究所

**国内绿色金融发展潜力大、爬坡快。**近年来，全球绿色金融体系高速发展，相关产品及制度不断出台，绿色金融市场正在快车道上。相比来看，欧美等发达国家绿色金融起步较早，现阶段已经形成了较为完善的绿金体系。国内银行绿色金融起步时间较晚，较海外商业银行在发展绿金业务的关键环节如战略导向、考核机制及发展理念等方面存在不同。我国绿色金融正式开始于 16 年 G20 峰会，此后在政策引导下迅速爬坡，当前多项指标已经位居世界前列，绿金发展势头正猛。例如，截至 2021 年末我国绿色债券发行量已经位居全球第二。

表 3：国内外商业银行发展绿金业务关键环节对比

关键环节	国内商业银行	国外商业银行
绿金战略导向	国有大行将绿金作为全行业务转型重点任务之一，其他只有部分商业银行包括兴业银行和江苏银行制定了明确的绿金发展战略	美国银行、花旗银行等国际大行已将绿金作为全行重点发展战略
设立绿金事业部	我国只有包括国有大行如农行、中行和兴业、江苏等少数几家商业银行设立了绿金事业部	国外接受了赤道原则的商业银行基本都已设立了绿金事业部
构建绿金体制机制	我国商业银行尚未有完善的绿金体制机制	国外接受赤道原则的商业银行已经构建了一套可操作的绿金体制机制
专业人才队伍建设	我国商业银行正抓紧培育绿金人才专业队伍	国外商业银行已经设立了董事会、委员会及专职团队部门，绿金人才队伍较为完善
绿金创新产品	目前国内商业银行在绿色基金、绿色保险等领域仍处于起步积极探索阶段	国外商业银行目前已经涌现了包括转型债券、蓝色债券及绿色 ABS 等多样化创新产品
绿金考核激励机制	我国主要以政策推动的方式来发展商业银行绿金业务，如银监会印发监管指引文件将绿色信贷实施成效纳入机构监管评级	国外一方面通过税收、财政为商业银行开展绿金业务给予支持；另一方面通过提升绿金业务考核占比及建立环保业务激励机制

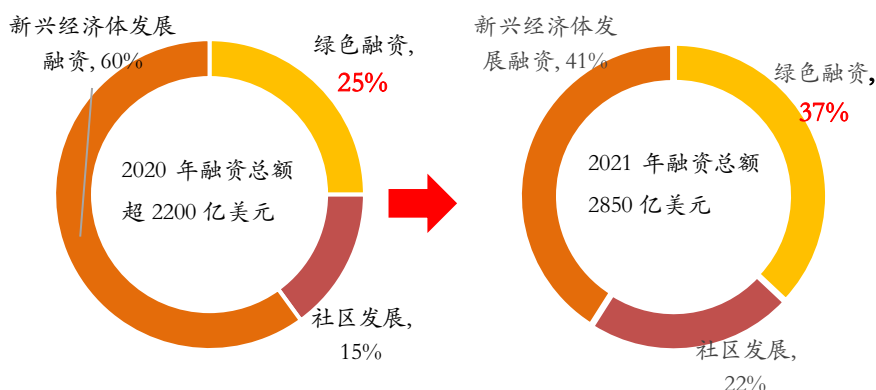
资料来源：《基于国际视角探析我国发展绿色金融的实践路径》-李浩/韩静，银行官网，银行公告，第一财经，中国银行保险报，天风证券研究所

**海外“绿金”发展较为成熟，经验相对丰富。**海外绿色金融起步较早，2003 年包括花旗集团、巴克莱银行等 10 家银行宣布自愿采用“赤道原则”，进一步将绿色金融发展制度化。针对绿色金融发展，海外监管部门持续推出财政激励政策，如美国设立了专门负责采购绿色产品的机构，并在 2005 年颁布了《联邦采购规则：可持续采购》。在此之下海外绿色金融产品推陈出新，除了银行贷款和债券，绿色 abs、衍生品等蓬勃发展。

**对标海外，我国“绿金”未来成长空间广阔。**摩根大通 2021 年绿色融资额占总融资额比

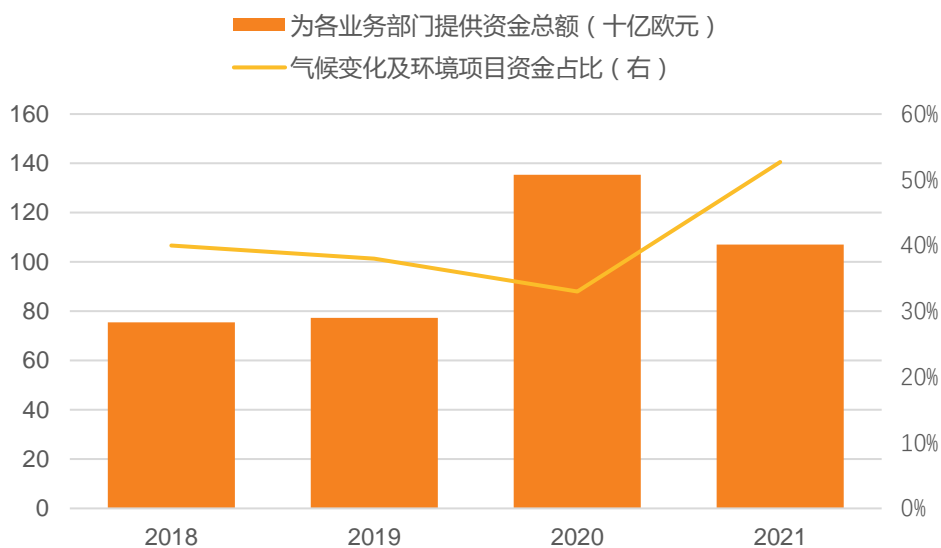
重从 2020 年的 25%提升至 37%，德国复兴信贷银行 2021 年为气候变化及环境项目提供的资金占其各部门资金总量的比重高达 52.7%，较 2020 年提高 19.7pct，为近年最高水平。

图 12：摩根大通 2020/2021 年绿色融资占比情况



资料来源：摩根大通 ESG 及可持续发展报告，天风证券研究所

图 13：德国复兴信贷银行气候变化及环境项目资金占比



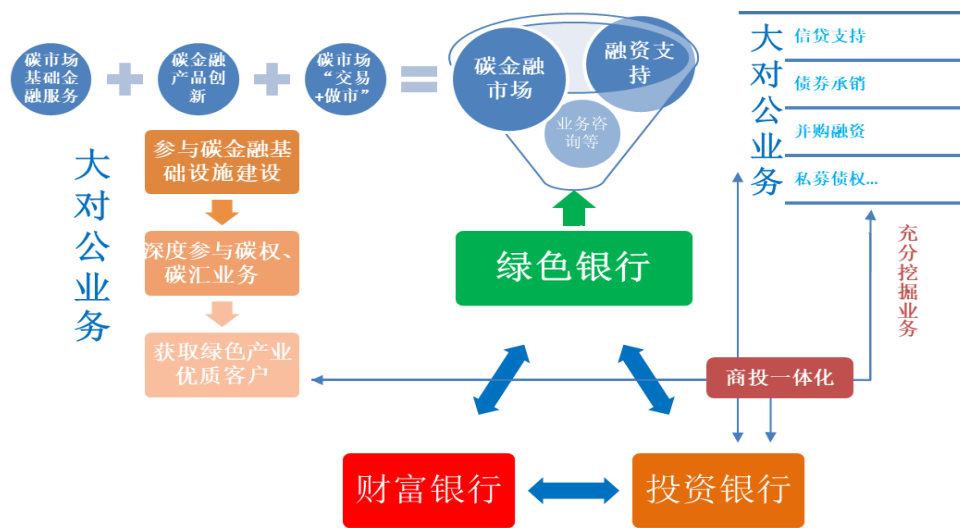
资料来源：德国复兴信贷银行 ESG 及可持续发展报告，天风证券研究所

## 2. 擦亮三张名片，兴业银行全面拥抱绿色资产

### 2.1. 绿色银行居首，对公业务重心脉络渐显

**绿色银行居首，战略高度提升。**2016年以来兴业银行逐步理清了轻资本发展的战略思路。继2018年擘画出“1234”为主线的战略体系后，2020年公司全新推出以“三张名片”为核心的业务重点，指明了具体的业务打法。2021年公司进一步将绿色银行放置在三张名片首位，坚定发展绿色金融的决心和信心。这也使得公司成为市场上极少数明确以对公业务为发展主线的银行之一。在当前的宏观环境中，成长性标签更为鲜明，充分体现出前瞻性。

图 14：以绿色银行为核心的大对公业务重心脉络渐显

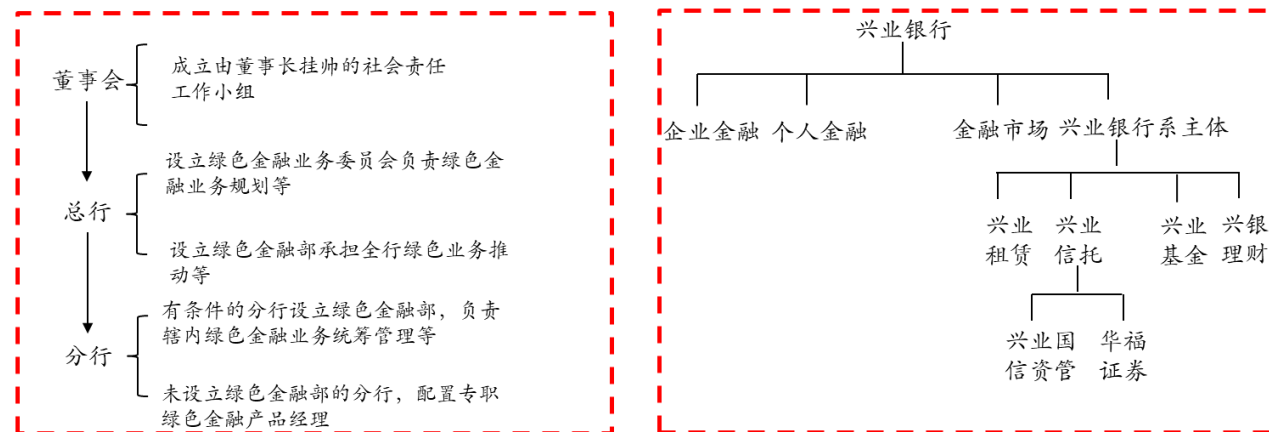


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**垂直化的顶层金融架构和体制机制为绿色金融保驾护航。**兴业银行在顶层架构及体制机制方面进行了长期的建设，形成了从董事会、总行到分行的垂直绿色金融架构，拥有从专业产品到专项营销的力量“传输带”。另外，在集团内部还有将各类牌照资源进行业务协同的专项小组及专门配套的激励机制。组织结构的长期建设为兴业银行绿色金融的发展保驾护航。

**商投一体化服务筑牢绿色金融护城河。**兴业银行构建了“商行+投行”的经营战略及以银行为母体的综合化经营金融集团，整合形成了多层次、广覆盖的集团化绿色金融综合服务体系。目前，兴业银行已有包括绿色资产证券化、绿色理财、绿色信托及绿色股权投资等在内的多样化产品，并以“商行+投行”模式为客户提供了多层次的绿色金融服务，绿色优势领跑同业。

图 15：兴业银行垂直化的组织架构与综合化绿色金融服务体系



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

**先行先试，走在行业绿金创新前沿。**兴业银行自 2006 年开创绿色金融业务后，持续推动绿色产品创新，目前已涵盖绿色信贷、绿色租赁、绿色信托、绿色基金、绿色理财、绿色消费等多个业务领域，在绿金领域拿下多项“第一”：2008 年自愿采纳赤道原则成为国内首家赤道银行，2009 年设立业内首家绿色金融专营机构，2010 年发行国内首张低碳主题信用卡，2014 年成功发行国内首单绿色金融信贷资产支持证券，并发放国内首笔碳配额质押贷款等等。

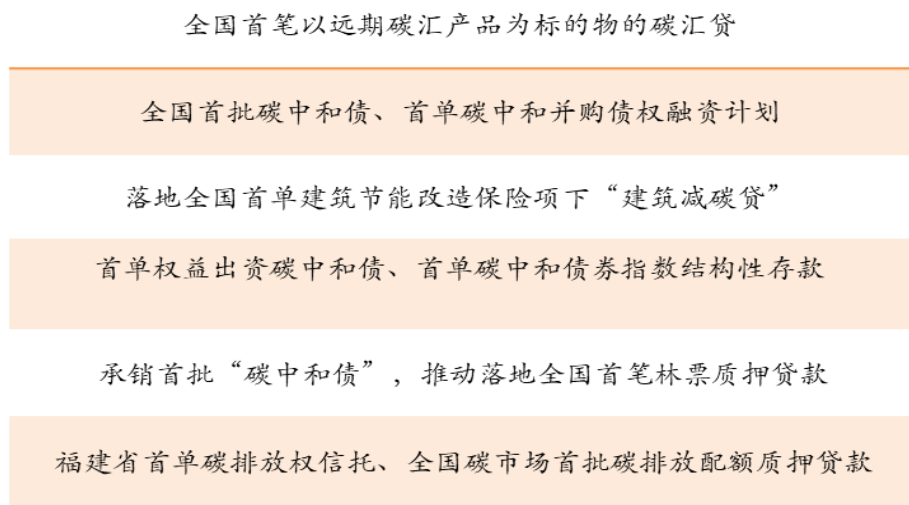
**打造“蓝绿相融”模式，做第一个吃螃蟹的人。**兴业银行积极响应《“十四五”海洋经济发展规划》中协调推进海洋资源保护与开发等号召，2020 年 11 月独立承销的蓝色债券成功发行，募集资金用于海水淡化项目建设，成为了我国境内首单蓝色债券，也是全球非金融企业发行的首单蓝色债券。兴业银行将绿色金融优势延伸到了蓝色海域，积极探索“蓝绿相融”的创新发展模式。

图 16：兴业银行绿色金融集团化产品体系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 17：2020 年国家提出“双碳目标”以来兴业银行部分碳领域成就



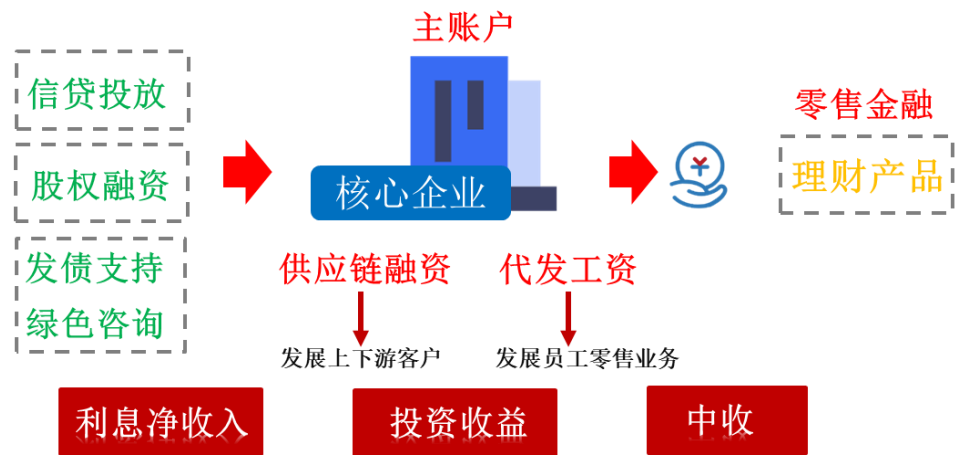
资料来源：公司官网，天风证券研究所

**商投联动，提供更深度的金融服务。**在推动直接融资占比提升大趋势下，企业的股权与债券融资诉求提升，相应对金融机构的专业度要求提升。兴业银行深耕对公领域多年，用“商行+投行”一体化模式为企业提供综合的金融服务，积累了丰富的经验。具体到绿色金融

方面，兴业银行不仅可以做大投行业务、直投业务，也可以衍生出咨询业务；在发展核心企业客户的同时深度绑定上下游客户，让新能源产业链业务枝繁叶茂。2021 年公司通过债券承销、并购融资、银团贷款、私募债权等实现绿色投行融资规模 1156 亿元，同比增长近 3 倍。

顺着对公业务，向零售客户拓展。在对公业务开拓中，兴业银行充分发掘零售业务空间，给客户提供更加深度更全方位的金融服务。比如发行底层资产以绿色企业为主的理财产品等，同时开展与绿色零售金融，如绿色消费贷等。

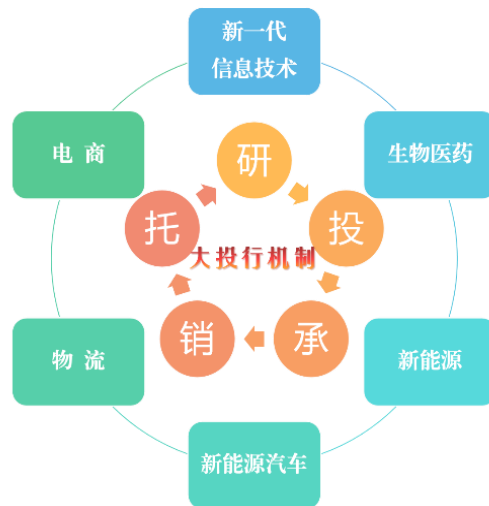
图 18：兴业银行发展绿色金融多点创造收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所（如子公司兴业研究提供包括宏观、绿金、固收、外汇商品等领域研究服务）

打造对公新业态、抢占绿金机遇。在当前经济转型升级的背景下，兴业银行对公业务由旧循环模式向新循环模式转变，建立行业敏捷组织，打造专业营销团队，重新布局光伏、半导体等新产业链，侧重于并购贷款、股权直投等综合金融服务。

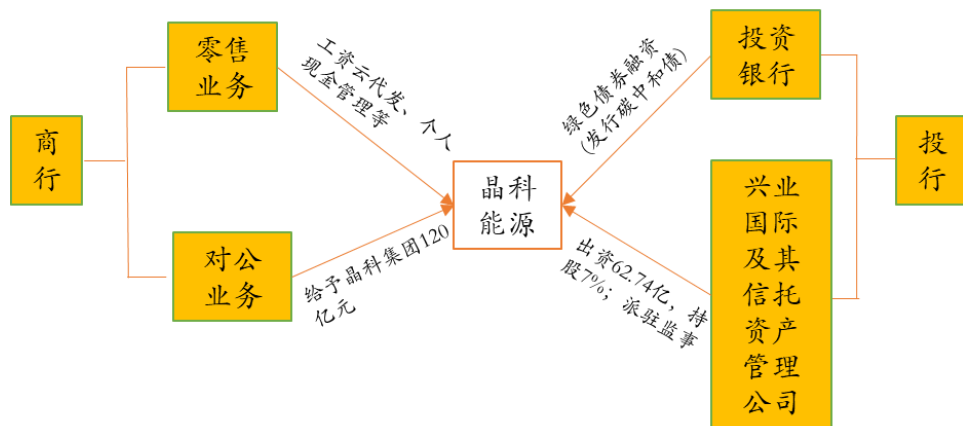
图 19：兴业银行对公行业敏捷组织



资料来源：公司官网，天风证券研究所

深耕新能源龙头企业、着力布局新能源产业。新能源是绿色产业中至关重要的领域，也是银行绿色金融的重要发展方向。兴业银行围绕新能源产业重点行业，与核心企业深度合作，通过“信贷+股权+债券+综合金融服务”的全方位服务体系带动产业链发展，同时获取丰厚收益。如兴业银行通过股权+债券投资了全球最大的光伏制造商之一的晶科能源，深入光伏零售端，发放百亿级贷款。

图 20：兴业银行服务晶科能源股债模式



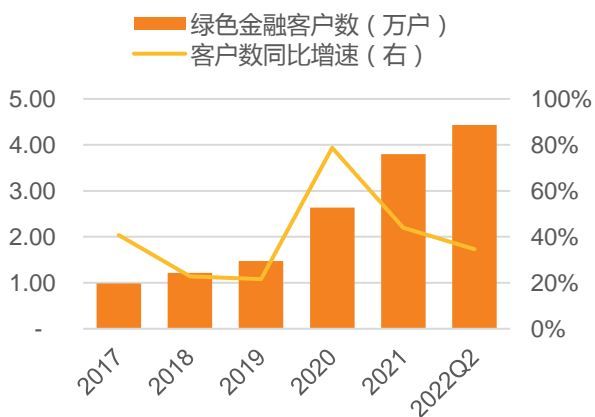
资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2.2. 绿色客群加速增长，绿色业务高收益低风险

**发挥绿色银行作用，规模及客户数稳步增长。**兴业银行于 2019 年提前一年完成绿色金融融资余额和客户数“两个一万”的发展目标。截至 2022Q2 末，集团绿色金融客户达到 4.43 万户、同比增长 34.65%，绿色金融融资余额 1.53 万亿元、同比增长 19.53%，均保持在较高增速水平，有效推动绿色产业蓬勃发展。

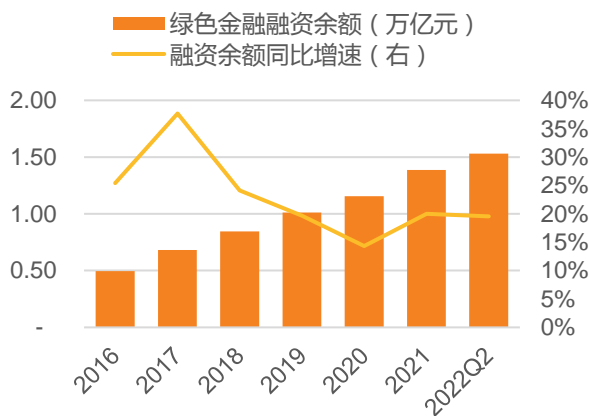
兴业银行凭借绿色赛道布局早及完善的管理架构，在提前完成“两个一万”的中期目标后，继续提出 2025 年绿色融资余额突破 2 万亿，绿金客户数突破 5 万户的任务，不断抢占碳中和机遇。

图 21：兴业银行绿色金融客户数及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

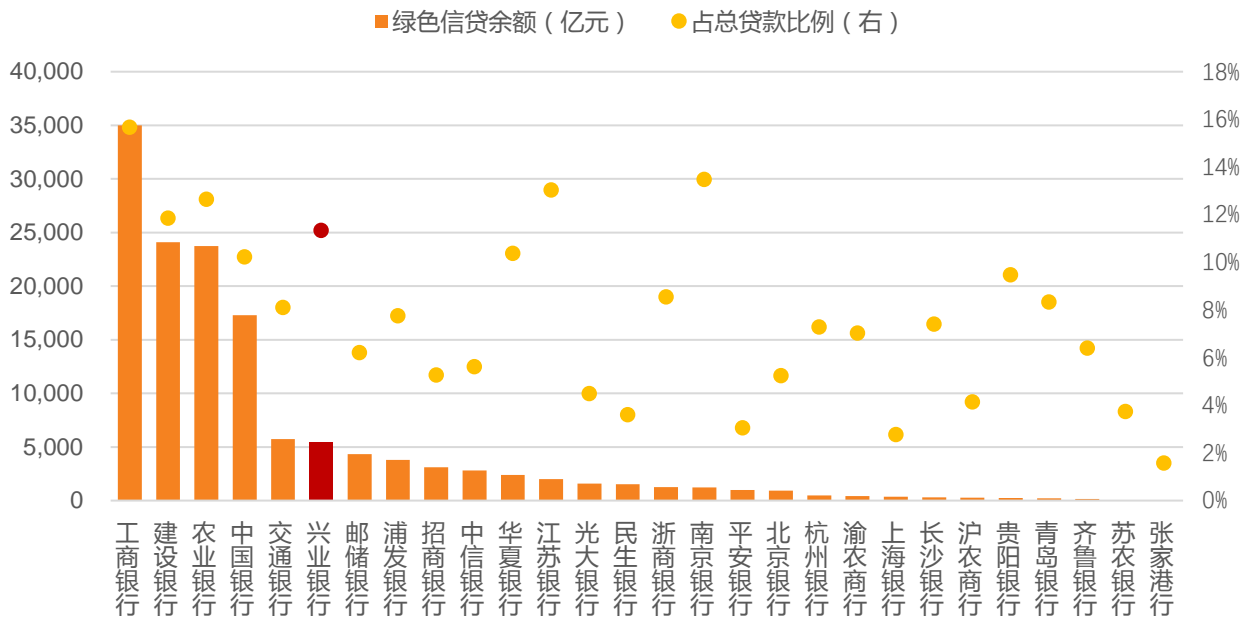
图 22：兴业银行绿色金融融资余额及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**绿色贷款高增长、稳收益、低风险。**近年来兴业银行绿色贷款增长喜人，2022Q2 末人行口径下的绿色贷款余额达 5415.84 亿元，同比增长 31.23%，远高于贷款总额 13.54%的同比增速，绿色贷款占整体贷款比例提升至 11.34%，高水平的绿色贷款占比比肩大行，明显领先于其他股份行。2022H1 新发放绿色贷款加权利率 4.66%，较 2021 年提升 15bp，较整体一般对公贷款高出 69bp；2022Q2 末不良率 0.48%，较上年末下滑 1bp，大幅低于整体对公贷款 1.32%的不良率水平。

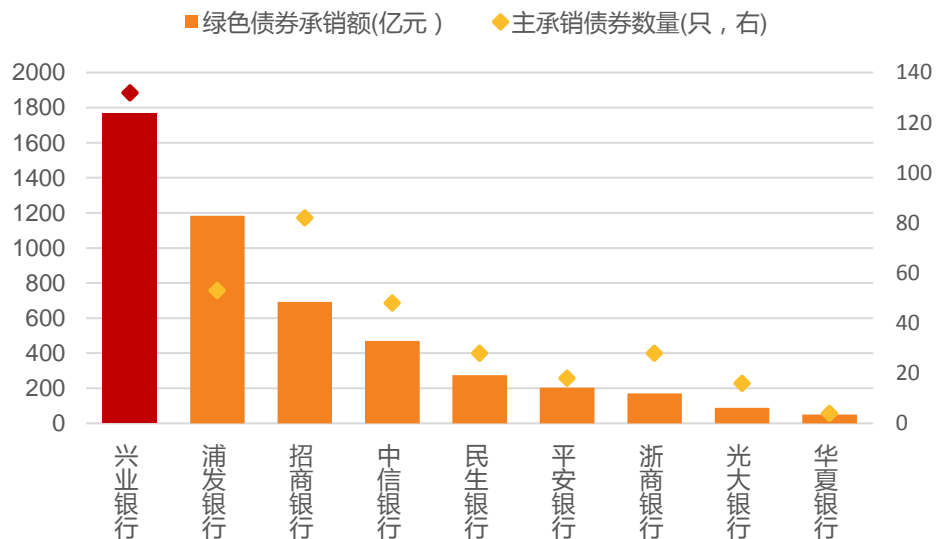
图 23：上市银行 2022Q2 末绿色贷款余额及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

**绿色债券业务如火如荼。**在 NAFMII 公布的 2021 年度绿色债务融资工具投资排名中，兴业银行位居第四。2021 年兴业银行参与的绿色债券承销只数达 132 家，涉及发行金额达 1766 亿元，在上市股份行中领先优势明显。

图 24：上市股份行 2021 年参与主承销的绿色债券情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

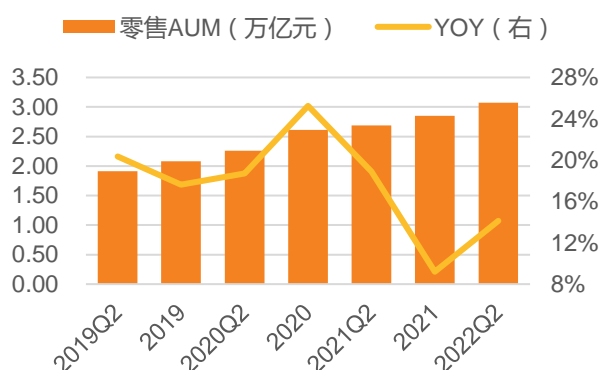
### 2.3. 赋能财富银行与投资银行，加强生态圈建设

除了绿色银行，兴业银行也在持续赋能财富银行与投资银行的建设，强化三张名片协同发展效应。

**零售 AUM 稳步增长，擦亮“财富银行”名片。**公司充分发挥资产端和同业端优势，加强与非银金融机构在产品创设上的合作、与银行金融机构在渠道上的共享，构建更加多元与开放的“投资生态圈”，加速零售客群的积累与经营，沉淀更多的 AUM。截至 2022Q2 末集团零售 AUM 规模 3.07 万亿元，同比增长 14.13%。零售客户综合金融资产规模保持逐年增长的平稳态势，2022Q2 末同比提升 9.70%至 2.74 万亿元，业务发展整体稳步向好，打

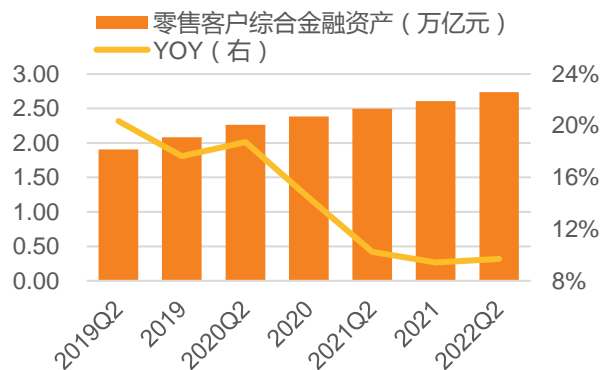
造零售业务与财富管理业务的有机结合。

图 25：兴业银行零售 AUM 变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：兴业银行零售客户综合金融资产变化

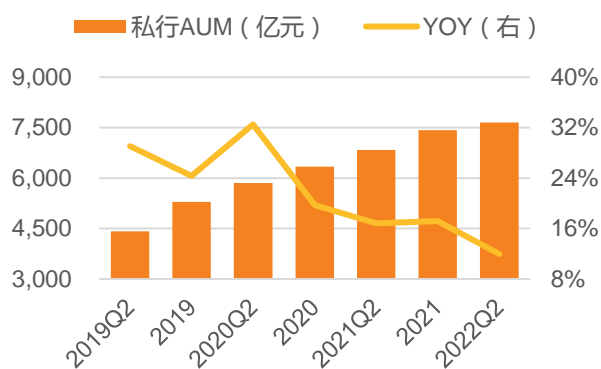


资料来源：Wind，天风证券研究所

**私行专营机构成立，或将迎来业务新的增长点。**2021 年公司获批成立首家股份制银行私人银行专营机构，是近十年来监管部门唯一一批筹开业的私人银行专营机构，也是股份行近十年首家持牌专营私人银行。专业化管理有助于提升财富产品销售能力，以“质”引“量”。同时借助理财子公司起航及多年积累的品牌吸引更多客户选择兴业服务。

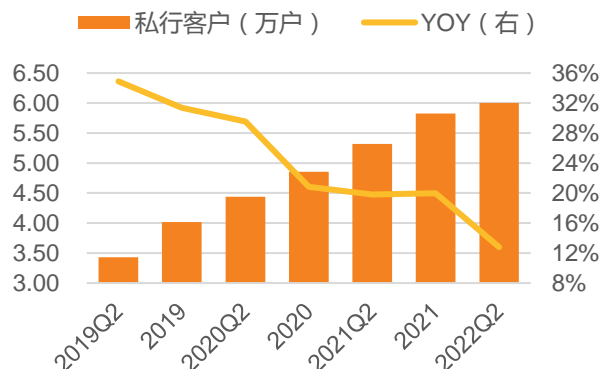
**私人银行基于公司“投行与资管”的禀赋优势，客户体量快速扩张。**截至 2022Q2 末公司私人银行客户 6 万户、私人银行客户月日均 AUM 达 7654 亿元，分别同比增长 12.79%和 11.96%。近三年（2019Q2-2022Q2）年私行 AUM 复合增速达 20.12%，高于零售 AUM，高净值客户加速积累。

图 27：兴业银行私人银行客户数变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：兴业银行私人银行客户月日均 AUM 变化

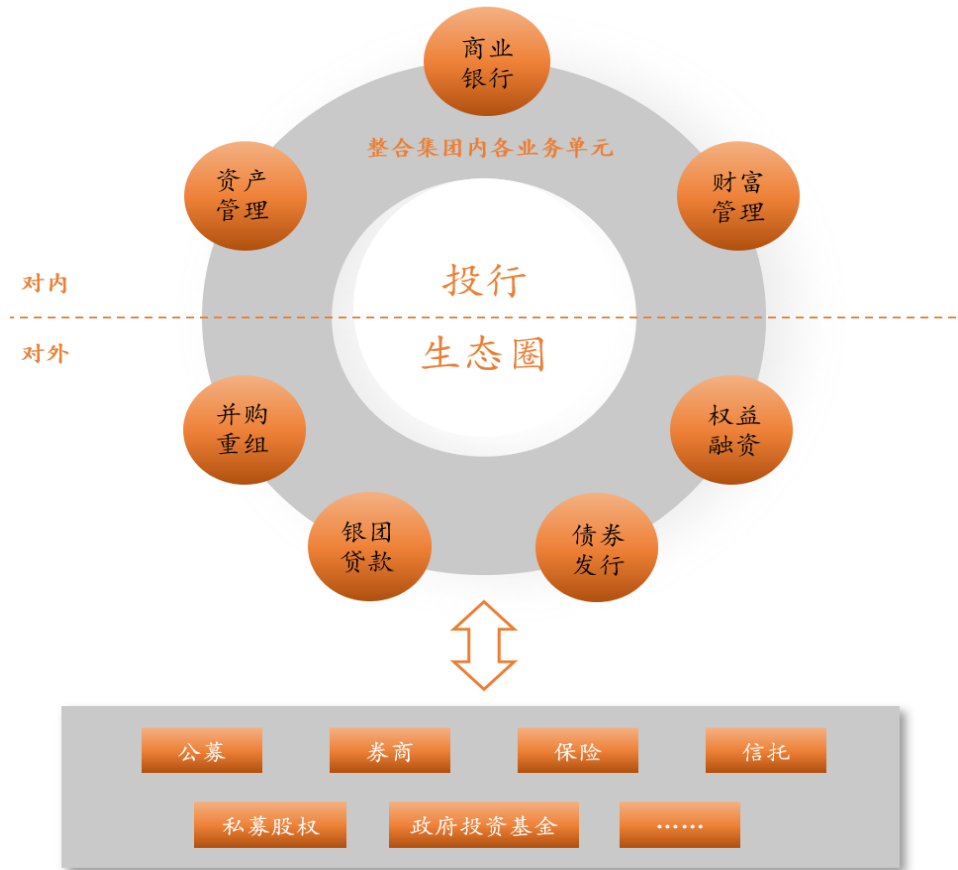


资料来源：Wind，天风证券研究所

**立足市场资源整合者定位，对内整合各业务单元，对外联合金融机构组建“投行生态圈”。**在“投资银行”名片指引下，兴业持续推进“商行+投行”战略布局，深入挖掘和拓展投行业务机会，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构建“投行生态圈”。

目前，公司朋友圈“兴财资”已初具规模，平台打通“股、债、贷、转”全产品链，合作金融机构超 160 家，2022H1 实现资产流转规模 1787.81 亿元，同比增长 35.35%，助力投行业务稳步推进，引流更多优质客户及资产，加快推动表内资产向表外流转。

图 29：兴业银行构建“投行生态圈”

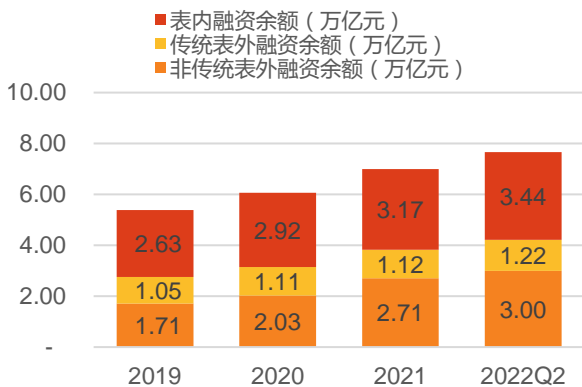


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**非传统表外融资增速加快，近三年比重持续提升。**截至 2022Q2 末，集团对公客户融资余额（FPA）7.65 万亿元，较上年末增长 17.15%，具体可划分为三部分：（1）非传统表外融资 3 万亿元，同比增长 27.12%；（2）传统表外融资 1.22 万亿元，同比增长 12.96%；（3）表内融资 3.44 万亿元，增长 11.33%。公司延续近两年来非传统表外对公融资增量/增速超越表内对公融资增量/增速的态势。从结构上看，2022Q2 末非传统表外融资、传统表外融资、表内融资余额占比分别为 39.20%、15.89%、44.91%，近三年非传统表外融资余额占 FPA 比例持续上升。

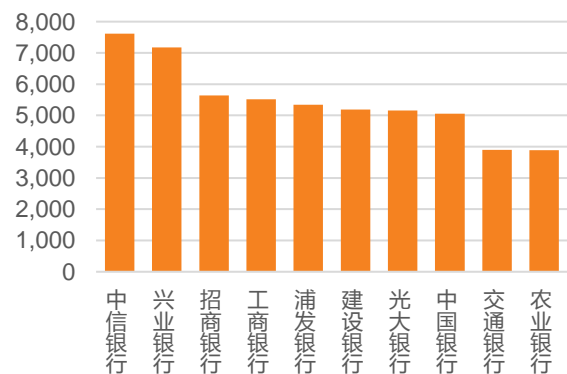
根据 NAFMII 口径债券承销规模排名，2021 年兴业银行以 7173.64 亿元位居第二。2021 年公司非金融企业债务融资工具承销规模 7126.50 亿元，以 8.88% 速率保持稳定增长，非金债券承销规模及只数曾多年蝉联市场第一，优势地位稳固；境外债承销规模同比增长 42.23% 至 74.37 亿美元，跃升至中资股份行第一。

图 30：2022Q2 末股份行总资产规模及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2021 年 NAFMII 口径债券承销规模（亿元）

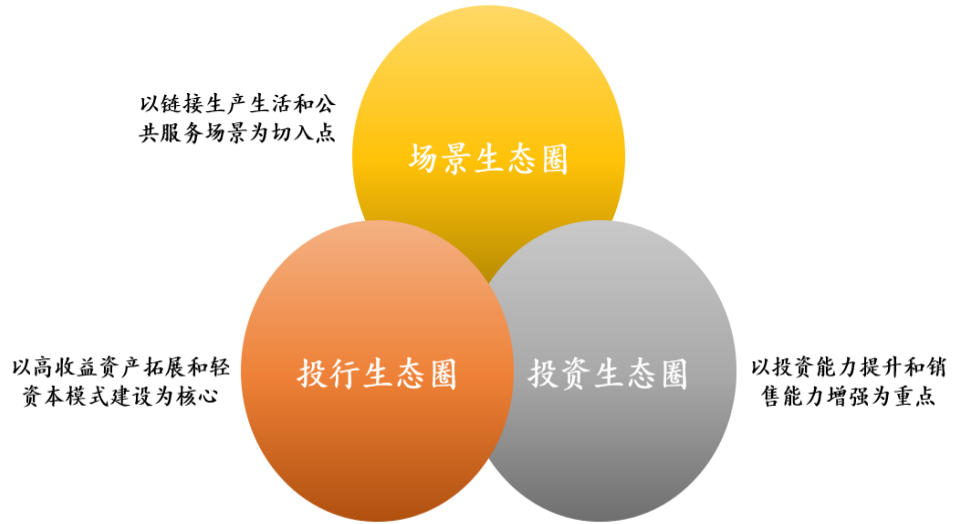


资料来源：Wind，天风证券研究所

为了持续赋能“商投行”一体化战略，2020年公司提出进一步整合集团多牌照资源优势、尖刀产品优势以及同业联盟优势，重点打造“场景生态圈”、“投行生态圈”、“投资生态圈”，带动各业务线实现联合互通。

同时兴业银行基于各大生态圈建设，与同业金融机构加深资源共享、产品合作，持续拓展朋友圈，不断提升渠道销售能力以及营销服务有效性。

图 32：兴业银行构建“三个金融生态圈”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

银银平台作为公司推出的线上同业金融服务平台，围绕“一朵金融技术云+财富管理、投资交易、支付结算+国际版”，2021年末已与2344家法人机构达成合作，为同业客户提供一站式的结算、投资、融资、托管、支付、金融资讯信息等综合金融服务。

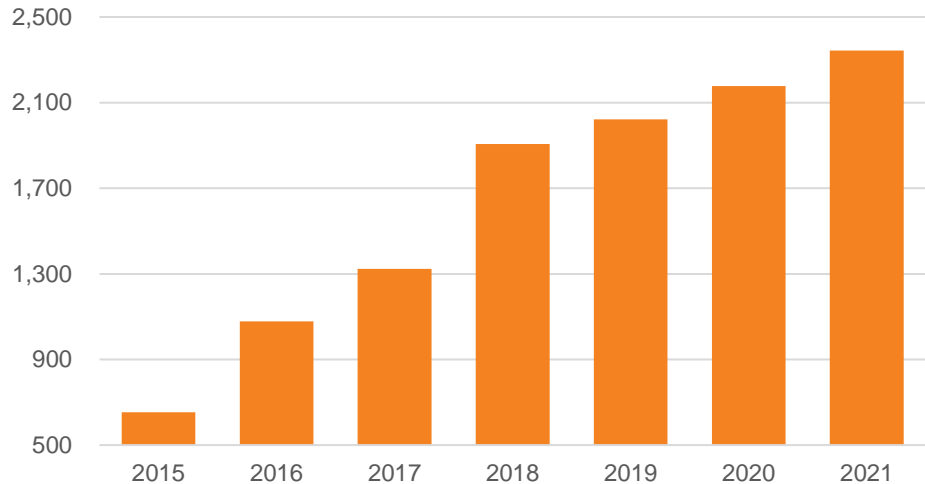
“财富云”发挥核心技术优势，接入市场上财富产品的提供方和代销方，实现快速对接、拓展销售渠道。2022H1公司通过“财富云”向国有银行、股份制银行、城农商行等银行的零售客户销售理财产品保有规模达2736.43亿元，较年初增长53.44%，下沉至三四线及农村地区，产品受众大幅拓广。同时，银银平台面向同业机构客户销售各类资管产品的保有规模达1204.65亿元，较上年末增长176.71%。

图 33：“银银平台”开放式综合金融服务



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

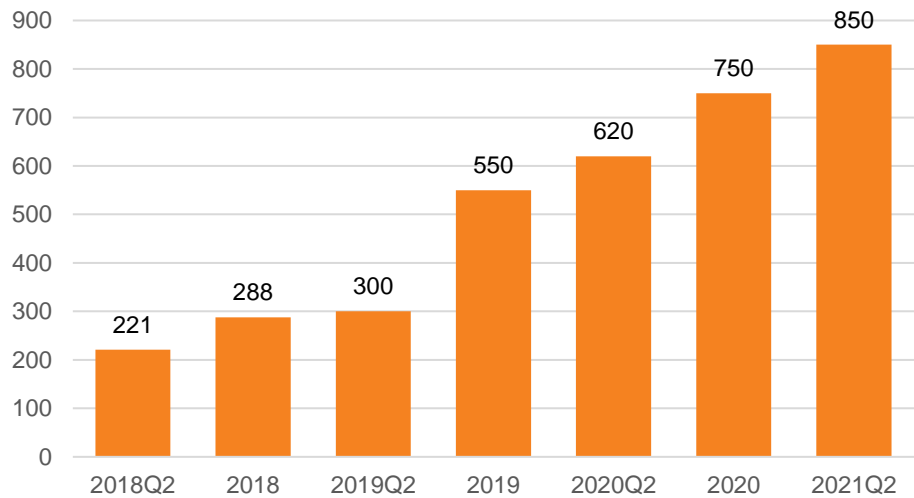
图 34：银银平台合作法人机构（户）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年公司将金融云服务从银行扩展到非银金融机构，推出“非银资金管理云平台”，打造账管云、存管云、收付云、财富云、资讯云、交易云、票据云、科技云共八大云服务，全方位满足非银金融机构的一揽子综合金融服务需求。截至 2021 年 6 月末，管理云平台累计上线 850 家，对主要行业非银金融机构覆盖率达 92%，2021 年末非银资金管理云对主要非银机构覆盖率同比提升 17pct，依然维持在 92% 的高水平，业务合作领域不断拓展深化，同业金融价值进一步提升。

图 35：非银(金融机构)资金管理云平台客户数（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：2021 年报及 2022 半年报未披露非银金融机构资金管理云平台客户数）

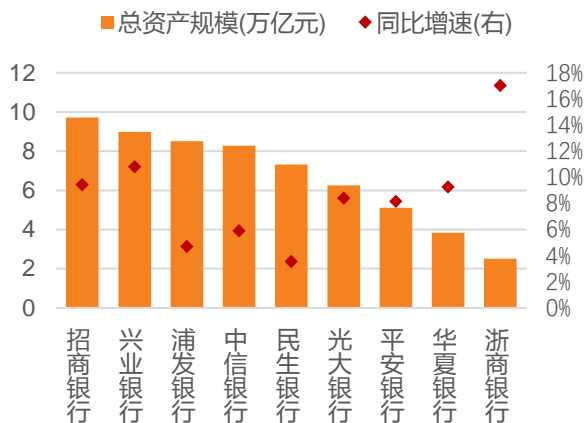
### 3. 基本面如何？扩表有抓手，资产负债提升有空间

#### 3.1. 资产扩张快，盈利高水平

**资产获取能力强，规模有力扩张。**明确发展绿色金融、扩大对公业务优势的思路后，兴业银行资产规模持续快速扩张，尤其是近两年。2020 年和 2021 年兴业银行每年新增资产规模达 7000 亿元以上，股份行中也仅有招行能达到如此体量的规模扩张。2022Q2 末兴业银行资产规模高达 8.98 万亿元，同比增长 10.80%，资产扩张速度位居 7 万亿元规模以上股份行首位。高基数+高增速突出了兴业银行优异的资产挖掘与获取能力。

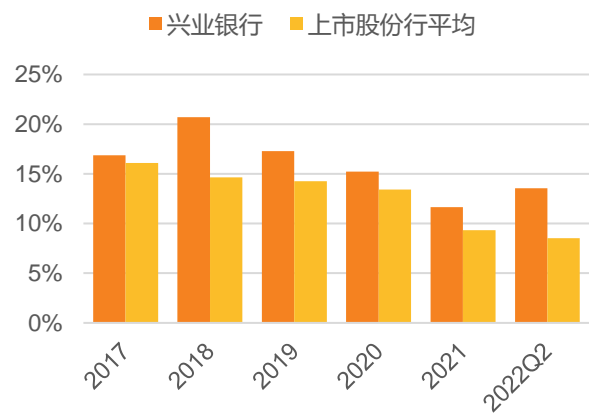
资产快速扩张离不开信贷投放持续旺盛，近年来公司贷款在高基数上仍保持领先同业的增长速度。截至 2022Q2 末贷款余额同比增速达 13.54%，不仅高于资产增速，也保持高于股份行平均贷款增速的水平，其中 2022Q1 兴业银行新增贷款更是跃居股份行首位。

图 36：2022Q2 末股份行总资产规模及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：兴业银行贷款同比增速高于上市股份行平均水平

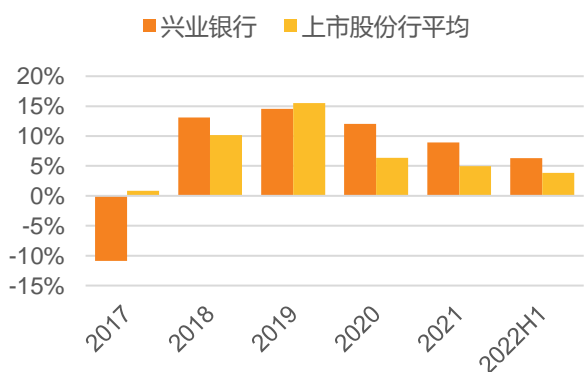


资料来源：Wind，天风证券研究所

**规模快速扩张，业绩高增长。**资产快速扩张驱动营收和业绩增长，2018 年公司营收同比增速触底回升，连续三年保持 10%以上增速水平，并驱动业绩表现亮眼，2021 年和 2022H1 归母净利润同比增速分别达 24.1%，11.90%。业绩归因来看，近两年资产规模扩张对业绩同比增速拉动的贡献提升愈发明显。

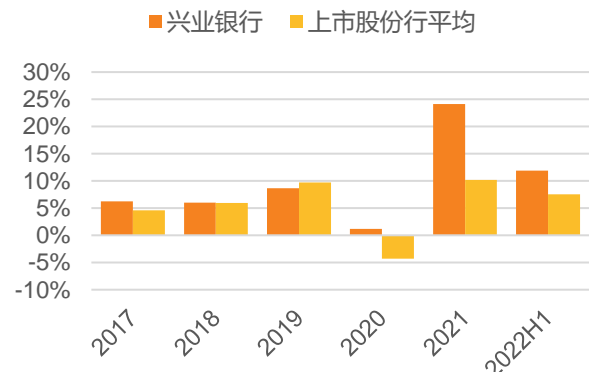
**领先优势逐步明朗。**2020 年公司营业和业绩同比增速开始保持快于上市股份行平均的水平，且领先优势进一步扩大。公司 2022H1 营收和归母净利润同比增长 6.33%、11.90%，近三年业绩复合增速达 7.75%，位于上市股份行第三。

图 38：兴业银行营收同比增速优于上市股份行平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：兴业银行归母净利润同比增速优于上市股份行平均水平



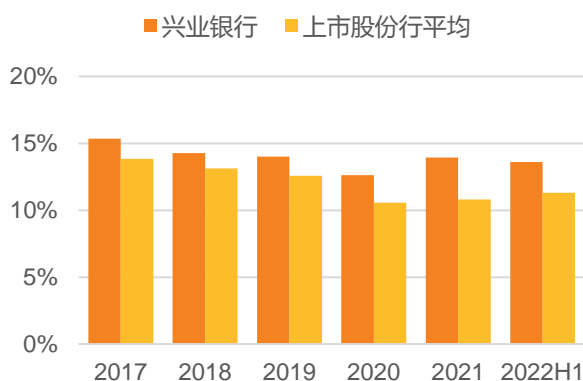
资料来源：Wind，天风证券研究所

**高水平 ROE 彰显优异盈利能力。**在银行净息差下滑、杠杆率走低、让利实体经济背景下，银行业整体 ROE 水平下滑明显。而兴业银行在资产规模持续扩张的同时，一直保持强劲的盈利能力。近五年来看，兴业银行加权平均 ROE 水平相对平稳，2020 年在疫情影响大环

境下，ROE 亦表现不俗，2021 年明显回升，2022H1 同比亦保持抬升趋势。

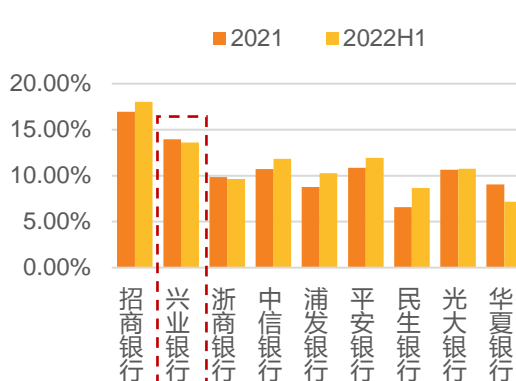
**ROE 领先优势明显。**兴业银行年化加权 ROE 排名自 2017 年以来一直稳居上市股份制银行第二，较同业的领先优势逐步扩大，2022H1 兴业银行加权 ROE 高出上市股份行平均水平（算术平均值）2.28pct。与股份行 ROE 最高的招商银行相比，2022Q1 兴业银行加权平均 ROE 差距一度缩窄至 1.2pct，盈利能力持续向行业最优挺进。

图 40：兴业银行加权平均 ROE 在持续高于上市同业水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：兴业银行加权平均 ROE 仅次于行业龙头招商银行



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 强资产、稳负债，ROE 有望更进一阶

**成本端优势带来高水平 ROE。**拆解来看，兴业银行强劲的盈利能力主要得益于高水平 ROA。其中，在保持净利息净收入、手续费及佣金净收入对 ROA 正向贡献效应一定水平下，精细化的经营管理使得营业成本对 ROA 的负向贡献相应较低，2021 年仅为 0.70%，成本收入比在同业中具备明显的优势。

营收端改善，打开 ROE 上升通道。公司手续费及佣金净收入的贡献度在可比同业中位居前列。随着“1234”战略持续深化，中收贡献有望继续提高。同时兴业银行积极优化信贷资产结构，持续加大对绿色金融领域的融资支持，凭借绿金品牌低成本的资金优势，兴业银行 ROE 水平有望进一步提升。况且目前兴业银行杠杆对 ROE 的拉动效力还未完全发挥，ROE 领先优势有望继续保持。

图 42：2021 年上市股份制银行 ROE 拆解（平均 ROE 口径）

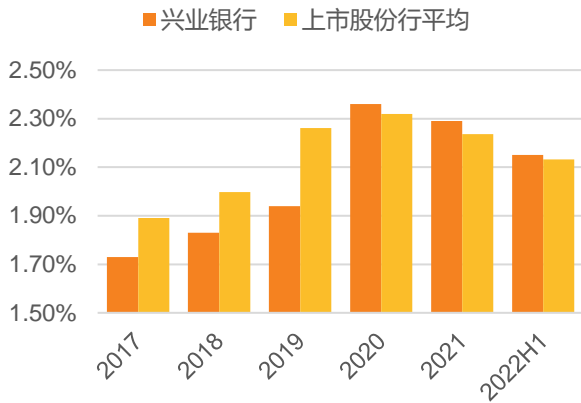
	兴业银行	招商银行	中信银行	光大银行	浦发银行	民生银行	平安银行	华夏银行	浙商银行
营业收入	2.68%	3.76%	2.63%	2.71%	2.37%	2.43%	3.61%	2.71%	2.51%
利息净收入	1.77%	2.32%	1.90%	1.99%	1.69%	1.81%	2.56%	2.25%	1.94%
利息收入	3.82%	3.71%	3.94%	4.07%	3.74%	3.99%	4.55%	4.32%	4.28%
利息支出	2.05%	1.40%	2.04%	2.08%	2.05%	2.19%	1.99%	2.07%	2.34%
手续费及佣金净收入	0.52%	1.07%	0.46%	0.48%	0.36%	0.40%	0.70%	0.26%	0.19%
手续费及佣金收入	0.58%	1.16%	0.52%	0.53%	0.50%	0.48%	0.86%	0.38%	0.22%
手续费及佣金支出	0.06%	0.09%	0.06%	0.05%	0.13%	0.08%	0.15%	0.12%	0.03%
其他非息收入	0.40%	0.37%	0.27%	0.24%	0.32%	0.22%	0.34%	0.20%	0.39%
营业成本	0.70%	1.28%	0.80%	0.79%	0.65%	0.74%	1.06%	0.82%	0.68%
营业税金及附加	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.03%	0.04%	0.03%	0.04%
管理费用	0.67%	1.25%	0.77%	0.76%	0.62%	0.71%	1.02%	0.79%	0.64%
拨备前利润	1.97%	2.44%	1.83%	1.91%	1.71%	1.65%	2.55%	1.89%	1.33%
资产减值损失	0.81%	0.75%	0.99%	0.97%	0.97%	1.13%	1.57%	1.00%	0.63%
税前利润	1.16%	1.68%	0.84%	0.94%	0.73%	0.51%	0.98%	0.89%	0.69%
所得税	0.14%	0.31%	0.12%	0.17%	0.07%	0.01%	0.20%	0.21%	0.10%
ROA	1.00%	1.36%	0.72%	0.77%	0.66%	0.49%	0.77%	0.67%	0.58%
权益乘数	12.69	11.13	13.28	12.04	12.30	12.60	12.36	12.22	14.71
ROE	12.72%	15.16%	9.50%	9.28%	8.10%	6.23%	9.57%	8.13%	8.58%

资料来源：Wind，天风证券研究所（ROA 以上比率数据为相关收入或支出/期初期末总资产平均值）

**净息差水平回归行业前列。**价格因素方面，2017 年以来兴业银行净息差稳步抬升，2020 年超越股份行平均水平，净息差在股份行中排位上升至前列水平。2022H1 兴业银行净息差为 2.15%，继续领先同业。

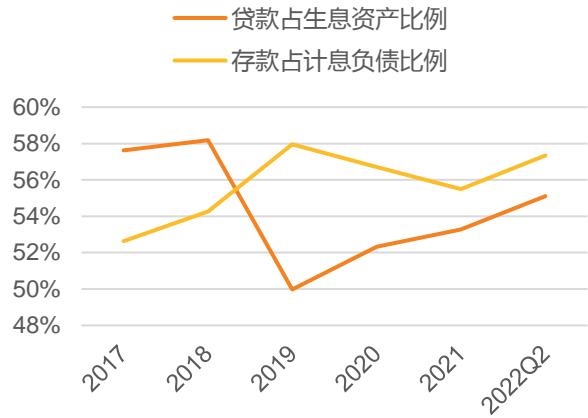
**强资产、稳负债，提升净息差水平。**净息差水平的回升得益于资产负债两端同步优化。资产端方面，得益于丰富的信贷需求，贷款在生息资产中的比重近几年持续提升。负债端方面，在银行揽储压力渐显背景下，兴业银行存款占计息负债的比例目前稳定在 55%以上的较高水平。低息存款的稳定使得负债端成本压力减轻，支撑净息差。兴业银行计息负债成本率持续走低，2021 年降至 2.34%，2022H1 进一步降至 2.32%，维持在低位水平。

图 43：兴业银行净息差（披露值）超越上市股份行平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：兴业银行贷款占生息资产水平稳定上升（期末余额口径）

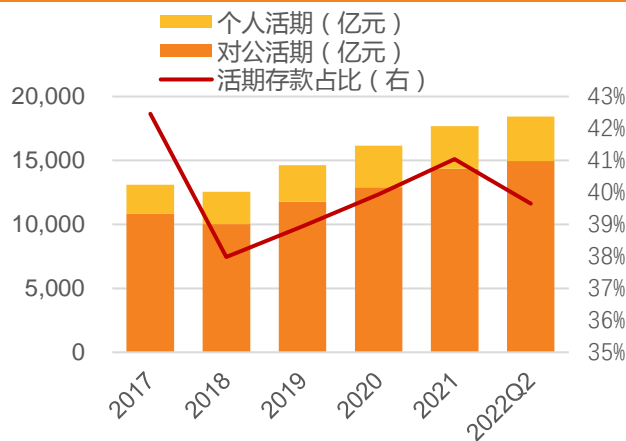


资料来源：Wind，天风证券研究所

**存款以低成本活期为主，优势显著。**负债端分析来看，兴业银行存款结构近年来优化明显，低成本活期存款占比自 2018 年以来稳步提升，截至 2022Q2 末活期存款占比达 39.65%，活期存款余额同比增长 6.62%。活期存款增多是其计息负债成本率和存款平均成本率不断走低的重要原因。

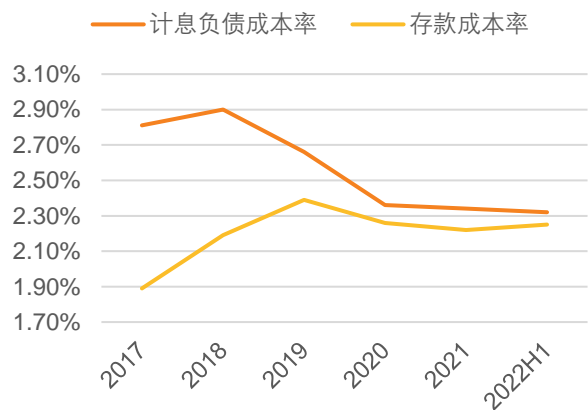
兴业银行活期存款主要以对公为主，通过投行引客获客，商行粘客稳客，即“商行+投行”战略，2017 年以来兴业银行对公活期占活期存款的比重均维持在 80%左右，表现了其强大的对公业务派生存款能力。

图 45：兴业银行活期存款占比较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：兴业银行负债端成本率近几年改善明显



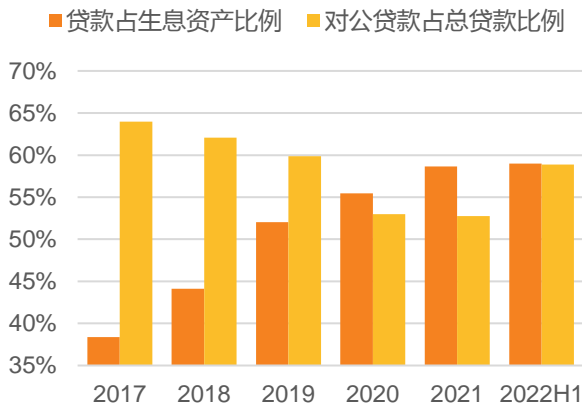
资料来源：Wind，天风证券研究所

**生息资产结构持续优化。**资产端方面得益于结构的持续优化，信贷类资产占生息资产比例不断提升，2022H1 贷款平均余额占生息资产余额比例达 58.88%，较 2021 年提升 0.34pct，自 2017 年来提升 20.62pct。高收益信贷资产扩张有利于提升整体资产端收益率，同时也说明公司扩张有优质资产做抓手。具体来看，在贷款平均余额细分结构中，对公贷款比例近两年稳定在 53%，2022H1 抬升至 59%。

**生息资产收益率收窄幅度优于同业。**在加大信贷类资产投放的同时，兴业银行提升对战略性新兴领域的转型力度，提前布局，夯实客户基础和优质项目基础。在行业贷款收益率及生息资产收益率下行压力较大背景下，兴业银行资产端定价韧性逐步显现，近两年上市股

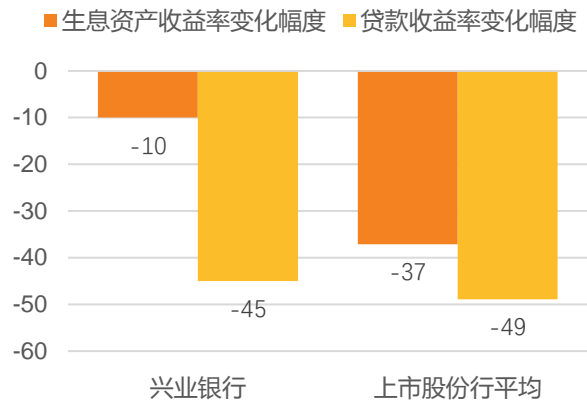
份行贷款收益率下滑幅度高达 49bp，拖累生息资产收益率下滑 37bp，而兴业银行明显更优，资产端收益率收窄幅度更小。

图 47：兴业银行生息资产结构（平均余额口径）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：兴业银行资产端收益率下降幅度明显小于可比同业

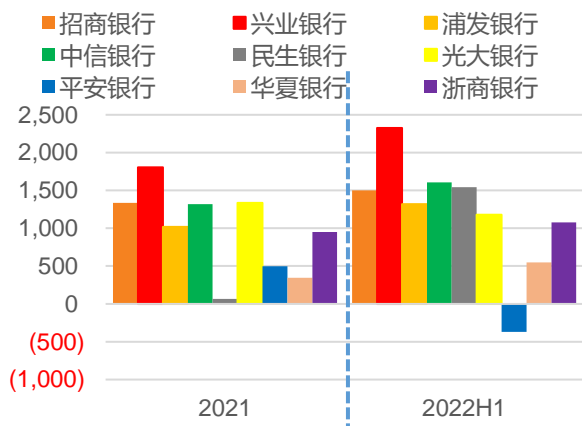


资料来源：Wind，天风证券研究所（2022H1 相较 2019 年变化幅度：bp）

**对公增量持续占优，业务结构转型。**兴业银行在业务转型，优化结构方面取得了较大进展，尤其是对公信贷投放方面。近五年兴业银行对公贷款增量排名一直稳居上市股份制银行前二。

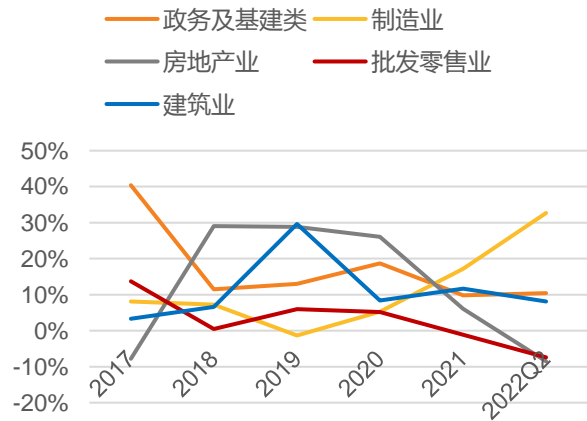
兴业银行对公贷款中政务及基建类、制造业贷款占比显著高于其他行业，2022Q2 末两项贷款占比分别为 39.29%、21.49%。一方面基建类贷款同比增速较高，在对公贷款总额中保持高占比，另一方面基建贷款内部结构持续优化，公司持续加强基础设施绿色信贷投放。制造业贷款方面，公司着重转向先进制造业信贷支持，提升中长期贷款比重，2021 年中长期制造业贷款余额同比增速达 40%以上。

图 49：兴业银行对公贷款增量持续占优



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：兴业银行主要对公细分行业贷款余额同比增速

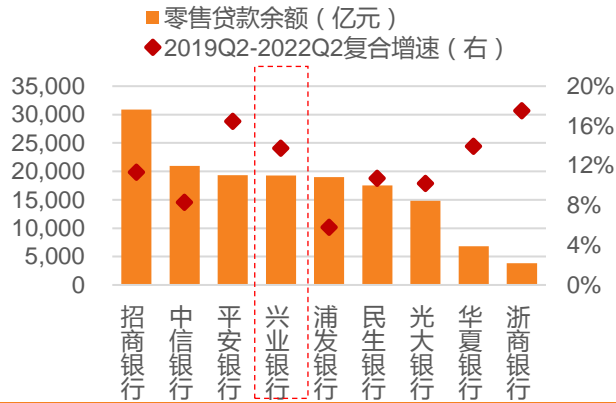


资料来源：Wind，天风证券研究所（注：政务及基建类包括租赁和商务服务业、交运和仓储邮政业、水利环境和公共设施业、电力热力燃气及水生产和供应业）

**零售信贷稳步扩张。**在财富管理的深入推进下，兴业银行零售贷款持续保持在双位数以上高水平增长。近三年（2019Q2-2022Q2）兴业银行零售贷款复合增速达 13.76%，该增速位居同等零售贷款规模（1.5 万亿元以上）的股份行第二。

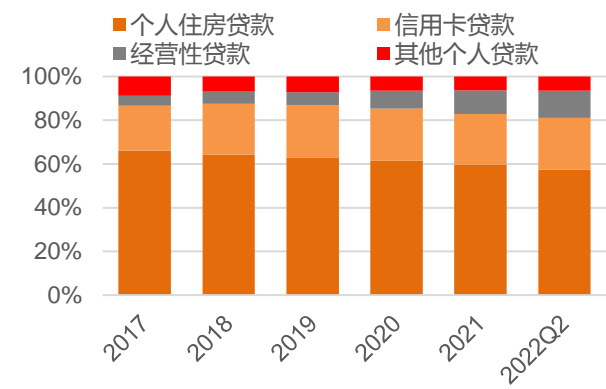
**细分领域有的放矢。**具体来看，个人住房贷款的占比逐年下降，2022Q2 末个人住房贷款比例下滑至 57.37%。信用卡贷款余额占比在 2017 年跃升至 20%以上，近几年来维持在 23%-24%的水平。个人经营性贷款占比持续提升，2022Q2 末达 12.54%，较 2021 年末提升 1.74pct，2022Q2 末贷款余额同比增速达 51.87%。

图 51：上市股份行 2022Q2 末零售贷款余额及三年复合增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 52：兴业银行 2017-2022Q2 期末零售贷款结构



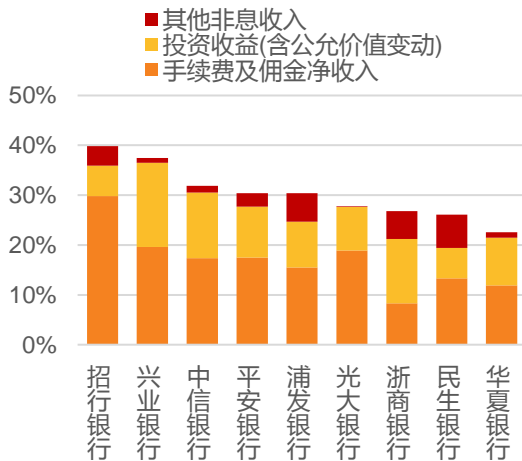
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 轻资本化运营效果显著，非息业务强劲发展

**非息业务高成长。**除了信贷类业务，兴业银行充分发挥“商行+投行”的定位优势，大力发展财富、投行业务，2022H1 公司非息收入同比增长 17.21%，占营收比例高达 37.48%，位居上市股份行第二。非息业务保持高速发展，公司轻资本化运行的成果斐然。

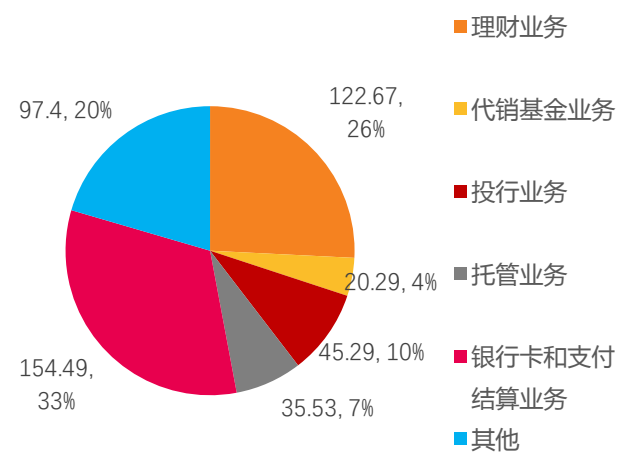
**中收增长喜人。**2021 年兴业银行手续费及佣金净收入同比增长 13.18%，财富管理业务快速上量。其中理财业务收入在加快转型升级中亦保持快速增长态势，2021 年相关收入同比增长 20.42%；受资本市场行情向好影响，基金发行升温势头延续，基金认购热情高，兴业银行代销基金收入同比大幅增长 104%；“投资生态圈”建设强化投行业务优势，推动投行业务收入同比增长 12.61%；此外托管业务同比增长 19.68%，公募基金等估值类产品占比提升。2022H1 兴业银行财富银行业务手续费收入同比增长 8.44%，其中理财业务收入同比增长 16.57%，呈现良好增长势头。未来兴业银行投行及财富业务有望持续增长发力，成为公司盈利能力的强力支撑。

图 53：2022H1 股份行手续费及佣金净收入占营业收入比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：2021 年兴业银行手续费及佣金收入结构 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所（此处取披露数据较全的 2021 年报）

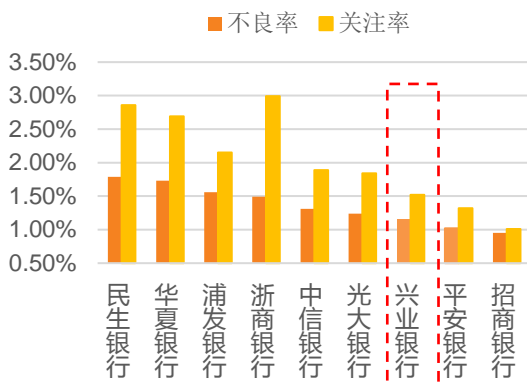
## 4. 资产质量优异，卸下包袱轻装上阵

### 4.1. 不良向下、拨备向上

**核销力度加大，不良率保持较低水平。**近五年（2017-2021年）兴业银行不良贷款核销总计1710亿元，与招行相当，单从规模来看处于股份行较低水平。2022年以来随着行业信用风险抬升，公司主动加大不良核销力度，2022H1公司核销不良贷款223.27亿元，同比增长78.97%，已占到2021年核销总量的68.08%。不良率方面，公司实现近5年逐年下降，从2016年的1.65%下降至2021年的1.1%，2022Q2末为1.15%，较2022Q1末略微提升5bp。同时关注率改善也很明显，关注类贷款占比从2016年末的2.59%连续下降至2021年末的1.52%，2022Q2末继续保持在1.52%，低于可比同业平均水平。

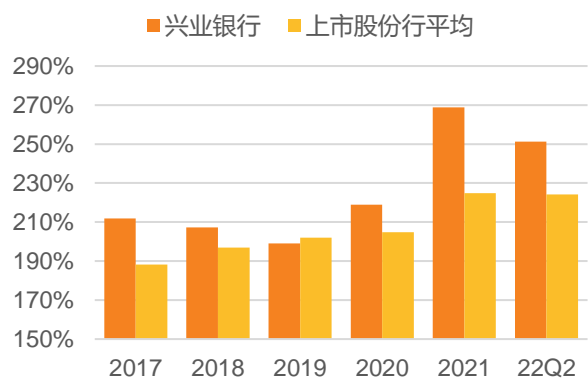
**拨备厚度持续提升。**在资产质量改善、核销压力较小、同时保持足额的拨备计提下，近两年来兴业银行拨备覆盖率提升明显，2021年末拨备覆盖率达268.73%，同比提升49.9pct；2022Q2末达251.30%，高出上市股份行平均水平27.10pct。

图 55：兴业银行不良率与关注率在同业中处于较优水平



资料来源：Wind，天风证券研究所（2022Q2末）

图 56：兴业银行拨备覆盖率提升明显

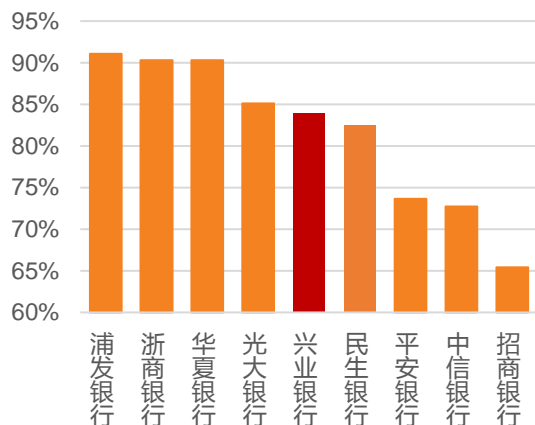


资料来源：Wind，天风证券研究所

**不良认定更为严格。**2021年兴业银行严格信用卡贷款逾期认定标准，逾期认定时点较原规则提前。同时基于审慎性原则，公司将未逾期的潜在风险项目列入关注或者不良类，前瞻性部署风险处置并足额计提拨备。2021年末兴业银行关注类及以下的非正常贷款余额中，存在逾期情形的仅占比56%，风险分类和资产减值政策执行更为严格。

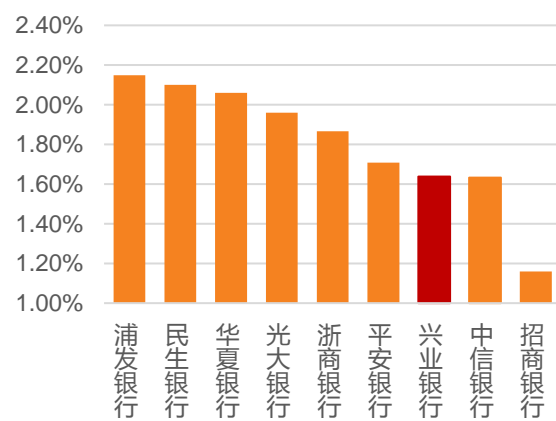
**逾期率明显优于同业。**在严格的不良认定下，兴业银行逾期90天以上贷款/不良贷款比例持续保持在85%以下低水平，与同业相比不良认定较为严格。此外兴业银行逾期率较同业也明显更低，2022Q2末逾期率为1.64%，在上市股份行中处于优质水平。

图 57：兴业银行不良认定较严



资料来源：Wind，天风证券研究所（2022Q2末逾期90天以上贷款/不良贷款）

图 58：兴业银行 2022Q2 末逾期率处于上市股份行优异水平

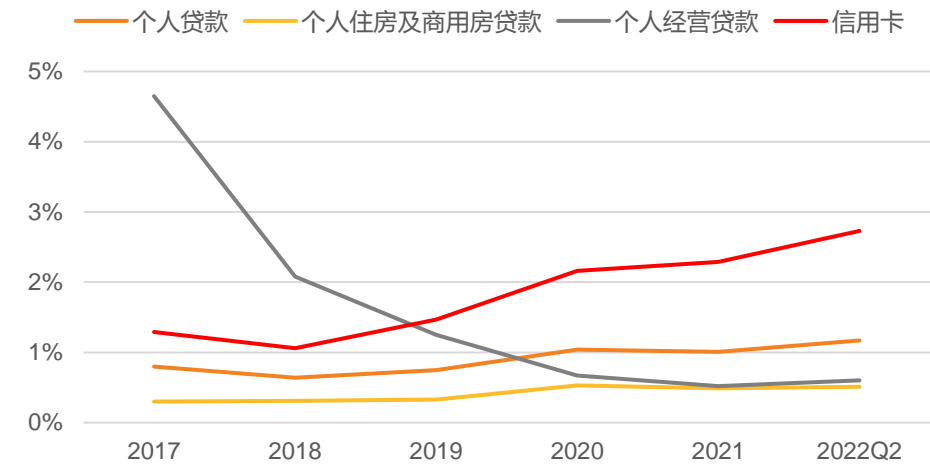


资料来源：Wind，天风证券研究所



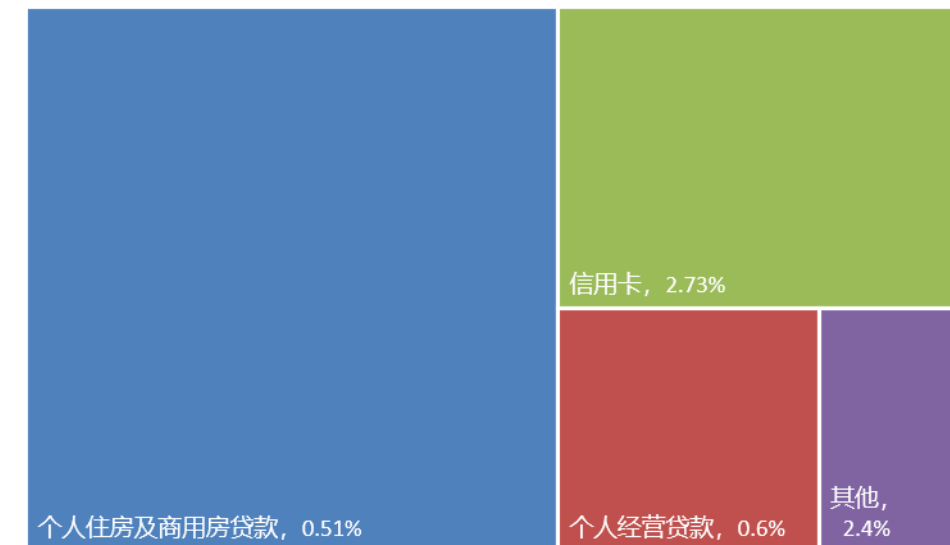
信用卡方面，公司严格信用卡贷款逾期认定标准，逾期认定时点较原规则提前下，信用卡不良率仍保持在相对平稳水平。2021 年公司信用卡不良生成率、新发生不良贷款金额均同比显著回落，风险管控能力可见一斑。2022Q2 末信用卡不良率较 2022Q1 末环比下行 0.15pct 至 2.73%，随着经济逐步企稳，居民收入改善，预计下半年信用卡资产质量或将保持平稳。

图 61：兴业银行个人贷款不良率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 62：兴业银行 2022Q2 末零售贷款细分不良率(方块大小代表贷款占比)



资料来源：Wind，天风证券研究所

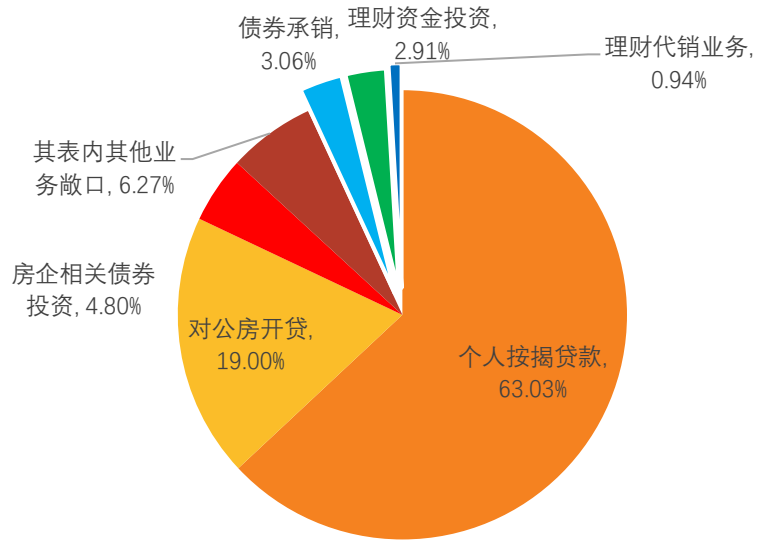
### 4.3. 房地产表外风险敞口低，风险更可控

**兴业银行房地产表外风险敞口占比极低。**截至 2022Q2 末兴业银行房地产信用风险敞口为 1.76 万亿元，较 2021 年末下滑 1.56%。其中公司境内自营贷款、债券、非标等业务项下投向房地产领域业务余额 1.63 万亿元，不良率为 1.85%，总体资产质量较好。房地产业务以表内自营资产为主，涉及不承担信用风险的表外业务规模总体很小，表外风险敞口合计 1211.51 亿元（占整体比例仅 6.9%），其中债券承销、理财资金投资、理财代销业务分别占比 44%、42%、14%。与同业相比，兴业银行房地产风险敞口也处于较低水平。

兴业银行涉房风险敞口主要为个人按揭贷款，2022Q2 末占表内敞口比例达 68%，占总体敞口比例达 63%。2022Q2 末兴业银行个人按揭贷款在一二线城市、珠三角、长三角以及部分中部地区经济发达城市主城区中的余额占比约 86%；LTV 值（个人住房按揭贷款余额与抵

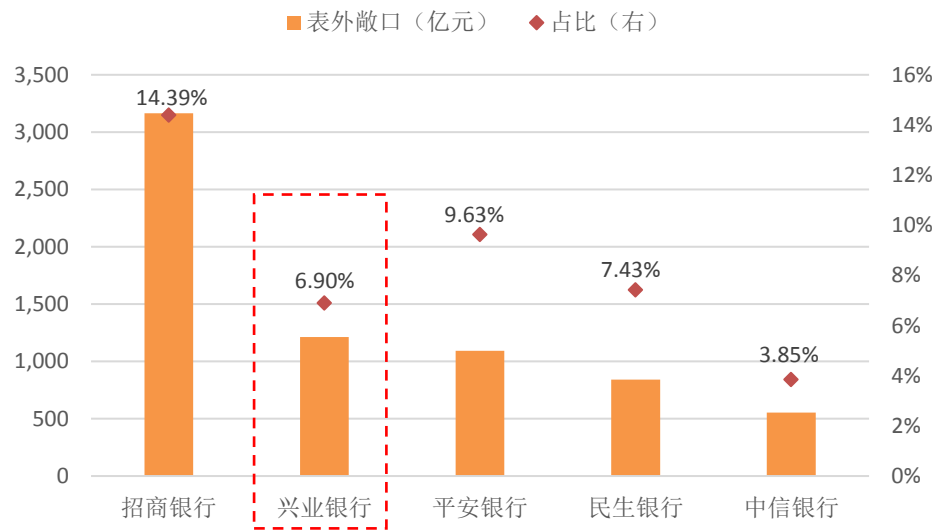
押房产总价值的比例) 为 44.49%，抵押物足值。

图 63：兴业银行 2022Q2 未涉房风险敞口合计 1.78 万亿元，其中表内 93%、表外 7%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 64：披露数据股份行房地产 2022Q2 未表外风险敞口（亿元）及占比

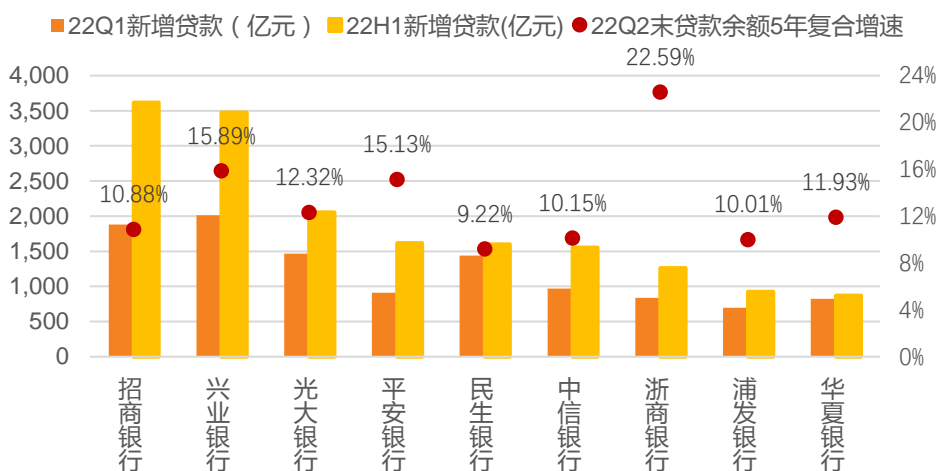


资料来源：Wind，天风证券研究所（为统一口径，此处计算整体敞口加入个人住房贷款）

## 5. 投资建议：短期受益宽信用，长期符合大趋势

公司积极把握双碳发展、共同富裕、直接融资等国家战略，前瞻性挖掘市场机遇，持续赋能“绿色银行、财富银行、投资银行”三张金色名片，尤其绿色银行先发优势明显，长期来看符合双碳国家战略下的资产投放。短期来看，在今年宏观环境下，对公信贷投放将显著受益于今年宽信用的持续推进。2022H1 兴业银行新增贷款达 3475 亿元，其中一季度新增贷款达 2012 亿元，位居上市股份行首位。2022H1 新增贷款已达 2021 年全年投放的 75%，其中对公投放占比达 67%（2022Q1 高达 91%），继续巩固公司对公业务的传统优势。

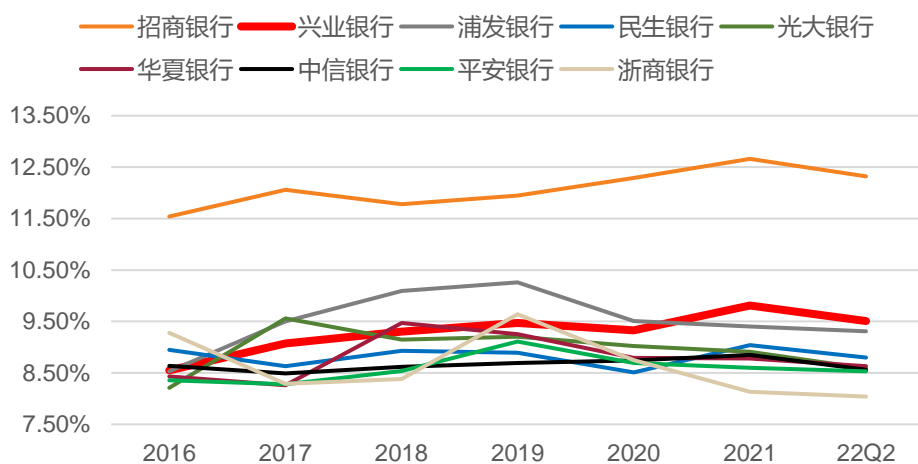
图 65：兴业银行信贷扩张速度较同业领先优势明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

同时轻型化转型卓有成效，降低资本耗用，业绩稳步释放有效补充资本，可以看到近年来公司核心一级资本率稳中向上。公司 500 亿元可转债于 6 月底已经进入转股期，静态测算完成转股后将提升核心一级资本充足率 0.77pct，为资产扩张提供充足弹药。

图 66：兴业银行核心一级资本充足率位居上市股份行第 2



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司资产扩张有抓手，价格稳定有保障，净息差收入成长性将进一步凸显。此外在商投行一体化战略的深入推动下，中收贡献有望加速提升。我们对公司未来业绩增长保持乐观，假设 2022-2024 兴业银行生息资产同比增速在 12%、10%、10%，2022-2023 年净息差下滑幅度为 10bp，2024 年进一步收窄为 -5bp，同时在轻资本运营下手续费及佣金或保持较高增速。预计 2022-2024 年公司营收同比增速为 8.20%、9.36%、10.20%，归母净利润同比增速为 13.72%、16.27%和 18.27%，加权平均 ROE 向上提升至 15%以上，有望继续保持明显优于上市同业的盈利水平。

表 4：兴业银行盈利情况预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产同比	10.04%	9.68%	12.00%	10.00%	10.00%
生息资产 (亿元)	75,818	83,156	93,134	102,448	112,692
净息差同比	+11bp	-11bp	-10bp	-10bp	-5bp
净息差	2.36%	2.29%	2.19%	2.09%	2.04%
利息净收入同比	39.35%	1.51%	4.68%	4.53%	6.63%
利息净收入 (亿元)	1,435	1,457	1,525	1,594	1,700
手续费及佣金净收入同比	-24.09%	13.18%	15.00%	20.00%	20.00%
手续费及佣金净收入 (亿元)	377	427	491	589	707
营业收入同比	12.04%	8.91%	8.20%	9.36%	10.20%
营业收入 (亿元)	2,031	2,212	2,394	2,618	2,885
成本收入比	25.19%	26.68%	25.00%	24.00%	23.00%
归母净利润同比	1.15%	24.10%	13.72%	16.27%	18.27%
归母净利润 (亿元)	666	827	940	1,093	1,293

资料来源: Wind, 天风证券研究所

截至 9 月 15 日收盘公司 PB (MRQ) 0.60 倍, 仅略高于同业平均水平。而公司 ROE 已经稳定保持在上市股份行第 2, 净息差也已回升至上市同业前列。当前估值明显低估, 我们给予公司 2022 年目标 PB 1 倍, 对应目标价 32.14 元, 维持“买入”评级。

图 67: 兴业银行 PB (MRQ 走势)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 5: 兴业银行与可比同业 PB-ROE 对比

证券简称	2021 年加权平均 ROE	市场一致预测 2022 年 ROE	PB(2021)	PB (2022E)
招商银行	16.96%	16.82%	1.24	1.10
平安银行	10.85%	12.10%	0.78	0.69
光大银行	10.64%	10.68%	0.42	0.38
中信银行	10.73%	10.79%	0.45	0.43
浙商银行	9.83%	9.20%	0.54	0.49
浦发银行	8.75%	8.80%	0.39	0.36
民生银行	6.59%	6.56%	0.33	0.30
平均	10.62%	10.71%	0.59	0.54
兴业银行	13.94%	14.17%	0.62	0.55

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (一致预测时间为 2022 年 9 月 15 日)

## 风险提示：

**风险 1：**宏观经济疲弱，企业生产再投资意愿减弱，融资需求下滑。而兴业银行对公业务开展较多，企业融资热情减弱，对兴业银行的对公业务开展影响较大。

**风险 2：**市场波动加剧，理财及代销业务开展受阻，兴业银行战略之一是打造财富型银行，市场行情影响居民的认购银行理财、基金等产品热情，进而影响公司手续费及佣金净收入。

**风险 3：**绿色金融政策变化，影响公司绿色业务开展；比如公司获得碳减排支持工具资金的多少，会影响到公司绿色贷款业务的收益。

## 财务预测摘要

人民币亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	1435	1457	1525	1594	1700	净利润增速	1.2%	24.1%	13.72%	16.27%	18.27%
手续费及佣金	377	427	491	589	707	拨备前利润增速	14.7%	6.7%	10.7%	10.1%	12.4%
其他收入	219	329	378	435	478	税前利润增速	2.9%	24.4%	13.9%	16.3%	16.9%
营业收入	2031	2212	2394	2618	2885	营业收入增速	12.0%	8.9%	8.2%	9.4%	10.2%
营业税及附加	21	22	23	24	26	净利息收入增速	39.4%	1.5%	4.7%	4.5%	6.6%
业务管理费	491	568	575	617	638	手续费及佣金增速	-24.1%	13.2%	15.0%	20.0%	20.0%
拨备前利润	1521	1623	1797	1978	2222	营业费用增速	4.5%	15.4%	1.4%	7.2%	3.4%
计提拨备	754	670	711	716	747	<b>规模增长</b>					
税前利润	766	953	1085	1262	1476	生息资产增速	10.0%	9.7%	12.0%	10.0%	10.0%
所得税	90	115	130	151	162	贷款增速	15.6%	11.5%	14.5%	12.1%	12.0%
净利润	666	827	940	1093	1293	同业资产增速	13.8%	36.2%	-43.0%	-22.1%	-35.4%
	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	证券投资增速	7.2%	3.7%	18.5%	10.0%	10.0%
<b>资产负债表</b>						其他资产增速					
贷款总额	39657	44282	50775	56919	63739	计息负债增速	9.7%	8.6%	12.4%	10.2%	7.5%
同业资产	4105	5592	3187	2482	1603	存款增速	7.6%	6.6%	12.5%	11.1%	7.5%
证券投资	28928	29986	35535	39089	42998	同业负债增速	16.4%	7.9%	17.8%	12.0%	7.5%
生息资产	75818	83156	93134	102448	112692	股东权益增速	13.7%	11.1%	10.6%	11.2%	12.0%
非生息资产	3122	2875	3450	4140	4968	<b>存款结构</b>					
总资产	78940	86030	96584	106587	117660	活期	39.9%	41.0%	42.00%	43.00%	45.00%
客户存款	40842	43557	49018	54479	58589	定期	52.3%	51.3%	51.00%	50.00%	50.00%
其他计息负债	30286	33661	37739	41098	44199	其他	7.8%	7.6%	7.00%	7.00%	5.00%
非计息负债	1563	1869	2149	2471	5313	<b>贷款结构</b>					
总负债	72692	79087	88905	98049	108101	企业贷款(不含贴现)	51.5%	50.2%	50.23%	50.23%	50.23%
股东权益	6248	6943	7678	8538	9559	个人贷款	43.2%	42.5%	42.45%	42.45%	42.45%
<b>每股指标</b>						<b>资产质量</b>					
每股净利润(元)	3.21	3.98	4.53	5.26	6.22	不良贷款率	1.25%	1.10%	1.10%	1.08%	1.05%
每股拨备前利润(元)	7.32	7.81	8.65	9.52	10.70	正常	97.38%	97.38%			
每股净资产(元)	25.50	28.65	32.14	36.22	41.08	关注	1.37%	1.52%			
每股总资产(元)	379.99	414.12	464.92	513.07	566.37	次级	0.70%	0.53%			
P/E	5.52	4.44	3.91	3.36	2.84	可疑	0.40%	0.35%			
P/PPOP	2.42	2.26	2.05	1.86	1.65	损失	0.15%	0.22%			
P/B	0.69	0.62	0.55	0.49	0.43	拨备覆盖率	218.83%	268.73%	260.46%	267.37%	270.16%
P/A	0.05	0.04	0.04	0.03	0.03	<b>资本状况</b>					
<b>利率指标</b>						资本充足率	13.47%	14.39%	14.22%	14.30%	14.46%
净息差(NIM)	2.36%	2.29%	2.19%	2.09%	2.04%	核心资本充足率	9.33%	9.81%	9.75%	9.95%	10.22%
净利差(Spread)	2.11%	2.02%	1.91%	1.81%	1.75%	资产负债率	92.09%	91.93%	92.05%	91.99%	91.88%
贷款利率	5.30%	5.03%	4.90%	4.80%	4.70%	<b>其他数据</b>					
存款利率	2.26%	2.22%	2.17%	2.13%	2.10%	总股本(亿)	207.74	207.74	207.74	207.74	207.74
生息资产收益率	4.47%	4.36%	4.26%	4.16%	4.10%						
计息负债成本率	2.36%	2.29%	2.35%	2.35%	2.35%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.90%	1.02%	1.03%	1.08%	1.15%						
ROAE	12.62%	13.94%	14.89%	15.39%	16.10%						
拨备前利润率	2.02%	1.97%	2.00%	2.03%	2.07%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com