

兴业银行 (601166.SH)

新增长动能强劲，构筑核心竞争力

增持

核心观点

三张名片擦亮，增长动能强劲。公司以“商行+投行”战略为核心不断推进转型升级，从“大投行、大资管、大财富”到“结算型、投资型、交易型”三型银行建设，着力打造绿色银行、财富银行、投资银行“三张名片”，改革路径清晰，战略定力稳定，未来增长动能强劲。商行与投行双轨并行，符合我国经济结构转型大势，在国内银行中处于领先地位，同时有利于发挥自身资源禀赋优势，将自身此前积累的客户资源与投资能力转化为切实的经济效益。

转型成效明显，向综合化轻型化特色化银行迈进。(1)“商行+投行”战略成效显著。截止2022年6月末，公司FPA达7.65万亿元。其中，非传统表外融资余额3.00万亿元，传统表外融资余额1.22万亿元，表内融资余额3.44万亿元。四个“大于”持续兑现，“轻资本、轻资产、高效率”转型成效持续显现。(2)财富管理资产规模、资管业务收入均稳步提升。2022年上半年，集团零售AUM规模3.07万亿元，较上年末增长7.79%，其中管理的表外资产占比70.78%；公司在线托管产品34,006只，保持全行业第二位，资产托管业务规模14.93万亿元，其中银行理财托管规模保持全行业第三。上半年实现财富银行业务手续费收入126.34亿元，同比增长8.44%。(3)深耕绿色金融十余年，先发优势明显。2022年6月末，公司绿色金融融资余额1.53万亿元，较上年末增长9.99%，绿色贷款余额5416亿元，较上年末增长19.31%，显著快于对公贷款增长。

历史包袱卸下，基本面在上市股份行中处在较好水平。2014-2017年是公司业务转型时期，规模扩张速度放缓，营收增速下降明显。2017年以后，公司业务结构调整基本完成，规模稳步扩张，资产质量逐步提升，商行+投行”带来新的发展动力，业绩增速实现较好增长，盈利能力在上市股份行中处在较高水平。

盈利预测与估值：结合相对估值和绝对估值，我们认为公司股票合理估值区间在20.8~25.7元之间，对应2022年PB值为0.65~0.80x，相对于公司目前股价上涨空间为18%~46%。综合考虑公司估值以及公司战略转型成效，维持“增持”评级。

风险提示：疫情冲击超预期，经济低于预期等多种因素变化可能会对我们的判断产生影响，详见正文。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	203,137	221,236	236,468	258,565	280,905
(+/-%)	12.0%	8.9%	6.9%	9.3%	8.6%
净利润(百万元)	66,626	82,680	91,915	102,257	113,733
(+/-%)	1.2%	24.1%	11.2%	11.3%	11.2%
摊薄每股收益(元)	3.21	3.98	4.42	4.92	5.47
总资产收益率	0.90%	1.02%	1.04%	1.05%	1.07%
净资产收益率	13.4%	14.9%	14.8%	14.6%	14.6%
市盈率(PE)	5.5	4.4	4.0	3.6	3.2
股息率	4.6%	5.9%	6.5%	7.3%	8.1%
市净率(PB)	0.69	0.61	0.55	0.49	0.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

银行·股份制银行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	20.80 - 25.70元
收盘价	17.59元
总市值/流通市值	365419/365419百万元
52周最高价/最低价	23.22/14.91元
近3个月日均成交额	1112.93百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《兴业银行(601166.SH)2022半年报点评-业绩平稳，风险整体可控》——2022-08-27
- 《兴业银行(601166.SH)——2022年一季报点评-加码科技与零售投入，未来可期》——2022-04-29
- 《兴业银行(601166.SH)-资产质量好转减轻拨备计提压力，业绩高增》——2022-03-25
- 《兴业银行-601166-2021年业绩快报点评：营收增速环比提升，不良率下行》——2022-01-11
- 《兴业银行-601166-事件快评：转债发行补充资本实力》——2021-12-28

内容目录

前言：历史包袱卸下，新增长动能强劲.....	5
“商行+投行”战略：构建公司核心竞争力.....	6
符合经济结构转型大势，发挥自身资源禀赋优势.....	6
兴业银行“商行+投行”经典案例.....	8
转型成效：摆脱同业之王困境，“商行+投行”成效明显.....	10
财富管理：与投商行战略相辅相成.....	12
大投行业务经营成效显著，构建“大财富大资管”业务闭环.....	12
财富管理业务构建公司新增长动能.....	13
绿色金融：先发优势明显，成长空间广阔.....	16
顶层设计指明发展方向，双碳目标带来巨大投资空间.....	16
深耕绿色金融十余年，先发优势明显.....	16
绿色金融：“商行+投行”的新鲜血液.....	17
财务分析.....	17
业绩增速恢复，盈利能力优于同业.....	17
规模扩张企稳，结构持续优化.....	18
不良率持续下降，拨备覆盖率维持高水平.....	19
盈利预测.....	20
假设前提.....	20
未来三年业绩预测简表.....	20
盈利预测的敏感性分析.....	21
估值与投资建议.....	21
绝对估值.....	21
绝对估值的敏感性分析.....	22
相对估值.....	22
投资建议.....	23
风险提示.....	23
附表：财务预测与估值.....	25
免责声明.....	26

图表目录

图 1: 兴业银行房地产行业贷款占比逐步下降.....	5
图 2: 非利息收入保持稳健增长.....	6
图 3: 房地产业发展动能逐渐减缓.....	7
图 4: 第三产业占 GDP 比重超越第二产业.....	7
图 5: 兴业银行生息资产结构.....	7
图 6: 兴业银行计息负债结构.....	7
图 7: 对公客群增速领先.....	8
图 8: 中小微企业客户资源丰富.....	8
图 9: FICC 做市业务收入持续增长.....	8
图 10: 2022 年上半年其他非息净收入占比行业领先.....	8
图 11: 兴业银行“商行+投行”模式.....	9
图 12: 兴业银行“商行+投行”模式切入晶科能源项目.....	10
图 13: 2022 年 6 月末兴业银行对公融资余额 (FPA) 7.65 万亿元.....	11
图 14: 非金融企业债务融资工具承销规模稳健增长.....	11
图 15: 表外对公融资余额增速大于表内对公融资余额增速.....	12
图 16: 绿色金融融资余额增速大于对公融资余额增速.....	12
图 17: 非利息净收入增速大于利息净收入增速.....	12
图 18: 子公司营收增速大于母行增速.....	12
图 19: 三大行 AUM 规模.....	13
图 20: 三大行客户资产规模.....	13
图 21: 三大行财富与资管部门收入贡献.....	13
图 22: 三大行财富与资管部门净利润贡献.....	13
图 23: 2022 年上半年兴业银行理财规模排名第四.....	14
图 24: 公司投行业务市场排名前列.....	14
图 25: “钱大掌柜”用户数持续增长.....	14
图 26: 银银平台支付结算量稳步提升.....	14
图 27: 兴业银行 AUM 规模逐年增长.....	15
图 28: 兴业银行托管产品及托管规模稳步提升.....	15
图 29: 2022 年上半年兴业银行绿色贷款位于股份行前列.....	16
图 30: 绿色金融客户数逐年提升.....	16
图 31: 兴业银行绿色贷款利率较高.....	17
图 32: 兴业银行绿色贷款不良率较低.....	17
图 33: 兴业银行 ROE 表现优于同业.....	18
图 34: 兴业银行 ROA 表现优于同业.....	18
图 35: 2018 年后兴业银行营收增速高于行业均值.....	18
图 36: 兴业银行归母净利润增速有所恢复.....	18
图 37: 兴业银行总资产增速恢复稳定增长.....	19

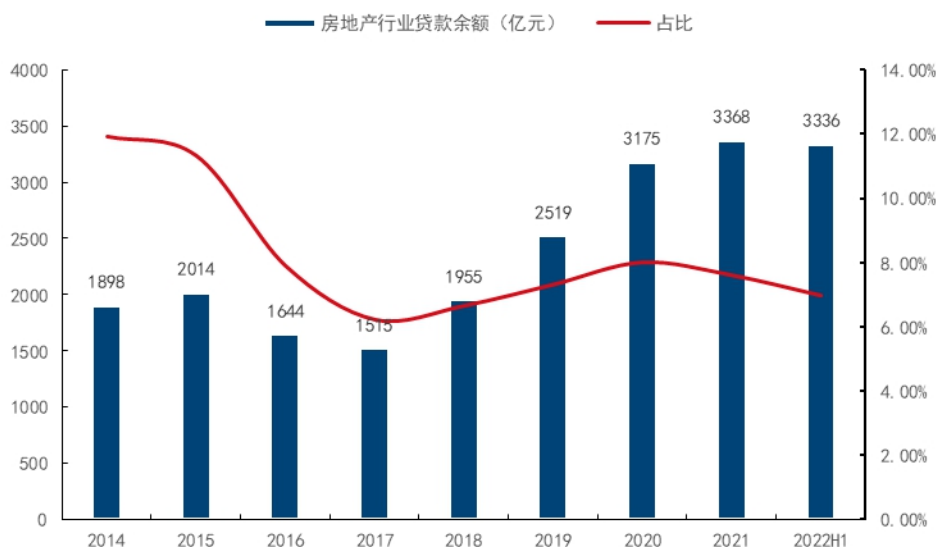
图 38: 不良率持续下降, 拨备充足.....	19
图 39: A 股上市股份行估值情况.....	23
表 1: 绿色行业发展预测.....	16
表 2: 兴业银行绿色金融产品矩阵.....	17
表 3: 2022 年 6 月末 A 股上市股份行不良指标.....	20
表 4: 未来三年业绩预测简表 (单位: 亿元)	21
表 5: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析.....	21
表 6: 一二阶段的核心假设 (百万元)	22
表 7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	22

前言：历史包袱卸下，新增长动能强劲

我们认为，兴业银行的转型之路未来是确定的，公司打开了第二增长曲线。公司坚持“商行+投行”发展战略，从“大投行、大资管、大财富”到“结算型、投资型、交易型”三型银行建设，着力打造绿色银行、财富银行、投资银行“三张名片”，改革路径清晰，战略定力稳定。公司核心投资逻辑已越发清晰，历史包袱逐渐卸下，增长动能强劲。

逐步摆脱对地产、政府平台的依赖，围绕新经济打造新业态。公司房地产领域业务余额逐步下降，截至 2022 年上半年，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%，项目主要集中在北上广深一线城市、省会城市等经济发达市场。地方政府融资平台债务余额 2523 亿元，较上年末减少 554 亿元；不良资产率为 3.37%，受疫情影响，个别地区风险暴露使得不良有所增加，但总体风险敞口仍然可控。

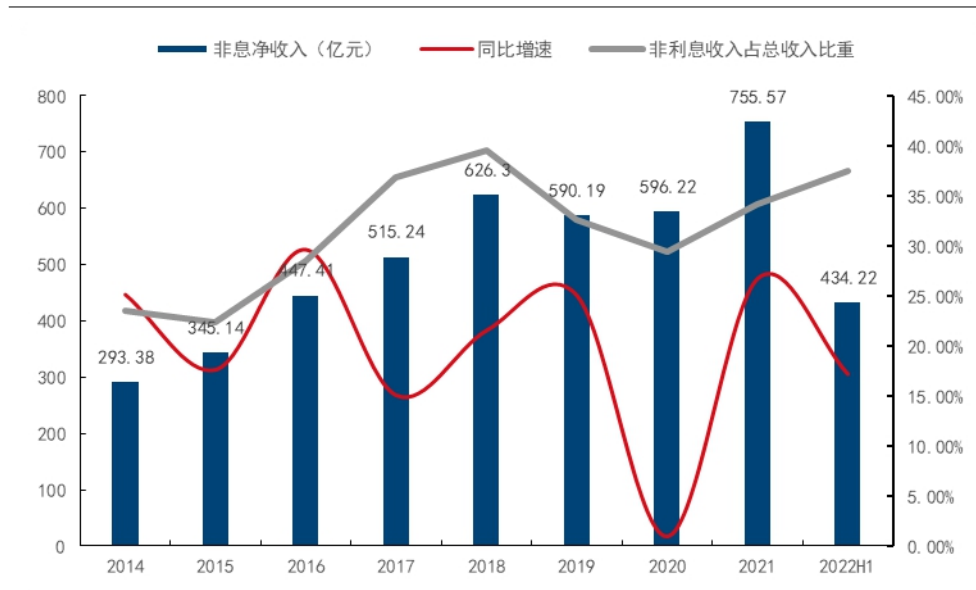
图 1：兴业银行房地产行业贷款占比逐步下降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

三张名片擦亮，增长动能强劲。公司着力打造“绿色银行、财富银行、投资银行”三张名片，目前已取得显著成效，非利息收入稳健增长，2022 年上半年实现非息净收入 434 亿元，同比增长 17.21%，非息净收入在营业收入中占比 37.48%。绿色业务规模快速增长，深耕绿色供应链、半导体、生物医药、新能源、碳捕集、协作机器人、功率半导体等新兴行业，行业基础深厚，遥遥领先于其他银行。理财业务做强做大，兴银理财稳健发展，多点资管持续发力，银银“朋友圈”构建强大销售渠道。投行业务优势稳固，“商行+投行”落地成效显著，构建大投行生态闭环。

图2：非利息收入保持稳健增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

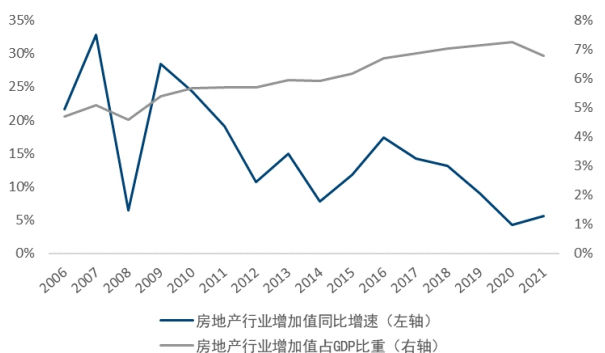
“商行+投行”战略：构建公司核心竞争力

公司以“商行+投行”战略为核心不断推进转型升级，构建自身核心竞争力。商行与投行双轨并行，符合我国经济结构转型大势，在国内银行中处于领先地位，同时有利于发挥自身资源禀赋优势，将自身此前积累的客户资源与投资能力转化为切实的经济效益。

符合经济结构转型大势，发挥自身资源禀赋优势

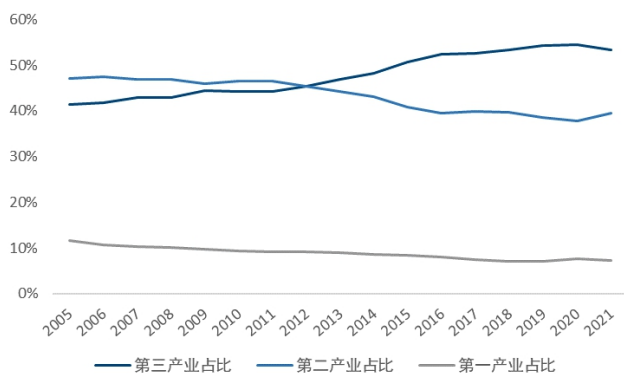
经济结构持续转型，传统存贷业务压力凸显。银行传统存贷业务往往具有高杠杆、重资产、通过粗放的信贷投放赚取利差收入等特点。次贷危机后的“四万亿”刺激计划推动了我国基建与房地产行业的信贷需求快速扩张，银行对于拥有政府背书的企业项目趋之若鹜，同时高收益也吸引着银行通过表外非标业务对此类业务间接放贷以绕过监管。随着我国经济结构转型的深入，基建及地产行业发展动能减缓，同时，银行风险集中度逐步提高。随着产业结构调整，以新基建、先进制造业、现代服务业等为代表的国家重点产业将成为日后经济发展的主要动能，同时也将产生对应的信贷需求。新型重点产业往往不具有抵押资产，仅仅依靠信贷难以满足其融资需求，因此需要银行不断创新融资模式，构建“信贷+”的综合金融服务模式。

图3: 房地产行业发展动能逐渐减缓



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

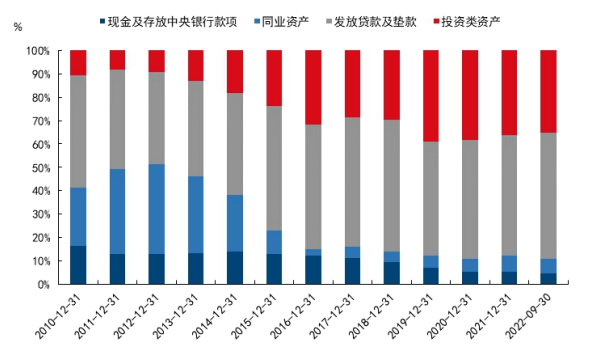
图4: 第三产业占GDP比重超越第二产业



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

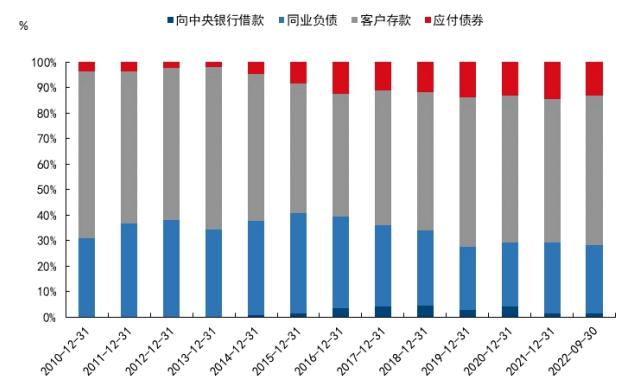
金融去杠杆, 同业业务监管趋严。2013年, 监管开始加强表外业务监管, 2016年来监管进一步启动金融去杠杆、去通道, 强化对同业、理财、表外等业务的严监管, 兴业银行资产负债结构进入调整期, 存贷款占比持续提升, 同业非标资产迅速压缩。截止2022年9月末, 公司贷款占生息资产的比重为53.8%, 较2016年末提升了19.6个百分点; 期末存款占计息负债的比重为58.3%, 较2016年末提升了10.4个百分点。

图5: 兴业银行生息资产结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

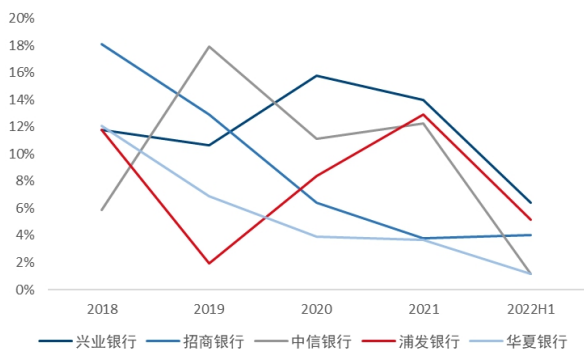
图6: 兴业银行计息负债结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

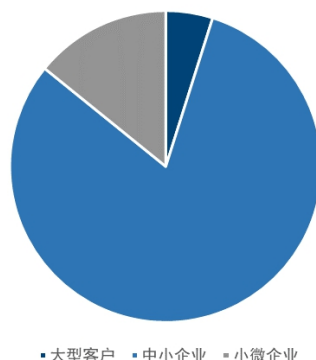
对公客群优势明显。公司对公业务实力强劲, 企业客户基础雄厚。企业客户是“财富管理-资产管理-投资银行”综合金融服务模式的重要一环, 公司积累的大量企业客户形成了“商行+投行”业务的宝贵资源。公司企业客户增速位于行业前列, 中小型客户资源丰厚, 企业多元融资需求强烈, 为“商行+投行”业务发展提供了丰厚的土壤。

图7：对公客群增速领先



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

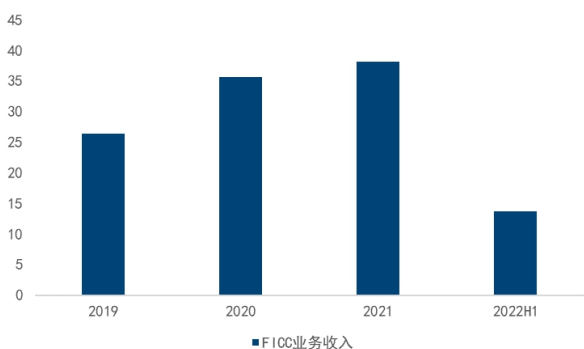
图8：中小微企业客户资源丰厚



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

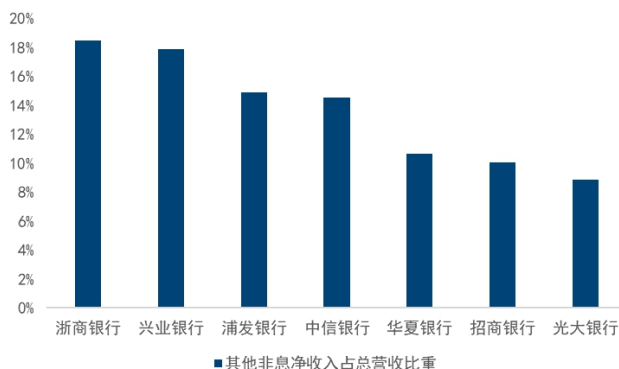
同业之王时期构筑领先的交易和投资能力。借助于此前的同业业务，公司建立起庞大的同业朋友圈。对内，公司通过集团内部多块金融牌照形成业务的协同，对外，公司凭借坚实的同业基础，可以高效整合金融资产向其他银行、金融机构等进行销售与撮合，引领 FICC、资产管理、资产托管等新兴业务发展。

图9：FICC 做市业务收入持续增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2022 年上半年其他非息净收入占比行业领先

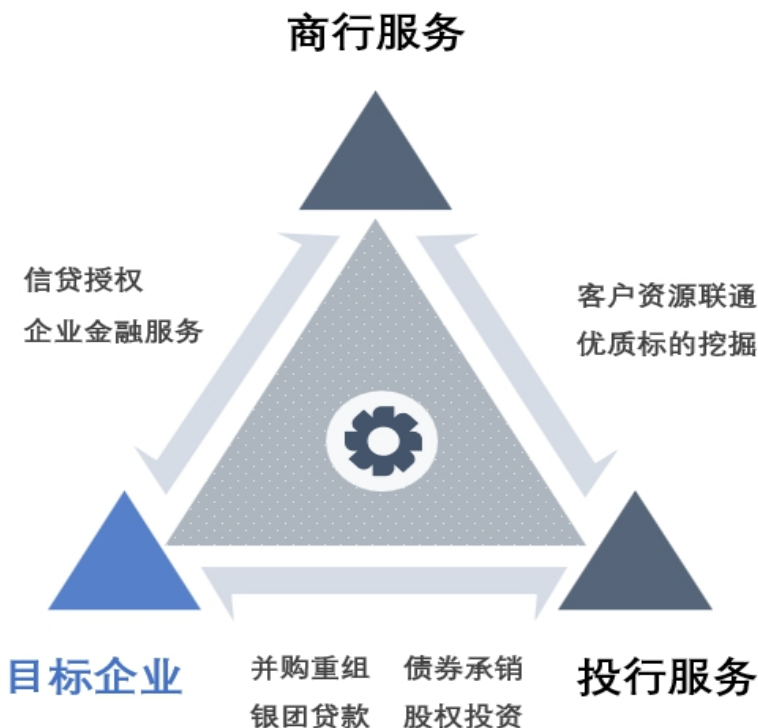


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

兴业银行“商行+投行”经典案例

“商行+投行”模式是企业综合金融需求催生的银行业务模式，从银行内部而言，包括通过传统存贷汇业务与资本市场业务协作实现商投联动。同时银行可以借助外部券商、基金等金融机构实现更广义的商投联动。“商行+投行”可以主要分为投贷联动、大资本市场业务及传统投行业务三类，公司“商行+投行”模式下主要以投贷联动业务为主。

图11：兴业银行“商行+投行”模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

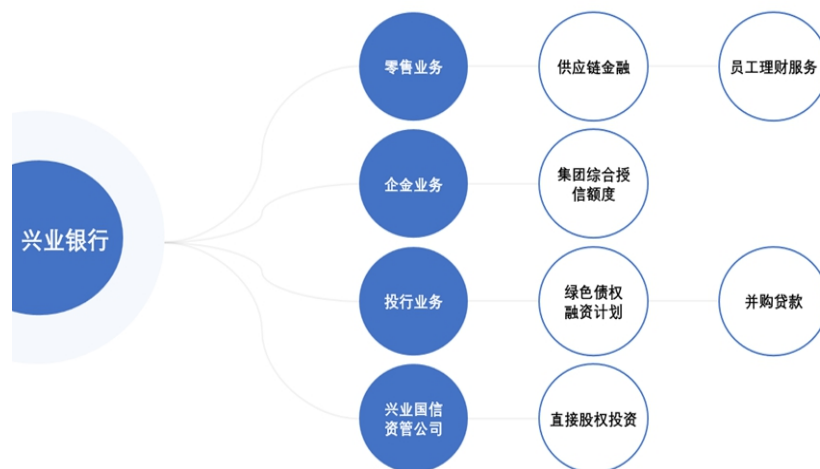
■ 晶科能源：优质光伏组件生产商

晶科能源简介：晶科能源是一家美股上市公司，也是国内较早规模化从事光伏技术研发和光伏产品开发、制造的企业。自2006年成立以来，该公司凭借持续的研发投入和自主创新、优质的产品质量和广泛的市场销售网络，2016-2019年连续4年实现全球光伏组件出货量第一名。兴业银行通过并购和股权投资介入晶科能源回归项目，并在2021年全程主导了其美股分拆回归科创板的交易。

投行业务：股债双投助力上市。兴业银行通过旗下兴业国信资产管理有限公司全资持股的嘉兴兴晟欣源与晶科能源多位实际控制人成立合伙企业并直接投资晶科能源股权，持股比例共计4.57%。同时，兴业银行发挥投行承销能力，为晶科能源发行落地一只绿色债权融资计划，首期募资6.9亿元，为其补足新项目资金缺口。此外，兴业银行还通过并购贷款为晶科能源提供9亿元并购贷款。

商行业务：企金、零售服务齐发力。企业金融方面，兴业银行通过晶科集团整体综合授信额度120亿元人民币，其中敞口授信80亿元人民币，可用于各类短、中、长期业务品种，包括传统信贷业务及类信贷业务，在晶科能源及下属公司所有已批复及启用的银行授信来看，兴业银行的综合授信从额度规模、品种等角度而言，都排名第一。零售金融方面，兴业银行深入挖掘客户需求，向其提供的工资云代发、个人现金管理、票据池等特色业务，也帮助公司解决了供应链金融以及员工理财服务等需求。

图 12: 兴业银行“商行+投行”模式切入晶科能源项目



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 孚能科技：国内软包电池龙头

孚能科技简介：孚能科技于 2002 年成立，主要致力于新能源车用动力锂离子电池及系统的生产和研发，是拥有国际领先自主知识产权的高科技企业。公司为国内软包动力电池龙头。2017-2019 年，公司动力电池销量分别为 0.95GWh、1.92GWh 和 2.27GWh；在软包动力电池领域，公司产品出货量和装机量 2017 年、2018 年连续两年排名均为全球第三，全国第一；装机量 2019 年继续排名全国第一，并于 2020 年登陆科创板。

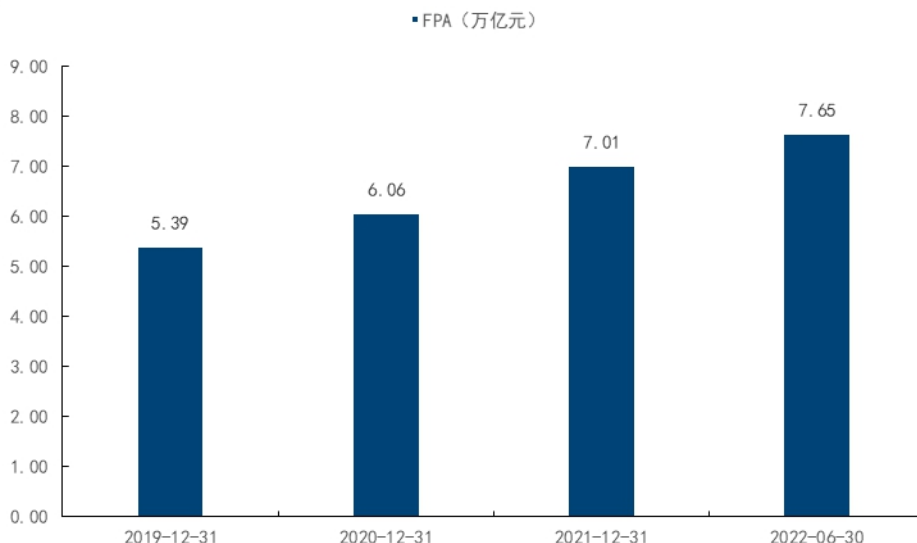
商行业务：全方位战略协同合作满足公司融资需求。2019 年兴业银行与孚能科技签署战略合作协议，双方将从综合授信、国际结算和贸易融资、供应链金融服务等角度开展的全方位战略协同合作，综合授信额度达 100 亿元。

投行业务：助力 C 轮融资，科创板成功上市。2018 年兴业国信资产管理有限公司携手北京汽车集团产业投资有限公司、中科院国科投资、工银亚洲和杭州金控共同完成孚能科技 C 轮融资，累计融资超 10 亿美元。兴业银行还通过子公司兴业国信资产管理公司的控股公司台州熙孚以及隼泉绿色，以普通合伙人身份对孚能科技进行直接股权投资。

转型成效：摆脱同业之王困境，“商行+投行”成效明显

金融去杠杆以来，公司战略转型提速，积极打造综合化金融服务模式，越来越重视 FPA（对公融资余额）。兴业银行将 FPA 划分为表内对公融资、表外传统对公融资以及表外非传统对公融资三大部分。截止 2022 年 6 月末，公司 FPA 达 7.65 万亿元。其中，表外投资银行业务的非传统表外融资余额 3.00 万亿元，传统表外融资余额 1.22 万亿元，表内融资余额 3.44 万亿元。

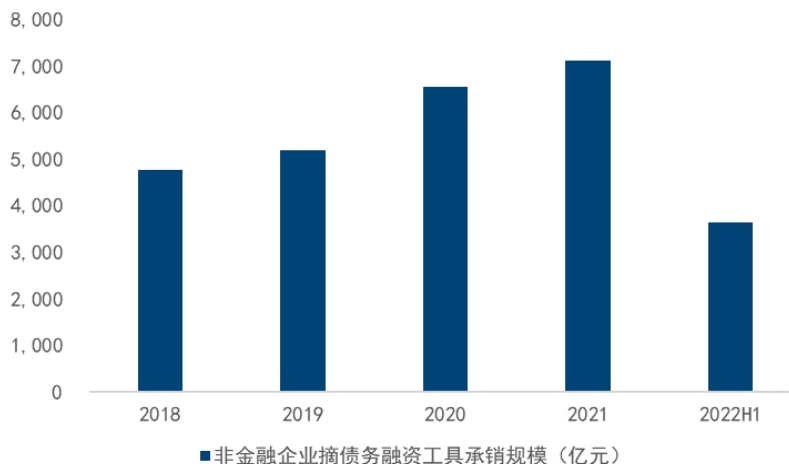
图13: 2022年6月末兴业银行对公融资余额(FPA) 7.65 万亿元



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

“商行+投行”战略成效显著，四个“大于”彰显新增长动能。公司是国内“商行+投行”模式的先行者，自2017年确立“商业银行+投资银行”战略起，公司战略目标日渐清晰、业务逻辑逐渐理顺，目前投行业务处于行业领先地位。2022年上半年，公司非利息净收入434.22亿元，占总收入比重为37.48%。投行业务优势持续巩固，非金融机构债务融资工具承销规模3634.34亿元，位居市场第二位。

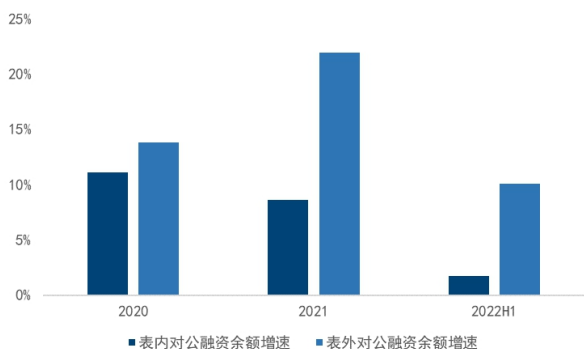
图14: 非金融企业债务融资工具承销规模稳健增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

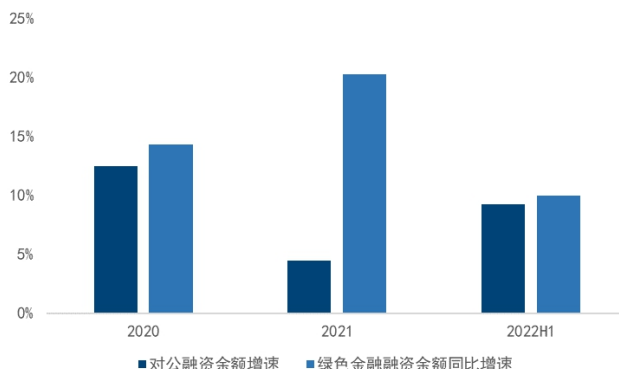
公司四个“大于”持续兑现，2022年上半年集团表外对公融资余额增速大于表内对公融资余额增速、绿色融资余额增速大于对公融资余额增速、非息净收入增速大于利息净收入增速、子公司营收增速大于母行营收增速，“轻资本、轻资产、高效率”转型成效持续显现，增长动能强劲。

图 15: 表外对公融资余额增速大于表内对公融资余额增速



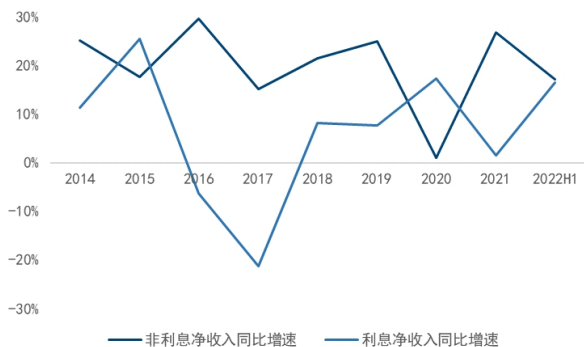
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 绿色金融融资余额增速大于对公融资余额增速



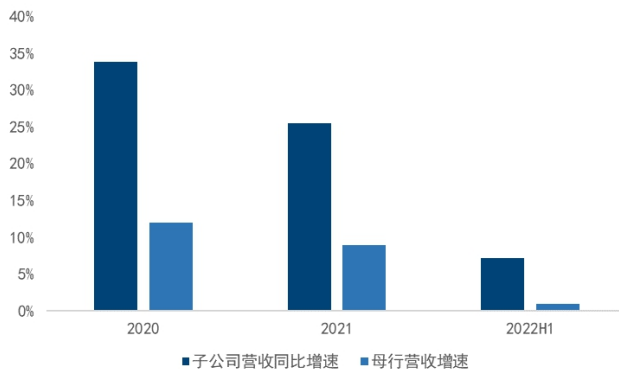
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 非利息净收入增速大于利息净收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 子公司营收增速大于母行增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财富管理：与投行战略相辅相成

大投行业务经营成效显著，构建“大财富大资管”业务闭环

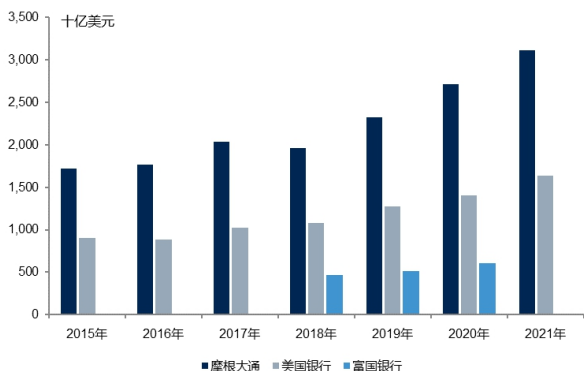
财富管理业务与投行业务相辅相成，是“财富管理-资产管理-投资银行”价值链中的重要一环。公司可以从投行业务众多的客户资源中挖掘优质非标资产，经过资产整合、产品创设、产品销售形成价值链闭环。财富管理业务对于公司利润贡献包括直接收益与间接受益两方面，直接收益包括向客户收取的资产管理费、咨询费及佣金等。间接受益则为为公司沉淀大量低成本存款，提高客户品牌忠诚度和综合贡献度，与投行等其他业务板块协同发展带来更多综合收益。兴业银行“投行+商行”经营成效明显，这将有利于公司构建大财富管理业务闭环。

从海外几家大型银行来看，摩根大通财富管理业务规模领先，其中很重要的一个因素就是摩根大通领先的大投行业务为财富管理业务提供了大量的优质资产和高净值客群。同时，财富管理业务的优势也进一步推动了大投行业务的快速发展。

2021 年末摩根大通资产与财富管理板块下客户总资产合计为 4.30 万亿美元，其中 AUM 为 3.11 万亿美元，经纪资产等为 1.19 万亿美元，公司以主动管理产品体

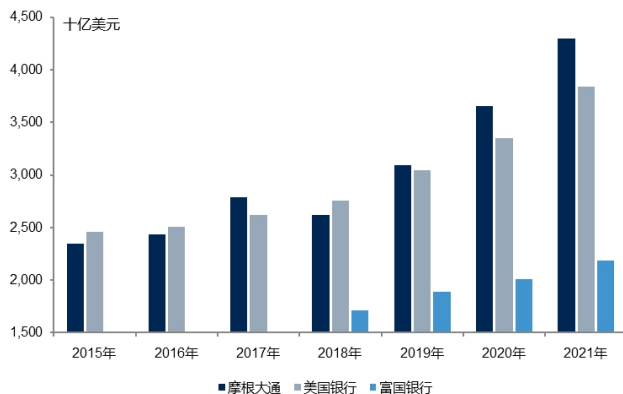
系为主。2021 年资产与财富管理部门实现收入 169.6 亿美元，净利润 47.4 亿美元，分别占摩根大通总收入和净利润的 13.5%和 9.8%。资产与财富管理板块 ROE 近年来持续高于其他三大业务板块，2021 年资产与财富管理板块 ROE 为 33%，公司整体 ROE 为 19%。

图 19: 三大行 AUM 规模



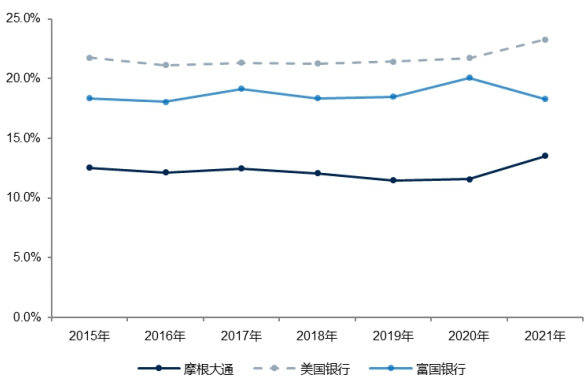
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 20: 三大行客户资产规模



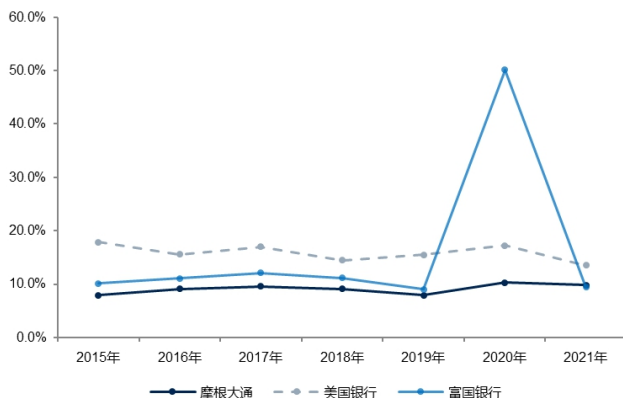
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 三大行财富与资管部门收入贡献



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 三大行财富与资管部门净利润贡献



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

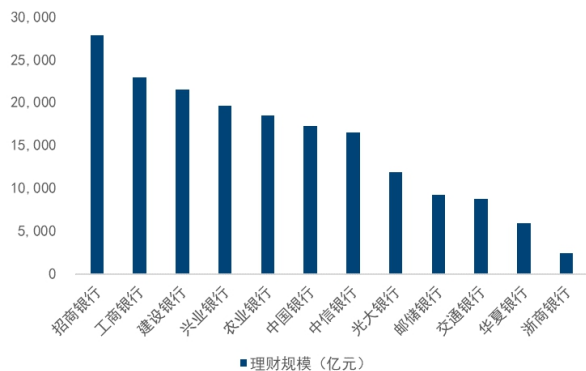
财富管理业务构建公司新增长动能

兴业银行不断拓展财富管理业务，兴银理财稳健发展，产品体系持续完善，投研体系和销售渠道建设成果显著。公司凭借资产端与渠道端的优势，与非银金融机构在产品创设上合作，与银行金融机构在渠道商共享，从两方面构建起财富管理生态圈。

资产端：产品体系多元化，投行业务为财富管理注入活水。公司着力构建以兴银理财为核心的理财生态圈，依托兴业信托、兴业基金、兴业期货等集团内部子公司，构建“大而全”资管业态，财富管理能力行业领先。2022 年上半年，公司理财业务规模 1.96 万亿元，较上年末增长 9.99%，规模在理财市场排名第四。投行业务优势明显，债券承销保持市场领先。公司深入挖掘投行业务客户资源，为财富管理业务提供优质资产。“兴财资”朋友圈扩大至 160 家，其中总对总签约

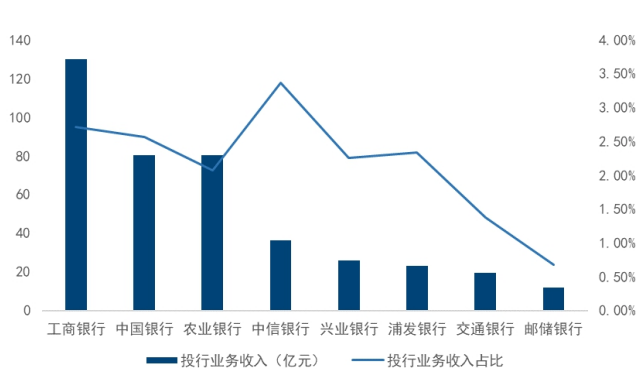
机构 98 家，“兴财资”资产流转规模同比增长 35.35%至 1,787.81 亿元。“投联贷”合作机构 121 家，项目落地 350 个，较上年末增长 133%，资产流转保持高效。同期，公司实现投行业务收入 26.10 亿元，同比增长 18.34%；投行集团重点客户结算性存款日均 5,560.62 亿元，较上年末增长 784.59 亿元，“商行+投行”战略不断落实。

图 23：2022 年上半年兴业银行理财规模排名第四



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

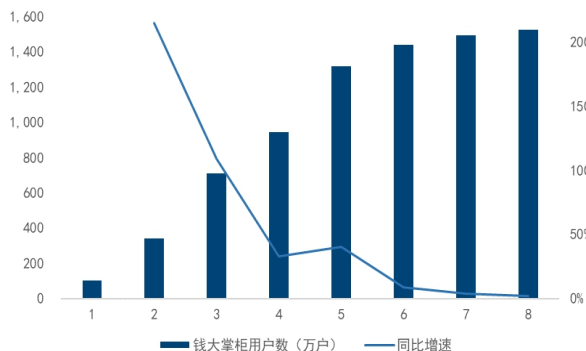
图 24：公司投行业务市场排名前列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

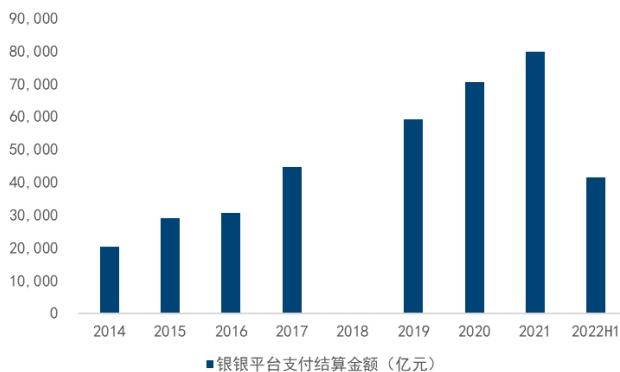
销售端：基于自身的资源禀赋优势，兴业银行已经构建了同业、线上和线下三大财富生态圈，持续升级销售渠道。公司通过银银平台搭建多点销售渠道，以“钱大掌柜”为核心的 APP 体系打造线上财富销售开放平台，线上线下联动经营，丰富公司零售业务销售渠道。“钱大掌柜”面向零售、企金、机构、同业等各类客户，提供包括本外币理财、基金、资管计划、信托、保险、贵金属等丰富的财富产品。2022 年上半年，“钱大掌柜”月均 MAU 较上年末增加 21.37 万户，增长 106.53%。银银平台“财富云”向国有银行、股份制银行、区域性银行及农村金融机构等机构的零售客户销售理财，是公司长期耕耘的强大同业分销网络。同期“财富云”保有规模 2,736 亿元，较上年末增长 53.44%。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 1,204.65 亿元，较上年末增长 176.71%。兴业银行管理层在 2021 年年度业绩说明会上表示，随着中小银行向代销转型，同业财富发展空间会更大，公司已提出“百行千亿”目标，2022 年合作机构突破 100 家，中小银行理财代销保有规模突破 1000 亿元，总代销量突 1 万亿元。

图 25：“钱大掌柜”用户数持续增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 26：银银平台支付结算量稳步提升

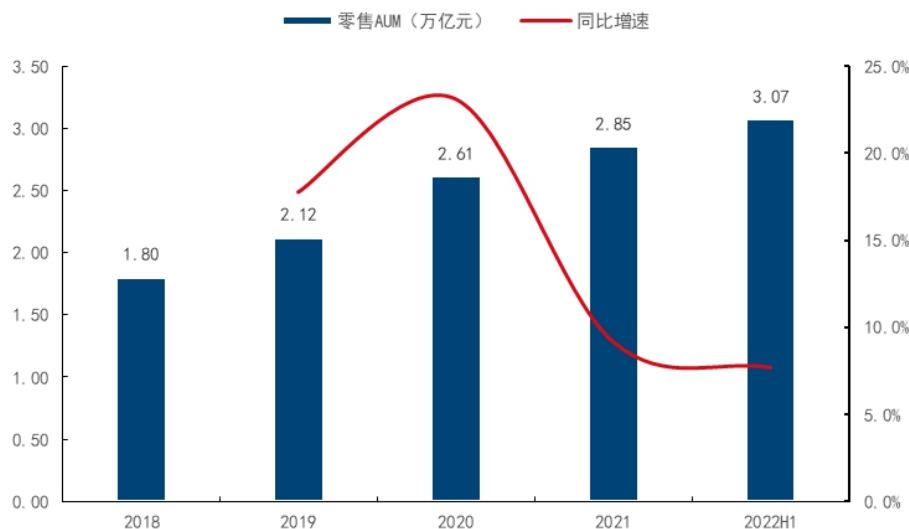


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财富管理资产规模、资管业务收入均稳步提升。2022 年上半年，集团零售 AUM 规

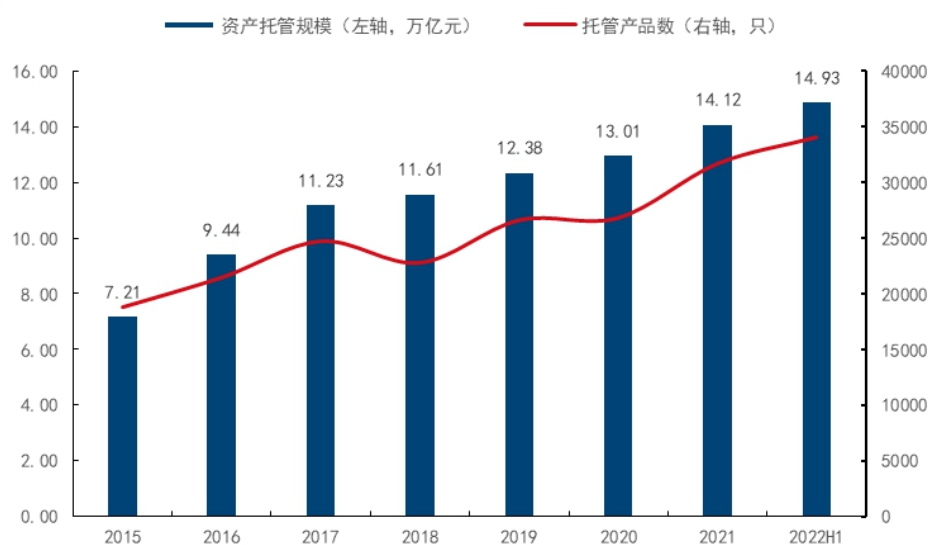
模 3.07 万亿元，较上年末增长 7.79%，其中管理的表外资产占比 70.78%。公司在线托管产品 34,006 只，保持全行业第二位。资产托管业务规模 14.93 万亿元，较上年末增长 5.76%。其中，证券投资基金托管规模 2.36 万亿元，较上年末增长 10.65%，证券投资基金托管规模保持股份制银行第一；信托产品托管规模保持全行业第二；银行理财托管规模保持全行业第三。实现轻资本、弱周期的财富银行业务手续费收入 126.34 亿元，同比增长 8.44%，其中，理财业务收入 75.21 亿元，同比增长 16.57%。

图 27: 兴业银行 AUM 规模逐年增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 28: 兴业银行托管产品及托管规模稳步提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

绿色金融：先发优势明显，成长空间广阔

顶层设计指明发展方向，双碳目标带来巨大投资空间

2020 年我国明确提出“碳达峰”“碳中和”目标，为顺利实现碳达峰目标，国家从顶层设计层面给出一系列政策指示，而实现“双碳”目标也成为“十四五”时期的重点工作。在此背景下，绿色行业拥有广阔发展空间，投资机会巨大。2021 年中国金融学会绿色金融专业委员会课题组研究显示，未来三十年内我国在《绿色产业目录》确定的 211 个领域内将产生 487 万亿的绿色低碳投资需求。中国银行业目前所提供的绿色信贷占全部对公贷款余额的比重约为 10%，但根据估算，未来绿色投资占全社会固定资产投资比重应该超过 25%，绿色信贷作为绿色融资的主要来源，其增长率将远高于全部信贷的整体增速。

表 1：绿色行业发展预测

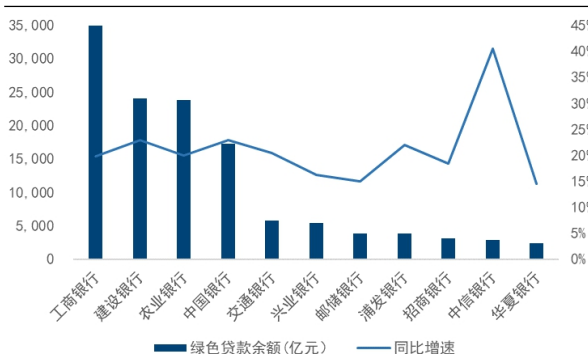
课题组	清华	高盛	中金	绿金委
绿色投资需求预测值	174 万亿	104 万亿	139 万亿	487 万亿
预测期限	2020-2050 年	2021-2060 年	2021-2060 年	2021-2050 年
覆盖行业	低碳能源相关行业，不包括生态环保	低碳能源相关行业，不包括生态环保	低碳能源相关行业，不包括生态环保	根据《绿色产业目录》中的 211 个领域确定，即包括低碳能源体系相关领域，也包括生态环保
投资类型	仅包括固定资产投资	仅包括固定资产投资	仅包括固定资产投资	包括固定资产投资及流动资金需求

资料来源：各课题组报告，国信证券经济研究所整理

深耕绿色金融十余年，先发优势明显

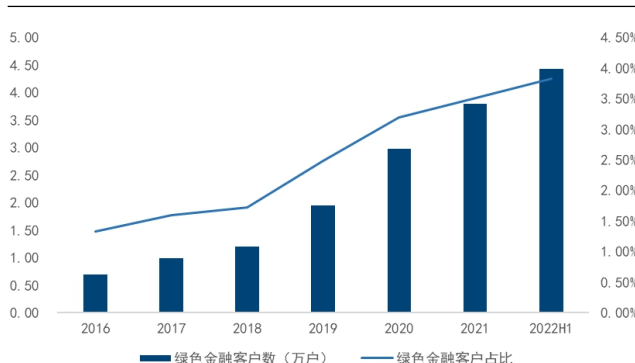
公司是国内绿色金融行业先行者，具有明显的先发优势。早在 2006 年公司就推出了相关绿色信贷产品，深耕十余年，逐渐打造“绿色银行”名片。2022 年上半年，公司绿色金融融资余额 1.53 万亿元，较上年末增长 9.99%，绿色贷款 5,415.84 亿元，较上年末增长 19.31%，显著快于对公贷款增长。绿色境外债承销规模 14.84 亿美元，同比增长近 10 倍；绿色债券承销规模同比增长 12.49% 至 178.05 亿元，位列股份行首位。

图 29：2022 年上半年兴业银行绿色贷款位于股份行前列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

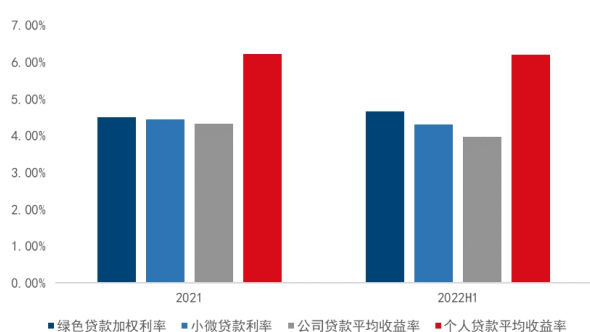
图 30：绿色金融客户数逐年提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

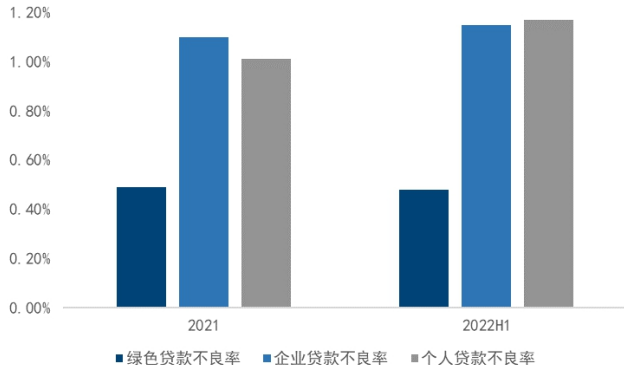
两方面看“绿金收益”。首先，绿色金融贷款收益率好，不良率低。2022年上半年，公司人行口径绿色金融贷款加权利率 4.66%，不良贷款率 0.48%，收益率略高于小微贷款及公司贷款平均利率，不良率明显低于企业贷款及个人贷款不良率。

图31：兴业银行绿色贷款利率较高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：兴业银行绿色贷款不良率较低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

绿色金融：“商行+投行”的新鲜血液

绿金企业为“商行+投行”提供丰富资源。就客户层面而言，公司绿色金融主要服务于绿色供应链、半导体、生物医药、新能源、碳捕集、协作机器人、功率半导体等新兴行业，此类客户往往具有较好的成长性，融资需求强烈。单纯的信贷投放难以满足客户的综合金融服务需求，公司可以通过“大投行”服务切入，为客户提供全方位的顾问、投行、资管等金融服务。就资产质量而言，绿金企业相对于传统企业通常具有较低的信用风险，资产质量较高。公司通过自身资产挖掘、整合的能力可以开发出较多优质产品并向市场推介。

“商行+投行”为绿金贡献丰富产品矩阵，满足企业综合金融需求。公司借助旗下子公司搭建全方位的产品服务体系，兴业租赁通过直接租赁、售后回租、厂商租赁服务绿色租赁领域资产余额达 522.35 亿元。兴业国际信托开展 ESG 主题信托、绿色慈善信托等业务，截至 2021 年绿色业务存续规模达 416 亿元。

表2：兴业银行绿色金融产品矩阵

投行业务	绿色债券承销、绿色银团、绿色并购、绿色股权投资
商行业务	零售贷款、供应链金融
兴业租赁	直接租赁、售后回租、厂商租赁
兴业国际信托	ESG 主题证券投资信托、绿色慈善信托、绿色领域股权投资、绿色债券分销等
兴业基金	绿色主题债券基金、绿色产业基金、绿色 PPP 基金、绿色并购基金

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

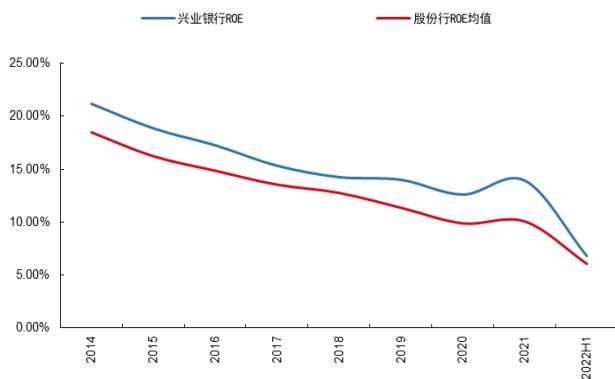
财务分析

业绩增速恢复，盈利能力优于同业

2014-2017 年是公司业务转型时期，营收增速下降明显，且低于行业均值。2017 年以后，公司业务结构调整基本完成，同业非标业务规模持续压降，资产质量逐

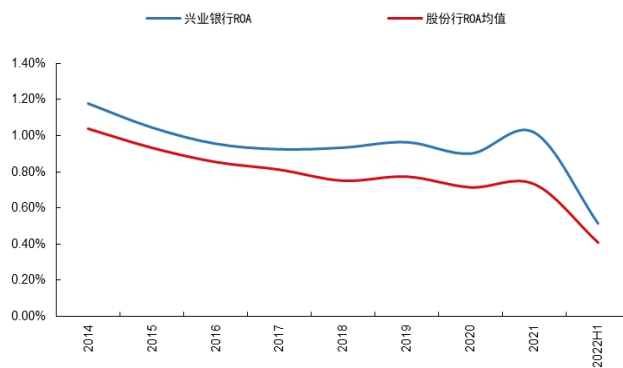
步提升，“商行+投行”带来新的发展动力，2018年后公司营收增速均高于行业均值。公司归母净利润增速在2015至2019年表现较为低迷，均维持在10%以下，2021年增速较快，实现同比增长24.1%，2022年上半年归母净利润同比增长11.9%。从盈利能力看，公司历年来ROE与ROA始终保持高于行业均值水平。

图33：兴业银行ROE表现优于同业



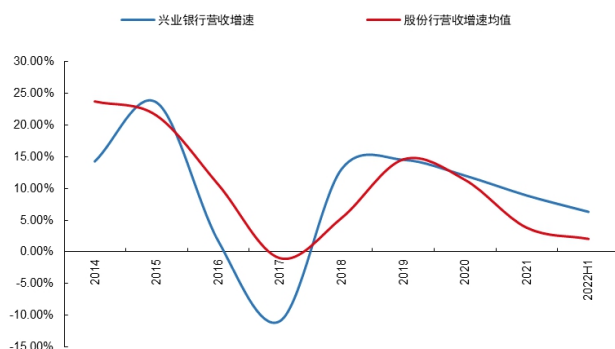
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图34：兴业银行ROA表现优于同业



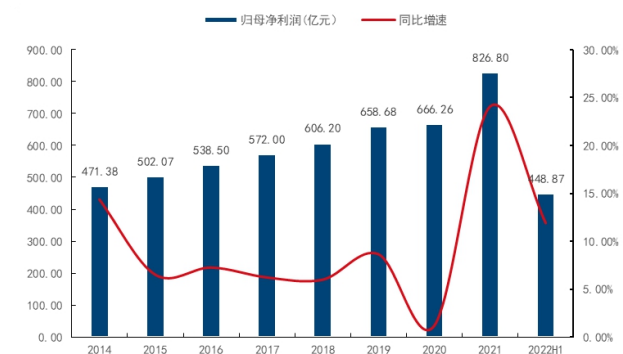
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：2018年后兴业银行营收增速高于行业均值



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36：兴业银行归母净利润增速有所恢复

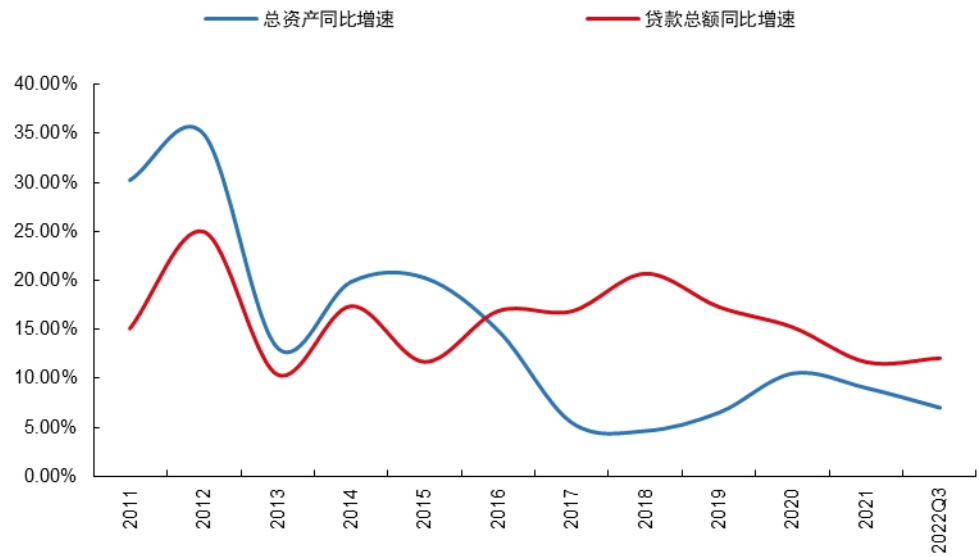


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

规模扩张企稳，结构持续优化

2010-2016年兴业银行同业务大幅扩张，规模实现高增。2016年金融去杠杆以来，公司积极调整业务结构，资产规模增速有所放缓。经过三年多的调整，公司规模自2020年开始恢复稳定增长，贷款占总资产比重持续提升。

图 37: 兴业银行总资产增速恢复稳定增长

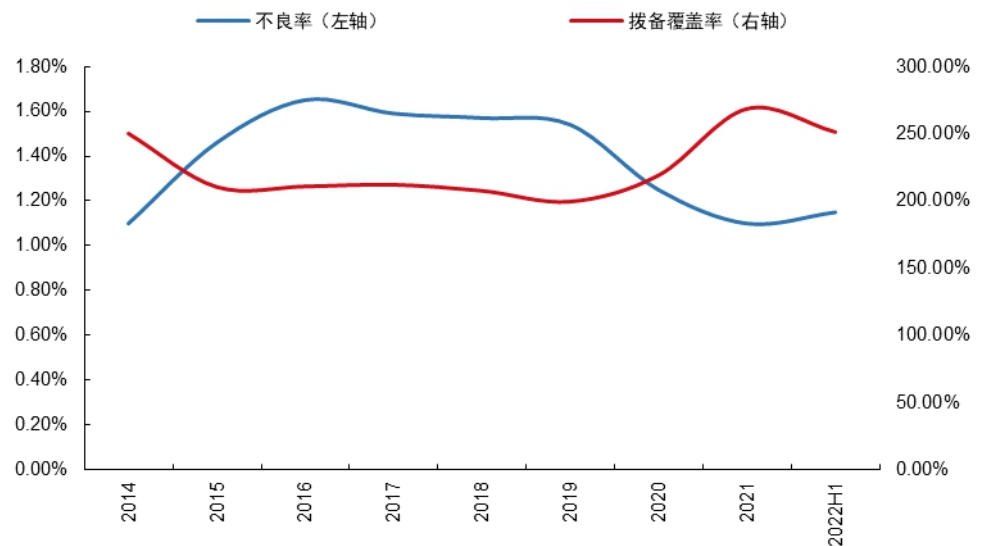


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

不良率持续下降, 拨备覆盖率维持高水平

公司经过几年的业务调整, 表外存量业务风险基本出清, 不良率呈现持续下降趋势, 资产质量较优异。2022 年上半年公司不良贷款率 1.15%, 处于同业较低水平; 拨备覆盖率 251.30%, 高于监管红线, 公司风险状况逐步改善。

图 38: 不良率持续下降, 拨备充足



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表3：2022年6月末A股上市股份行不良指标

	不良率	关注率	逾期率	不良/逾期 90+	拨备覆盖率
兴业银行	1.15%	1.5%	1.6%	119.1%	251%
招商银行	0.95%	1.0%	1.2%	152.9%	454%
浦发银行	1.56%	2.1%	2.1%	109.8%	158%
中信银行	1.31%	1.9%	1.6%	137.5%	197%
民生银行	1.73%	2.7%	2.1%	121.2%	141%
光大银行	1.24%	1.8%	2.0%	117.5%	188%
华夏银行	1.79%	2.9%	2.1%	110.7%	152%
平安银行	1.02%	1.3%	1.7%	135.8%	290%
浙商银行	1.49%	3.0%	1.9%	110.7%	186%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下：

(1) 总资产增长率：公司经过三年多的业务调整，资产规模增速恢复稳定增长，与行业趋势基本保持一致。我们假设 2022-2024 年总资产同比增速分别为 10.0%/9.0%/8.5%；

(2) 净息差：政策持续引导金融让利实体经济，同时 LPR 下调重定价也会对净息差带来较大拖累。兴业银行作为一家全国性股份行，预计未来净息差仍面临较大的下行压力。另外，兴业银行同业负债比重在同业中依然处在较高水平，2023 年预计货币政策逐步回归常态化，同业负债利率将有所提升，这会进一步拖累公司净息差。因此我们预计 2022-2024 年公司按照期初期末余额测算的净息差分别为 2.11%/2.10%/2.10%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，可能存在较大误差，我们在下表中对净息差做了敏感性分析；

(3) 资产质量：近年来公司加大不良确认和处置的力度，存量不良包袱基本出清。受疫情和房地产景气度下行等冲击，我们预计未来公司不良生成率小幅提升，但公司会进一步加大不良处置，因此我们假设 2022-2024 年不良率为 1.15%/1.12%/1.12%，2022-2024 年信用成本为 1.56%/1.56%/1.47%，维持稳定。

(4) 其他：假设未来分红率维持在 26%；不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2022~2024 年营业收入分别为 2365/2586/2809 亿元，对应同比增速分别是 6.9%/9.3%/8.6%。2022~2024 归属母公司净利润分别为 919/1023/1137 亿元，对应同比增速分别为 11.2%/11.3%/11.2%。对应每股收益分别为 4.42/4.92/5.47 元。

表4：未来三年业绩预测简表（单位：亿元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2031	2212	2365	2586	2809
其中：利息净收入	1435	1457	1557	1697	1845
手续费净收入	377	427	448	493	532
其他非息收入	219	329	360	396	432
营业支出	1266	1260	1305	1407	1498
其中：业务及管理费	483	555	593	610	663
资产减值损失	753	668	672	753	788
利润总额	766	953	1060	1179	1311
减：所得税	90	115	128	142	158
净利润	677	838	932	1037	1153
归母净利润	666	827	919	1023	1137
摊薄每股收益(元)	3.21	3.98	4.42	4.92	5.47
总资产收益率	0.90%	1.02%	1.04%	1.05%	1.07%
净资产收益率	13.4%	14.9%	14.8%	14.6%	14.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差对预测影响不确定性很大，我们进行如下敏感性分析：

表5：归母净利润增速对净息差的敏感性分析

	2022E	2023E	2024E
净息差（+5bps）	14.5%	11.3%	11.2%
基准情形	11.2%	11.3%	11.2%
净息差（-5bps）	7.8%	11.2%	11.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测见表 9），接下来 10 年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定估值假设：

- 我们假设折现率约为 12.0%。主要是考虑到以十年期国债收益率为代表的无风险收益率中枢约为 2.7%，而全市场风险溢价率约 7.2%，即全市场长期回报率估计在 10%左右（比如标普 500 全收益指数 1927 年以来的长期回报率约为 11%，沪深 300 指数近十年收益率约为 8%）。公司近 24 个月贝塔约为 1.35，据此计算的折现率为 12.0%。折现率的不同会导致公司内在价值的变动，我们对此也进行了敏感性分析。
- 兴业银行着力打造绿色银行、财富银行、投资银行“三张名片”，改革路径清晰，战略定力稳定，增长动能强劲，因此我们假设公司第二阶段增长率为 6.5%。但作为一家全国性股份行，我们认为长期来看仍将于经济增速基本保持一致，假设公司永续期增长率为 3.0%。长期增长前景对公司估值影响很大，

我们对此也进行了敏感性分析。

➢ 按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 20.8~24.4 元。

表6：一二阶段的核心假设（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净资产	694298	765975	845734	934438	1025988	1116227	1212331	1314683	1423687	1539776	1663411	1795083	1935313	2084658
摊薄 ROE	11.9%	12.0%	12.1%	12.2%	11.8%	11.6%	11.3%	11.1%	10.9%	10.8%	10.6%	10.5%	10.4%	10.2%
归母净利润	82680	91915	102257	113733	121126	128999	137384	146314	155825	165953	176740	188228	200463	213493
同比	24.1%	11.2%	11.3%	11.2%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
分红率	26%	26%	26%	26%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
股利	21501	23903	26592	29576	38760	41280	43963	46821	49864	53105	56557	60233	64148	68318

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

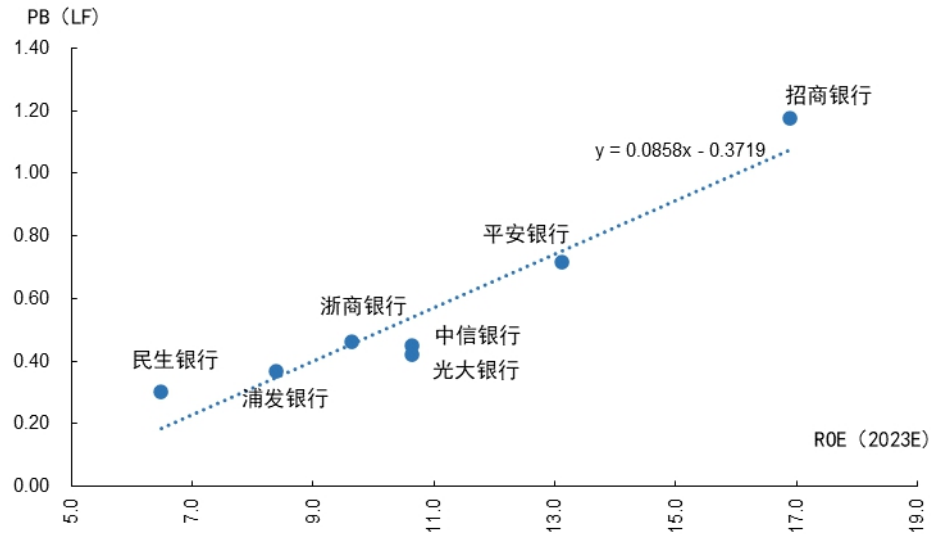
		折现率								
		9.0%	10.0%	10.5%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	15.5%
永续 增长 率	1.0%	31.3	27.4	25.8	24.3	21.9	19.8	18.1	16.7	16.0
	1.5%	32.3	28.2	26.4	24.9	22.3	20.1	18.3	16.8	16.2
	2.0%	33.6	29.0	27.1	25.5	22.7	20.5	18.6	17.0	16.4
	2.5%	34.9	30.0	28.0	26.2	23.2	20.8	18.9	17.3	16.6
	3.0%	36.6	31.1	28.9	26.9	23.8	21.2	19.2	17.5	16.8
	3.5%	38.5	32.3	29.9	27.8	24.4	21.7	19.5	17.8	17.0
	4.0%	40.8	33.8	31.1	28.8	25.1	22.2	19.9	18.0	17.2
	4.5%	43.7	35.6	32.5	30.0	25.9	22.8	20.3	18.3	17.5
	5.0%	47.2	37.6	34.2	31.3	26.8	23.4	20.8	18.7	17.8

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

相对估值

我们将全部上市股份行放在一起进行横向比较，考虑到受疫情和房地产景气度下行等因素冲击，当前股份行估值处在低位。随着疫情得到控制以及稳增长政策效果逐步显现，我们预计压制国股份估值的因素将有所缓解，国股行估值中枢将小幅抬升。公司坚持“商行+投行”发展战略，从“大投行、大资管、大财富”，到“结算型、投资型、交易型”三型银行建设，着力打造绿色银行、财富银行、投资银行“三张名片”，改革路径清晰，战略定力稳定。公司核心投资逻辑已越发清晰，历史包袱逐渐卸下，增长动能强劲。按照上市国股行 PB(LF) 以及 WIND 对于 2023 年 ROE 一致预测的线性回归情况来看，我们认为兴业银行合理估值在 0.75~0.80x，对应合理股价为 22.5~25.7 元。

图39: A股上市股份行估值情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理。注: PB按照2022年12月30日收盘价计算。

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在20.8~25.7元之间,对应2022年PB值为0.65~0.80x,相对于公司目前股价上涨空间为18%~46%。综合考虑公司估值以及公司战略转型成效,给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定,及其和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多主观判断:

(1) 市场上投资者众多,不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致,因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值,这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析,但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值;

(2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析,但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外;

(3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险,即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低,因此相对估值法还存在行业整体被低估,从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分:一是由于市场利率变动频繁,加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置,

更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

附表：财务预测与估值

每股指标 (元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (十亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	3.21	3.98	4.42	4.92	5.47	营业收入	203	221	236	259	281
BVPS	25.50	28.80	32.19	35.96	40.16	其中：利息净收入	144	146	156	170	184
DPS	0.80	1.03	1.15	1.28	1.42	手续费净收入	38	43	45	49	53
						其他非息收入	22	33	36	40	43
资产负债表 (十亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	营业支出	127	126	131	141	150
总资产	7,894	8,603	9,463	10,315	11,192	其中：业务及管理费	48	55	59	61	66
其中：贷款	3,867	4,310	4,828	5,359	5,948	资产减值损失	75	67	67	75	79
非信贷资产	4,027	4,293	4,636	4,956	5,244	其他支出	3	4	4	4	5
总负债	7,269	7,909	8,697	9,469	10,192	营业利润	77	95	106	118	131
其中：存款	4,084	4,356	4,748	5,128	5,512	其中：拨备前利润	152	162	173	193	210
非存款负债	3,185	3,553	3,950	4,342	4,680	营业外净收入	0	0	0	0	0
所有者权益	625	694	766	846	934	利润总额	77	95	106	118	131
其中：总股本	21	21	21	21	21	减：所得税	9	11	13	14	16
普通股净资产	530	598	669	747	834	净利润	68	84	93	104	115
						归母净利润	67	83	92	102	114
总资产同比	10.5%	9.0%	10.0%	9.0%	8.5%	其中：普通股净利润	67	83	92	102	114
贷款同比	15.6%	11.5%	12.0%	11.0%	11.0%	分红总额	17	22	24	27	30
存款同比	7.6%	6.6%	9.0%	8.0%	7.5%	营业收入同比	12.0%	8.9%	6.9%	9.3%	8.6%
贷存比	95%	99%	102%	105%	108%	其中：利息净收入同比	0.0%	5.3%	6.9%	9.0%	8.7%
非存款负债/负债	44%	45%	45%	46%	46%	手续费净收入同比	0.0%	13.2%	5.0%	10.0%	8.0%
权益乘数	12.6	12.4	12.4	12.2	12.0	归母净利润同比	1.2%	24.1%	11.2%	11.3%	11.2%
资产质量指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业绩增长归因	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.25%	1.10%	1.15%	1.12%	1.12%	生息资产规模	9.0%	9.5%	9.2%	10.4%	8.7%
信用成本率	2.25%	1.73%	1.56%	1.56%	1.47%	净息差 (广义)	24.2%	-4.2%	-2.3%	-1.4%	0.0%
拨备覆盖率	219%	269%	246%	256%	261%	手续费净收入	-16.5%	1.5%	-0.4%	0.2%	-0.1%
						其他非息收入	-4.7%	2.2%	0.4%	0.2%	0.0%
资本与盈利指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业务及管理费	2.9%	-1.9%	0.0%	2.1%	0.0%
ROA	0.90%	1.02%	1.04%	1.05%	1.07%	资产减值损失	-11.1%	17.3%	4.2%	-0.3%	2.5%
ROE	13.4%	14.9%	14.8%	14.6%	14.6%	其他因素	-2.6%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
核心一级资本充足率	9.33%	9.81%	9.97%	10.22%	10.51%	归母净利润同比	1.2%	24.1%	11.2%	11.3%	11.2%
一级资本充足率	10.85%	11.22%	11.38%	11.63%	11.92%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032