

银行

2019年09月19日

兴业银行 (601166)

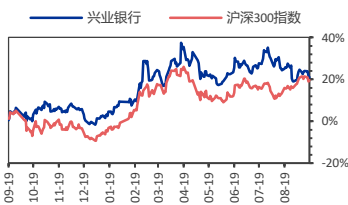
—— 营收强劲、资产质量扎实，对公投行化赛道上的引领者

报告原因：强调原有的投资评级
买入 (维持)

| 市场数据： | 2019年09月18日 |
|-------------|-----------------|
| 收盘价(元) | 17.44 |
| 一年内最高/最低(元) | 20.66/14.6 |
| 市净率 | 0.7 |
| 息率(分红/股价) | 3.96 |
| 流通A股市值(百万元) | 332273 |
| 上证指数/深证成指 | 2985.66/9753.31 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： | 2019年06月30日 |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 24.56 |
| 资产负债率% | 92.59 |
| 总股本/流通A股(百万) | 20774/19052 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com
李晨 A0230519080011
lichen2@swsresearch.com

研究支持

郑庆明 A0230117080003
zhengqm@swsresearch.com

联系人

李晨
(8621)23297818x7363
lichen2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **在存贷款利率逐渐市场化的大背景下，对于兴业银行这种市场化资产、负债占比较高的银行而言反而影响更小，营收增长强劲。**1H19 兴业银行营业收入及 PPOP 同比增速分别为 22.5%和 25.3%，在上市股份行当中分别位于第二、第三位。**一方面**，“资产紧—负债松”的格局助力净息差继续走阔，1H19 兴业银行净息差（披露值）同比大幅提高 22bps 至 2.00%，同业负债成本下行是其息差提升的核心动力，预计未来市场流动性依然保持合理充裕，金融市场利率继续保持低位。**另一方面**，中收表现依然亮眼，除银行卡手续费外，兴业银行通过强大的金融市场整合能力，与非银机构进行合作，助推代理业务手续费高增。1H19 兴业银行手续费净收入同比增长 17%，其中银行卡、代理业务手续费同比分别增长 46%和 39%。我们预计兴业银行凭借市场化的资产负债结构与优秀的中收实力 2019 年全年营收、PPOP 增长仍将保持双位数。
- **兴业银行不良确认更严格准确，拨备计提更全面审慎，由于提高认定标准带来不良生成波动是短期影响，市场对其资产质量问题的过度担心需要修正。**一方面，2Q19 兴业银行进一步提高不良认定标准，将逾期 60 天以上的贷款全部纳入不良贷款，导致 2Q19 加回核销不良生成率有所提升，夯实资产质量底部，对其未来不良问题应更有信心。**另一方面**，尽管 2Q19 兴业银行拨备覆盖率略有下降，但在 IFRS9 会计准则下，其对非标的拨备计提更为充足，根据测算其非标资产的拨贷比为 2.4%，较 2018 年末提高 62bps，实际上仅以信贷类非标资产计算该指标应更高，与表内贷款 3.0%左右的拨贷比基本相当。各项指标来看，兴业银行资产质量仍然保持优秀水平仅次于招商银行，2Q19 不良率、关注率、逾期率、拨备覆盖率依然处于股份行第二水平，绝对处于资产质量第一梯队。
- **长期战略保持定力，“商行+投行”赛道领跑者。**“商行+投行”的战略继续稳步推进，上半年兴业银行绿色债承销 42 亿元，列全市场第一；资产流转 1121 亿元，同比增长 147%；2019 年至今 NAFMII 债券承销规模 3349 亿，列全市场第二，市场份额 7.39%。我们认为兴业银行凭借自身金融市场业务的资源禀赋、去条线化扁平化的体制机制与“多牌照、跨市场、综合化”的经营体系，在对公投行化赛道上具备一定竞争优势，未来有望通过轻资本化的模式服务对公客户，从而提高中收占比、提高 ROE，跑赢同业。2019 年 9 月 4 日，兴业银行公告高建平董事长退休，陶以平行长在董事长空缺期间临时负责全面工作。陶行长本就对于兴业银行战略理解深入、全面把握，因此人事变动对于兴业银行战略定力及执行层面而言无实际影响，其“商行+投行”的业务模式仍是其最特色的市场标签。
- **公司观点：**兴业银行基本面拐点夯实，资产质量更为可靠，营收增长保持强劲。长期战略层面，兴业银行以投行化思维多元化服务实体经济融资的发展模式有利于降低资本占用、驱动非息收入增长从而带动 ROE 持续回升，对公轻资本化赛道上跑赢同业未来可期。我们预计 19-21 年归母净利润分别同比增长 12.7%、13.5%、15.3%（维持盈利预测）。**当前股价对应 19 年 0.74 倍 PB，较板块平均估值折价 11%，较低的估值水平与优于行业的基本面不相匹配，维持买入评级，重申银行首推组合。**
- **风险提示：**经济大幅下行引发行业不良风险。

财务数据及盈利预测

| | 2018 | 2019H1 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 158,287 | 89,907 | 188,427 | 220,407 | 260,977 |
| 同比增长率(%) | 13.1 | 22.5 | 19.0 | 17.0 | 18.4 |
| 归母净利润(百万元) | 60,620 | 35,879 | 68,294 | 77,529 | 89,354 |
| 同比增长率(%) | 6.0 | 6.6 | 12.7 | 13.5 | 15.3 |
| 每股收益(元/股) | 2.92 | 1.73 | 3.15 | 3.59 | 4.16 |
| ROE(%) | 13.0 | 7.0 | 12.9 | 13.0 | 13.5 |
| 市盈率 | 6.0 | | 5.5 | 4.9 | 4.2 |
| 市净率 | 0.8 | | 0.7 | 0.7 | 0.6 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE（未考虑优先股，故与附表有所差别）。每股收益基于归属于普通股股东净利润测算，2019-2021E 普通股股东净利润分别为 65342/74577/86402 百万元。

表 1：兴业银行季度盈利预测

| 利润表 (百万元) | | | | | | 同比增速 (%) | | | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|---------|--------|--------|--------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利息收入 | 88,451 | 95,657 | 110,140 | 120,199 | 130,707 | -21.3% | 8.1% | 15.1% | 9.1% | 8.7% |
| 非利息收入 | 51,524 | 62,630 | 78,288 | 100,208 | 130,270 | 15.1% | 21.6% | 25.0% | 28.0% | 30.0% |
| 净手续费收入 | 38,739 | 42,978 | 49,425 | 59,310 | 71,172 | 6.0% | 10.9% | 15.0% | 20.0% | 20.0% |
| 营业收入 | 139,975 | 158,287 | 188,427 | 220,407 | 260,977 | -10.9% | 13.1% | 19.0% | 17.0% | 18.4% |
| 营业支出 | (39,655) | (43,969) | (49,245) | (57,125) | (68,549) | -6.5% | 10.9% | 12.0% | 16.0% | 20.0% |
| 营业税 | (975) | (1,408) | (1,549) | (1,704) | (1,874) | -82.8% | 44.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 拨备前营业利润 (PPOP) | 100,320 | 114,318 | 139,182 | 163,282 | 192,428 | -12.5% | 14.0% | 21.8% | 17.3% | 17.8% |
| 资产减值损失 | (35,507) | (46,404) | (60,541) | (75,556) | (91,830) | -30.8% | 30.7% | 30.5% | 24.8% | 21.5% |
| 贷款减值损失 | (28,621) | (38,067) | (50,120) | (62,529) | (75,547) | -38.3% | 33.0% | 31.7% | 24.8% | 20.8% |
| 营业利润 | 64,813 | 67,914 | 78,641 | 87,726 | 100,597 | 2.2% | 4.8% | 15.8% | 11.6% | 14.7% |
| 营业外收支净额 | (60) | 163 | 196 | 235 | 282 | -111.6% | -371.7% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 利润总额 | 64,753 | 68,077 | 78,837 | 87,961 | 100,879 | 1.3% | 5.1% | 15.8% | 11.6% | 14.7% |
| 所得税 | (7,018) | (6,832) | (9,855) | (9,676) | (10,693) | -26.9% | -2.7% | 44.2% | -1.8% | 10.5% |
| 净利润 | 57,735 | 61,245 | 68,982 | 78,285 | 90,186 | 6.3% | 6.1% | 12.6% | 13.5% | 15.2% |
| 少数股东权益 | (535) | (625) | (688) | (756) | (832) | 12.2% | 16.8% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 归属股东净利润 | 57,200 | 60,620 | 68,294 | 77,529 | 89,354 | 6.2% | 6.0% | 12.7% | 13.5% | 15.3% |
| 优先股股息 | 1,482 | 1,482 | 2,952 | 2,952 | 2,952 | 29.2% | 0.0% | 99.2% | 0.0% | 0.0% |
| 普通股股东净利润 | 55,718 | 59,138 | 65,342 | 74,577 | 86,402 | 5.7% | 6.1% | 10.5% | 14.1% | 15.9% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | | | | | | |
| 贷款总额 | 2,430,695 | 2,934,082 | 3,491,558 | 4,120,038 | 4,820,444 | 16.9% | 20.7% | 19.0% | 18.0% | 17.0% |
| 存款总额 | 3,086,893 | 3,303,512 | 3,732,969 | 4,218,254 | 4,766,628 | 14.6% | 7.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 不良贷款余额 | 38,654 | 46,140 | 54,493 | 64,008 | 74,289 | 12.3% | 19.4% | 18.1% | 17.5% | 16.1% |
| 贷款损失准备 | 81,864 | 95,637 | 115,235 | 139,326 | 168,829 | 13.0% | 16.8% | 20.5% | 20.9% | 21.2% |
| 资产总额 | 6,416,842 | 6,711,657 | 7,123,081 | 7,580,276 | 8,132,977 | 5.4% | 4.6% | 6.1% | 6.4% | 7.3% |
| 负债总额 | 5,994,090 | 6,239,073 | 6,569,334 | 6,966,640 | 7,449,268 | 4.6% | 4.1% | 5.3% | 6.0% | 6.9% |
| 母公司所有者权益 | 416,895 | 465,953 | 546,121 | 604,867 | 673,624 | 19.1% | 11.8% | 17.2% | 10.8% | 11.4% |
| 优先股 | 25,905 | 25,905 | 55,905 | 55,905 | 55,905 | 0.0% | 0.0% | 115.8% | 0.0% | 0.0% |
| 平均生息资产 | 5,944,363 | 6,090,319 | 6,796,079 | 7,326,326 | 7,870,852 | 11.9% | 2.5% | 11.6% | 7.8% | 7.4% |
| 每股数据 (元) | | | | | | | | | | |
| 普通股股本 (百万股) | 20,774 | 20,774 | 20,774 | 20,774 | 20,774 | 9.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| EPS | 2.68 | 2.85 | 3.15 | 3.59 | 4.16 | -3.0% | 6.1% | 10.5% | 14.1% | 15.9% |
| BVPS | 18.82 | 21.18 | 23.60 | 26.43 | 29.74 | 10.6% | 12.5% | 11.4% | 12.0% | 12.5% |
| DPS | 0.63 | 0.67 | 0.79 | 0.90 | 1.04 | -2.7% | 6.3% | 16.8% | 14.1% | 15.9% |
| PPOP/sh | 4.83 | 5.50 | 6.70 | 7.86 | 9.26 | -19.8% | 14.0% | 21.8% | 17.3% | 17.8% |
| 主要指标 (%) | | | | | | | | | | |
| ROA | 0.92% | 0.93% | 1.00% | 1.06% | 1.15% | -0.03% | 0.01% | 0.06% | 0.07% | 0.08% |
| ROE | 15.65% | 14.28% | 14.61% | 14.44% | 14.89% | -1.64% | -1.36% | 0.33% | -0.18% | 0.45% |
| 净息差 | 1.49% | 1.57% | 1.62% | 1.64% | 1.66% | -0.63% | 0.08% | 0.05% | 0.02% | 0.02% |
| 成本收入比 | 27.63% | 26.89% | 25.31% | 25.14% | 25.55% | 4.25% | -0.75% | -1.58% | -0.17% | 0.40% |
| 有效税率 | 10.84% | 10.04% | 12.50% | 11.00% | 10.60% | -4.18% | -0.80% | 2.46% | -1.50% | -0.40% |
| 贷存比 | 78.74% | 88.82% | 93.53% | 97.67% | 101.13% | 1.56% | 10.07% | 4.72% | 4.14% | 3.46% |
| 不良贷款率 | 1.59% | 1.57% | 1.56% | 1.55% | 1.54% | -0.06% | -0.02% | -0.01% | -0.01% | -0.01% |
| 拨备覆盖率 | 211.79% | 207.28% | 211.47% | 217.67% | 227.26% | 1.28% | -4.51% | 4.19% | 6.20% | 9.59% |
| 拨贷比 | 3.37% | 3.26% | 3.30% | 3.38% | 3.50% | -0.12% | -0.11% | 0.04% | 0.08% | 0.12% |
| 信用成本 | 1.27% | 1.42% | 1.56% | 1.64% | 1.69% | -1.13% | 0.15% | 0.14% | 0.08% | 0.05% |
| 非利息收入/营业收入 | 36.81% | 39.57% | 41.55% | 45.47% | 49.92% | 8.31% | 2.76% | 1.98% | 3.92% | 4.45% |
| 净手续费收入/营业收入 | 27.68% | 27.15% | 26.23% | 26.91% | 27.27% | 4.41% | -0.52% | -0.92% | 0.68% | 0.36% |
| 核心一级资本充足率 | 9.06% | 9.30% | 9.48% | 9.54% | 9.64% | 0.52% | 0.24% | 0.18% | 0.06% | 0.10% |
| 一级资本充足率 | 9.66% | 9.85% | 10.54% | 10.50% | 10.50% | 0.44% | 0.19% | 0.69% | -0.05% | 0.00% |
| 资本充足率 | 12.19% | 12.20% | 12.86% | 12.69% | 12.56% | 0.17% | 0.01% | 0.66% | -0.17% | -0.13% |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

注：BVPS 为归属于普通股股东每股净资产，ROE 基于扣除优先股股息后得到的普通股股东净利润测算，分母扣除优先股，故与首页财务数据有所差异。

表 2：上市银行估值比较表（收盘价日期：2019 年 9 月 18 日）

| 上市银行 | 代码 | 收盘价 | 流通市值(亿元) | P/E(X) | | P/B(X) | | ROAE | | ROAA | | 股息收益率 | |
|----------------|-----------|-------|----------|--------|------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 19E | 20E | 19E | 20E | 19E | 20E | 19E | 20E | 19E | 20E |
| 中国银行 | 601988.SH | 3.60 | 7,588 | 5.84 | 5.55 | 0.66 | 0.63 | 11.7% | 11.7% | 0.91% | 0.88% | 5.33% | 5.60% |
| 交通银行 | 601328.SH | 5.52 | 2,167 | 5.51 | 5.22 | 0.60 | 0.56 | 11.3% | 11.2% | 0.79% | 0.79% | 5.44% | 5.75% |
| 招商银行 | 600036.SH | 34.80 | 7,179 | 9.71 | 8.50 | 1.52 | 1.32 | 16.7% | 16.7% | 1.30% | 1.36% | 3.09% | 3.53% |
| 民生银行 | 600016.SH | 6.05 | 2,145 | 5.02 | 4.72 | 0.59 | 0.55 | 12.3% | 12.1% | 0.88% | 0.91% | 5.98% | 6.35% |
| 浦发银行 | 600000.SH | 11.93 | 3,502 | 5.79 | 5.14 | 0.71 | 0.63 | 13.0% | 13.1% | 0.97% | 1.01% | 3.18% | 3.58% |
| 兴业银行 | 601166.SH | 17.44 | 3,623 | 5.54 | 4.86 | 0.74 | 0.66 | 14.6% | 14.4% | 1.00% | 1.06% | 4.51% | 5.15% |
| 光大银行 | 601818.SH | 3.97 | 1,580 | 5.59 | 4.81 | 0.65 | 0.60 | 13.6% | 13.3% | 0.85% | 0.90% | 4.49% | 5.22% |
| 华夏银行 | 600015.SH | 7.43 | 1,143 | 5.41 | 5.10 | 0.51 | 0.45 | 10.0% | 9.4% | 0.80% | 0.78% | 2.47% | 2.62% |
| 平安银行 | 000001.SZ | 14.41 | 2,722 | 8.86 | 7.54 | 1.02 | 0.92 | 12.1% | 12.9% | 0.81% | 0.88% | 1.17% | 1.37% |
| 南京银行 | 601009.SH | 8.23 | 698 | 6.63 | 5.55 | 0.90 | 0.78 | 16.6% | 16.1% | 1.01% | 1.10% | 5.61% | 6.67% |
| 宁波银行 | 002142.SZ | 24.20 | 1,362 | 10.92 | 8.98 | 1.67 | 1.48 | 17.4% | 17.6% | 1.14% | 1.22% | 1.92% | 2.34% |
| 上海银行 | 601229.SH | 9.19 | 1,306 | 6.51 | 5.50 | 0.78 | 0.68 | 13.1% | 13.3% | 0.99% | 1.05% | 4.45% | 5.26% |
| 贵阳银行 | 601997.SH | 8.59 | 276 | 4.98 | 4.42 | 0.77 | 0.64 | 17.0% | 15.9% | 1.12% | 1.13% | 5.30% | 5.94% |
| 常熟银行 | 601128.SH | 7.25 | 199 | 10.94 | 8.90 | 1.18 | 1.04 | 12.2% | 12.4% | 1.08% | 1.17% | 3.08% | 3.79% |
| 张家港行 | 002839.SZ | 5.56 | 101 | 10.53 | 9.17 | 0.90 | 0.79 | 9.1% | 9.2% | 0.76% | 0.75% | 3.08% | 3.54% |
| A 股板块平均 | | | | 6.60 | 6.03 | 0.83 | 0.75 | 13.2% | 12.9% | 0.99% | 1.00% | 4.43% | 4.80% |

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swsresearch.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swsresearch.com |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swsresearch.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swsresearch.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。