兴业银行（601166）

公司研究/深度报告

剖析兴业银行的零售特色

——兴业银行深度报告

深度研究报告/银行　　2020 年 10 月 20 日

报告摘要：

- **零售转型效果显著的低估值标的**

市场普遍关注公司的“商行+投行”战略，而对零售转型的亮点认识不足。本文重点分析零售，力图补足这一逻辑版图。公司零售条线的营收表现日新月异，增速排名突飞猛进。由于业务和资产负债亮点突出，公司未来发展可期。当前估值较低，值得重点关注。

- **个人贷款量价齐升，信用卡发展空间广阔**

公司从资产负债两端同时进行零售转型，其中信用卡和个人经营贷款快速增长推动个人贷款量价齐升。由于信用卡业务发展空间广阔、公司在该业务上具备较强的风控能力和获客能力并已积极布局，未来信用卡业务有望继续作为增长“引擎”助力零售转型。

- **资管业务基础扎实，未来向好趋势明朗**

面对日趋激烈的客户竞争，公司将战略重点向私行倾斜。私行客户增速跃升、AUM 加速增长，户均规模增长势头明确，客户潜力有望得到进一步挖掘。同时，公司销售渠道丰富畅通，代销收入增速亮眼，未来将以零售财富管理业务作为发力点。随着表内外非标压力逐步化解，子公司兴银理财的主动管理能力与专业化程度提升，公司中收有望受益。

- **资产质量同业领先，长期改善有望持续**

公司成功抵御了疫情冲击，不良率和关注率再创新低、拨备覆盖率逆市大增，资产质量优势巩固。由于延期还本付息政策负面影响减弱、信用卡资产质量出现改善信号、对公贷款继续优化投向并加快处置、非标资产拨备计提较为充分，未来不良率有望继续下行。

- **计息负债结构优化，存款呈现量增价减**

市场利率短期回升空间不大，对主动负债成本的负面影响有限；长期持续下行，正面作用突出。同时，公司着力优化计息负债结构，压降高成本的结构性存款。上半年成本率相对较低的存款呈现出量升价减的良好态势。未来计息负债成本率有望得到持续改善。

- **投资建议**

短期来看，公司基本面稳中向好。长期来看，公司坚定不移地走轻资本化路线，零售转型效果显著，资产质量和负债优势突出。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为-9.28%、5.19%、7.36% 。2020 年 BVPS 为 25.49 元，对应静态 PB 0.69 倍。PB 估值处于近 5 年 17.62%的分位数水平，也低于当前股份行平均水平，维持“推荐”评级。

- **风险提示**

经济复苏不及预期；零售转型和资管业务推进不及预期；负债结构调整缓慢。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	181,308	197,678	221,251	253,762
增长率（%）	14.54%	9.03%	11.93%	14.69%
归属母公司股东净	65,868	59,754	62,856	67,500
增长率（%）	8.66%	-9.28%	5.19%	7.39%
每股收益（元）	3.17	2.88	3.03	3.25
PE（现价）	5.57	6.14	5.84	5.44
PB	0.76	0.69	0.64	0.58

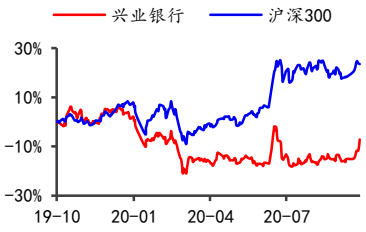
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 17.67 元

交易数据	2020-10-19
近 12 个月最高/最低（元）	20.17/15.01
总股本（百万股）	20,774
流通股本（百万股）	19,615
流通股比例（%）	94.42
总市值（亿元）	3,671
流通市值（亿元）	3,466

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：S0100519090001

电话：0755-22662075

邮箱：guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：S0100119120002

电话：0755-22662081

邮箱：liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 兴业银行(601166):PPOP 重现双位数增长，资产质量全面改善
2. 兴业银行(601166):业绩稳中向好，手续费收入改善

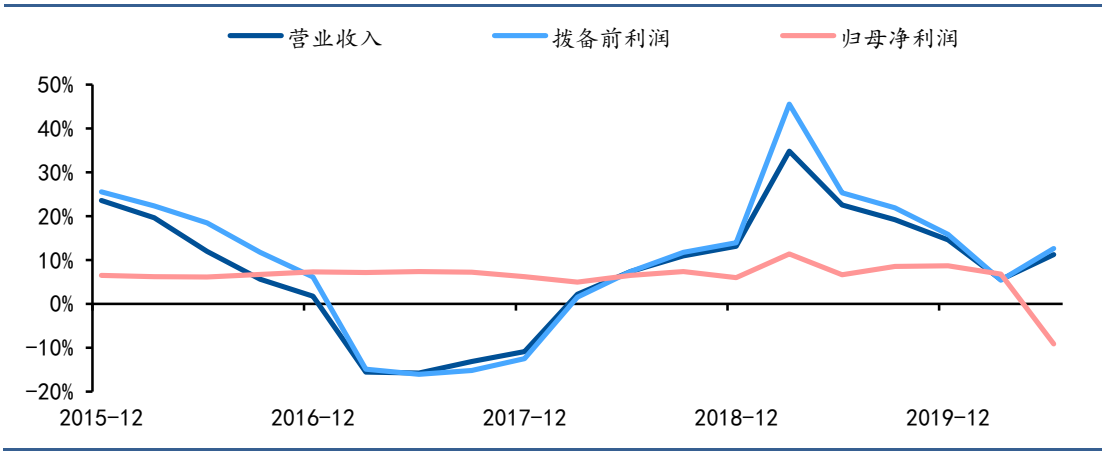
目录

一、剖析兴业银行的零售特色 3
（一）零售转型效果显著，个人贷款量价齐升 3
1、零售条线营收表现日新月异，增速排名突飞猛进 3
2、资负结构双向优化，个人贷款量价齐升 4
3、积极布局优势业务，信用卡发展空间广阔 6
（二）资管业务基础扎实，未来向好趋势明朗 9
1、客户经营以私行为抓手，精耕细作效果开始显现 9
2、销售渠道丰富畅通，代销收入增速亮眼 11
3、理财存量包袱逐步化解，子公司专业化水平有望提升 13
（三）资产质量同业领先，长期改善有望持续 15
1、核心指标全面改善，资产质量优势巩固 15
2、改善信号频出，行业优势有望延续 17
（四）计息负债结构优化，存款呈现量增价减 20
1、利率短期上升影响有限，长期缓释负债压力 20
2、计息负债结构优化，存款量增价减 23
二、盈利预测与投资建议 26
三、风险提示 28
插图目录 30
表格目录 31

一、剖析兴业银行的零售特色

兴业银行稳立零售转型潮头，作为亮点突出的低估值标的值得重点关注。从短期来看，公司基本面表现亮眼：上半年营收和 PPOP 增速修复，重现双位数增长；资负结构调整得力，存款成本率和资产质量逆市改善；公司积极推动轻资本化转型，目前资本处于合理水平，外源性资本补充渠道畅通。从长期来看，市场普遍关注公司的“商行+投行”战略，而对零售转型效果认识不足。本文对公司在零售转型中的突出亮点进行重点分析，力图使投资者更全面地了解公司表现。公司零售条线营收表现日新月异且未来可期：一是信用卡业务有望继续推动个人贷款量价齐升。二是资管业务以私行为客户经营的抓手、以零售财富业务为发力点，渠道基础扎实、非标包袱逐步化解，未来向好趋势明朗。三是资产质量行业领先，改善信号频现。四是计息负债成本率短期压力有限，长期优势明显。此外，当前公司估值处于历史低位，有望迎来估值修复行情。值得重点关注。

图1：兴业银行营收和 PPOP 增速修复，重现双位数增长



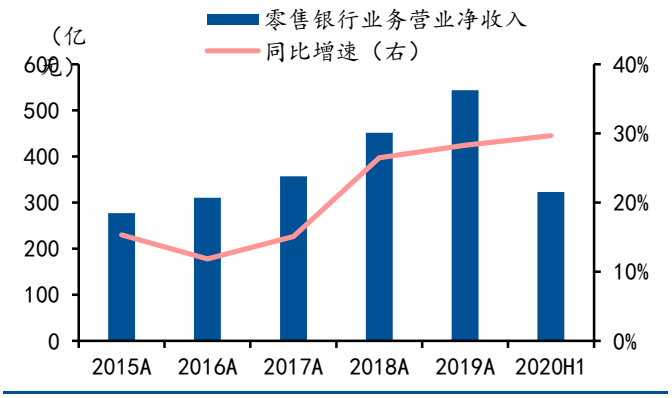
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（一）零售转型效果显著，个人贷款量价齐升

1、零售条线营收表现日新月异，增速排名突飞猛进

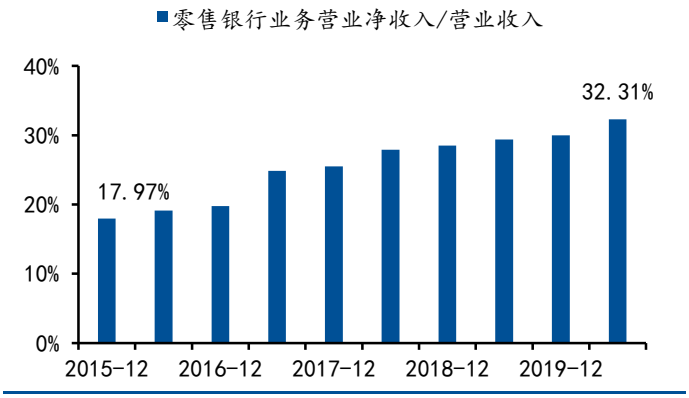
零售条线营业净收入加速增长。商业银行的零售业务兼具盈利能力稳定性和资本节约性，是银行向轻资产、轻资本转型，寻求差异化发展的重要方向。近年来，公司零售业务发展势头强劲，零售条线营收呈现加速上涨态势。2020 年上半年，公司零售银行业务营业净收入 323.17 亿元，同比增长 29.68%，增速较上年全年提升 1.38pct，已连续两年保持在 25%以上、已连续三年加速增长。从占比来看。2020 年上半年，公司零售银行业务营业净收入占总营业收入的比例首次突破 30%至 32.31%，占比较 2019 年的 29.99%提升 2.33pct。

图2：兴业银行零售条线营业净收入快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

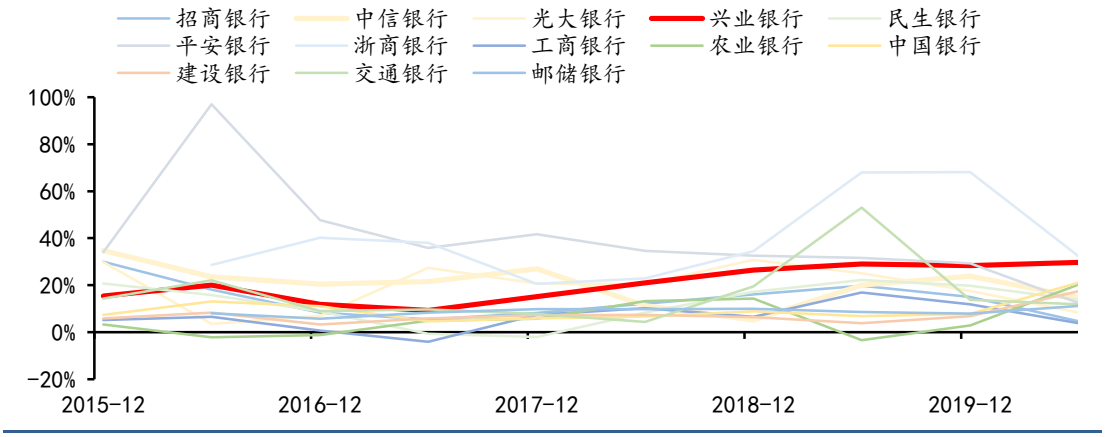
图3：兴业银行零售条线营收占总营收的比例持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

零售条线营业净收入增速远高于行业均值。横向对比，公司零售银行业务的营收同比增速在全国性上市银行中的排名已由 2015 年的第 6 名大幅提升至今年上半年的第 2 名。排名跃升的同时，公司零售条线营收同比增速与全国性上市银行平均增速水平拉开距离，增速差值由 2015 年的-2.93pct 大幅提升至 2020H1 末的 14.20pct，表现优于行业整体。

图4：2020H1 兴业银行零售条线营收增速提升至全国性上市银行第二名



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：浦发银行和华夏银行未披露该口径

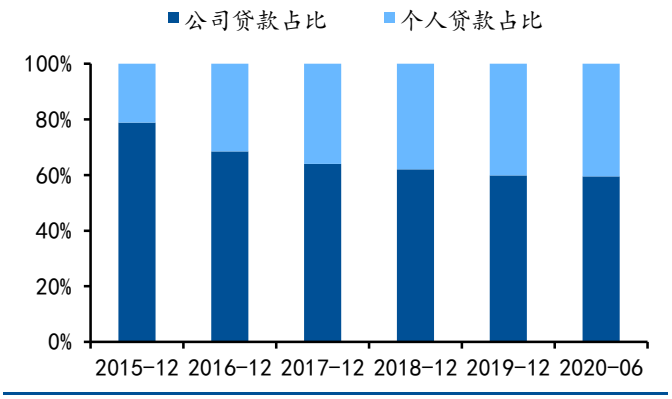
2、资负结构双向优化，个人贷款量价齐升

零售转型为大势所趋。从资产端来看，对公业务竞争激烈，而零售业务空间广阔，推进零售转型有助于银行开辟一条差异化的发展道路，有利于规模扩张。同时，银行对零售客户的议价能力比面对对公客户时更高，零售转型有利于提升整体收益率。因此，零售业务逐渐成为“兵家必争之地”。从负债端来看，个人存款规模提升有利于增强客户黏性，进而为做大 AUM 打下坚实的基础。

资负结构双向优化。兴业银行着力优化资产负债结构，其中资产端转型效果尤为显著。个人贷款累计平均规模占总贷款的比例从 2015 年底的 21.12%持续提升至 2020 年上半年的 40.50%，增幅高达 19.38pct。个人存款占存款总额的比例在 2017 年步入上升通道，累计平均

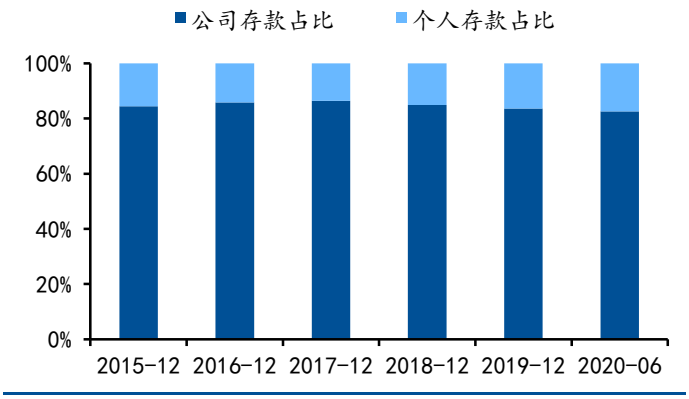
规模占比从 2017 年的 13.57%逐步提升至 2020 年上半年的 17.38%。

图5：兴业银行个人贷款占总贷款的比例持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

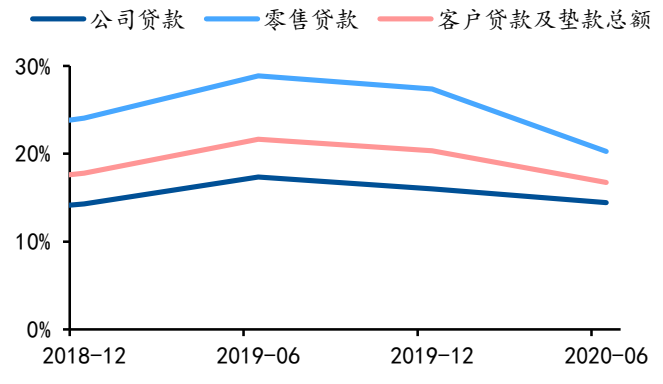
图6：兴业银行个人存款占总存款的比例自 2017 年开始提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

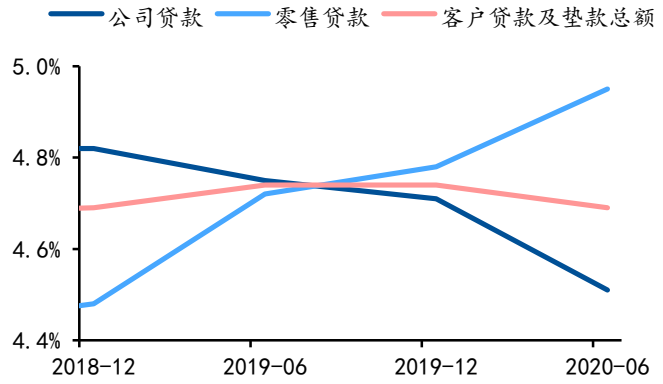
信用卡和个人经营贷款推动个人贷款量价齐升。公司的个人贷款主要由个人住房及商用房贷款、信用卡和个人经营贷款构成。2018 年至今，信用卡和个人经营贷款同比增速始终高于个人住房及商用房贷款的同比增速，是个人贷款的两个增长点。二者占个人贷款的比例也分别由 2018 年底的 23.32%和 5.49%提升至 2020 年二季末的 24.49%和 6.27%。由于信用卡和个人经营贷款的收益率相对较高，在拉动个人贷款规模保持双位数较快增长的同时，结构优化促使个人贷款收益率持续提升。即使在今年上半年银行业贷款收益率普遍下行的环境下，公司的个人贷款累计平均收益率也较 2019 年逆市提升 17bp 至 4.95%，依旧呈现出“量价齐升”的良好态势。

图7：兴业银行各类贷款累计平均规模同比增速



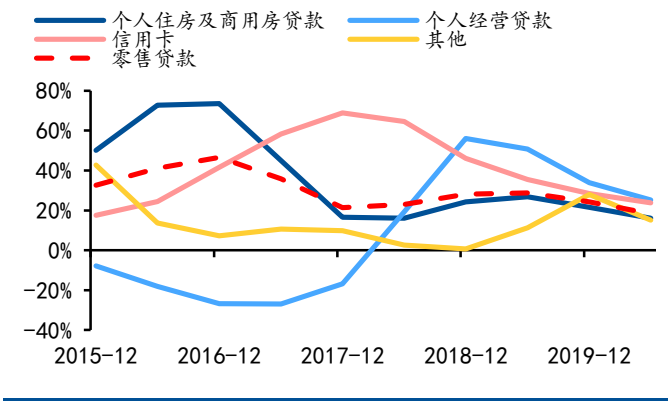
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：兴业银行各类贷款累计平均收益率



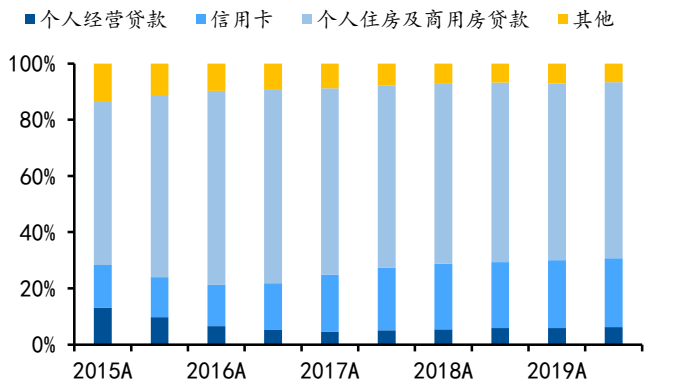
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：兴业银行个人经营贷与信用卡贷款增速较快



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：兴业银行个人经营贷与信用卡贷款占比提升

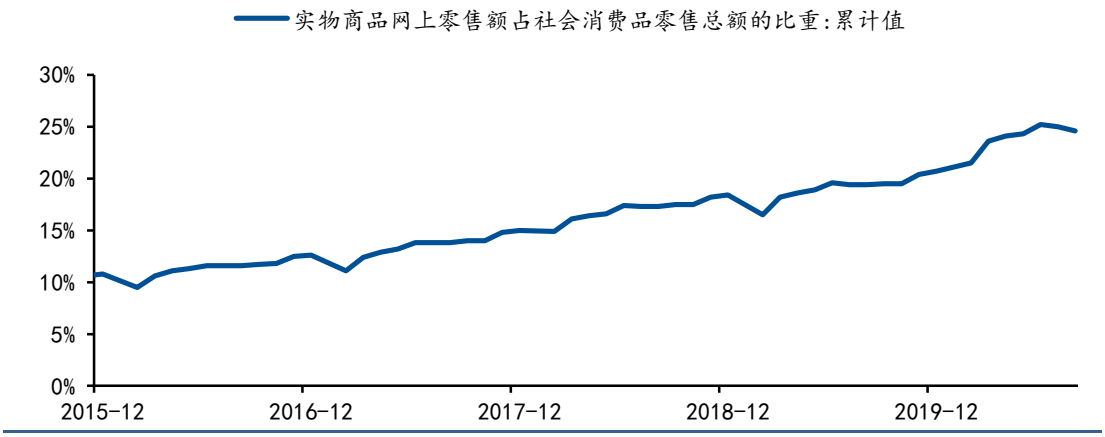


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、积极布局优势业务，信用卡发展空间广阔

信用卡业务空间广阔，有望继续成为公司零售转型的发力点。首先，我国提出加强经济内循环，已经出台并仍有望出台一系列消费刺激政策，提振消费需求。其次，疫情促使居民消费习惯进一步从线下向线上转移，为提高消费贷款的渗透率创造了条件。今年 1-8 月实物商品网上零售额占社零总额的比例较 2019 年提高了 3.90 个百分点到 24.60%。未来随着“房住不炒”政策贯彻落实、消费信贷习惯培养，居民消费信贷渗透率将继续提升。此外，我国信用卡的人均持卡量与发达国家仍有较大差距。未来随着经济发展、国民收入提升、城镇化持续推进，符合信用卡发卡条件的人数提升将进一步打开信用卡发展空间。信用卡业务与公司轻资本战略转型方向契合，有望继续成为助力个人贷款量价齐升的“引擎”。

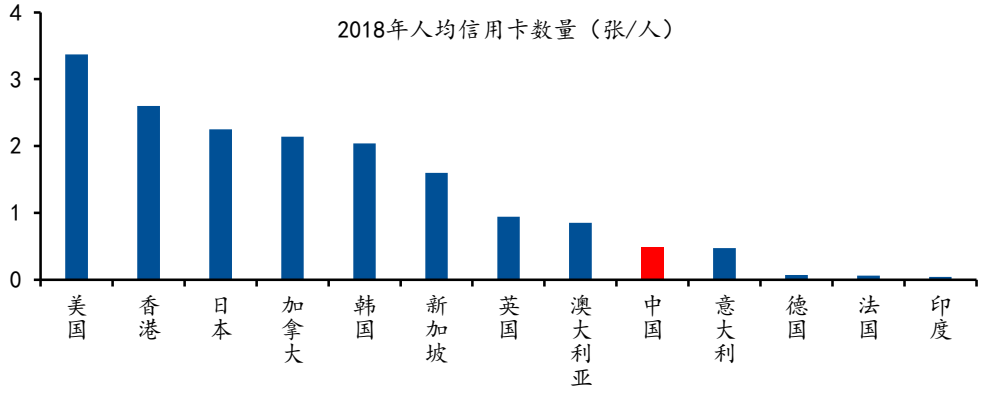
图11：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重持续提升



资料来源：BIS，民生证券研究院

注：最新数据截至 2018 年底

图12：我国信用卡的人均持卡量与发达国家仍有较大差距



资料来源：BIS，民生证券研究院

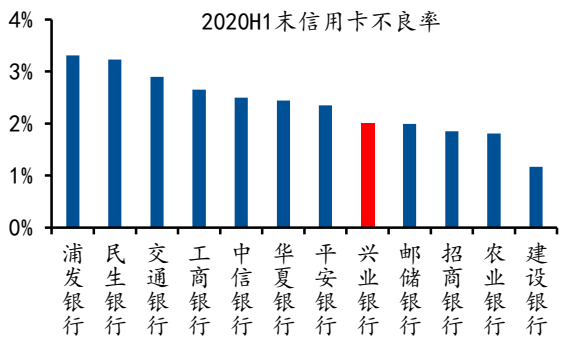
注：最新数据截至 2018 年底

公司信用卡业务优势突出，不惧疫情影响。今年上半年整体银行业的信用卡业务受疫情冲击较大。一方面居民消费意愿较低、用卡量下降，信用卡贷款和交易需求减弱。另一方面居民的还款能力和还款意愿有所下降，银行的催收工作受到阻碍，信用卡不良率提升。不少银行及时调整风控标准，收紧信用卡的投放规模。相较之下，兴业银行的信用卡业务在保持资产质量稳健性的同时快速扩张，充分体现出公司信用卡业务强大的风险控制能力和获客能力：

从资产质量来看，今年二季末公司信用卡不良率 2.01%，在已披露数据的 12 家全国性上市银行中处于较低水平，低于均值 34bp。二季末不良率较上年末提升 54bp，增幅接近全国性商银行中位数水平，小于同期 69bp 的上市股份行中位数增幅，抗击风险的能力优于同业。

从规模来看，上半年公司的信用卡应收账款同比增长 23.72%，增速位居全国性上市银行（浙商银行未披露）之首，远高于上市银行 4.86%的平均同比增速；累计发行量同比增长 15.64%，远高于银行业信用卡和借贷款合一卡发卡量 6.33%的同比增速；累计交易金额同比增长 19.78%，卡均交易金额同比提升 3.58%，客户黏性增强。

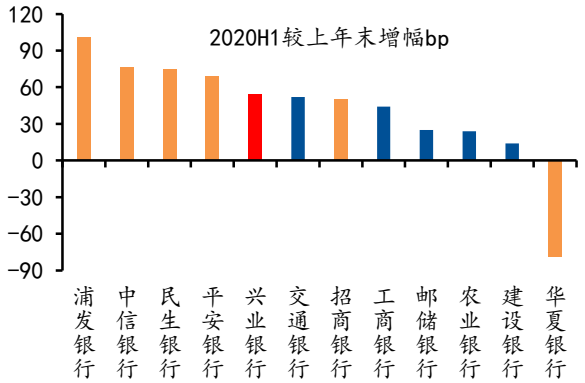
图13：兴业银行信用卡不良率位居全国性上市银行低位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：中国银行、光大银行和浙商银行未披露

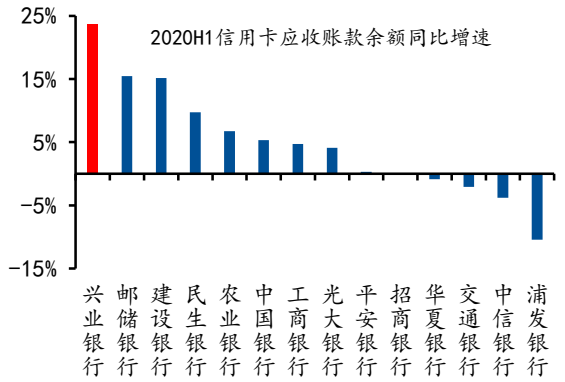
图14：2020H1 兴业银行信用卡不良率增幅在股份行中靠后



资料来源：公司公告，民生证券研究院

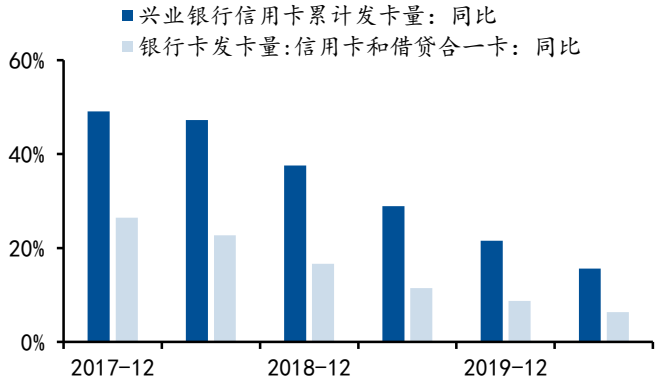
注：中国银行、光大银行和浙商银行未披露，橘色为股份行

图15：兴业银行信用卡应收账款同比增速位于同业之首



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：兴业银行信用卡累计发行量同比增速高于行业整体

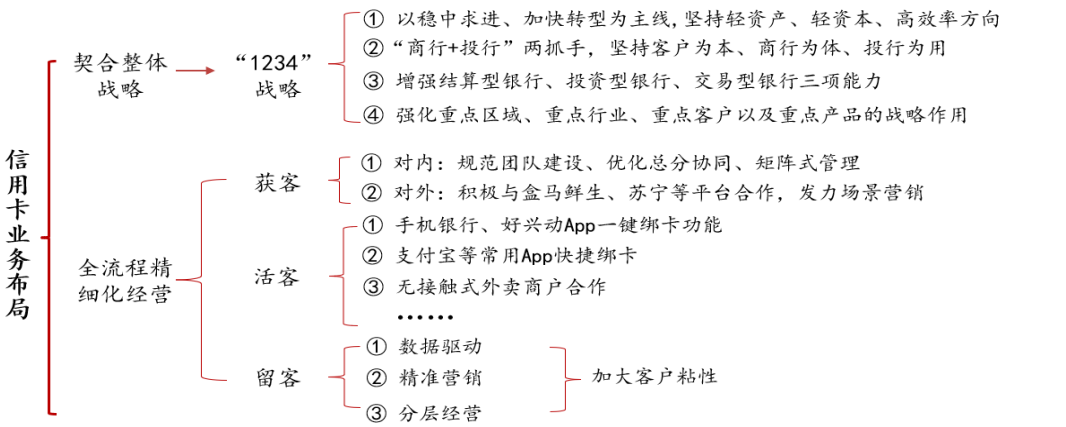


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：浙商银行未披露数据

公司积极布局信用卡业务，实行全流程精细化经营。从整体战略出发，近年来，公司始终将“轻资本”作为一项战略重点，以信用卡业务快速发展推动表内业务向零售转型。从信用卡业务布局来看，公司近年来转变经营理念，从“获客、活客、留客”多角度出发，对客户生命周期实行全流程精细化经营。在获客环节，公司利用大数据技术圈选优质客户，对内规范团队建设，优化总分协同的垂直化、矩阵式管理体系，对外积极与盒马鲜生、苏宁易购、苏宁小店、饿了么、口碑等吃、喝、购平台开展合作，发力场景营销。今年上半年发卡量同比增速大幅高于行业水平，给未来业绩增长蓄力。在活客方面，考虑到受疫情影响信用卡消费阵地向线上转移，公司在手机银行、“好兴动”App 上线了一键绑卡功能，支持支付宝、京东等常用 App 快捷绑卡，截至 6 月末，新户核卡后 6 个月内的绑卡率同比提升近 20%。此外，公司适时推出无接触式外卖商户合作方案，盘活存量客户。在留客环节，公司重视预防工作，通过数据驱动、精准营销、分层经营等方式加大客户黏性。兴业银行未来公司将加速线上线下渠道整合、“好兴动”信用卡平台开发、加强数据引入、整合与挖掘。

图17：兴业银行积极布局信用卡业务，实行全流程精细化经营



资料来源：公司公告，民生证券研究院

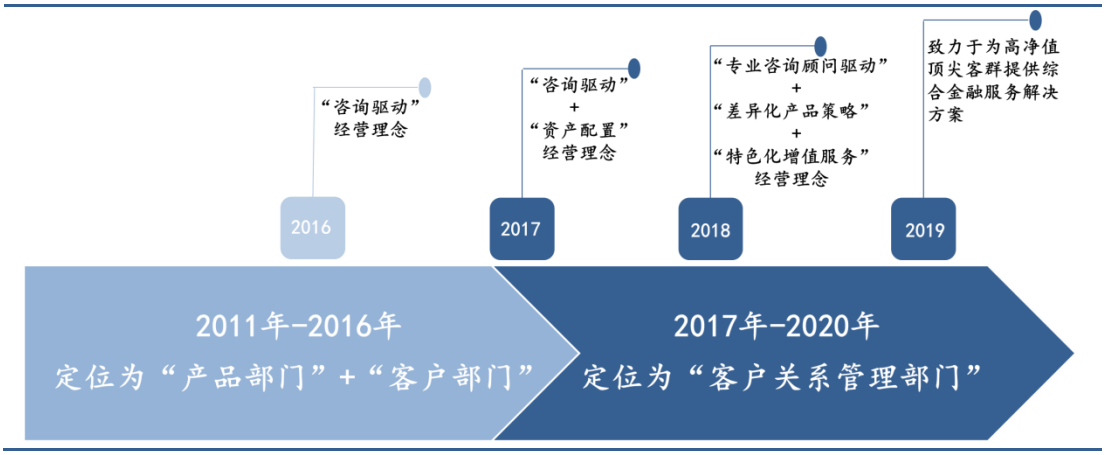
（二）资管业务基础扎实，未来向好趋势明朗

1、客户经营以私行为抓手，精耕细作效果开始显现

私人银行是银行客户竞争的战略高地。相对于互联网金融公司、第三方支付平台等竞争对手，银行在金融产品和服务的专业度方面具有相对较高的护城河，能够提供更加个性化的产品。而私人银行处于金融服务业的金字塔尖，具有服务对象小众化、金融产品非标准化、专业度要求高等特点，是银行在未来客户竞争中的战略高地。根据上市银行披露数据，目前银行的客户经营重点普遍向私人银行倾斜，私行客户数量快速增长，且增速持续高于个人客户数增速。

明确私行定位，运作理念向精细化转变。在 2017 年以前，兴业银行的私人银行同时扮演着产品部门和客户部门的“双重角色”，以“咨询驱动”工作为核心进行运营。定位不够清晰在一定程度上影响了其运作效率。2017 年，公司大刀阔斧对私人银行进行改革，明确其“客户关系管理部门”的全新定位，推动“咨询驱动+资产配置”理念及业务的落实。2018 年公司将私人银行的经营思路升级为“差异化的产品策略+特色化的增值服务+专业咨询顾问驱动”，2019 年进一步升级为“致力于为高净值顶尖客群提供综合金融服务解决方案”。随着高端服务体系持续完善，私人银行业务精细化发展成效逐渐显现：客户数量及 AUM 快速增长、户均 AUM 规模持续提升。

图18：兴业银行营收和 PPOP 增速修复，重现双位数增长

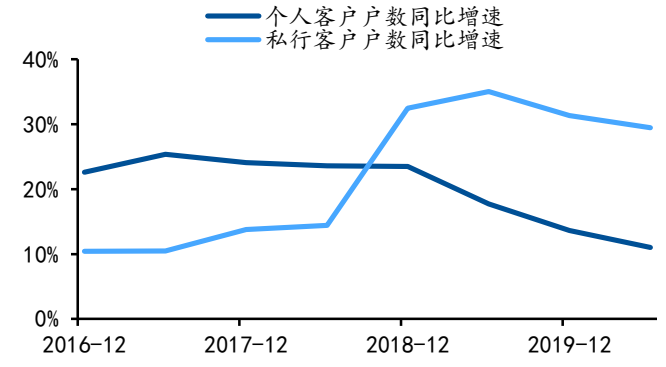


资料来源：公司公告，民生证券研究院

转型效果立竿见影，私行客户增速跃升。私行经营理念的转变产生了立竿见影的效果，公司的发展重点逐渐向高净值的私行客户倾斜。具体来看，公司的个人客户和私行客户数量长期保持双位数较快增长。2017 年及此前年份，个人客户规模扩张主要依赖普通客户规模增长。随着公司明确私行定位、调整经营理念，私行客户同比增速由 2017 年的 13.39%大幅跃升至 2018 年的 33%，此后一直高于个人客户同比增速，成为拉动个人客户规模增长的主要力量。

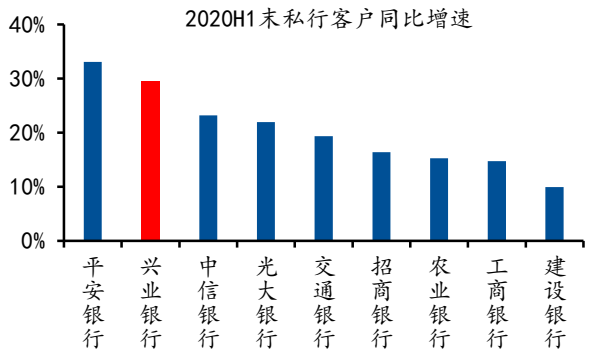
私行客户增速行业领先。横向对比，截至 2020 年二季末，公司的私人银行客户数量同比增长 29.45%，增速在已披露数据的 9 家全国性上市银行中名列第二。公司私行客户同比增速高出个人客户（含信用卡）同比增速 18.42pct，增速差距在已披露数据的 6 家全国性银行中排名第二，向私行转型的效果更加显著。私行客户快速增长带动零售客户规模均再创历史新高。日益壮大的零售客户群规模为公司开展资管业务奠定了坚实的基础。

图19：兴业银行个人客户和私行客户规模和增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：兴业银行私行客户增速处于全国性上市银行前列

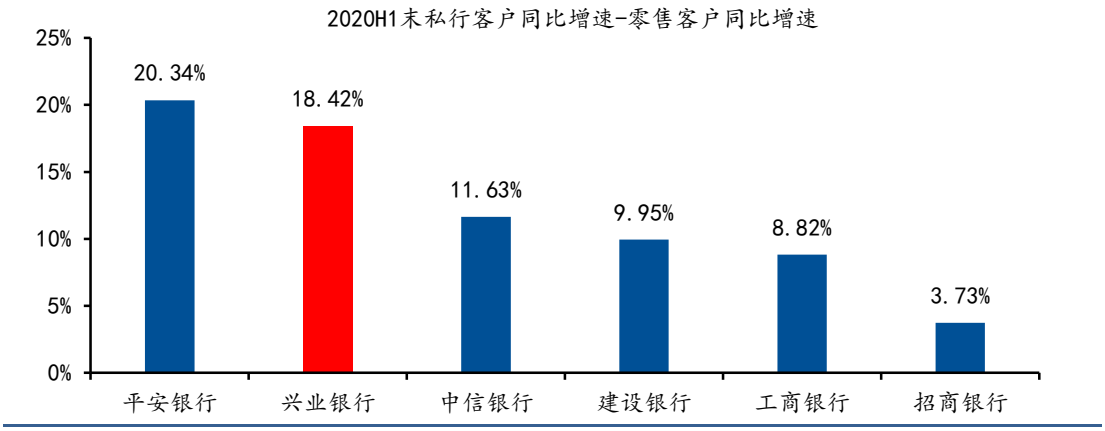


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：根据各银行官网和年报披露信息，上市银行的私行最新标准大多为资产达到或超过 600 万人民币，具有可比性

注：其他全国性上市银行因未披露或口径变化而数据缺失

图21：兴业银行私行客户与个人客户增速差位居全国性上市银行前列

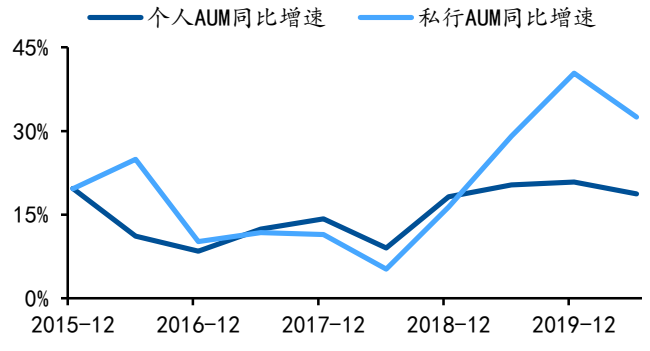


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：其他全国性上市银行因未披露或口径变化而数据缺失

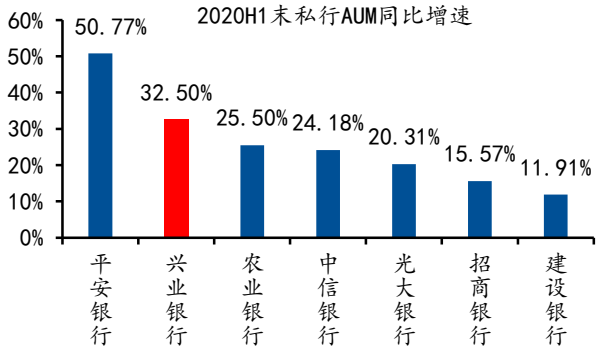
AUM 加速扩张且增速位居行业前列。公司的个人客户 AUM 和私行 AUM 均处于加速上行通道，同比增速分别由 2016 年的 8.47%和 10.15%持续提升至 2019 年的 20.83%和 40.38%。今年二季末，个人客户 AUM 和私行 AUM 分别同比增长 18.72%和 32.50%至 2.26 万亿元和 0.59 万亿元，规模已达到上市股份行中等水平，且增速均在已披露数据的全国性上市银行中位列第二名，表现依旧十分亮眼。考虑到上半年银行业整体受到疫情冲击，下半年随着疫情好转，AUM 扩张所受到的制约因素也将减少。未来公司的个人客户和私行客户 AUM 仍有望继续保持加速扩张态势。

图22：兴业银行个人客户和私行客户 AUM 均加速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：兴业银行私行客户 AUM 同比增速位居全国性银行前列

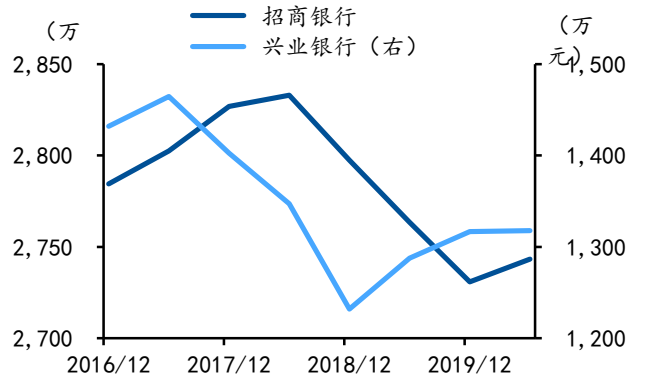


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：其他全国性上市银行因未披露或口径变化而数据缺失

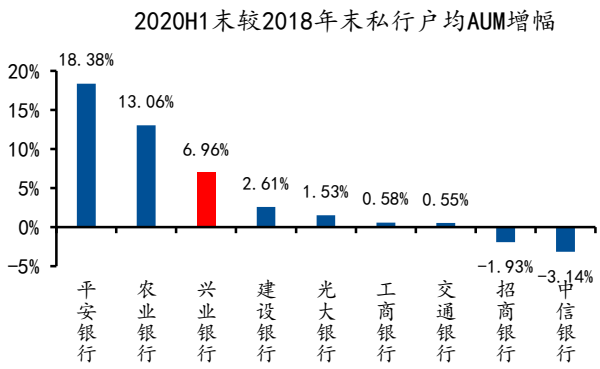
私行户均规模持续提升，客户挖掘潜力较大。深度挖掘客户需求、提升户均 AUM 是扩大整体 AUM 规模的有效方式，也是客户经营成效显现、客户黏性增强的外在体现。2018 年底至今，公司私行户均规模持续提升，增长势头明确。截至今年二季末，公司的私行客户户均 AUM 为已连续两年保持增长，增幅 6.96%在可比股份行中位列第二名、在全国性上市银行中位列第三。随着公司加强对存量客户需求的挖掘，存量客户的潜力将得到进一步释放。叠加规模扩张带来的增量客户贡献，将共同促进公司的资管业务蓬勃发展。

图24：兴业银行私行客户户均 AUM 增长势头明确



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图25：2020H1 末较 2018 年末私行户均 AUM 增幅



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：其他全国性上市银行因未披露或口径变化而数据缺失

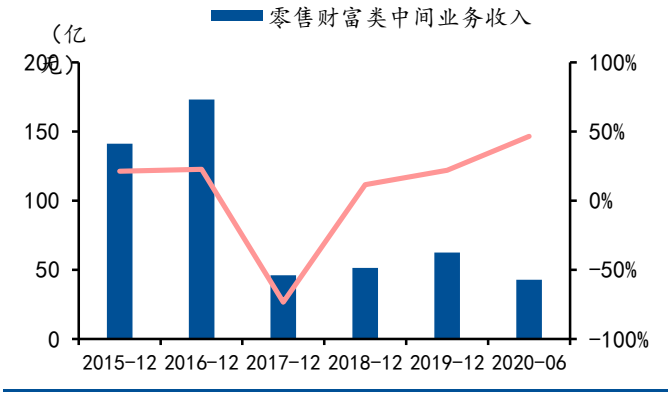
2、销售渠道丰富畅通，代销收入增速亮眼

销售渠道丰富，代销收入高增。公司的销售渠道由零售渠道、对公渠道和同业渠道构成，同时通过线上渠道和线下渠道互相补充来满足客户需求，渠道十分丰富。在销售渠道建设方面，公司拥有行业领先的同业渠道“银银平台”，零售财富管理业务是未来的发力点。整体来看，今年上半年公司代理业务手续费收入 26.29 亿元，同比增长 62.48%，增速较 2019 年大幅提升 40.05pct。未来公司仍有望继续受益于领先的渠道优势使代销收入保持快速增长。

零售财富业务为发力点，规模与盈利再创新高。零售财富综合金融资产加速扩张。二季末，

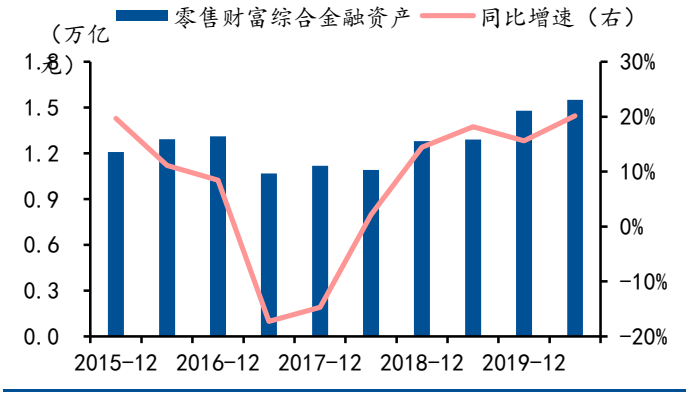
公司零售财富综合金融资产同比增长 20.16%至 1.55 万亿元，增速较 2019 年提升 4.53pct。在规模扩张的同时，盈利能力也大幅提升。根据测算，2020H1 零售财富类中间业务收入同比增长 46.37%至 42.74 亿元，增速较 2019 年全年大幅提升 24.42pct，高于上半年公司整体 28.36%的中收同比增速，是中间业务的增长点。其中，代理类产品销售收入 23.25 亿元，占零售财富类中间业务收入的比例较去年全年提升 9.13pct 至 54.40%。公司下一阶段的战略重点是提升零售能力，未来将有更多优质资源向零售财富管理业务倾斜，零售财富业务收入有望继续保持快速增长。

图26：兴业银行零售财富类中间业务收入和同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

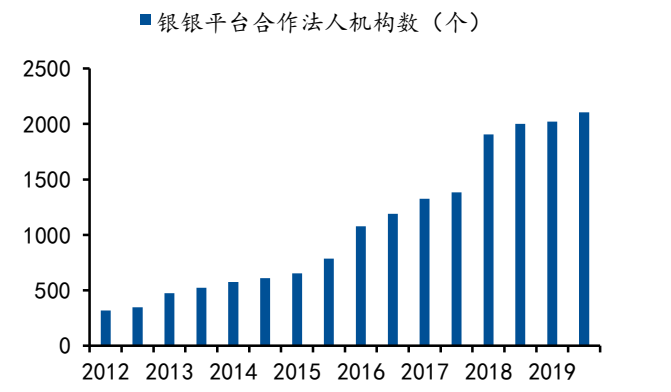
图27：兴业银行零售综合金融资产规模和同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

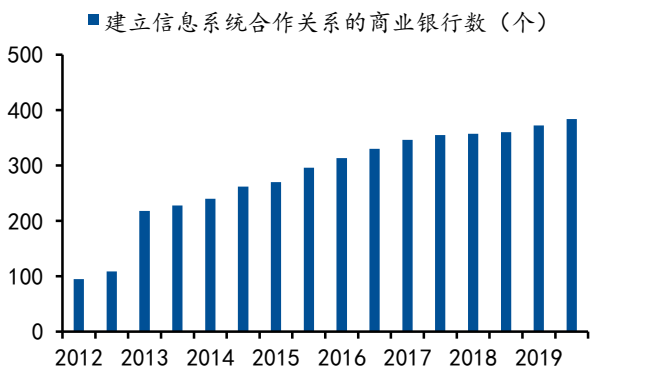
银银平台优势地位稳固，同业渠道丰富且畅通。银银平台是公司在国内率先推出的金融同业合作品牌，具有稳固的行业领先地位。截至 2020 年二季末，公司银银平台已与 2104 家法人机构开展业务合作，重点在支付结算、财富管理、机构投资交易、跨境金融、资金授信等领域服务中小金融机构需求。公司的“财富云”理财代销业务累计与 18 家省级联社达成合作；“机构投资交易平台”注册金融同业等机构客户 1603 家；此外，公司设立了囊括理财、基金和保险代销、贵金属交易等财富管理业务的互联网财富管理平台“钱大掌柜”，累计引入 59 家合作银行的理财产品，客户数高达 1465.86 万户，近三年的增幅超过 76%。便捷的合作渠道助力公司代理业务顺利开展。上半年，银银平台各项金融产品销售规模达到 3250.12 亿元。

图28：兴业银行银银平台合作法人机构数



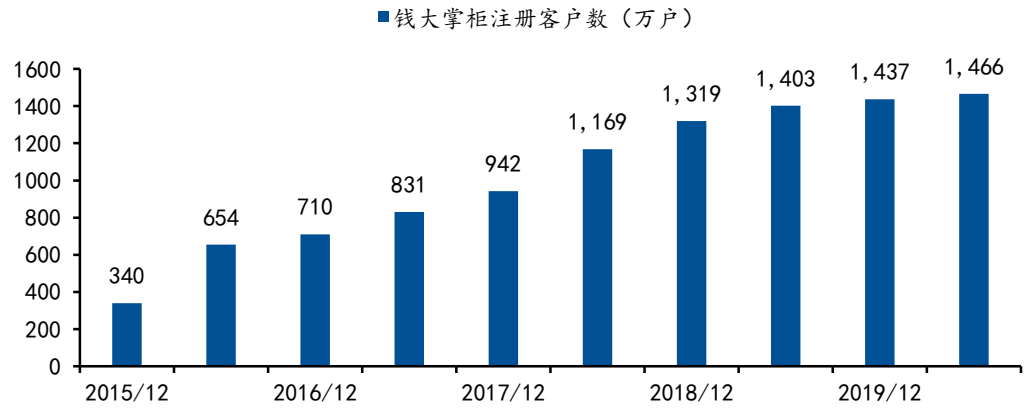
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：兴业银行建立信息系统合作关系的商业银行数



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：兴业银行“钱大掌柜”注册客户数

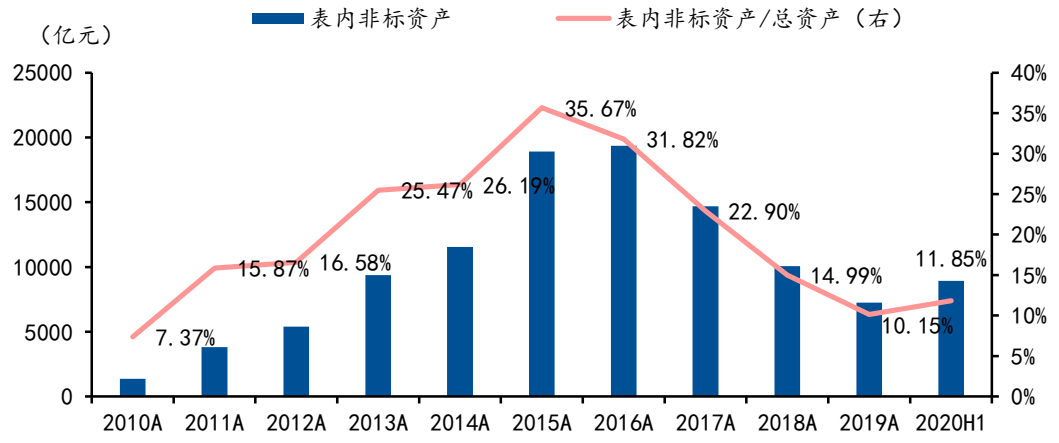


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、理财存量包袱逐步化解，子公司专业化水平有望提升

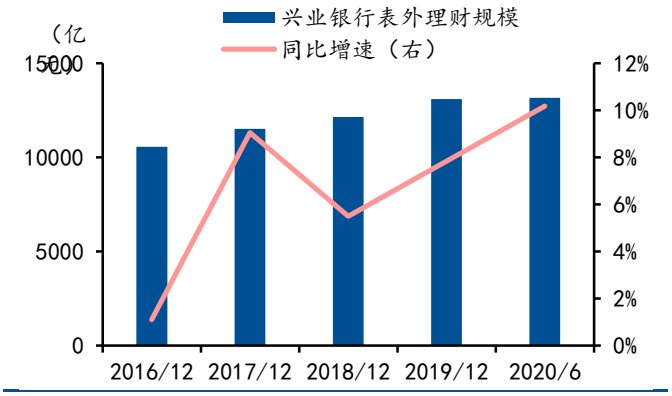
非标存量包袱化解节奏较快。银行表内的非标资产主要由自营资金对接，表外的非标资产主要由表外理财资金对接。根据测算，公司的表内非标占比由 2015 年末的高点 35.67%下降至 2019 年末的 10.15%，处置压力明显降低。截至今年二季末，表内非标占比回升至 11.85%，新增的合规资产增速超过存量资产压降速度；保本理财已清零，表外理财产品规模处于全国性上市银行中等水平，同比增速较去年全年提升 2.34pct 至 10.19%，从侧面印证了公司非标资产的存量包袱处置节奏较快，压力最大的时点已经过去。

图31：兴业银行历年表内非标规模和结构



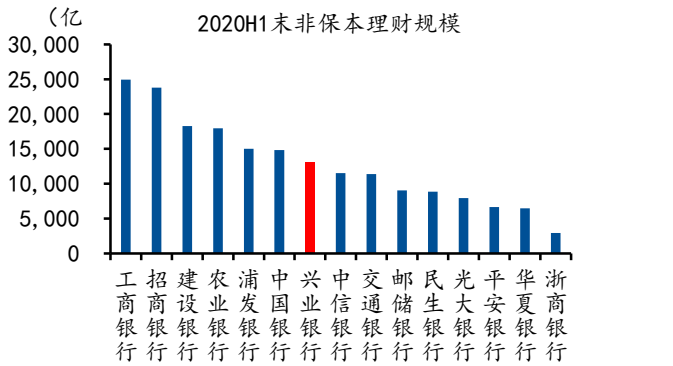
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：兴业银行表外理财规模重启上升势头



资料来源：公司公告，民生证券研究院

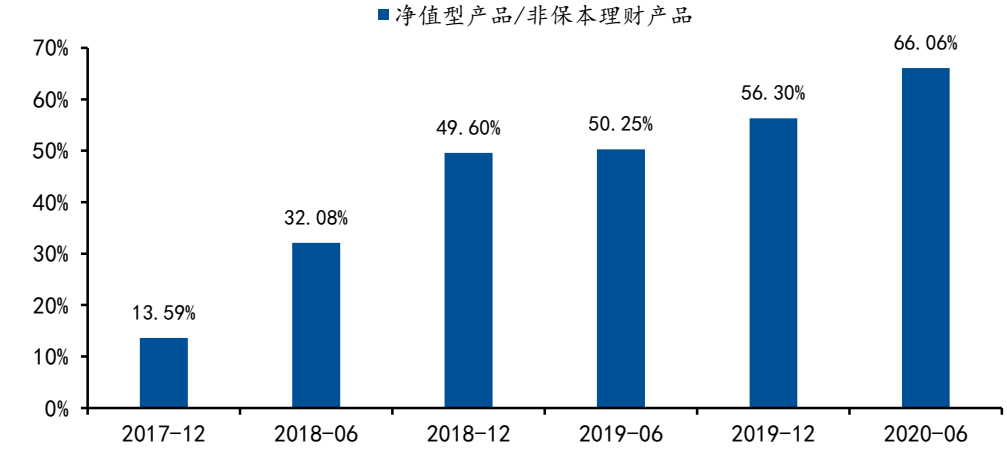
图33：2020H1 末全国性上市银行非保本理财规模



资料来源：公司公告，民生证券研究院

净值化转型加速。公司不断推进理财产品净值化转型进展，净值型产品规模占非保本理财产品规模的比例加速提升。自 2018 年末起，以半年为跨度，净值型产品占比分别提升 65bp、5.71pct 和 10.10pct 至 2020 年二季末的 66.06%，净值化水平位居全国性上市银行前列。

图34：兴业银行理财产品净值化转型加速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

子公司开业运营，理财业务专业化水平有望提升。公司十分重视资管业务，早在 2012 年便设立了资产管理部，用于强化对全行理财业务的统筹管理，此后又陆续投资设立了资管、消费金融、基金等相关子公司，与银行资管业务协同发展。理财业务作为“大投行、大资管、大财富”的中间枢纽，服务客户投融资需求，规模不断壮大。公司全资子公司兴银理财于 2019 年 12 月获准开业，成为第 3 家由上市股份行开设的理财子公司，为全集团客户提供资产类型全覆盖、主流策略全覆盖的资管产品。兴银理财注册资本 50 亿元，在上市股份行下设理财公司中位居第一梯队。由于理财子公司的运作更加市场化，未来随着兴银理财发展逐渐步入正轨，理财业务的主动管理能力和专业化程度也有望提升。

表 1：兴银理财是第 3 家由上市股份行开设的理财子公司，注册资本规模处于上市股份行第一梯队

序号	银行名称	理财子公司	状态	最新时间	注册资本（亿元）
1	工商银行	工银理财有限责任公司	开业	2019.05.23	160
2	建设银行	建信理财有限责任公司	开业	2019.05.28	150
3	农业银行	农银理财有限责任公司	开业	2019.07.26	120
4	中国银行	中银理财有限责任公司	开业	2019.06.28	100
5	交通银行	交银理财有限责任公司	开业	2019.06.13	80
6	邮储银行	中邮理财有限责任公司	开业	2019.12.04	80
7	光大银行	光大理财有限责任公司	开业	2019.09.25	50
8	招商银行	招银理财有限责任公司	开业	2019.11.02	50
9	兴业银行	兴银理财有限责任公司	开业	2019.12.14	50
10	平安银行	平安理财有限责任公司	开业	2020.01.01	50
11	中信银行	信银理财有限责任公司	开业	2020.06.16	50
12	华夏银行	华夏理财有限责任公司	开业	2020.09.16	30
13	渝农商行	渝农商理财有限责任公司	开业	2020.06.30	20
14	江苏银行	苏银理财有限责任公司	开业	2020.08.19	20
15	南京银行	南银理财有限责任公司	开业	2020.08.27	20
16	宁波银行	宁银理财有限责任公司	开业	2019.12.21	15
17	杭州银行	杭银理财有限责任公司	开业	2019.12.21	10
18	青岛银行	青银理财有限责任公司	开业	2020.09.12	10
19	浦发银行	浦银理财有限责任公司	筹建	2020.08.13	

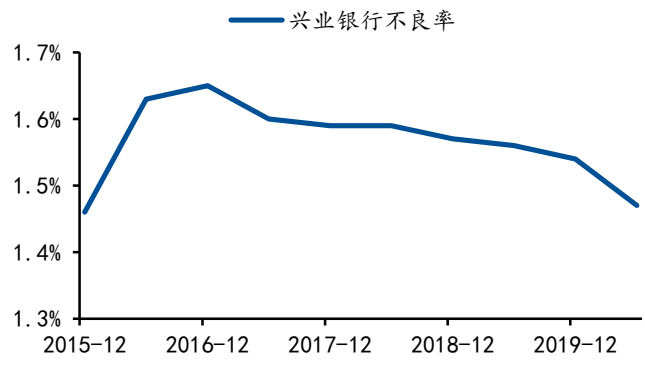
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）资产质量同业领先，长期改善有望持续

1、核心指标全面改善，资产质量优势巩固

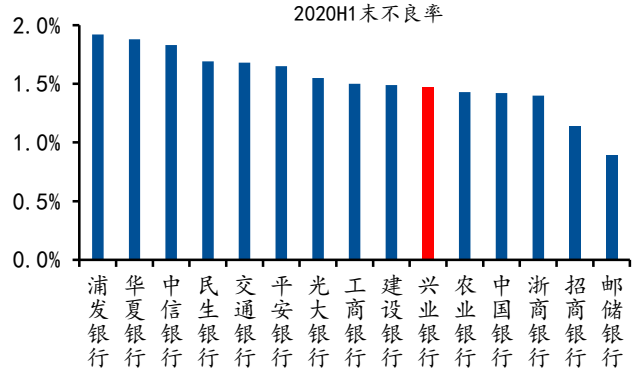
不良率再创历史新低，资产质量优势巩固。二季末公司的不良率为 1.47%，较一季末环比下降 5bp，创近四年以来的新低。同期全体商业银行和上市股份行不良率分别环比上升 3bp 和 1bp。相比之下，公司的资产质量逆市改善，表现十分亮眼。横向对比，二季末公司的不良率处于全国性上市银行较低水平，在上市股份行中仅略高于浙商银行（1.40%）和招商银行（1.14%），资产质量进一步夯实，在同业可比公司中的优势得到巩固。

图35：兴业银行不良率再创新低



资料来源：公司公告，民生证券研究院

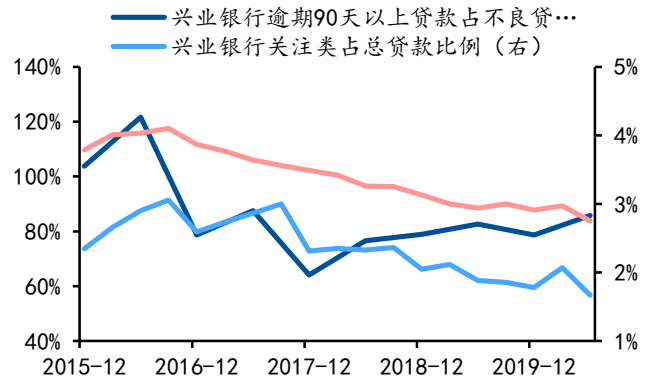
图36：兴业银行不良率处于全国性上市银行较低水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

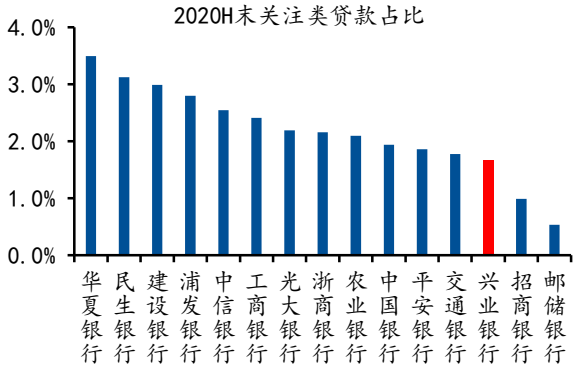
贷款分类标准合理，关注率大幅下行且显著低于同业。二季度公司加大了不良贷款的确认力度，单季年化不良贷款生成率环比提升 17bp 至 1.78%。二季末不良贷款偏离度（=逾期三个月以上贷款/不良贷款）85.75%，较上年末提升 7.10pct，我们猜测这主要是受到普惠金融政策所产生的阶段性影响，未来随着政策逐步退出，影响将日益减弱。由于不良贷款偏离度与同期上市股份行平均水平 81.39%相当，风险可控。公司关注类贷款占总贷款的比例（关注率）长期下行。二季末关注率较一季末大幅下降 40bp 至 1.67%，处于全国性上市银行第三低位，降幅大于商业银行 22bp 的关注率平均降幅。隐性不良贷款生成压力显著低于同业且大幅减轻。

图37：兴业银行关注率、不良贷款偏离度



资料来源：公司公告，民生证券研究院

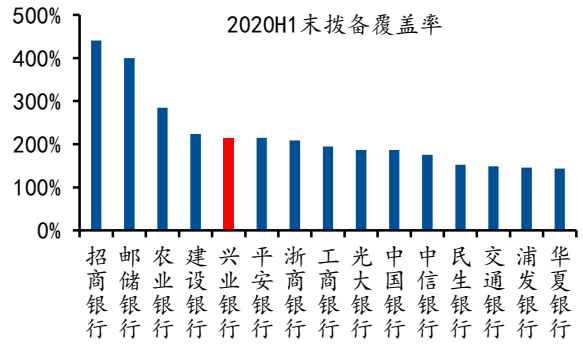
图38：2020H1 末兴业银行关注率处于全国性上市银行低位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

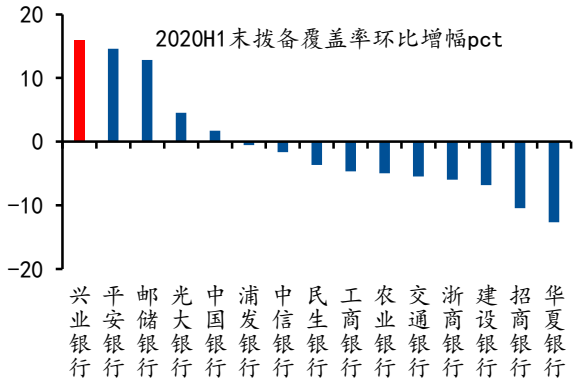
拨备覆盖率逆市大增，抵御风险能力增强。公司加强了拨备计提力度，二季度单季年化信贷成本环比提升 94bp 至 2.79%。二季末公司拨备覆盖率环比提升 16.01pct 至 214.97%，创近两年新高，处于全国性上市银行前列；公司的拨备覆盖率环比增幅位居全国性上市银行之首，大幅高于同期全国性上市银行 47bp 的平均环比增幅。与此同时，二季末公司的拨贷比环比提升 12bp 至 3.15%，风险抵御能力进一步加强。

图39：2020H1 末兴业银行拨备覆盖率行业领先



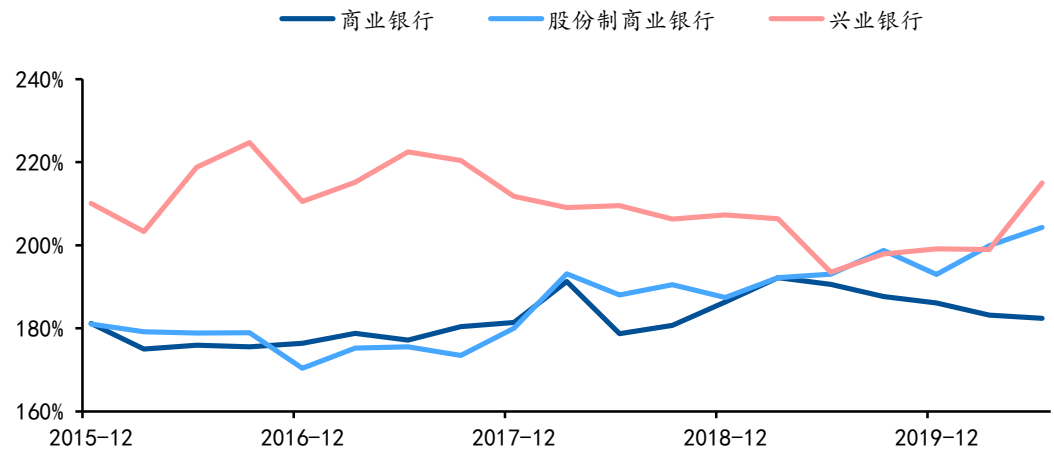
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：2020H1 末兴业银行拨备覆盖率增幅居同业之首



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图41：2020H1 兴业银行拨备覆盖率环比增幅高于商业银行继股份制商业银行平均水平



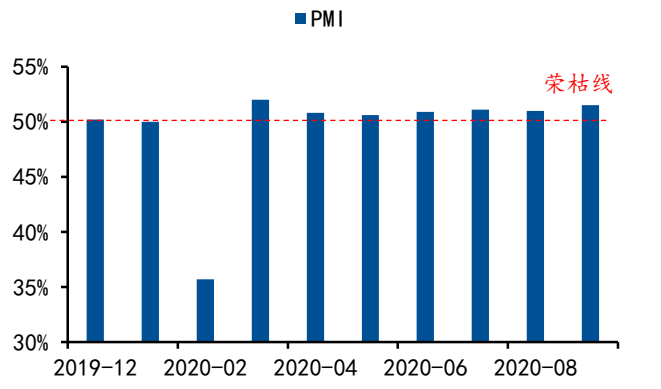
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、改善信号频出，行业优势有望延续

（1）延期还本付息政策负面影响减弱

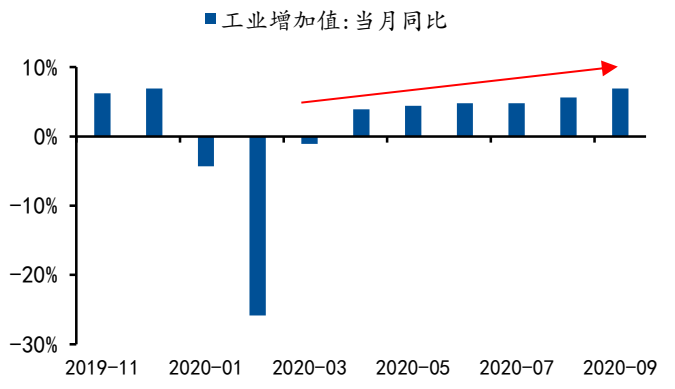
经济复苏将持续降低展期贷款的风险水平。随着疫情好转，我国经济持续复苏。9 月 PMI 环比大幅提升 50bp 至为 51.5%，已经连续 7 个月站在荣枯线以上，并创下近 6 个月新高。9 月工业增加值同比增速回归至 6.9%的疫情前水平，增速已连续 7 个月保持上行。受益于经济回暖，根据政策安排申请延期还本付息的客户逐步恢复还款能力。随着客户逐步还款，大量关注类贷款回归正常，展期贷款的风险持续降低。展望未来，我国经济复苏的趋势仍将延续，延期还本付息政策的负面影响将继续减弱。

图42：PMI 已连续 7 个月站在荣枯线以上



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图43：工业增加值同比增速已回归至疫情前水平



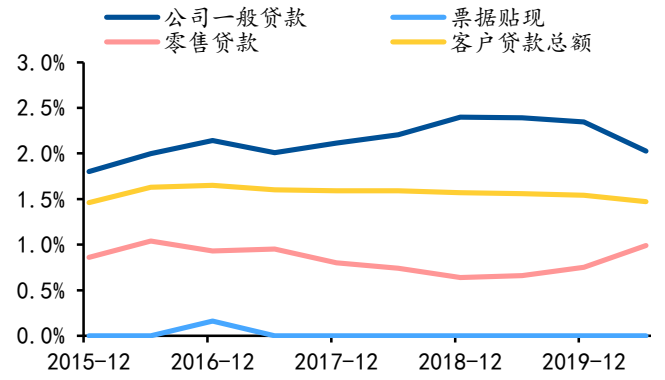
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（2）信用卡不良率有望改善，零售贷款不良生成压力减轻

零售贷款不良率维持低位，信用卡贷款是主要风险点。2016 年至 2018 年，公司的零售贷款不良率随着个人经营贷款风险出清而持续下行。2019 年以来，个人经营贷款不良率继续下行，个人住房及商用房贷款不良率相对稳健，零售不良率提升主要是因为信用卡业务不良率随行业整体趋势上行所致，但仍处于上市股份行低位。二季末公司的零售贷款不良率为 0.99%，在上市股份行中仅高于招商银行（0.81%）；在全国性上市银行中也处于较低水平。资产质量的相对优势依然

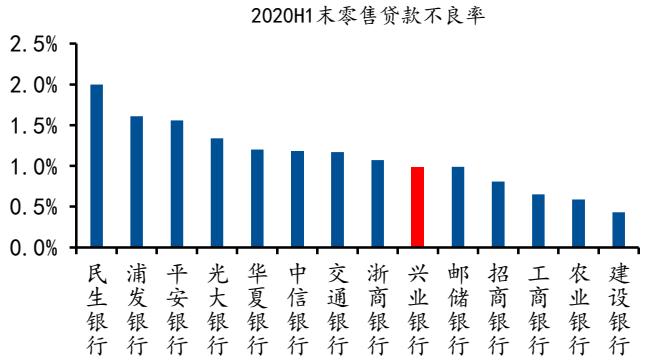
十分显著。

图44：兴业银行各类贷款不良率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

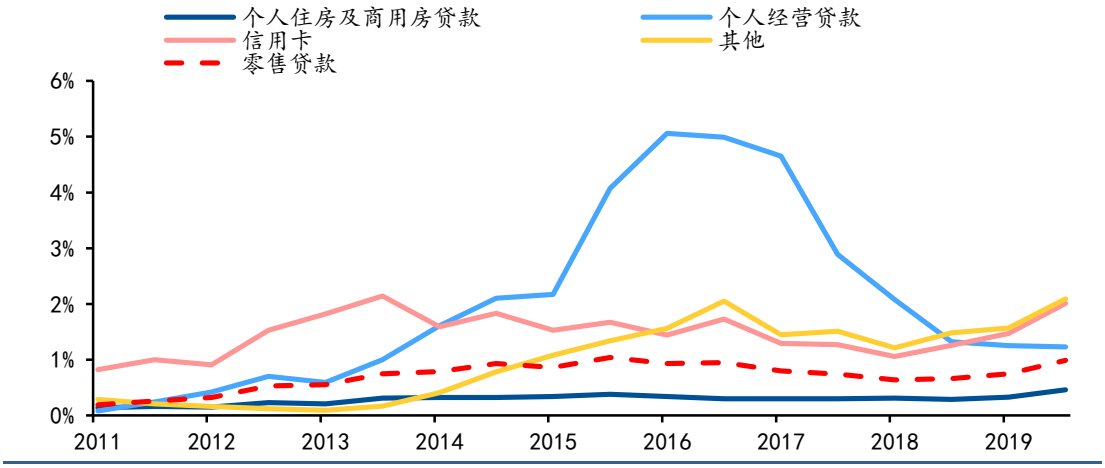
图45：兴业银行零售贷款不良率位居全国性银行较低水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：中国银行未披露

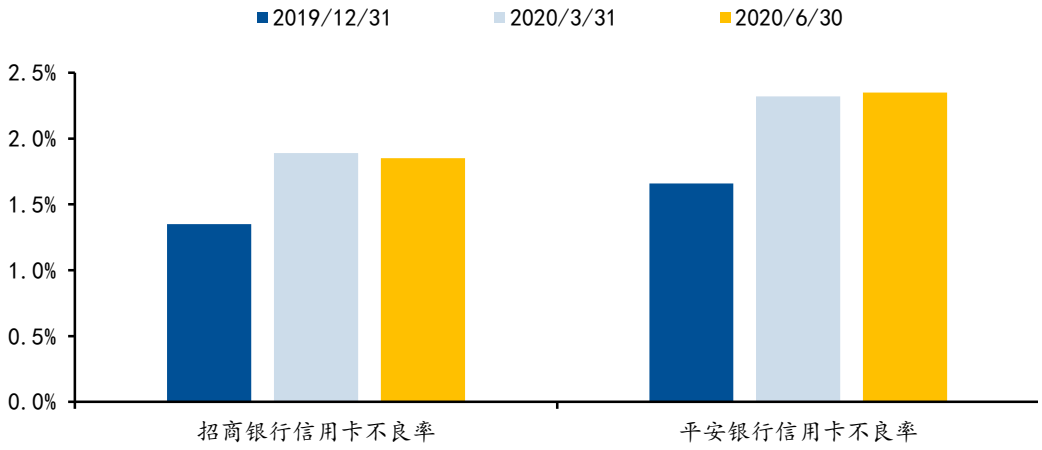
图46：兴业银行零售贷款风险主要集中在信用卡业务



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司信用卡风控能力突出，资产质量已出现改善信号。首先，公司在信用卡业务方面具备较为强的风控能力。二季末信用卡不良率 2.01%，处于上市股份行第二低位，且不良率较上年末的提升幅度 54bp 小于 69bp 的上市股份行中位数增幅水平。其次，公司信用卡的获客能力较强，在上半年行业信用卡需求减少、整体信用卡投放收紧的情况下，公司信用卡业务仍以超过行业平均水平数倍的增速进行扩张。此外，目前随着共债风险逐步暴露完全、疫情好转，信用卡资产质量已出现改善信号。例如，从已披露数据的同业来看，二季末平安银行信用卡不良率环比增幅较一季末放缓、招商银行信用卡不良率环比下行。未来随着疫情影响逐渐消退，个人客户的信贷需求、还款能力和还款意愿提升，公司信用卡不良率有望改善，零售贷款不良压力有望减轻。

图47：信用卡资产质量已出现改善信号

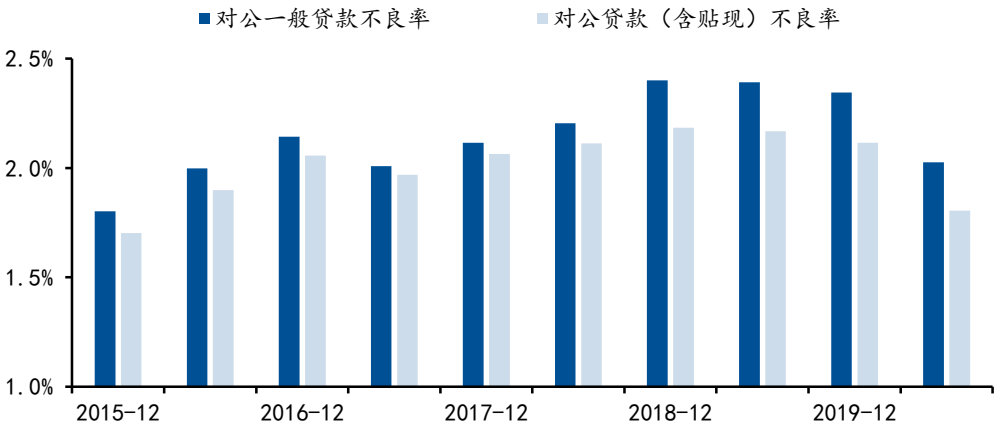


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（3）对公加快风险出清，不良率有望继续下行

优化投向并加快风险处置，对公不良率延续下降趋势。在对公信贷风险的管控方面，公司一方面优化贷款投向，执行“有保、有控、有压”的区别授信政策，进一步聚焦重点行业及业务领域、区域特色行业；以“主流市场、主流业务”为主轴，防范中低端市场风险；把握产业升级趋势，抓住新兴领域机会，另一方面加大存量不良贷款的处置与核销力度，双管齐下助力风险出清。对公贷款不良率在 2018 年出现拐点开始下行。今年上半年公司保持资产质量管控的高压态势，加大不良贷款处置与核销力度，不良率继续改善。根据测算，二季末公司贷款（不含贴现）不良率 2.02%，较上年末下降 33bp，降幅大于 6bp 的全国性上市银行中位数水平，从而抵消了零售贷款不良率上升的影响，带动整体不良率较上年末下降 7bp。

图48：兴业银行对公贷款不良率在 2018 年出现拐点开始下行

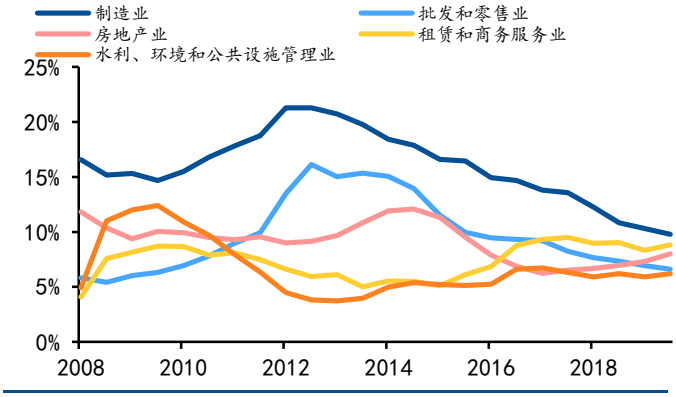


资料来源：公司公告，民生证券研究院

隐性不良贷款生成压力减轻，未来对公贷款不良率有望继续下行。一方面，我们认为未来公司的对公不良贷款生成压力不大：①公司的对公贷款主要投向基建和房地产等低风险行业，二季末相关行业贷款占对公贷款的比例约为 54.93%，占比位居上市股份行第 4 名。②公司持续优化对公贷款投向，压降制造业和批零业等高风险行业贷款占比，信贷投放向低风险行业倾斜。③关注

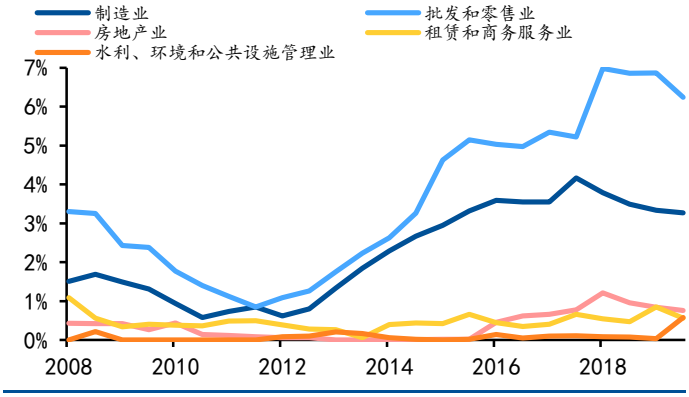
类贷款主要是由对公贷款所构成，二季末关注类贷款占总贷款的比例较一季末和上年末均大幅下降，处于全国性上市银行第三低位，代表着对公隐性不良贷款生成压力较低且大幅减轻。另一方面，根据政策要求，今年下半年银行业整体还会继续加大存量不良贷款的处置与核销力度，加快风险出清。结合以上两点，我们推测未来公司的对公贷款不良率有望继续下行。

图49：兴业银行优化对公贷款投向，压降高风险行业占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图50：兴业银行制造业和批零业等不良率大幅下降

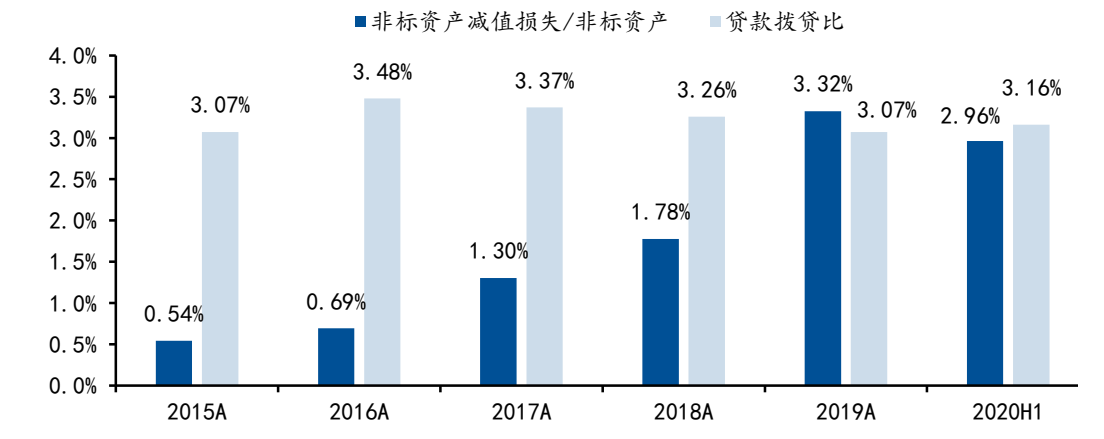


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（4）非标资产拨备计提较为充分

为衡量非标资产的风险抵御能力，我们将表内非标资产相关项目的减值准备占非标资产规模的比例视作“非标资产拨贷比”。根据测算，截至今年二季末，公司非标资产拨贷比为 2.96%，已十分接近公司自身 3.16%的贷款拨贷比水平。因此，我们认为公司非标资产的拨备计提较为充分，具备足够的风险抵御能力。未来随着公司存量非标资产继续压降，风险暴露压力将进一步减轻。

图51：兴业银行贷款及非标资产拨贷比



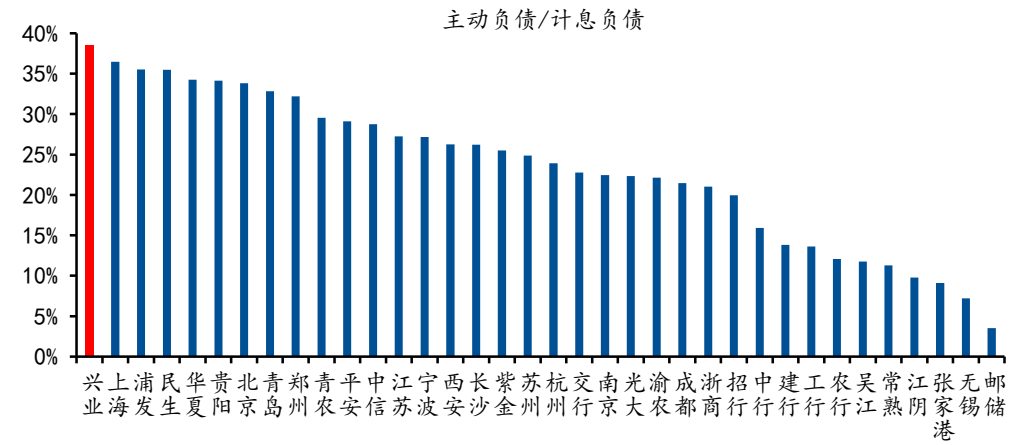
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（四）计息负债结构优化，存款呈现量增价减

1、利率短期上升影响有限，长期缓释负债压力

计息负债中主动负债占比较高。公司在全体上市银行中具有最高的主动负债占比。截至 2020 二季末，公司主动负债（主要包括向央行借款、同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产和应付债券）占计息负债的比例为 39.82%，高于同期上市股份行和全体上市银行 29.44%和 23.39%的平均水平。

图52：兴业银行主动负债占比处于上市银行最高水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

市场利率短期回升空间不大，对主动负债成本的负面影响有限。自 5 月以来，市场利率触底回升，步入上行通道。我们认为未来市场利率的上行空间不大，对公司主动负债成本的负面影响有限。一是因为截至目前市场利率已基本回归疫情前的水平。二是其他国家为应对疫情对经济的冲击，已陆续采取大幅降息或维持零利率、负利率的政策，同时进行量化宽松。中外的货币政策差异日趋加大、利差走阔，未来人民币若面临较大的升值压力将不利于我国贸易复苏。三是因为如果利率过高将使企业融资成本高居不下，不利于刺激企业投资与经济复苏。由于公司主动负债占比较高，市场利率上升传导至负债端后，公司将面临一定成本压力，但压力基本可控。

图53：十年期国债收益率已接近疫情前的水平

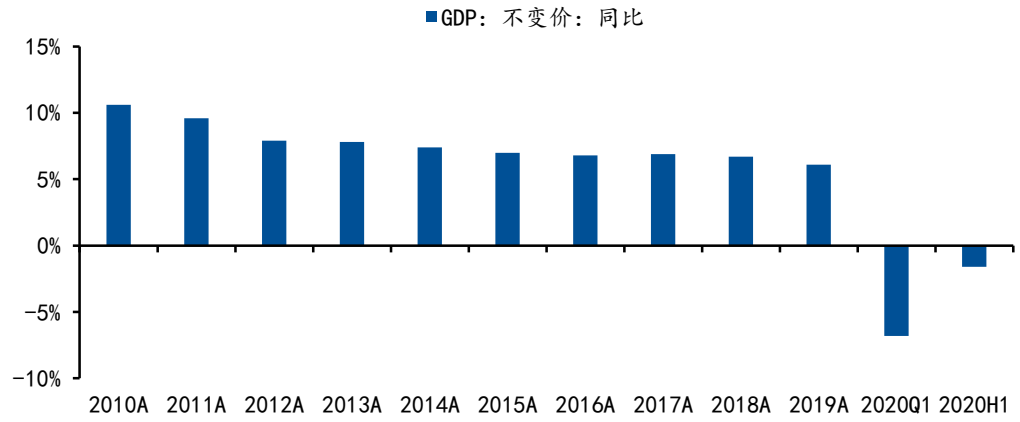


资料来源：WIND，民生证券研究院

市场利率长期下行，兴业银行更加受益。长期来看，GDP 增速趋缓已是共识。由于利率与 GDP 增速正相关，所以尽管短期内利率会随着货币政策趋紧或放松而呈现上下波动，但长期将处于下

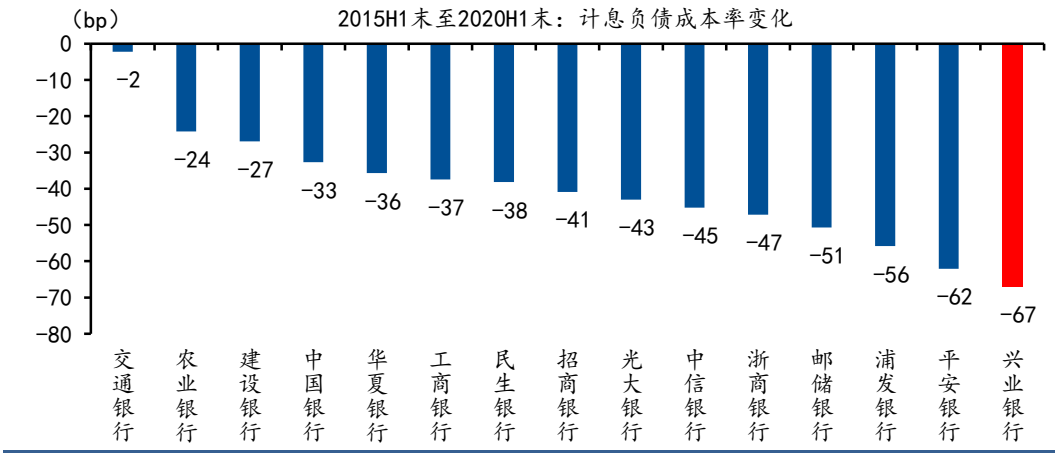
行通道。公司主动负债占比较高，在可比公司中更加受益于同业市场利率下行。公司的这一优势在历史上已得到充分验证。在过去五年间，兴业银行的计息负债成本率累计下降 67bp，降幅位居全国性上市银行第一，高于其他公司 39bp 的平均降幅。当我们继进一步拉长时间维度，以上观点依旧成立。2010 年至今，由于利率市场化持续推进、竞争加剧等原因，全国性上市银行的计息负债成本率普遍上行，平均增幅为 61bp。但在此期间，公司的计息负债成本率仅上升 31bp，相对优势十分显著。未来随着利率市场化持续推进，公司负债成本压力有望继续受益于同业市场利率下行而进一步减轻。

图54：长期来看，我国的 GDP 增速将逐步放缓



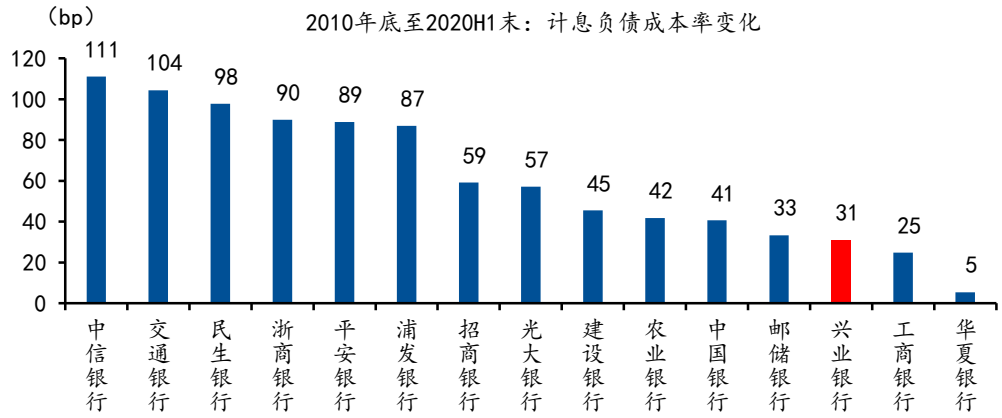
资料来源：WIND，民生证券研究院

图55：近 5 年兴业银行计息负债成本率降幅位居全国性上市银行第一名



资料来源：WIND，民生证券研究院

图56：近 10 年兴业银行计息负债成本率增幅位居全国性上市银行低位

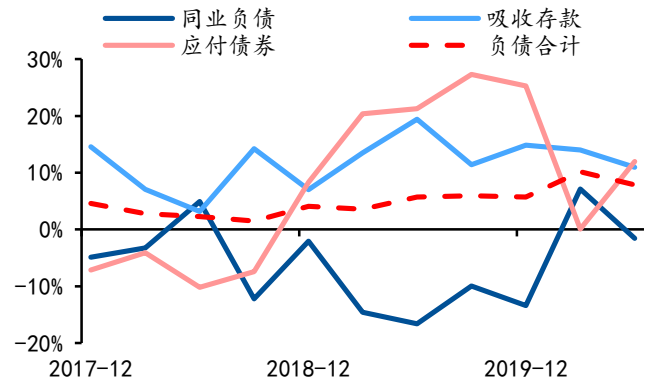


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、计息负债结构优化，存款量增价减

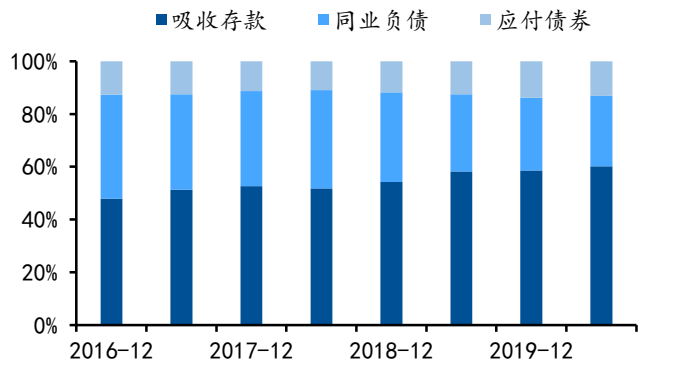
计息负债结构持续优化，成本率相对较低的存款规模及占比持续提升。自 2017 年以来，公司持续优化负债结构，在压降主动负债的同时，不断加大成本率相对较低的核心负债的获取力度。存款保持较快增长，且增速一直高于同期计息负债的增速水平。今年二季末存款同比增长 10.93%，增速分别高出计息负债同比增速 4.56pct 和整体负债同比增速 3.05pct。存款占计息负债的比例不断提升。截至今年二季末，存款占计息负债的比例为 60.18%，较上年末提升 1.63pct、较 2016 年末的阶段性低点提升 12.27pct。由于兴业银行存款占计息负债的比例处于上市银行最低水平，未来还有较大提升空间。随着存款占比逐步提升，公司负债端的成本压力有望得到持续缓解。

图57：兴业银行各类负债的同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图58：兴业银行存款占计息负债的比例持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

存款结构优化，成本率逆市下行。上半年全国性上市银行存款成本率较去年全年有升有降，整体基本持平。同期兴业银行存款成本率较去年全年下降 7bp，表现优于行业整体，主要得益于公司定期存款成本率大幅下行 15bp。具体来看，公司定期存款成本率下行主要是由于公司在企金条线加快推进新型结构性存款产品创新，积极引入符合市场预期的新产品，压降高成本的结构性存款所致。其次，从存款类型和期限结构来看，由于公司持续推进零售转型，着力加强结算性存款拓展能力，成本率相对较低的个人存款和活期存款平均余额占总存款的

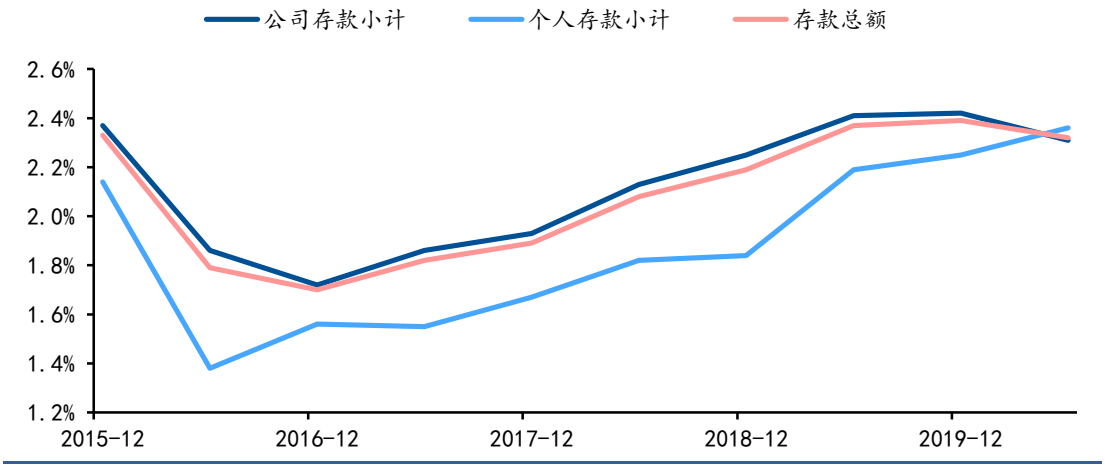
比例分别于 2017 年和 2019 年步入上行通道。今年上半年个人存款和活期存款平均余额占总存款的比例分别较去年全年提升 97bp 和 40bp，共同推动存款成本率下行。

表 2：兴业银行生息资产和计息负债平均余额占比和平均利率变化表

项目	平均余额占比			平均收益（成本）率		
	2020H1	2019A	变动幅度 pct	2020H1	2019A	变动幅度 pct
计息负债						
吸收存款	58.17%	58.12%	0.05	2.32%	2.39%	-0.07
公司存款	48.06%	48.58%	-0.53	2.31%	2.42%	-0.11
活期	19.07%	18.63%	0.44	1.00%	0.95%	0.05
定期	28.99%	29.95%	-0.96	3.18%	3.33%	-0.15
个人存款	10.11%	9.54%	0.57	2.36%	2.25%	0.11
活期	4.19%	4.22%	-0.04	0.30%	0.31%	-0.01
定期	5.92%	5.31%	0.61	3.82%	3.79%	0.03
同业及其他金融机构存放和拆入款项(含卖出回购金融资产款)	26.32%	25.32%	1.01	2.34%	2.83%	-0.49
向中央银行借款	2.45%	3.49%	-1.04	3.28%	3.31%	-0.03
应付债券	13.06%	13.08%	-0.02	3.14%	3.40%	-0.26
计息负债合计	**100.00%**	**100.00%**	-	**2.46%**	**2.66%**	**-0.20**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

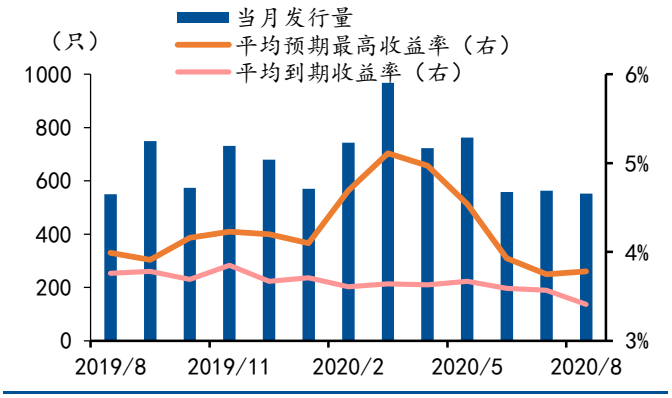
图59：兴业银行公司存款成本率下行带动整体存款成本率逆市下降



资料来源：WIND，民生证券研究院

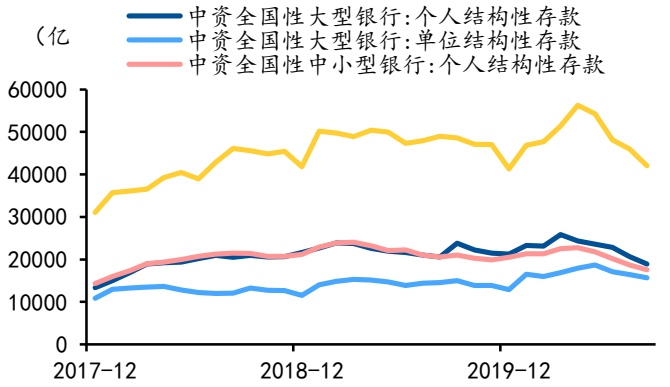
存款成本率改善趋势有望延续。一是随着监管趋严，高成本的结构性存款自今年二季度以来便面临“量价齐跌”的局面。根据监管要求，未来结构性存款仍将保持压降趋势。兴业银行的对公和个人定期存款成本率均处于全国性上市银行前列，在行业整体压降高成本存款的过程中具有更大的压降空间，有望更加受益。二是公司的存款活期率在全国性上市银行中处于中等偏低的水平，未来随着经济复苏、基建和房地产投资回暖、企业活跃度提升，成本率相对较低的活期存款规模和占比有望进一步上行，从而减轻存款成本压力。

图60：结构性存款自今年二季度以来“量价齐跌”



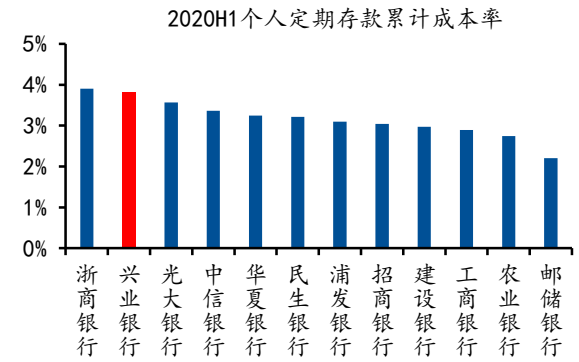
资料来源：融 360 大数据研究院，民生证券研究院

图61：全国性银行个人和单位结构性存款规模均受到压降



资料来源：WIND，民生证券研究院

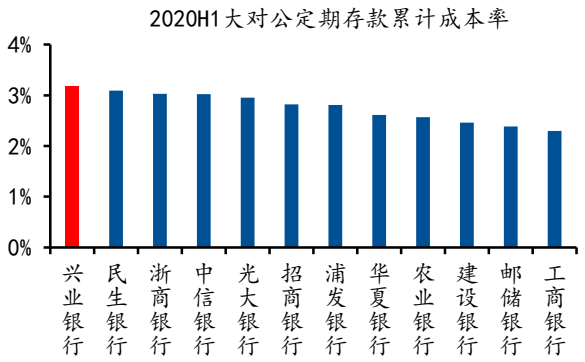
图62：兴业银行个人定期存款成本率位居行业前列



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：中国银行、交通银行、平安银行数据缺失

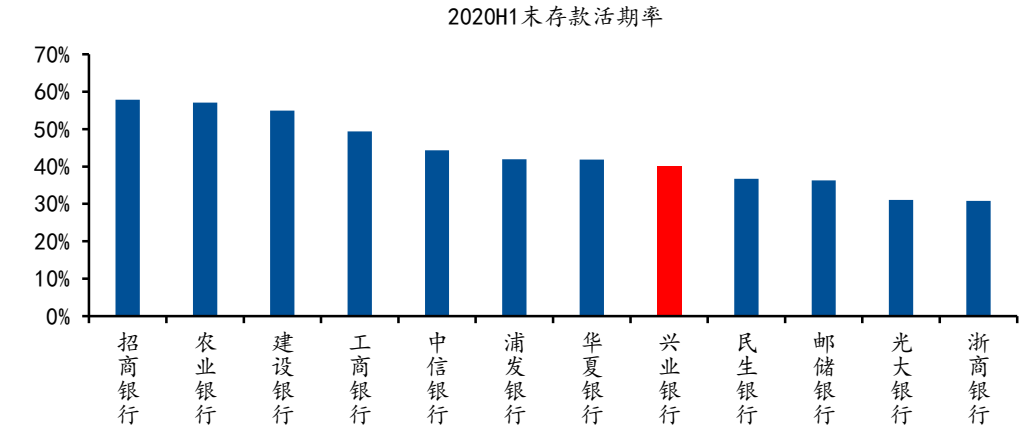
图63：兴业银行对公定期存款成本率位居行业前列



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：中国银行、交通银行、平安银行数据缺失

图64：兴业银行存款活期率处于全国性上市银行中等偏低水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：中国银行、交通银行、平安银行数据缺失

二、盈利预测与投资建议

从短期来看，公司基本面稳中向好。上半年公司业绩表现位居股份行第二，拨备前“真实”利润增速得到修复，资负结构调整得力，有效缓解了息差下行压力并化解了疫情的负面影响，资产质量大幅改善，基本面稳健性可期。公司积极推动轻资本化转型，目前资本处于合理水平，外源性资本补充渠道畅通。

从长期来看，公司在零售转型、资管业务、资产质量和负债四方面皆具有突出亮点。

一是零售转型效果显著。公司从资负两端同时推进零售转型，其中信用卡和个人经营贷款快速增长推动个人贷款量价齐升。由于信用卡业务发展空间广阔、公司具备较强实力并已积极布局，未来有望继续作为“引擎”助力零售转型。

二是资管业务基础扎实，未来发展空间广阔。面对日趋激烈的客户竞争，公司将战略重点向私行倾斜。私行客户增速跃升、AUM 加速增长，户均规模增长势头明确，客户潜力有望得到进一步挖掘。同时，公司销售渠道丰富畅通，代销收入增速亮眼，零售财富管理业务将是未来发力点。随着表内外非标压力逐步化解，子公司兴银理财的主动管理能力与专业化程度提升，公司中收有望受益。

三是资产质量同业领先，核心指标全面改善。公司成功抵御了疫情冲击，不良率和关注率再创新低、拨备覆盖率逆市大增，资产质量优势巩固。由于延期还本付息政策负面影响减弱、信用卡资产质量出现改善信号、对公贷款继续优化投向并加快处置、非标资产拨备计提较为充分，未来不良率有望继续下行。

四是计息负债结构优化，存款呈现量增价减。市场利率短期回升空间不大，对主动负债成本的负面影响有限；长期持续下行，正面作用突出。同时，公司着力优化计息负债结构，压降高成本结构性存款。上半年成本率相对较低的存款呈现出量升价减的良好态势。未来计息负债成本率有望得到持续改善。

我们做出如下假设：

1） 假设 2020-2022 年生息资产同比增速分别为 8%、10%、12%。主要是由于①二季末公司各级资本充足率均处于合理水平；②外源性融资渠道畅通。已于 8 月 13 日获准发行不超过 300 亿元人民币永续债，未来有望适时进行资本补充；③上半年资产同比增长 7.92%，增速高于上年同期 1.43pct。未来随着经济复苏、信贷需求上升，生息资产规模扩张趋势有望延续。

2） 假设 2020-2022 年净息差分别为较上年全年下降 3bp、2bp 和 2bp。主要是考虑到①整体银行业面临息差下行压力；②公司负债端具备较大优化空间；③上半年净息差较去年全年仅微降 1bp。

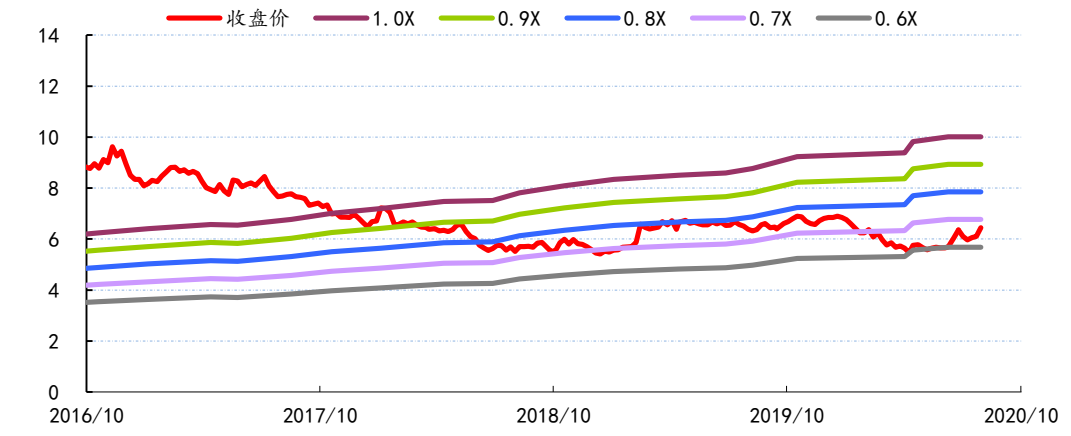
3） 假设 2020-2022 年中间业务收入同比增速分别为 21%、25%、28%。主要是基于以下两点所做出的保守估计①2017-2019 年中间业务收入分别同比增长 5.98%、10.94%和 15.59%，今年上半年同比增长 28.36%；②2019 年末理财子公司获准开业，有望促进主动管理能力与专业化水平提升，利好中间业务收入增长。

4）假设 2020-2022 年成本收入比分别为 26.5%、26%、26%。主要是基于公司成本收入比震荡下行的保守估计。

5）假设 2020-2022 年不良率分别为 1.45%、1.4%、1.35%。主要是基于公司隐性不良贷款生成压力降低、具有良好的风险抵御能力，以及二季末不良率 1.47%所做出的保守估计。

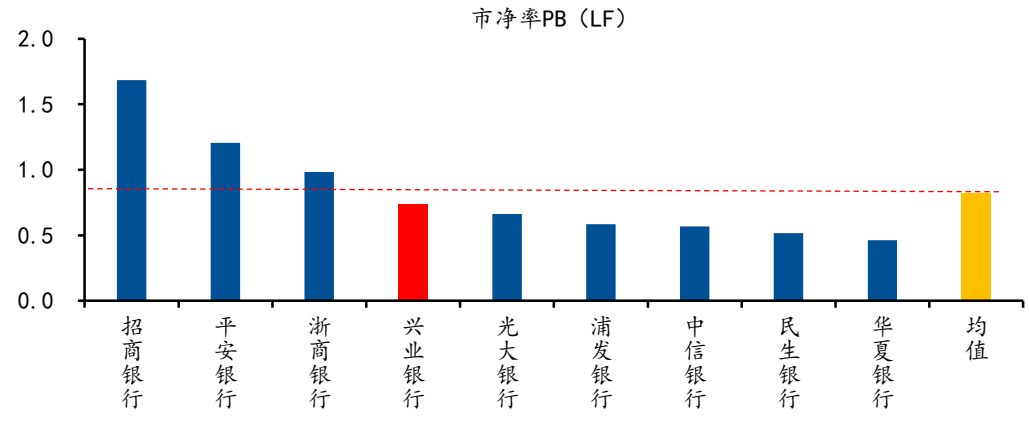
根据以上假设，我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为-9.28%、5.19%、7.36%。2020 年 BVPS 为 25.49 元，对应静态 PB 0.69 倍。当前公司的 PB（LF）估值为 0.74 倍，仅处于近 5 年约 17.62%的分位数水平，低于同期上市股份行 0.82 倍 PB（LF）均值，具有估值修复空间。维持“推荐”评级。

图65：兴业银行 PB-Band



资料来源：WIND，民生证券研究院

图66：兴业银行 PB 估值低于上市股份行均值水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、风险提示

1、海外疫情反复可能会一定程度上影响出口，但国内经济复苏趋势较为明确。我国提出加强经济内循环，未来有望出台更多消费刺激政策，提振内需。需关注疫情反复、经济复苏和政策出台不及预期的风险。

2、公司持续推进零售转型，未来仍有望以信用卡业务作为增长点促使个人贷款量价齐升；资管业务以私行为抓手、以零售财富业务为战略重点，促进中收快速提升。未来需关注零售转型不及预期的风险。

3、目前利率已基本回升至疫情前水平，短期利率上行空间不大。公司及时调整负债期限，优化计息负债结构，压降高成本的结构性存款，计息负债成本率面临的压力十分有限。未来需关注利率波动超预期和结构性存款压降不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	7,145,681	7,711,629	8,471,484	9,470,526
贷款净额	3,345,180	3,612,794	3,974,074	4,450,963
债券投资	2,697,521	2,913,323	3,204,655	3,589,214
总负债	6,596,029	7,115,975	7,824,737	8,768,137
存款余额	3,794,832	4,089,211	4,492,629	5,031,687
同业负债	1,787,918	1,536,631	1,688,227	1,890,792
股东权益	549,652	595,653	646,746	702,388
盈利能力				
ROAA	0.95%	0.80%	0.78%	0.75%
ROAE	14.23%	11.77%	11.35%	11.17%
生息资产收益率	4.05%	3.93%	3.86%	3.83%
计息负债成本率	2.65%	2.57%	2.52%	2.51%
净息差（NIM）	1.55%	1.52%	1.50%	1.48%
成本收入比	27%	27%	26%	26%
成长能力				
贷款	17.9%	8.0%	10.0%	12.0%
存款	14.9%	7.8%	9.9%	12.0%
净利息收入	7.7%	5.5%	7.6%	9.6%
中间业务收入	15.6%	21.0%	25.0%	28.0%
营业费用	11.3%	7.0%	9.8%	14.7%
净利润	8.7%	-9.3%	5.2%	7.4%
营业收入结构				
利息占比	56.8%	55.0%	52.8%	50.5%
手续费收入占比	27.4%	30.4%	34.0%	37.9%
业务费用占比	27.0%	26.5%	26.0%	26.0%
计提拨备占比	32.0%	39.4%	42.0%	44.0%

主要财务指标（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	102,988	108,639	116,895	128,074
手续费净收入	49,679	60,112	75,139	96,179
营业费用	48,946	52,385	57,525	65,978
拨备前利润	132,599	145,530	163,963	188,021
计提减值准备	58,096	77,943	92,867	111,671
所得税	7,801	7,077	7,444	7,994
净利润	65,868	59,754	62,856	67,500
资本管理				
核心资本	484,935	529,442	577,938	630,332
资本净额	684,547	740,321	804,093	876,572
风险加权资产	5,123,362	5,529,139	6,073,945	6,790,246
风险加权资产比重	72%	72%	72%	72%
核心一级资本充足率	9.5%	9.6%	9.5%	9.3%
一级资本充足率	10.6%	10.6%	10.4%	10.1%
资本充足率	13.4%	13.4%	13.2%	12.9%
资产质量				
贷款减值准备	96,271	127,176	160,631	198,781
不良贷款额	51,516	52,386	55,637	60,088
不良贷款率	1.54%	1.45%	1.40%	1.35%
拨备覆盖率	187%	243%	289%	331%
拨贷比	2.88%	3.52%	4.04%	4.47%
信用成本	2.05%	2.33%	2.57%	2.81%
估值分析				
PB	0.76	0.69	0.64	0.58
PE	5.57	6.14	5.84	5.44
EPS	3.17	2.88	3.03	3.25
BVPS	23.37	25.49	27.82	30.34
每股股利	0.76	0.69	0.73	0.78
股息收益率	4.3%	3.9%	4.1%	4.4%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：兴业银行营收和 PPOP 增速修复，重现双位数增长 3
图 2：兴业银行零售条线营业净收入快速增长 4
图 3：兴业银行零售条线营收占总营收的比例持续提升 4
图 4：2020H1 兴业银行零售条线营收增速提升至全国性上市银行第二名 4
图 5：兴业银行个人贷款占总贷款的比例持续提升 5
图 6：兴业银行个人存款占总存款的比例自 2017 年开始提升 5
图 7：兴业银行各类贷款累计平均规模同比增速 5
图 8：兴业银行各类贷款累计平均收益率 5
图 9：兴业银行个人经营贷与信用卡贷款增速较快 6
图 10：兴业银行个人经营贷与信用卡贷款占比提升 6
图 11：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重持续提升 6
图 12：我国信用卡的人均持卡量与发达国家仍有较大差距 7
图 13：兴业银行信用卡不良率位居全国性上市银行低位 7
图 14：2020H1 兴业银行信用卡不良率增幅在股份行中靠后 7
图 15：兴业银行信用卡应收账款同比增速位于同业之首 8
图 16：兴业银行信用卡累计发行量同比增速高于行业整体 8
图 17：兴业银行积极布局信用卡业务，实行全流程精细化经营 8
图 18：兴业银行营收和 PPOP 增速修复，重现双位数增长 9
图 19：兴业银行个人客户和私行客户规模和增速 10
图 20：兴业银行私行客户增速处于全国性上市银行前列 10
图 21：兴业银行私行客户与个人客户增速差位居全国性上市银行前列 10
图 22：兴业银行个人客户和私行客户 AUM 均加速增长 11
图 23：兴业银行私行客户 AUM 同比增速位居全国性银行前列 11
图 24：兴业银行私行客户户均 AUM 增长势头明确 11
图 25：2020H1 末较 2018 年末私行户均 AUM 增幅 11
图 26：兴业银行零售财富类中间业务收入和同比增速 12
图 27：兴业银行零售综合金融资产规模和同比增速 12
图 28：兴业银行银银平台合作法人机构数 12
图 29：兴业银行建立信息系统合作关系的商业银行数 12
图 30：兴业银行“钱大掌柜”注册客户数 13
图 31：兴业银行历年表内非标规模和结构 13
图 32：兴业银行表外理财规模重启上升势头 14
图 33：2020H1 末全国性上市银行非保本理财规模 14
图 34：兴业银行理财产品净值化转型加速 14
图 35：兴业银行不良率再创新低 15
图 36：兴业银行不良率处于全国性上市银行较低水平 15
图 37：兴业银行关注率、不良贷款偏离度 16
图 38：2020H1 末兴业银行关注率处于全国性上市银行低位 16
图 39：2020H1 末兴业银行拨备覆盖率行业领先 16
图 40：2020H1 末兴业银行拨备覆盖率增幅居同业之首 16
图 41：2020H1 兴业银行拨备覆盖率环比增幅高于商业银行继股份制商业银行平均水平 17
图 42：PMI 已连续 7 个月站在荣枯线以上 17
图 43：工业增加值同比增速已回归至疫情前水平 17
图 44：兴业银行各类贷款不良率变化 18
图 45：兴业银行零售贷款不良率位居全国性银行较低水平 18
图 46：兴业银行零售贷款风险主要集中在信用卡业务 18
图 47：信用卡资产质量已出现改善信号 19
图 48：兴业银行对公贷款不良率在 2018 年出现拐点开始下行 19
图 49：兴业银行优化对公贷款投向，压降高风险行业占比 20
图 50：兴业银行制造业和批零业等不良率大幅下降 20
图 51：兴业银行贷款及非标资产拨贷比 20

图 52：兴业银行主动负债占比处于上市银行最高水平.....21
图 53：十年期国债收益率已接近疫情前的水平.....21
图 54：长期来看，我国的 GDP 增速将逐步放缓.....22
图 55：近 5 年兴业银行计息负债成本率降幅位居全国性上市银行第一名.....22
图 56：近 10 年兴业银行计息负债成本率增幅位居全国性上市银行低位.....23
图 57：兴业银行各类负债的同比增速.....23
图 58：兴业银行存款占计息负债的比例持续提升.....23
图 59：兴业银行公司存款成本率下行带动整体存款成本率逆市下降.....24
图 60：结构性存款自今年二季度以来“量价齐跌”.....25
图 61：全国性银行个人和单位结构性存款规模均受到压降.....25
图 62：兴业银行个人定期存款成本率位居行业前列.....25
图 63：兴业银行对公定期存款成本率位居行业前列.....25
图 64：兴业银行存款活期率处于全国性上市银行中等偏低水平.....25
图 65：兴业银行 PB-Band.....27
图 66：兴业银行 PB 估值低于上市股份行均值水平.....27

表格目录

表 1：兴银理财是第 3 家由上市股份行开设的理财子公司，注册资本规模处于上市股份行第一梯队.....15
表 2：兴业银行生息资产和计息负债平均余额占比和平均利率变化表.....24
公司财务报表数据预测汇总.....29

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。