

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

“企金+银银”提升公司中长期竞争力

—兴业银行（601166）深度分析报告

证券研究报告-公司分析报告

买入（上调）

发布日期: 2013 年 2 月 22 日

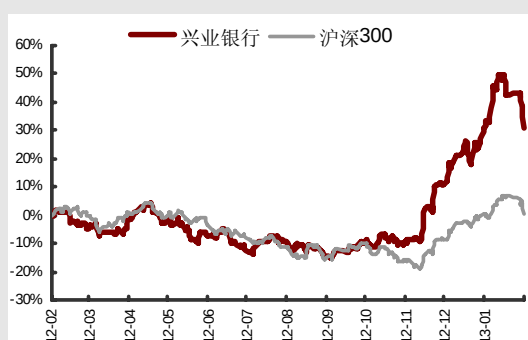
市场数据（2013 年 2 月 21 日）

收盘价（元）	18.03
一年内最高（元）	21.48
一年内最低（元）	11.59
市净率（倍）	0.00
总市值（亿元）	2,290.09
A 股流通市值（亿元）	1,944.79

基础数据（2012 年 9 月 30 日）

每股净资产（元）	10.86
总资产（亿元）	29,646.86
所有者权益（亿元）	1,378.87
净资产收益率（%）	20.78
总股本（亿股）	127.02
H 股股本（亿股）	0.00

个股相对沪深 300 指数表现



联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

兴业银行的竞争力在未来有望持续提升, 中期主要看企金条线专业化改革对业务发展的促进作用, 长期我们看好银银平台“理财门户”的发展前景。上调对公司的评级至“买入”。

投资要点:

- 兴业银行是一家基本面扎实稳健的公司, ROE 在上市银行中持续三年名列第一。公司的经营风格灵活, 富有创新能力, 擅长把握市场机遇。同时公司也是一家具备有效执行力的企业。
- 同业业务是公司的强项, 其中的银银平台对公司的长期发展具备重要的战略意义。银银平台通过与国内中小银行的合作, 已连结了两万多个物理网点, 数量可比国有大行。11 年公司在该平台推出了“理财门户”, 通过“理财门户”公司可快速、低成本的将其理财业务推向县域市场。虽然银银平台对短期业绩的贡献有限, 但该业务模式与财富管理业务迅速发展以及县域经济提升的大趋势契合, 发展前景广阔, 将有助于公司估值的提升。
- 公司目前正在推进企业金融条线的专业化改革。本次改革将建立更有效的激励机制, 激发业务发展的内生动力, 同时还将提高对企业客户的专业化服务能力, 从而提升公司的竞争力。
- 由于公司积极参与以“绕规模”为目的的创新型同业业务, 未来若监管层出台严格的监管措施, 可能会影响公司短期业绩表现。通过情景测试, 我们认为在最坏的情况下, 公司 13 年的 PE 估值可能会上升到 7.4 倍, 在上市银行中属于偏高的水平, 但考虑到短期冲击后业绩修复的可能, 这一估值水平并未明显偏离合理区间。
- 预计公司 2012 年、2013 年摊薄后 EPS 分别为 3.21 元、2.90 元, 对应 PE5.62 倍、6.22 倍。未来公司的竞争力有望持续提升, 我们上调对公司的评级至“买入”。
- 风险提示: 1、利率市场化加速推进; 2、经济复苏不利, 金融风险进一步扩散; 3、监管层针对创新型同业业务出台严厉的监管措施, 影响公司业绩表现。该因素有可能对公司股价形成短期冲击。

目 录

1、兴业银行关键字：高收益、灵活创新、执行力.....	3
1.1 突出的资本盈利能力	3
1.2 灵活、创新的经营风格	9
1.3 良好有效的执行力	10
2、同业业务已建立可持续的竞争优势	11
2.1 金融市场条线五大板块条理清晰.....	11
2.2 银银平台具有战略意义并已具备竞争优势	11
2.2.1 银银平台的业务模式.....	11
2.2.2 银银平台对公司的贡献及战略意义	12
2.2.3 银银平台的增长前景.....	14
2.2.4 公司已建立有利的竞争优势.....	14
3、企金条线专业化改革释放体制红利	15
3.1 改革建立条块结合的矩阵式管理体系	15
3.2 新体制下的员工激励机制更强	16
3.3 专业化服务能力有效提升	16
4、对于公司盈利风险点的探讨	17
4.1 同业资产风险权重增加的影响	17
4.1.1 再融资增厚资本，短期EPS 不受影响.....	17
4.1.2 降低长期ROE 水平，对公司价值的影响分两部分看	17
4.1.3 已被完全预期的因素，其实际发生不会明显冲击股价.....	18
4.2 影子银行或将面临更严格监管	19
4.2.1 对EPS 影响的测算.....	19
4.2.2 短期或冲击较大，长期会有修复.....	19
5、投资建议及风险提示	20
5.1 上调对公司的评级至“买入”	20
5.2 风险提示	20

1、兴业银行关键字：高收益、灵活创新、执行力

1.1 突出的资本盈利能力

兴业银行近几年来持续保持着优异的盈利能力，资本收益率（ROE）远超出上市银行的平均水平，并且自10年以来连续三年名列第一。通过对ROE的拆解分析（拆解框架见图9，拆解数据见表1—表4），可以看到兴业银行高ROE的来源主要有以下几个方面：

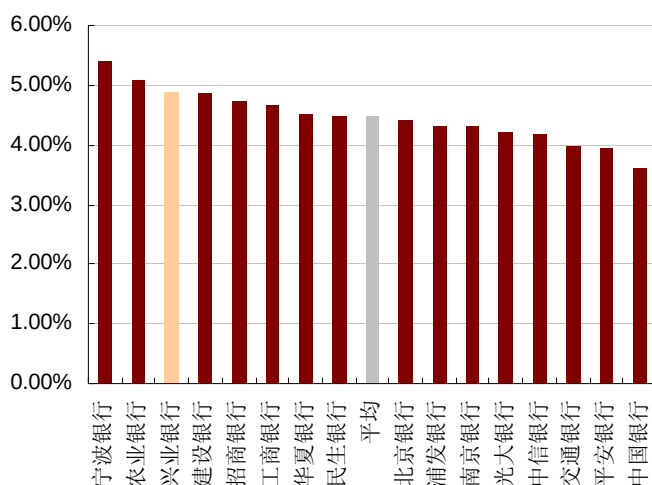
一、加权风险资产产生息差收入的能力较强。

公司的存贷利差在上市银行中处于中上等的水平，10年、11年在上市银行中均排在第7位，12年上半年跃升至第3位。

如果看息差的话，公司的排名并不靠前。主要原因是公司的同业业务规模做得很大，偏低的同业息差拉低了整体生息资产的收益水平。但另一方面同业资产的风险权重远低于贷款，等量的加权风险资产可以对应更多的同业资产。

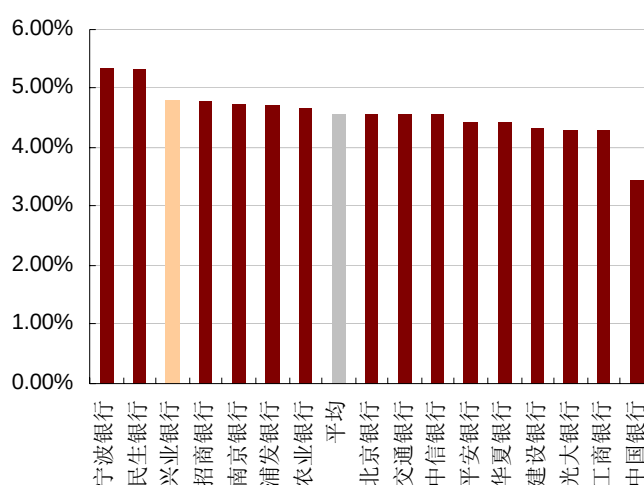
从拆解财务指标的角度来看， $\text{息差收入} / \text{加权风险资产} = (\text{息差收入} / \text{生息资产}) \times (\text{生息资产} / \text{加权风险资产})$ 。公司的净息差在上市银行中仅处于中等偏低的水平，同时生息资产对加权风险资产的比值较大，这一组现象背后的原因正是公司在同业业务上的大规模运作。

图1：上市银行息差收入/加权风险资产（1H12）



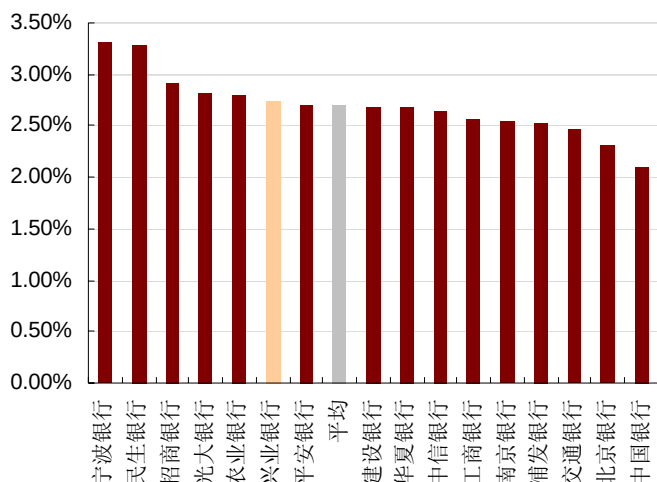
资料来源：中原证券、公司公告、Wind

图2：上市银行存贷利差（1H12）



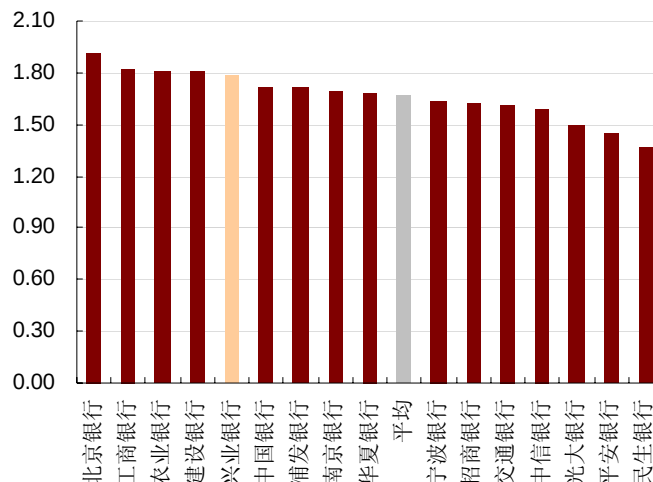
资料来源：中原证券、公司公告、Wind

图3: 上市银行净息差 (1H12)



资料来源: 中原证券、公司公告、Wind

图4: 上市银行生息资产/加权风险资产 (1H12)



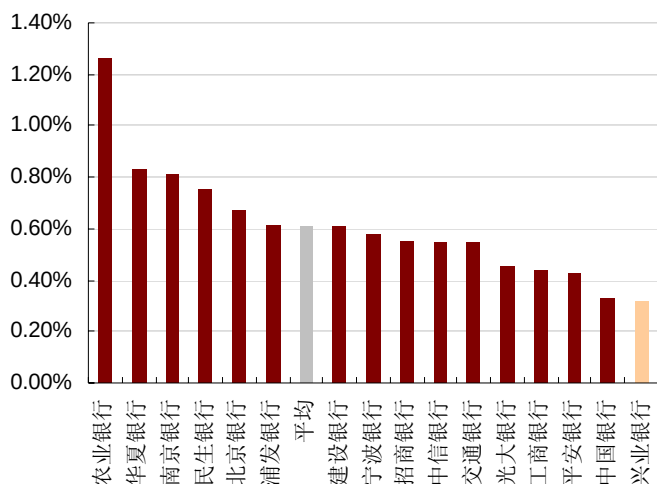
资料来源: 中原证券、公司公告、Wind

二、信贷成本很低。

公司前几年的信贷成本很低, 09—11年都远低于上市银行的平均水平, 排名基本在末两位。这与公司的资产质量以及拨备政策有关。公司的不良贷款率在上市银行中属于很低的水平, 对应的拨备覆盖率很高, 因此公司前期计提的拨备也相应较少。

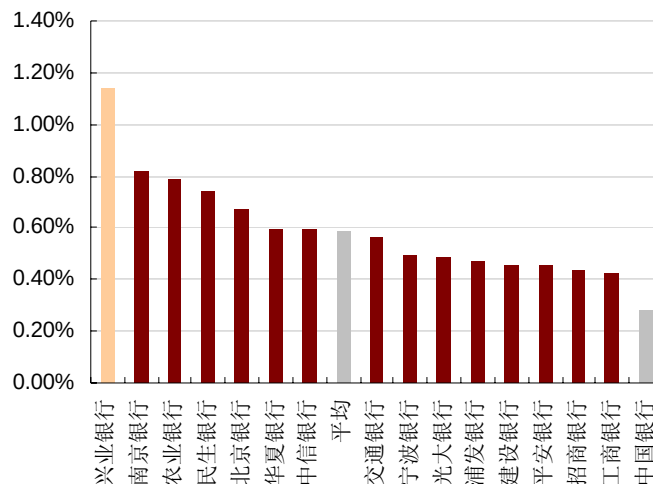
银监会提出2.5%的拨贷比监管政策后, 公司在拨备方面的不足就体现出来。尽管拨备覆盖率已远超150%的监管标准, 但11年末的拨贷比仅1.46%, 远低于2.5%的监管标准。12年在业绩保持高速增长的情况下, 公司也加大了拨备的计提力度, 前三季度的信贷成本跃升至上市银行第一位。

图5: 上市银行信贷成本 (2011)



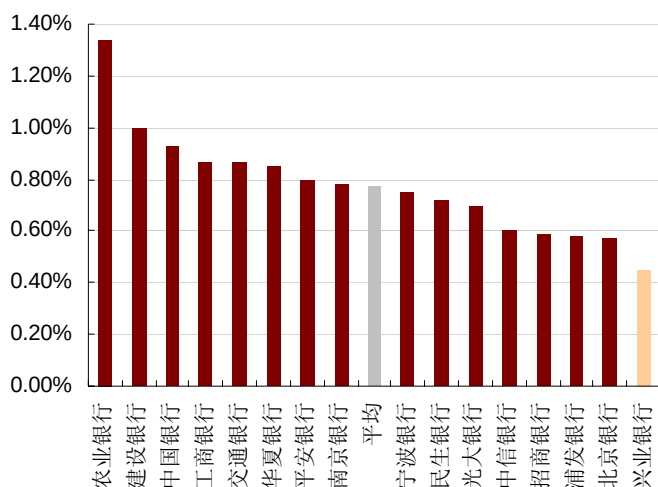
资料来源: 中原证券、公司公告、Wind

图6: 上市银行信贷成本 (1-3Q12)



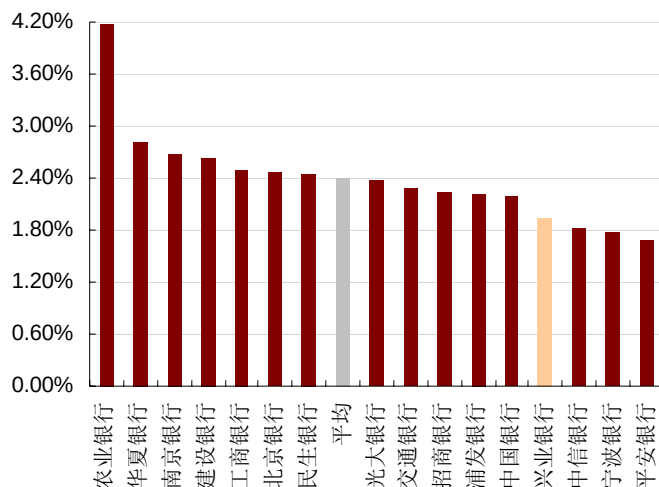
资料来源: 中原证券、公司公告、Wind

图7：上市银行不良贷款率（3Q12）



资料来源：中原证券、公司公告、Wind

图8：上市银行拨贷比（3Q12）

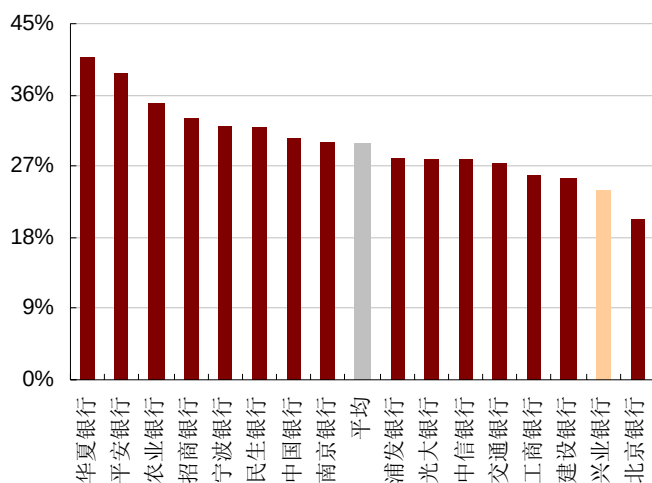


资料来源：中原证券、公司公告、Wind

三、成本费用控制得较好。

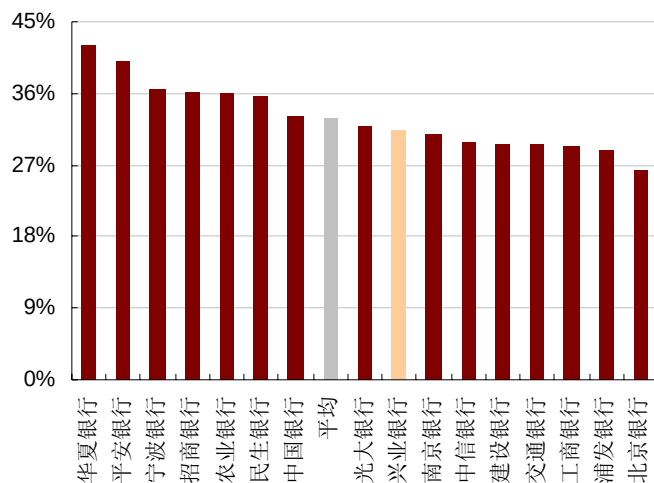
对管理费用的较好控制，是公司保持高ROE的另一重要原因。公司11年的成本收入比31%，在8家上市的股份制银行中仅高于浦发和中信。12年前三季度在行业整体营收增速下滑的情况下，公司仍然保持了高增长，成本收入比降至24%，在上市的股份制银行中最低。

图9：上市银行成本收入比（2011）



资料来源：中原证券、公司公告、Wind

图10：上市银行成本收入比（1-3Q12）



资料来源：中原证券、公司公告、Wind

四、杠杆运用得非常充分。

公司的核心资本充足率在上市银行中偏低。杠杆的充分运用进一步放大了ROE，但这一点并非是银行核心竞争力的体现，偏紧的资本充足率并不利于资产规模的稳定扩张。随着今年年初的定增完成，公司杠杆的运用将有所下降。

图11：上市银行核心资本充足率（2011）

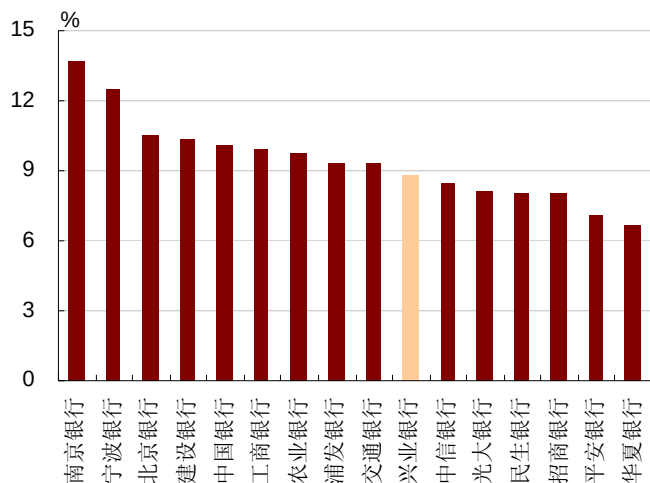
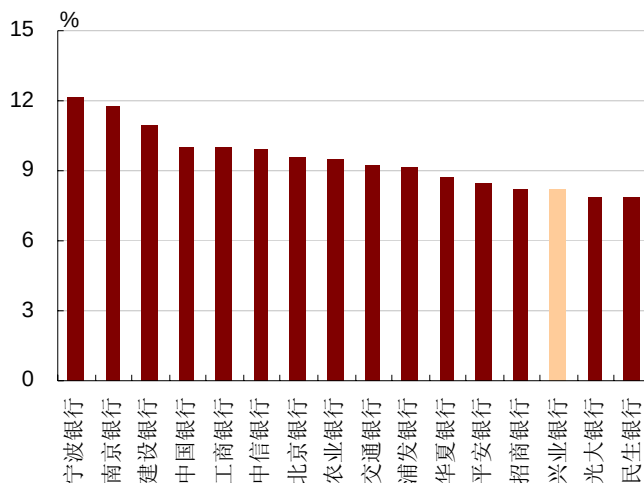


图12：上市银行核心资本充足率（3Q12）



资料来源：中原证券、公司公告、Wind

资料来源：中原证券、公司公告、Wind

在以上的四点中，我们认为第一点即加权风险资产的收益能力以及第三点即成本费用的良好控制更能体现兴业银行的核心盈利能力。就上市银行横向比较来看，公司在第一点及第三点上的优势也有望保持下去。至于第二点信贷成本，公司是否能够在这方面建立持续的优势，长期还是取决于不良贷款的动态生成情况，目前尚无法验证。

表 1：ROE 的拆解分析

	ROE				拨备后营业收入/资本			
	2009	2010	2011	1-3Q12	2009	2010	2011	1-3Q12
兴业银行	24.46%	24.43%	24.60%	27.70%	57.38%	54.24%	54.74%	57.13%
上市银行平均	18.88%	19.92%	20.61%	22.06%	48.41%	48.53%	48.50%	48.87%
排名	2	1	1	1	4	5	4	3
	利润总额/拨备后营业收入				净利润/利润总额			
	2009	2010	2011	1-3Q12	2009	2010	2011	1-3Q12
兴业银行	55.29%	58.39%	59.11%	64.20%	77.09%	77.15%	76.04%	75.54%
上市银行平均	50.28%	53.71%	55.69%	58.84%	78.90%	77.45%	77.08%	77.13%
排名	5	5	6	3	11	9	13	14

资料来源：中原证券、公司公告、Wind

表 2: “拨备后营业收入/资本”的拆解分析

	息差收入/资本				拨备支出/资本			
	2009	2010	2011	1-3Q12	2009	2010	2011	1-3Q12
兴业银行	50.09%	50.18%	48.77%	55.40%	0.95%	3.09%	2.80%	9.31%
上市银行平均	44.89%	45.49%	44.45%	43.75%	5.43%	5.16%	5.15%	4.65%
排名	5	5	5	1	16	13	15	1
	中间业务收入/资本				其他非息收入/资本			
	2009	2010	2011	1-3Q12	2009	2010	2011	1-3Q12
兴业银行	5.74%	6.33%	8.50%	10.37%	2.51%	0.82%	0.28%	0.67%
上市银行平均	6.39%	6.74%	7.84%	8.00%	2.56%	1.46%	1.36%	1.77%
排名	10	9	7	6	6	10	14	13

资料来源: 中原证券、公司公告、Wind

表 3: “息差收入/资本”的拆解分析

	加权风险资产/资本				息差收入/加权风险资产			
	2009	2010	2011	1H12	2009	2010	2011	1H12
兴业银行	11.26	11.25	11.23	11.49	4.45%	4.46%	4.34%	4.88%
上市银行平均	10.93	10.73	10.08	9.94	4.16%	4.25%	4.42%	4.48%
排名	8	7	5	3	7	6	9	3
	息差收入/生息资产				生息资产/加权风险资产			
	2009	2010	2011	1H12	2009	2010	2011	1H12
兴业银行	2.35%	2.43%	2.44%	2.74%	1.89	1.83	1.78	1.78
上市银行平均	2.38%	2.48%	2.66%	2.69%	1.76	1.72	1.67	1.67
排名	7	11	14	6	5	6	6	5

资料来源: 中原证券、公司公告、Wind

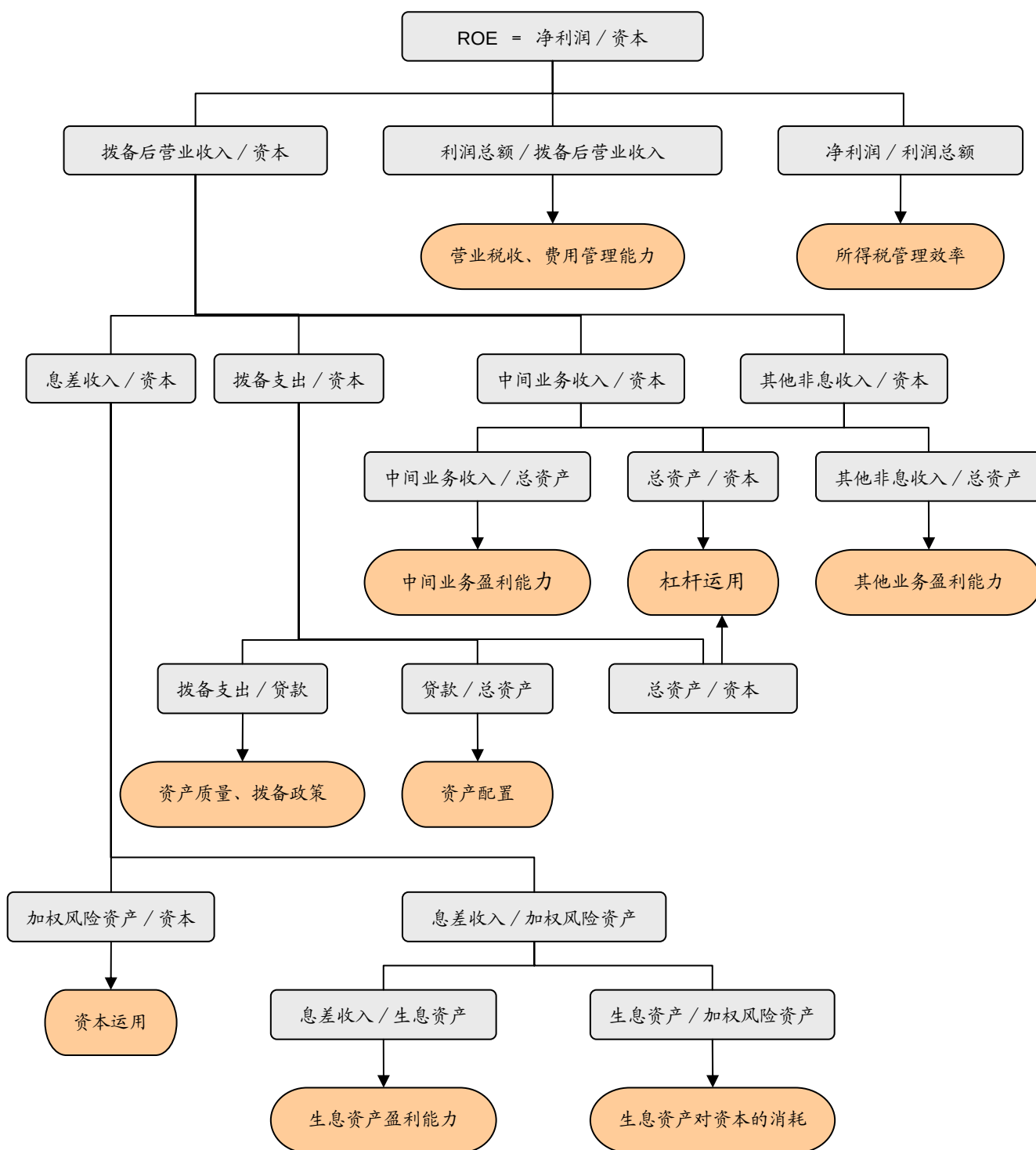
注: 由于多数上市银行不披露3季度末的加权风险资产余额, 因而此处我们计算12年上半年的指标值

表 4: “拨备支出/资本”的拆解分析

	拨备支出/贷款				贷款/总资产			
	2009	2010	2011	1-3Q12	2009	2010	2011	1-3Q12
兴业银行	0.09%	0.31%	0.32%	1.14%	50.23%	48.23%	42.54%	38.86%
上市银行平均	0.53%	0.53%	0.61%	0.59%	51.32%	51.14%	49.07%	47.60%
排名	16	15	16	1	9	12	14	15
	总资产/资本							
	2009	2010	2011	1-3Q12				
兴业银行	21.66	20.99	20.47	21.08				
上市银行平均	19.61	18.83	17.27	16.86				
排名	6	5	2	1				

资料来源: 中原证券、公司公告、Wind

图13: 银行ROE拆解框架



资料来源: 中原证券

1.2 灵活、创新的经营风格

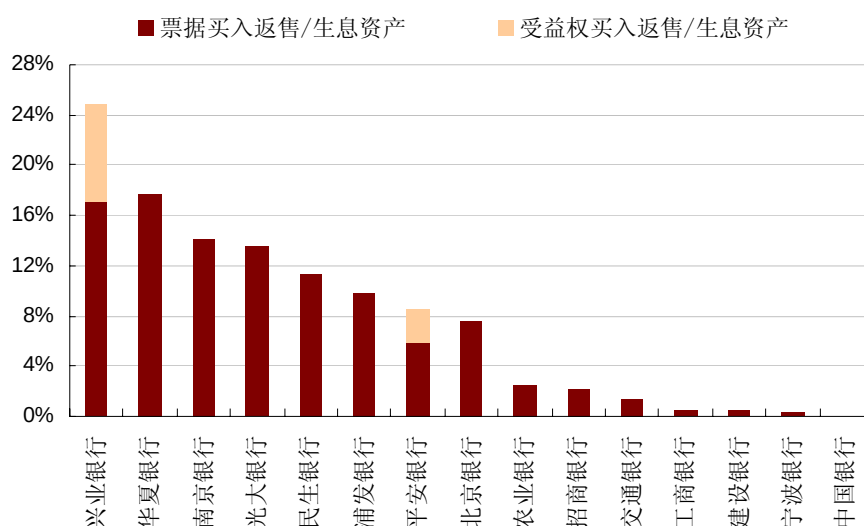
兴业银行一向以灵活、创新的经营风格见长，善于把握市场变化的节奏，快速反应寻找盈利机会。

案例一：近几年公司在同业市场的运作

近些年来，由于信贷额度的控制以及存贷比的约束，银行的信贷投放能力受到限制，用以规避监管的“金融创新”层出不穷。主要的“监管套利”方式包括有：银信合作理财、票据回购、信托受益权、同业代付、银证合作理财等等。这些业务的运作都需要与同业金融机构进行合作，因而也带动了银行同业业务的迅速发展。

同业业务一直是兴业银行的一项优势业务，而公司在这一波“金融创新”中也利用了这一优势，走在市场的前端。以票据及受益权买入返售业务为例，12年6月末，兴业银行这两类买入返售金融资产占生息资产的比重合计高达25%，在上市银行中排第一，且明显高于排第二位的银行。

图 14: 上市银行以票据及受益权为质押物的买入返售金融资产占比(1H12)



资料来源：中原证券、公司公告

案例二：12年公司在吸存方面的创新

在吸存方面，公司也积极从产品创新入手，提供能更好满足客户需求的差异化产品，以带动存款的增长。

为满足企业短期闲置资金的增值需求，各银行都推出了相应短期理财产品，但客户仍然会面临理财产品兑付日资金到账是否及时，会否影响对外支付的问题。针对此类企业客户，12年兴业银行在业内率先推出了智能定期存款产品。

智能定期存款在起存时不约定具体存款期限，支持分次支取。支取时的实际存款期限不足3个月的，按通知存款利率计息；超过3个月的，则按照对应的最长定期存款标准存款利率计息。智能定期存款自12年5月末

推出，余额增长非常迅速。

1.3 良好有效的执行力

执行力是贯彻战略意图，完成预定目标的操作能力，是把企业战略、规划转化为效益、成果的关键，也反映了企业的整体素质。过去的经营成效显示兴业银行是一家具备良好的执行力的企业。

案例：06年的零售条线专业化改革——“半个地产股”的缘起

前些年，由于很高的“按揭贷+开发贷”占比，兴业银行幸或不幸的被市场认同为“半个地产股”，然而其在按揭贷款上的优势并非与生俱来。06年以前公司的零售业务仍然受制于先天薄弱的客户基础而表现平淡，但自06年起公司启动了零售条线专业化改革，其零售业务迎来了跨跃式的发展。

当时改革的基本思路是：第一步，在总行组建零售业务管理总部，同时规范、完善分行零售业务组织机构设置，并率先在8家分行进行零售条线的改革试点；第二步，在条件成熟后，将总行零售业务管理体系与分行零售业务营销服务体系对接，实行垂直经营管理。改革自06年开始启动，至09年基本完成。

改革初期，针对客户基础薄弱，负债业务难以快速发展的状况，公司提出了“以资产业务为切入点，以核心客户为中心，带动负债和中间业务发展”的业务开拓思路，首先致力于零售贷款业务的发展，打造了丰富了零售贷款产品线。

这一思路与当时我国房地产市场的蓬勃发展的背景完美契合，至09年末，兴业银行零售贷款余额迅速上升至1690亿，较05年末的306亿翻了五倍多，年复合增速高达53%。零售贷款占总贷款的比重由13%提高到24%。在规模迅速扩张的同时资产质量保持良好，09年末零售贷款不良率仅0.23%。

图15：兴业银行零售贷款余额及增速

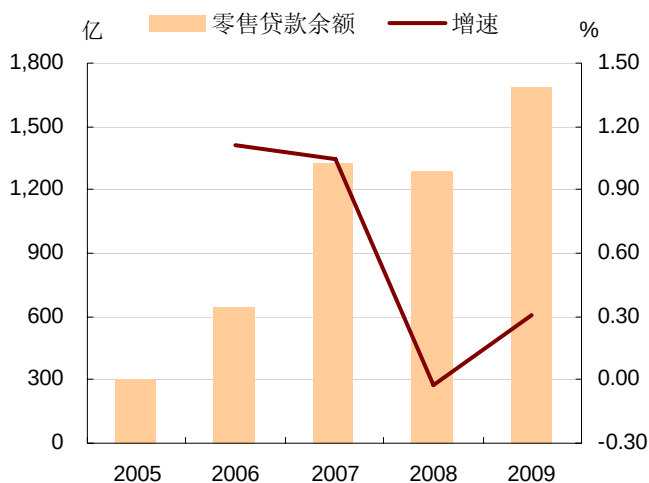
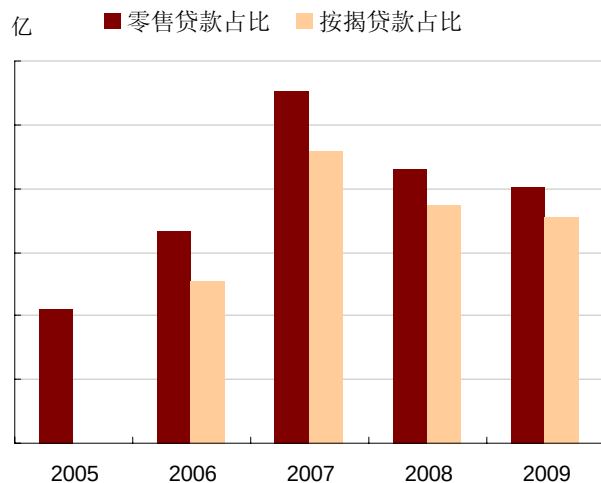


图16：兴业银行零售贷款及按揭贷款占比



资料来源：中原证券、公司公告

资料来源：中原证券、公司公告

2、同业业务已建立可持续的竞争优势

2.1 金融市场条线五大板块条理清晰

12 年兴业银行在业内率先推进了金融市场条线化改革。本次改革将公司整个大同业板块划分为五个部分，分别是银银平台、非银同业合作、资金营运、资产管理以及资产托管。

银银平台又是这五大板块中亮点与特色最突出的一块。

表 5：兴业银行金融市场条线五大板块

五大板块	主要子板块	主要业务或职能
银银平台	八大子板块, 详见 2.2 章节	以国内小型银行为服务对象, 提供全面的金融服务解决方案
非银同业合作	银证合作	第三方存管、代理资金结算、银证合作理财、代销产品等
	银信合作	银信合作理财、代理资金收付、信托财产保管、信托受益权质押融资等
	银财合作	银财直联、融资担保、代开银行承兑汇票等
	银保合作	保险协议存款、保险兼业代理、保险资金投资基础设施项目债权计划等
资金营运	自营投资	对债券资产及同业资产的投资
	交易业务	汇率、利率、债券、商品等基础和衍生产品的做市交易与代理交易
	研究分析	宏观经济研究、利率研究、汇率研究、商品研究
资产管理		全行理财产品创设、供应的主渠道和公共服务平台
资产托管		信托资产、证券投资基金、银行理财产品、基金公司特定客户资产管理、证券公司资产管理计划、保险资产、产业投资基金等的托管

资料来源：中原证券

2.2 银银平台具有战略意义并已具备竞争优势

07 年兴业银行突破了国内商业银行以企业客户和个人客户为主的传统思维，独树一帜的将国内中小银行作为重要的客户群体来开展营销和服务。公司在上海成立了隶属于当时同业业务部的二级部门——银行合作服务中心，专门负责银银合作，并形成了“银银平台”这一优势品牌。经过这几年的不同发展，市场对这一业务模式的认同度也在不断提高。

2.2.1 银银平台的业务模式

银银平台以国内中小商业银行为目标客户，为其提供涵盖支付结算、财富管理、科技管理输出服务、资本及资产负债结构优化服务、外汇代理服务 etc 八大业务板块的完整金融服务解决方案。

表 6：银银平台产品序列

服务板块	产品内容
支付结算	柜面互通、信用卡代还款、代理接入支付系统、支付宝快捷支付
财富管理	理财门户（理财超市、银证转账、代理贵金属、基金超市），理财产品托管
科技管理输出	商业银行信息系统建设、托管、运维服务，异地灾难备份服务
融资服务	综合授信、同业拆借、同业借款、票据贴现、代签汇票、信用增级
资本及资产负债结构优化服务	资本管理（次级债、混合债承销与财务顾问服务）、资产管理（银团贷款）、负债管理（金融债）
资金运用	债券结算代理、债券投资、外汇交易、贵金属自营、研究成果共享
代理国际结算	代开/转递/保兑进口信用证、代理审单、代理保函、代理托收等
培训交流	公司治理、企业文化、资产负债管理、风险管理、境内外联合培训等

资料来源：中原证券、公司网站

其中的重点产品包括有柜面互通、理财门户、代理接入支付系统、商业银行信息系统建设等等。

柜面互通——联网银行之间的柜面通存通兑，即各成员行通过银银平台，开展相互代理银行卡（存折）存取款、转账及查询业务等，兴业银行作为清算行为各成员行提供清算服务。

理财门户——构筑于银银平台上的“理财门户”实质上是一个开放的理财产品第三方销售平台。其整合了兴业银行与其他合作银行的财富管理产品，面向全部合作银行的客户销售。

代理接入现代化支付系统——兴业银行为联网行提供标准接口，为联网行代理接入中国人民银行现代化支付系统。联网行可以获取比存放人民银行清算款项更高的收益。

商业银行信息系统建设——兴业银行负责为银银合作的商业银行建设核心业务系统、渠道服务类系统、管理类系统等相关的信息系统。

截至 2012 年末，兴业银行银银平台已签约客户 381 家，上线客户达到 318 家。其中，柜面互通合作银行达 150 多家，连接网点达 2 万个；已有 70 多家银行开展理财门户业务合作；近百家银行通过兴业银行代理接入现代化支付系统；为近 50 家银行提供信息系统建设与维护服务。

2.2.2 银银平台对公司的贡献及战略意义

银银平台为公司带来的贡献可以归纳为三个方面：一、直接的中间业务收入；二、低成本的同业存款；三、渠道的拓展。此外与中小银行机构的深度合作关系，也有助于公司把握同业市场上的交易性机会，提高同业资产的收益。

中间业务收入上，主要包括有为联网银行提供支付结算的手续费收入、代理业务手续费收入、理财产品销售收入、第三方存管下多银行资金存取业务带来的存管费收入、投行业务收入、科技输出方面的核心系统建设收入以及维护费收入等等。

同业存款方面，柜面互通、代理接入支付系统等一系列支付结算服务，可带来联网银行清算资金的沉淀。这部分清算资金的成本十分低廉，并且稳定性较好。

对于兴业银行而言，银银平台的长期战略意义主要体现在渠道延伸上。相比国有大行，我国股份制银行网点数量较少，并且主要集中于大城市，县级以下区域的分布明显不足。而中小银行金融机构的网点则主要分布在二、三线城市以及县、乡级区域。通过与中小银行的合作，兴业银行将其金融服务网络快速延伸，提升了其在网点不发达区域的竞争力。

到 12 年末，尽管自身机构数不足 1 千家，但兴业银行“银银平台”的柜面互通联网网点已达 2 万个。对比四大行，至 12 年 6 月末，农行的境内机构数为 2.35 万，工行的境内机构数为 1.68 万，建行的境内分支机构数为 1.38 万，中行的境内分支机构数为 1.05 万。

渠道的延伸将使兴业银行在财富管理业务发展的大潮中更具竞争优势。随着城镇化的推进，人群收入结构的改善，县域地区对于理财产品的需求也会上升，但农信社之类的金融机构在理财产品创设方面又缺乏优势。11 年理财门户正式在银银平台上推出，通过理财门户，兴业银行可以免去自建渠道的不便，快速、低成本的将其理财业务推向前景广阔的县域市场。

图 17：兴业银行银银网络



资料来源：中原证券、公司网站

2.2.3 银银平台的增长前景

我国中小银行业金融机构家数众多，按银监会年报的统计，截至 11 年底，我国共有 144 家城市商业银行，212 家农村商业银行，190 家农村合作银行，2256 家农村信用社，635 家村镇银行，这几类银行业金融机构数加总起来共 3437 家。而至 12 年末，兴业银行银银平台签约银行数 381 家，占比仅约 10%，仍然具有巨大的客户开拓空间。

对于中小银行而言，加入银银平台可以实现渠道与产品方面的优势互补，并可以共享兴业银行先进的信息技术与管理经验。

除了新客户的开拓外，银银平台的现有客户也有非常大的挖掘空间。公司与合作银行从签约到实现深度合作，其间是一个渐近的过程，要经历“签约——排队上系统——IT 连接——试运行——新产品开发销售”等数个阶段。银银平台目前尚在跑马圈地的阶段，首先的目标是增加签约客户数。而在目前的签约银行中，已实现深度合作的比例并不高，柜面互通合作银行占比 40%，理财门户合作银行占比 18%。公司 12 年通过理财门户销售的理财产品，其涉及的网点数量不到 200 家，占 2 万个联网网点的比重不足 10%。公司与已签约客户的深度合作仍有很大的发展空间。

2.2.4 公司已建立有利的竞争优势

这一部分我们主要探讨银银平台可能面临的竞争问题。

城商行由于规模较小并且地域性强，不具备搭建大型合作平台的实力与号召力，潜在的竞争对手主要是国有大行与股份制银行。

对于国有大行而言，本身网点数量很多，区域分布也较为完善，搭建类似的合作平台能够为公司带来的增量收益相对有限。而站在中小银行的立场上，由于国有大行在其主要经营区域的网点分布较多，双方的竞争关系较合作关系更为明显，与国有大行合作可能会面临客户资源流失的问题，这种竞争上的考量也抬高了国有银行面临的进入壁垒。

股份制银行更有利益上的驱动去参与竞争，但兴业银行的银银平台已经建立了有利的竞争优势。

首先是银银平台的网络外部性，即网络用户数量的增长，将会带动用户总所得效用的平方级增长。由于具备网络外部性，银银平台会有一个很明显的先发优势，对于新客户而言其加入已有网络所得到的收益将明显高于新网络，这对于新进入的竞争者形成了一个较高的进入壁垒。

其次，科技输出模式使得银银平台具备差异性，并且提高了现有客户的粘度。目前国内商业银行中，真正拥有自主知识产权 IT 系统的只有工商银行、招商银行和兴业银行三家。兴业银行以较低价格向加入银银平台系统的中小银行出售兴业银行所开发的 IT 系统的使用权，从软件系统上强化与银银平台加盟银行的合作关系。若加盟银行选择退出，则将面临更换新系统带来的一系列有形及无形成本。这对于已有客户也形成了一个较高的退出壁垒。

3、企金条线专业化改革释放体制红利

3.1 改革建立条块结合的矩阵式管理体系

兴业银行自 11 年开始，推行企业金融条线的专业化改革。过去在企业金融业务的管理上，公司更多强调分行的作用，业务专业性的问题受到制约。此次改革则强化了条线上的管理，把分行层面的“块”与业务线层面的“条”组合成矩阵式的管理体系。

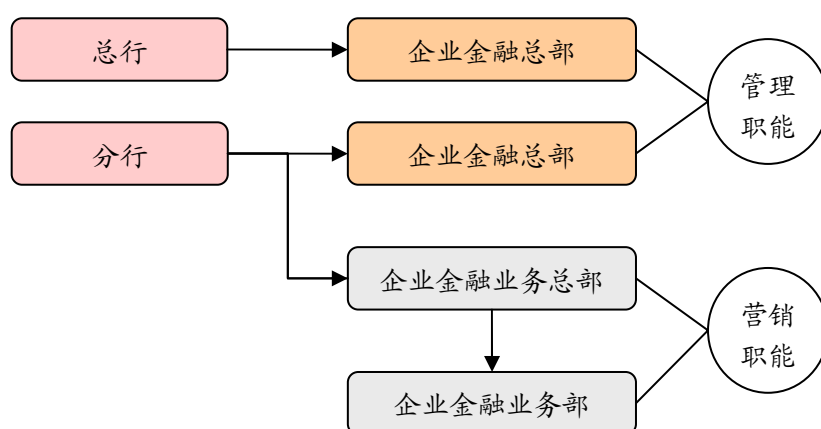
矩阵式的管理在国外商业银行已有几十年的实践历史，“条”与“线”之间的侧重点在不同时期也有所变化，总体上是一个动态平衡的关系。公司此次改革没有采取事业部制模式，主要也是考虑到各地分行在当地资源把握方面的优势。

在具体的机构设置上，总行层面成立了企业金融总部，内设八个总行一级的职能管理部门，主要负责市场拓展、风险管理、产品创设、政策指导及业务管理。各分行设立企业金融总部、企业金融业务总部以及企业金融业务部的层级体系，实施区域内动态化集中管理。分行企业金融总部负责辖内企业金融业务的管理运营，实行自上而下的专业化经营和条线化管理，直接管理业务总部、业务部。

改革重新整合了各分行企业金融条线的营销组织体系，对公业务团队在隶属上从物理网点（支行）分离，纳入业务部。大部分的支行在改革完成后将专注于零售业务，同时支行将与业务部进行业务联动，负责为企业客户提供基础服务。

新的体制下，财务和人力资源的配置更多以条线为主，和业务指标相挂钩。同时对于每个产品、条线、客户以及客户经理的核算都推行管理会计，以促进管理的精细化。

图 18：企业金融条线的组织架构设置



资料来源：中原证券

3.2 新体制下的员工激励机制更强

改革以前对公业务客户经理的隶属关系在支行，其职业晋升渠道会受到支行网点数量的限制，抑制了一部分优秀客户经理的职业上升空间。改革后客户经理从支行中分离出来，纳入分行的业务部，而业务部的数量并不需要受地理位置等类似因素的限制。

新的组强架构下，当客户经理手中的资源累积到一定程度，便可以申请成立企业金融业务部，级别与待遇等同于支行行长，如果有更大的资源与能力，还可申请成立企业金融业务总部，级别与待遇等同于分行领导。一个分行可以根据情况成立一个以上的企业金融业务总部，而一个企业金融业务总部可下辖数个企业金融业务部。新体制下，优秀客户经理的晋升渠道不会受到组织架构设置的限制，而过去的体制则无法提供类似良好的职业提升渠道。

职业上升通道的打开有利于激发客户经理的积极性，增强业务发展的内生能力。并且好的机制在留住公司原有优秀人才的同时，还有助于吸引业内其他公司的优秀人才。

至 12 年 9 月末，公司一级分行共 38 家，而企业金融业务总部已成立了 75 家，部分规模较大的分行已成立了多个企业金融业务总部。而企业金融业务部的数量已达到 1062 家，远远超过 692 家营业网点的数量。

3.3 专业化服务能力有效提升

本次改革还有助于提升服务的专业化水平。通过改革，公司建立了客户经理、产品经理、业务助理“三位一体”的高效营销劳动组合。产品经理职能前移，更加贴近客户需求，可为客户提供更具个性化、专业化的产品与服务。

专业化还体现在业务部所涉及的行业方面，目前福州分行部分业务部涉及的行业已比较专一，未来随着改革的持续深化，公司将逐步引导业务部集中于专一行业。

4、对于公司盈利风险点的探讨

同业市场上的大规模运作是兴业银行在经营方面的一项特色，而对于公司盈利稳定性的质疑，主要也集中在这一特色上。在未来的一段时间，可能会公司同业业务形成冲击的因素有两点，首先是同业资产风险权重的提高，其次是兴业银行的同业业务与“影子银行”的联系紧密，未来可能会受到更严格的监管。

4.1 同业资产风险权重增加的影响

4.1.1 再融资增厚资本，短期 EPS 不受影响

13年初实施的《商业银行资本管理办法》，将商业银行对我国其他商业银行债权的风险权重确认为25%，而旧办法中，则区分原始期限，四个月以内的风险权重为0%，四个月以上的为20%。

根据公司报表披露的同业资产的余额以及结构，我们估算新资本管理办法对公司核心资本充足率的影响不会超过1个百分点，大约是在0.5个百分点左右。

公司今年1月完成了定向增发，募集资金236亿，静态测算将提升核心资本充足率1.4个百分点左右，公司的核心资本充足率约可达到9.8%。若新资本管理办法的影响在0.5—1个百分点，则扣除后公司核心资本充足率将在8.8%—9.3%，仍高于8.5%的监管要求并留有余地，公司短期并不需要收缩同业业务，相应对EPS的预测也无需调整。

4.1.2 降低长期 ROE 水平，对公司价值的影响分两部分看

虽然再融资保证了短期净利润不受影响，但由于风险权重的提高，同样规模的资本能够撬起的同业资产规模下降，长期看将影响到资本的盈利能力。资本的盈利能力又与公司的投资价值相关，相应的影响我们将分两部分来讨论。

商业银行的同业业务可以大致分为两类：第一类是传统的同业业务，比如传统的同业存放、拆借、债券回购等等，这些业务的定价通常与银行间货币市场利率高度一致，银行从事这类业务的目的在于流动性管理，或是根据对利率走势的判断来获取一定收益。第二类是这几年兴起的创新型同业业务，比如以同业代付为目的同业拆借、票据及信托受益权的回购等等。银行从事这类业务的目的是为了避免信贷规模的限制，而这类业务的利率通常显著高于银行间货币市场利率，并且市场透明度较低。

一项业务能够提升企业的投资价值，关键在于其产生了高出必要收益率要求的超额收益。而上述两大类同业业务产生超额收益的能力并不相同，因而对公司投资价值的影响也并不相同。

对于第一类传统的同业业务，由于按市场利率定价，并且信息透明度高，其能产生超额收益的能力是非常低的。赚取同业资产与同业负债利差

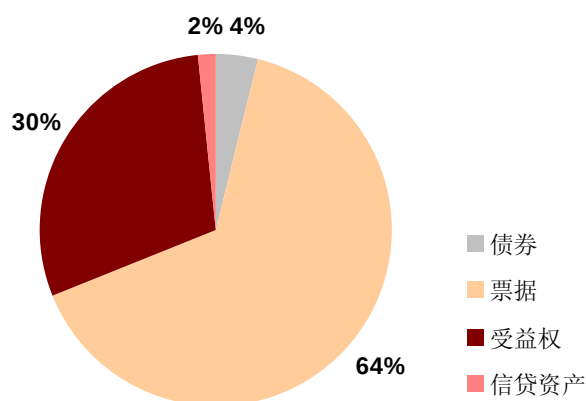
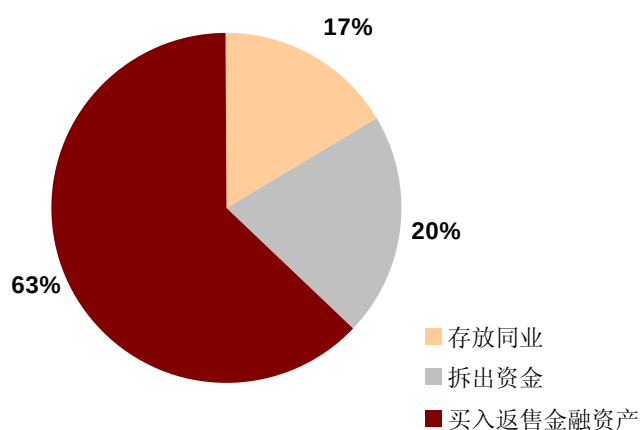
的盈利模式需要正确判断利率走势、承担流动性风险以及承担交易对手的违约风险。当杠杆变动时，ROE 会变化，但这基本上完全对应着风险以及必要收益率的变化，对于超额收益的影响非常小。

对于第二类创新型的同业业务，短期内的市场竞争不会像第一类业务那样充分，灵活创新的经营风格、对于客户资源的把握都有助于公司在这类业务上取得超额收益。对于这类同业业务，其风险权重的提高会降低超额收益的获取，进而影响到公司的投资价值。

但是这一影响也不必过于高估。首先由于同业市场上的信息交流渠道通畅，业务模式也易于模仿，超额收益本身就难以长期、稳定的维持。其次，创新型的同业业务多是为了“绕规模”，是一种被隐匿的贷款，其原始期限一般也较长，很大一部分原先适用的就是 20% 的风险权重，即使风险权重调高至 25%，杠杆收缩的程度也相对有限。

图19: 兴业银行同业资产的结构 (3Q12)

图20: 兴业银行买入返售金融资产的质押物结构 (1H12)



资料来源：中原证券、公司公告

资料来源：中原证券、公司公告

4.1.3 已被完全预期的因素，其实际发生不会明显冲击股价

上面我们从EPS、ROE以及公司投资价值的角度讨论同业资产风险权重上调的影响，但其实这里对投资者最为关键的，是作为一项已被市场完全认识并消化的确定性因素，其实际的发生并不会对股价形成明显冲击。

4.2 影子银行或将面临更严格监管

4.2.1 对 EPS 影响的测算

以“绕规模”为目的的创新型同业业务，未来可能会受到更严格的监管，13年公司同业业务的盈利情况面临着一定的监管风险。

我们假设了几种同业业务规模增长以及利差变化的情景，并测算了各种情景对兴业银行13年净利润增速以及EPS的影响。在未出现监管风险的基准情况下，假设同业资产保持17%的平稳增长，同业利差70BP，净利润增速为6.45%。而若监管发生，在最极端的假设下，在同业资产中占比60%的票据及受益权买入返售业务全部终止，传统型同业业务保持10BP的低利差水平，则13年净利润将负增长9.9%。

表 7：各假设情景下兴业银行 13 年的净利润增速与 EPS

假设情景	同业资产增速	同业利差	净利润增速	EPS	PE
乐观	17%	1.00%	14.14%	3.11	5.80
基准（未出现监管风险）	17%	0.70%	6.45%	2.90	6.22
适度悲观	10%	0.40%	-1.55%	2.68	6.73
极度悲观	0%	0.10%	-9.12%	2.47	7.29
最坏的情况	-60%	0.10%	-9.93%	2.45	7.36

资料来源：中原证券

从PE估值来看，在适度悲观的情况下，公司13年的PE约为6.73倍，在上市银行中处于中等水平，仍是基本合理的。而在最坏的情况下，公司的PE将上升到7.36倍，在上市银行中处于偏高的水平，但总体而言并不算离谱。

4.2.2 短期或冲击较大，长期会有修复

即使表7中的极端情况出现，其影响也将集中在短期内。长期来看，仍然会有层出不穷的“绕规模”手法出现，而公司灵活创新的经营风格、已初步成形的多元经营布局以及与同业机构深入的合作关系，都有利于公司抓住新的创新机会，提高同业业务的收益。从这一点上考虑，极端情况下公司8倍的较高PE水平，作为对长期修复预期的反应，也未尝不合理。

若监管层针对同业业务进行非常严格的监管，短期内兴业银行的股价可能很难避免冲击，但我们认为这对公司长期投资价值的影响并不大，我们看好公司中长期发展前景的主要逻辑也与此无关。相关风险的出现，可能会对股价造成一次性的冲击，但其本身不足以改变股价的长期运行趋势。

5、投资建议及风险提示

5.1 上调对公司的评级至“买入”

兴业银行是一家基本面扎实稳健的公司，并且在未来其竞争力有望持续提升。可带动其竞争力提升的因素主要有两方面。就中期的角度，我们看好企业金融条线专业化改革对企业内生动力的激发，良好的企业执行力以及零售条线改革的成功经验都将有助于公司取得本次改革的成功。

从长期的角度，我们看好银银平台“理财门户”的发展前景，这一业务模式整合了各方参与者的优势资源，并且与未来我国财富管理业务迅速发展以及县域经济提升的大趋势相契合。虽然短期内银银平台对公司业绩的贡献还不明显，但该业务模式的确立以及良好的发展都有助于公司估值的提升。

预计公司2012年、2013年摊薄后EPS分别为3.21元、2.90元，对应PE5.62倍、6.22倍。我们上调对公司的评级至“买入”。

5.2 风险提示

一、利率市场化加速推进。

二、经济复苏不利，金融风险进一步扩散。

三、监管层针对创新型同业业务出台严厉的监管措施，影响公司业绩表现。该因素有可能对公司股价形成短期冲击。

财务预测

每股指标与估值	2010	2011	2012E	2013E
EPS (摊薄)	3.09	2.36	3.21	2.90
BVPS	15.35	10.68	13.39	15.54
P/E	5.83	7.62	5.62	6.22
P/B	1.17	1.69	1.35	1.16

盈利能力	2010	2011	2012E	2013E
ROAA	1.16%	1.20%	1.27%	1.12%
ROAE	24.43%	24.62%	26.60%	21.54%
净利差 (SPREAD)	2.21%	2.35%	2.41%	2.14%
净息差 (NIM)	2.32%	2.51%	2.56%	2.29%
信贷成本	0.30%	0.32%	1.09%	1.01%
成本收入比	32.23%	31.37%	27.23%	29.41%
所得税有效税率	22.85%	23.96%	24.52%	24.71%

利润表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
利息净收入	38,032	50,734	69,848	74,306
手续费净收入	4,801	8,845	14,048	19,743
其他非息收入	328	-56	3,377	3,187
营业收入	43,456	59,870	87,518	97,236
营业费用与税金	16,922	23,075	29,508	35,110
资产减值损失	2,342	2,916	11,703	12,873
营业利润	23,897	33,532	46,062	49,253
营业外收支净额	109	132	91	0
利润总额	24,005	33,664	46,153	49,253
所得税	5,485	8,067	11,318	12,171
少数股东利润	0	92	205	266
母公司所有者利润	18,521	25,505	34,631	36,816

资产负债表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	288,641	296,591	320,918	375,429
同业资产	434,971	825,303	1,166,447	1,364,578
证券投资	248,380	258,575	326,920	405,185
贷款总额	854,339	983,254	1,175,533	1,361,984
贷款损失准备	11,771	14,314	25,005	37,878
贷款净额	842,568	968,940	1,150,528	1,324,106
生息资产总额	1,826,331	2,363,723	2,989,818	3,507,176
总资产	1,849,673	2,408,352	3,042,177	3,562,279
同业负债	533,377	821,009	1,064,404	1,230,229
存款	1,132,767	1,345,279	1,708,795	1,999,048
应付债券	64,935	81,013	68,964	68,964
付息负债	1,731,079	2,247,301	2,842,163	3,298,241
总负债	1,757,678	2,292,720	2,896,666	3,363,644
少数股东权益	0	869	1,039	1,251
母公司所有者权益	91,995	115,209	144,472	197,384

资产质量	2010	2011	2012E	2013E
不良贷款率	0.42%	0.38%	0.51%	0.59%
不良贷款净生成率	-0.02%	0.01%	0.21%	0.16%
拨备覆盖率	325.53%	385.30%	419.13%	474.63%
拨备/贷款总额	1.38%	1.46%	2.13%	2.78%

资本	2010	2011	2012E	2013E
资本充足率	11.29%	11.04%	10.18%	11.55%
核心资本充足率	8.79%	8.20%	8.46%	9.98%
杠杆倍数	20.11	20.75	20.86	17.89

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。