

# 宁波银行：把握过去、期待未来，高盈利持续、高增长可期

——宁波银行(002142.SZ)首次覆盖报告

公司深度

**坚持“轻资产”、差异化经营道路城商行龙头：**宁波银行坚持“211工程”、大零售和“123”客户覆盖计划，股权结构较为相对分散、股东背景多元，使得公司较早实施了职业经理人制度；公司确立了以长三角为主体，以珠三角、环渤海湾为两翼的“一体两翼”发展策略，深耕优质经营区域，区域定位准确，优势显著，逐步成为城商行标杆和龙头。公司净利润依然保持高速增长态势。2016年至2019年净利润三年复合增长率为20.4%，为上市区域性银行的翘首。公司的ROE从2015年以来一直在众多上市区域性银行中独占鳌头，且一直维持在15%以上，净利润增速自2016年起维持在近20%，位于区域性银行前列，波动也较其他区域性银行更小，一直稳步高速发展。公司资产质量优异，不良贷款率维持在行业较低的水平，2019年底不良贷款率0.78%，拨备覆盖率远高于行业水平，2019年底为522.45%。

**大零售战略的发展促进提升，个人业务贡献整体利润增速和规模：**在大零售战略指导下，公司突出发展个人业务。个人业务本身不断增长，业务规模和利润占比皆有提升，公司个人业务近年来增长势头强劲，5年复合增长率达49.58%。个人贷款占比近5年都维持在30%以上，位于区域性银行之首。公司整体的利润相比公司业务，更多依靠个人业务所带来的增长得到提升。个人存款规模的扩大，个人存款平均付息率下降。

**生息资产占比提升，复合增长率为18.47%：**公司生息资产规模不断增加，生息资产由2014年的5,432亿元增加到2019年的12,679亿元，复合增长率为18.47%。生息资产规模上升的一大推手为公司贷款总额的增加，其占生息资产比重也不断上升。公司贷款总额由2014年的2,047.5亿元增长到2019年的5,100.39亿元，复合增长率为20%。

**盈利预测、估值与评级：**预计公司2020-2022年EPS分别为2.65、3.15和3.90元，根据相对估值和绝对估值法，我们预测，2020年宁波银行的PE合理区间在11.5-14之间，PB在2-2.4之间，对应合理股价区间为31.50-33元，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**业务转型带来经营风险，监管带来的政策风险，市场风险

## 财务摘要和估值指标(2020年5月22日)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,785	35,036	41,693	49,198	57,561
增长率(%)	14.28%	21.26%	19.00%	18.00%	17.00%
净利润(百万元)	11,075	13,791	17,165	20,598	23,688
增长率(%)	22.05%	23.21%	20.00%	16.17%	22.05%
ROAE(%)	13.63%	15.16%	15.04%	15.39%	16.40%
EPS(摊薄/元)	2.15	2.44	2.65	3.15	3.90
P/E	12	10	9	8	6
P/B	2.0	1.7	1.7	1.4	1.4

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年5月22日

## 推荐(首次覆盖)

郑嘉伟(分析师)

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

钟奕昕(联系人)

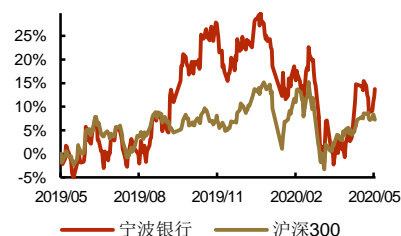
zhongyixin@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040021

## 市场数据 时间 2020.05.22

收盘价(元):	25.36
一年最低/最高(元):	21.83/29.76
总股本(亿股):	60.08
总市值(亿元):	1,523.63
流通股本(亿股):	56.21
流通市值(亿元):	1,425.47
近3月换手率:	32.29%

## 股价一年走势



## 相关报告

### 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 171.65 亿元，205.98 亿元，236.88 亿元，EPS 分别为 2.65 元、3.15 元和 3.90 元，给予“推荐”评级。

根据相对估值法，我们预测，2020 年宁波银行的 PE 合理区间在 11.5-14 之间，PB 在 2-2.4 之间，对应合理股价区间为 31.50-33 元。采用绝对估值法敏感性分析得出的股价公允价值为 31-33 元，对应 PB 为 2-2.3 倍。

### 关键假设

1. 公司 2019 年开始进一步加大力度贯彻转型；
2. 金融科技的支撑能力在增强。公司持续加大资源投入，推进科技系统建设，金融科技的支撑能力在增强，公司企业金融业务保持稳健成长。

### 我们与市场的观点的差异

市场一些观点单纯地认为，宁波银行近年来拨备覆盖率极高，资产质量好使其净利润增速加快。

我们分析认为，公司自身的地理位置、对客户的筛选、经营策略以及区域经济的总体发展等因素形成优势网络，使其综合利用获利。公司地处江南富庶之地，主要聚焦我国经济最活跃、融资需求最旺盛的地区；坚持“大银行做不好，小银行做不了”的策略，形成自己独到的特征；聚焦优质客户的筛选，从服务等各方面吸引客户。

### 股价上涨的催化因素

长期股价催化剂：中国长期的经济结构发展，金融市场的进一步完善，以及工行致力的经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂：较强的风控能力和比较低的风险指标。

### 投资风险

业务转型风险、监管风险以及不可抗力的风险等。

## 目 录

1、 宁波银行：坚持“轻资产”、差异化经营道路城商行龙头.....	6
1.1、 公司发展历史及竞争战略分析.....	6
1.2、 多元化股权结构，高管持股比例高.....	7
1.3、 深耕优质经营区域.....	7
1.4、 高资产、高增长的区域性银行.....	9
1.5、 聚焦大零售业务.....	10
1.6、 公司定增有利于其提升规模扩张增速.....	13
2、 负债结构优化、成本优势突出.....	14
3、 资产情况：生息资产占比提升，复合增长率为 18.47%.....	17
3.1、 贷款占比提升、生息资产收益率回升.....	17
3.2、 资产质量优质，不良率为城商行最低.....	20
3.3、 净息差高于同等规模区域性城商行.....	22
4、 中间业务有望恢复，净利润增速维持高位.....	23
5、 ROE 保持高位.....	25
6、 盈利预测及分析建议.....	28
7、 公司分析与估值.....	29
7.1、 绝对估值.....	29
7.2、 相对估值.....	31
7.3、 股价驱动因素.....	31
8、 风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

## 图表目录

图 1： 宁波银行机构分布情况.....	8
图 2： 宁波银行贷款以长三角为主.....	8
图 3： 长三角地区贷款占比变动情况.....	8
图 4： 北京、广东地区贷款总额变动情况.....	9
图 5： 宁波银行贷款类别情况.....	9
图 6： 区域银行个人贷款比重对比.....	9
图 7： 宁波银行总资产及净资产情况.....	10
图 8： 宁波银行净利润增速为上市区域银行首位.....	10
图 9： 宁波银行个人业务产品情况.....	10
图 10： 宁波银行个人业务营业利润规模、占比均上升.....	11
图 11： 宁波银行个人存款规模不断增长.....	12
图 12： 宁波银行个人存款平均付息率呈下降态势.....	12
图 13： 宁波银行个人贷款、收息率均上升.....	12
图 14： 宁波银行计息负债平均付息率在万亿资产城商行中处于低位.....	14
图 15： 宁波银行计息负债中吸收存款占比提升.....	15
图 16： 宁波银行同业负债占比一直处于行业低位.....	15
图 17： 公司同业负债中同业和其他金融机构存放款项下降最多.....	15
图 18： 宁波银行存款变动情况.....	16

图 19: 超万亿区域性银行吸收存款增速对比 .....	16
图 20: 公司存款占比及存款平均付息率情况 .....	16
图 21: 宁波银行应付债券增长不断 .....	17
图 22: 宁波银行同业存单规模不断扩大 .....	17
图 23: 公司计息负债成本率在区域性银行中较低 (%) .....	17
图 24: 宁波银行生息资产规模不断扩大 .....	18
图 25: 宁波银行贷款占生息资产比重不断上升 .....	18
图 26: 宁波银行个人贷款占比提升, 贷款结构优化 .....	18
图 27: 宁波银行个人贷款以消费贷款为主 .....	18
图 28: 2019 年宁波银行个人贷款平均收息率为上市银行前列 (%) .....	19
图 29: 宁波银行证券投资规模不断增长 .....	19
图 30: 宁波银行证券投资平均收息率较为稳定 .....	19
图 31: 宁波银行生息资产收益率在城商行中名列前茅 .....	20
图 32: 宁波银行不良贷款率为行业低水平 (%) .....	21
图 33: 宁波银行拨备覆盖率远高于行业水平, 2019 年位列行业首位 .....	21
图 34: 宁波银行净息差低于上市银行平均数 .....	22
图 35: 宁波银行净利差在区域性银行中有一定优势 .....	22
图 36: 宁波银行净息差高于上市区域性银行平均数 .....	22
图 37: 宁波银行资产负债率有所下降 .....	23
图 38: 宁波银行净利润增速保持在 20% 左右 .....	23
图 39: 宁波银行净利润增速位于区域性银行前列 .....	23
图 40: 宁波银行营业收入结构变化 .....	24
图 41: 中间业务收入有望持续增长 .....	24
图 42: 2019 宁波银行中间业务情况 .....	24
图 43: 宁波银行业务成本费用增长较快 .....	25
图 44: 宁波银行人均创收、人均创利在稳步增长 .....	25
图 45: 公司 ROE 为区域性银行前列 .....	26
图 46: 宁波银行 ROE 为上市银行前列 (%) .....	26
图 47: 宁波银行 2019 年 ROA 表现亮眼 (%) .....	26
图 48: 宁波银行 ROE 各分项贡献 .....	27
图 49: 拆解 ROE 与同行业对比 .....	27
表 1: 公司发展历程 .....	6
表 2: 公司前十大股东持股情况 .....	7
表 3: 认购情况 .....	13
表 4: 本次定增后公司前十名股东持股情况 .....	14
表 5: 宁波银行一般贷款对生息资产的贡献逐步提升 .....	20
表 6: 资本充足率监管标准 .....	21
表 7: 区域性银行参数比较 .....	27
表 8: 2019 年海外对标公司对比图 .....	28
表 9: 宁波银行存贷款预测 .....	29
表 10: 宁波银行中间业务收入预测 .....	29
表 11: 宁波银行生息资产、付息负债情况 .....	29
表 12: 关键性假设 .....	30
表 13: 各阶段预测值 .....	30

表 14: 敏感性分析.....	31
表 15: 各银行盈利比较.....	31

## 1、宁波银行：坚持“轻资产”、差异化经营道路城商行龙头

宁波银行成立于1997年4月10日，由宁波市财政局、宁波经济技术开发区财务公司等共364家机构及企业法人和2,421名自然人，共同以发起设立，注册名称为“宁波城市合作银行”；1998年6月2日，更名为“宁波市商业银行股份有限公司”；2007年4月13日，更名为“宁波银行股份有限公司”，同年7月成为深交所第一家挂牌上市交易的城商行。

公司以“融合创新、转型升级”为发展方向，持续探索差异化的发展道路，坚持以服务实体经济为根本出发点和落脚点。在由金融时报社主办的“2018中国金融机构金牌榜金龙奖”评选中，公司荣获“最佳小微金融服务中小银行”奖。在《中国经营报》主办的“2018卓越竞争力金融机构”评选中，公司荣获“2018卓越竞争力小微金融服务银行”奖。公司坚定实施“大银行做不好，小银行做不了”的差异化经营策略，聚焦于大零售及轻资本业务发展。

### 1.1、公司发展历史及竞争战略分析

战略层面，公司坚持“211工程”、大零售和“123”客户覆盖计划，股权结构较为相对分散、股东背景多元，使得公司较早实施了职业经理人制度；公司确立了以长三角为主体，以珠三角、环渤海湾为两翼的“一体两翼”发展策略，深耕优质经营区域，区域定位准确，优势显著，逐步成为城商行标杆和龙头。

**表1：公司发展历程**

年份	事件
1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>起步于宁波市，经中国人民银行批准于1997年4月成立</li> </ul>
2006-2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>引入华侨银行作为战投</li> <li>成为首家A股城商行，在深交所上市</li> <li>上海分行开业</li> </ul>
2008-2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>提出“一个总体目标，实现三大转型”</li> <li>“一体两翼”的发展格局初现雏形</li> <li>非公开发行股票募集44亿元</li> </ul>
2014-2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>非公开发行股票募集31亿元</li> <li>非公开发行优先股募集资金48.5亿元</li> <li>设立永赢基金和永赢租赁两家子公司</li> </ul>
2017-2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>公开发行100亿元可转债</li> <li>资产规模突破10,000亿元</li> <li>非公开发行优先股募集100亿元</li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>宁波银行资金营运中心在上海开业</li> <li>在宁波地区以外合计14家分行；分支机构合计355家</li> </ul>

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

**“211工程”夯实服务实体经济的战略。**2018年，宁波银行开启“211工程”，计划用三年时间，实现每家支行服务20000户个人银行客户、1000户零售公司客户、100户公司银行客户，通过持续夯实基础业务和基础客群，扩大金融服务的覆盖面。结合区域市场和客户特点，宁波银行充分发挥公司银行、零售公司重点产品的比较优势，为区域内各类实体经济客群提供综合金融服务方案。

**大零售和“123”客户覆盖率计划抓住潜在客户。**2019年宁波银行在“211工程”的基础上进一步推出“123”客户覆盖率计划，即计划在3-5年的时间里，实现每家分行个人银行实现本地户籍人口数10%覆盖、零售公司实现小微企业目标客户20%覆盖、公司银行实现规模以上企业客户30%覆盖。和其他区域性城商行一样，对于宁波银行而言，公司业务是基础，大零售及各类中间业务却是转型的方向。公司存款和贷款占总存贷的比重分别在60%和80%左右，公司银行特征明显。

## 1.2、多元化股权结构，高管持股比例高

公司股权结构相对分散，无控股股东及实际控制人，宁波开发投资集团有限公司为第一大股东。公司于2006年引入境外战略投资者新加坡华侨银行，雅戈尔、华茂集团、宁波富邦、宁波杉杉均为宁波当地知名企业。公司股权分散、股东背景多元，使得公司得以早早实施职业经理人制度。

**表2：公司前十大股东持股情况**

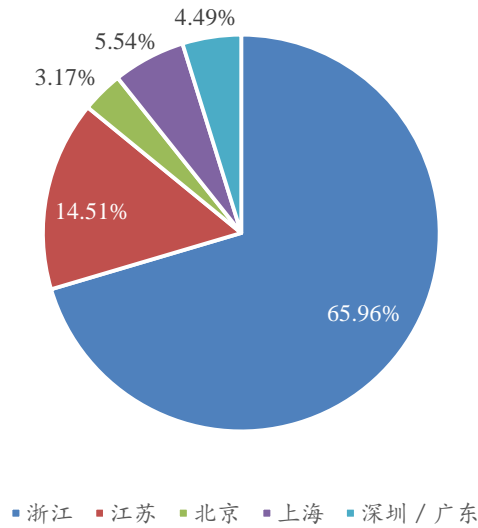
股东名称	2019年持股数量（百万股）	持股比例
1 宁波开发投资集团有限公司	1,124.99	19.99%
2 新加坡华侨银行有限公司	1,045.99	18.58%
3 雅戈尔集团股份有限公司	796.41	14.15%
4 华茂集团股份有限公司	220.00	3.63%
5 宁波富邦控股集团有限公司	150.66	2.48%
6 香港中央结算有限公司	138.79	2.23%
7 宁波杉杉股份有限公司	73.35	1.48%
8 新加坡华侨银行有限公司（QFII）	79.79	1.42%
9 宁兴（宁波）资产管理有限公司	77.59	1.38%
10 中央汇金资产管理有限责任公司	69.82	1.24%
合计	3,777.40	67.12%

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司董事会中来自华侨银行、宁波开发投资、雅戈尔的董事均为2人，占董事会成员总数的比例均为12.50%，合计占董事会成员的37.5%，扣除独立董事后，合计占比为54.5%。公司董事会成员背景相对均衡，为公司治理奠定了良好的架构基础。

## 1.3、深耕优质经营区域

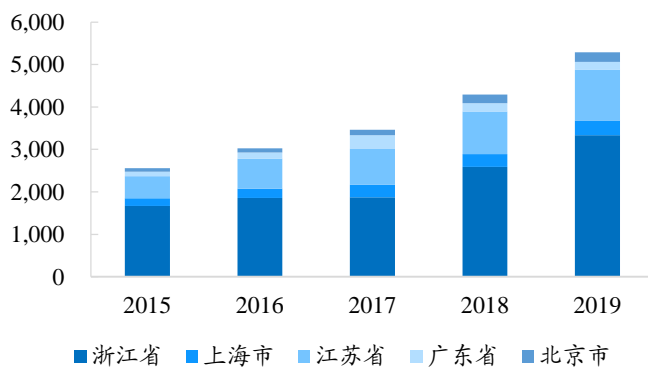
公司进一步完善了以长三角为主体，以珠三角、环渤海湾为两翼的“一体两翼”发展策略，进一步拓展服务实体经济的空间。截至2019年底，公司共有14家分行和21家一级支行，子公司3家，机构数共计378个，2019年3月公司湖州分行获准筹建。

**图1: 宁波银行机构分布情况**

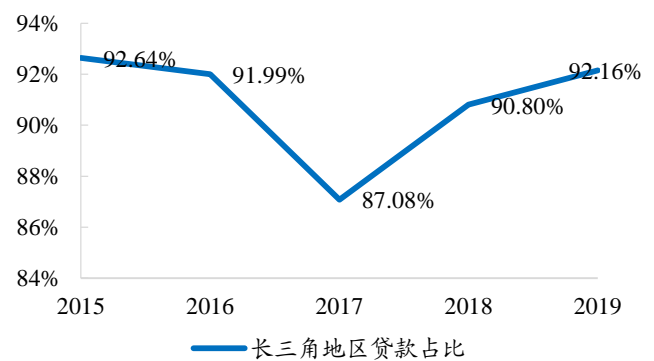
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

\*\*数据来源, 根据官网各城市网点分布数量得出, 但值得注意的是, 这里的总数加总为 379 个网点, 非官方 378 家, 以作提示。

公司深耕长三角。从机构分布来看, 在浙江省 9 市 (宁波、杭州、温州、金华、绍兴、台州、嘉兴、丽水、湖州) 均设有支行, 第一家分行于 2007 年在上海设立, 实现跨区域经营。从贷款业务区域来看, 2019 年公司贷款主要投放于浙江、江苏及上海地区, 贷款金额分别占公司贷款总额的 62.99%、22.56% 和 6.60%, 合计占比为 92.16%。

**图2: 宁波银行贷款以长三角为主**

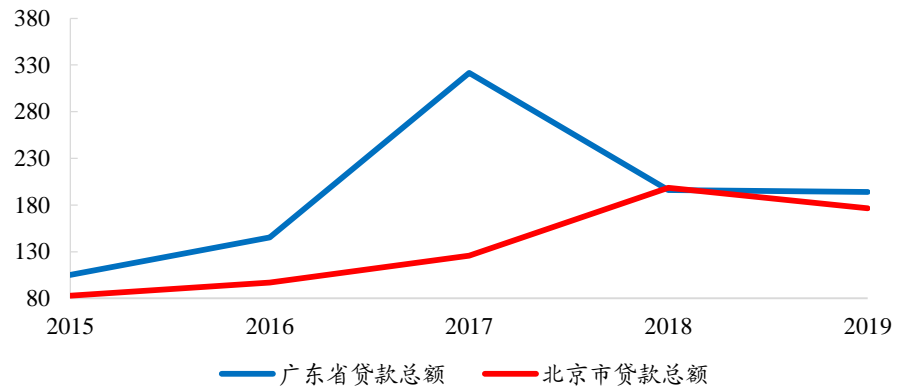
资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图3: 长三角地区贷款占比变动情况**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

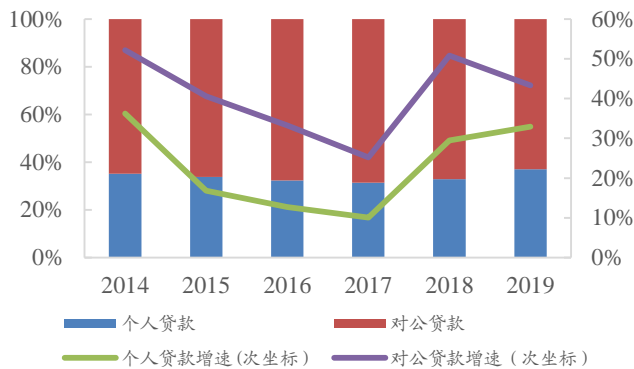
在稳固长三角区域业务发展的同时, 宁波银行也大力发展珠三角、环渤海区域业务。先后设立深圳分行(2008 年)、北京分行 (2010 年), 共设有 24 家机构开拓珠三角、环渤海区域业务。其中, 来自北京的贷款总额逐年递增。



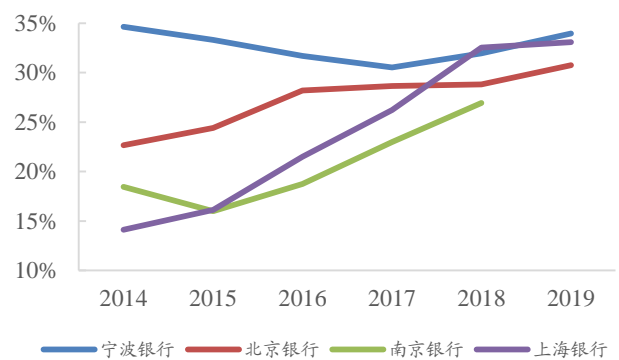
**图4：北京、广东地区贷款总额变动情况**

资料来源：wind，新时代证券研究所

浙江、江苏是中国经济最发达的地区，高人均收入为公司实施大零售战略提供了条件，公司个人贷款占贷款总额的比重逐年上升。截至2019年末，公司个人贷款余额1,769.98亿元，比年初增长33%，个人贷款在总贷款中的比重为34%，比2018年提高了2个百分点，要高于北京银行、南京银行及江苏银行，略低于上海银行。个人贷款带来的高平均收息率拉高了公司一般贷款的平均收息率，提高公司资产质量。

**图5：宁波银行贷款类别情况**

资料来源：wind，新时代证券研究所

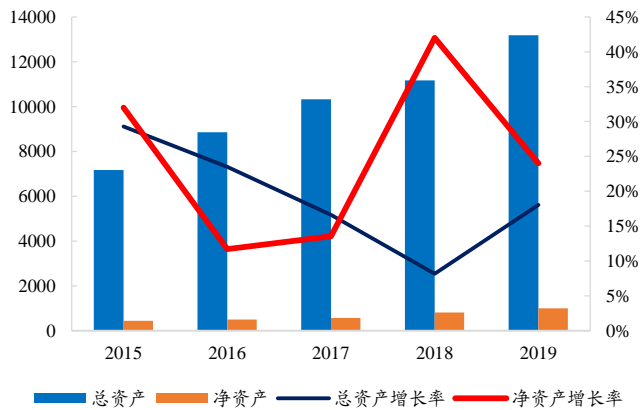
**图6：区域银行个人贷款比重对比**

资料来源：wind，新时代证券研究所

#### 1.4、高资产、高增长的区域性银行

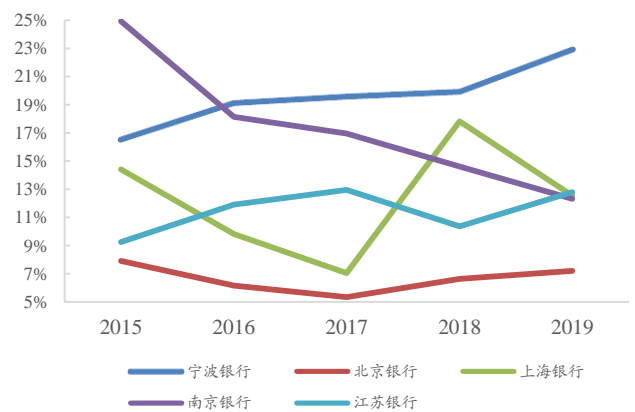
公司总资产从2014年末的5,541.13亿元增长到2019年的13,177.17亿元，在上市区域性银行中仅次于北京银行(27,370.40亿元)、上海银行(22,370.82亿元)、江苏银行(20,650.58亿元)以及南京银行(13,335.59亿元)；净资产由增长到2019年第三季度的977.83亿元，仅次于北京银行(2,089.63亿元)、上海银行(1,772.27亿元)及江苏银行(1,364.36亿元)。公司总资产、净资产均位于上市区域性银行前列。

图7： 宁波银行总资产及净资产情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

图8： 宁波银行净利润增速为上市区域银行首位



资料来源：wind，新时代证券研究所

在总资产持续增长的同时，公司净利润依然保持高速增长态势。2016年至2019年净利润三年复合增长率为20.4%，为上市区域性银行的魁首，远高于上市区域性银行净利润三年复合增长率中位数9.83%。净利润增速自2016年起维持在近20%左右，尤其在2019年，公司已在区域性银行中遥遥领先。波动也较其他区域性银行更小，一直稳步高速发展。

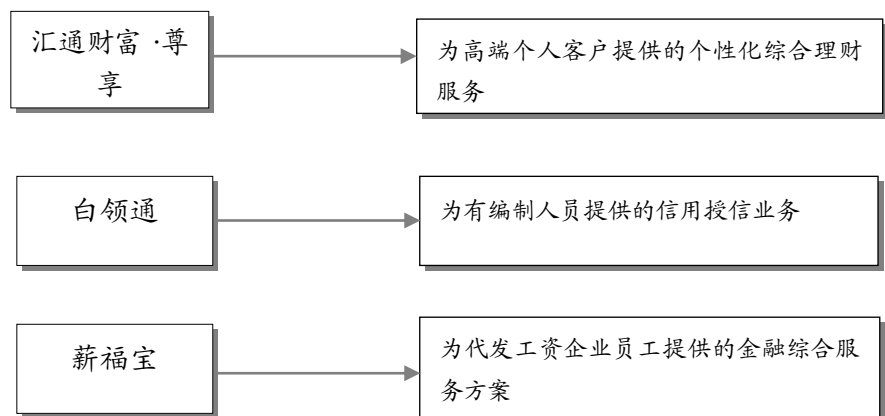
### 1.5、 聚焦大零售业务

公司秉承“大银行做不好，小银行做不了”的经营策略，业务聚焦于大零售及轻资本业务。公司大零售业务、中间业务的盈利占比全面提升。

公司大零售业务于2014年提出，其主要包括传统的个人业务和零售公司业务两条零售线。零售客户粘性较高，定价能力弱，对在利率市场化下银行保持高净利差具有极为重要的作用。

公司个人业务以优质服务为基础，不断强化储蓄存款、消费贷款、财富管理、支付结算四项基础业务，打造了汇通财富、白领通和薪福宝三大业务品牌。三大产品品牌带领个人业务取得更喜人的盈利业绩。

图9： 宁波银行个人业务产品情况



资料来源：公司网站，新时代证券研究所

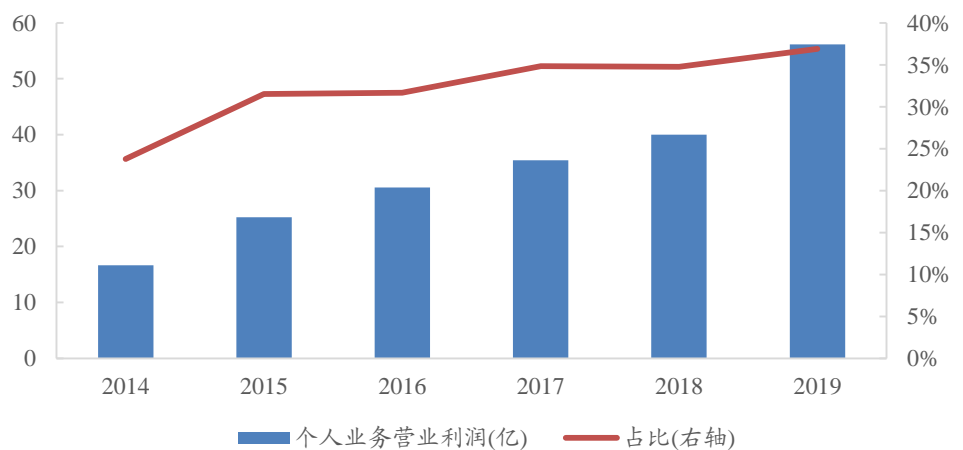
**汇通财富 尊享聚焦财富管理、私人银行。**定位于以家庭财富管理为核心，为高端个人客户提供的个性化综合理财服务。为其客户提供一站式财富管理解决方案，致力于满足理财和投资上的各种需求。

**白领通**主要为有编制人员提供无抵押个人信用贷款，信用授信金额为 50 万、30 万、20 万、15 万、10 万、5 万五种，最长贷款期限为 3 年。借款主体的要求和贷款申请的条件都具有门槛，其中将借款主体白领阶层分层，主要提供给三类人群：公务员；教师、医生或其他事业单位编制人员；以及企业单位的中高级管理人员。申请贷款时会对个人信息进行严格核准，居住条件、薪资收入、资产要求、工作年限、征信记录等皆需满足条件。这有效地满足了风险控制。

**“薪福宝”**则不仅有银行传统业务代发工资功能，且升级成了为“工薪族”提供的金融综合服务方案。同时还会为每家“薪福宝”企业提供相应的服务，如配备一位专业的客户经理，在批量开户当月为进驻企业进行薪福宝金融综合服务方案的宣讲介绍。

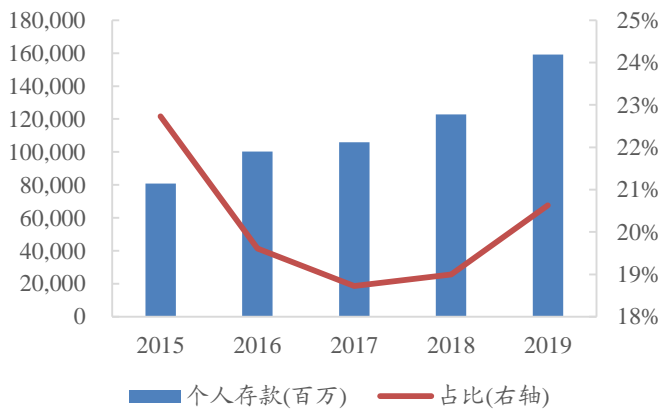
**在大零售等战略的引领下，公司个人业务明显增长。**公司个人业务营业收入不断增长，从 2014 年的 11.52 亿元增长到 2018 年的 86.29 亿元，5 年复合增长率为 49.58%。2018 年个人业务营业收入占总营业收入的比重为 29.84%，上升了 67bps。个人业务营业利润也不断增长，其占总利润比重也在不断上升。以 2018 年为例，个人业务以 29.84% 的营收占比，提供了近 35% 的营业利润，个人业务的利润贡献率要大于公司业务。

**图 10： 宁波银行个人业务营业利润规模、占比均上升**

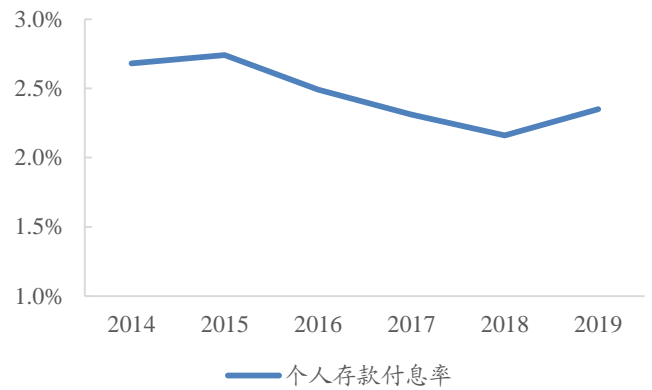


资料来源：wind，新时代证券研究所

个人存款规模扩大。个人业务中以存贷款业务为主，个人存贷款业务受到利率市场化影响，2014-2018 年个人存款平均付息率有所下降，而后 2019 年逐步回升。总体来看，公司在个人存款业务上保持了较低的资金成本。

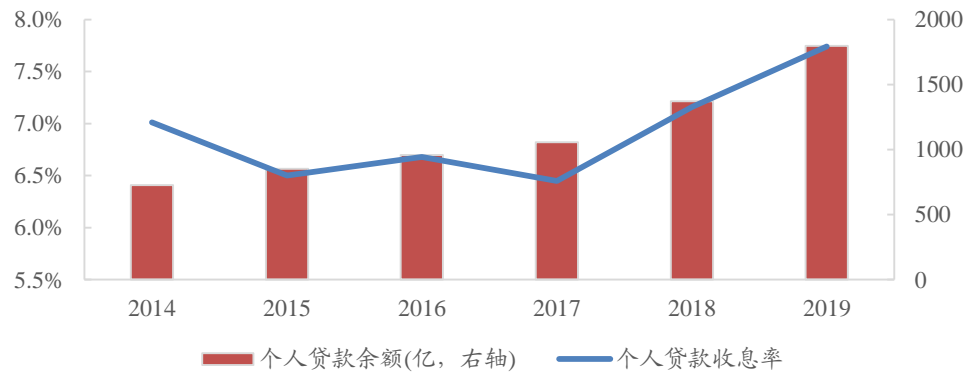
**图11: 宁波银行个人存款规模不断增长**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图12: 宁波银行个人存款平均付息率呈下降态势**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司个人零售业务拥着较高的资金收益率。公司发放贷款和垫资中，由于公司持续增加对中小企业的信贷支持力度，个人贷款规模不断增大；个人贷款平均收息率在2014年至2017年间呈波动下滑态势，主要是由于利率市场化进程加速，银行存贷利差呈现持续缩窄的趋势。2017年后，随着个人贷款中贷款结构持续优化，个人消费贷款依旧占据主要位置，住房贷款有所增加，消费贷款和住房贷款的高定价使得公司个人贷款收息率上升至2019年的7.74%，同比增加了58bps。

**图13: 宁波银行个人贷款、收息率均上升**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司积极践行国家普惠金融工作要求，大力发展零售公司业务。2019年零售公司客户增加至294,214户，同比增长31%；零售公司条线存款余额924亿元，同比增长27%；贷款余额795亿元，同比增长40%。

为更好发展大零售业务，公司于2018年开始实施“211工程”，计划用三年时间，实现每家支行服务20000户个人银行客户、1000户零售公司客户、100户公司银行客户，通过持续夯实基础业务和基础客群，扩大金融服务的覆盖面。

轻资本业务主要指中间业务及金融市场业务。公司不断拓宽同业合作空间，创新丰富产品体系，深化做市商业业务，不断提升交易和代客等中间业务占比，致力于成为中小同业金融市场业务最佳合作伙伴之一。

对小微企业，宁波银行打造品牌服务“金色池塘”，是专门为小企业量身定做的

一种集融资、理财于一体的综合金融服务模式。打造以授信融资、现金管理、国际业务等小微产品体系及“金色池塘”小微企业全面金融服务品牌，不断提升小微企业融资、结算、电子银行等一揽子金融服务水平。产品各具特色，满足中小企业各个方向上的需求，如小微融为在上海有家、有房、有事业的中小微企业发放免抵押、免担保的小额信用贷款；贷易融 打分卡可在 2 小时完成贷款审批，是专门针对小微企业资金需求“短、小、频、急”的特点推出的自动审批新模式，自动审批下提供高效率服务。

## 1.6、公司定增有利于其提升规模扩张增速

2020 年 5 月 11 日，宁波银行公告定增情况：本次非公开发行股票 3.80 亿股，发行价格为 21.07 元/股(为发行底价的 1.06 倍)，募集资金净额约 80 亿元，全部用于补充核心一级资本，新股将于 2020 年 5 月 15 日上市。

**在这次定增中，大股东积极认购，各界积极参与。**第 2 大股东华侨银行认购其中 20%，为最大认购方，且锁定期为 5 年；国资委旗下的“宁波市轨道交通有限公司”认购其中的 18.7%，为第三大认购方。本次定增结束后“宁波开发投资集团”及一致行动人持股比例为 20%，继续为第 1 大股东，股权结构保持稳定。挪威央行认购其中的 6.6%，其余 9 家认购方涵盖了超过 40 款公募基金、私募基金、社保基金及资管计划产品。

**有效提升核心一级资本充足率。**以 2020Q1 末静态测算，本次定增将使核心一级资本充足率提升 84bp 至 10.44%，处于上市银行较高水平，足以在维持 2019-2021 年中长期资本规划目标底线 9%、10%、12% 的同时，使生息资产至少三年保持增速 20% 左右的高速扩张。同时，领先的资本充足率水平也将提升资产结构调整空间。

**表3： 认购情况**

认购对象	认购股数 (亿股)	认购金额 (亿元)	比例
1 新加坡华侨银行有限公司	0.76	159.75	20%
2 南方基金管理股份有限公司	0.75	157.25	19.7%
3 宁波市轨道交通集团有限公司	0.71	150	18.7%
4 挪威中央银行	0.25	53	6.6%
5 申港证券股份有限公司	0.24	50	6.2%
6 上海涌津投资管理有限公司	0.19	40	5%
7 红土创新基金管理有限公司	0.19	40	5%
8 中国华融资产管理股份有限公司	0.14	30	3.7%
9 平安资产管理有限责任公司	0.14	30	3.7%
10 光大保德信资产管理有限公司	0.14	30	3.7%
11 富国基金管理有限公司	0.14	30	3.7%
12 中邮证券有限责任公司	0.14	30	3.7%
合计	3.80	800	100%

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

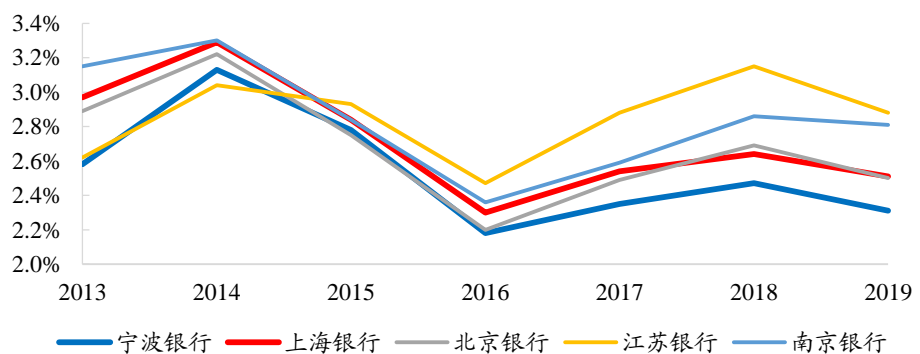
**表4: 本次定增后公司前十名股东持股情况**

股东名称	持股数量(亿股)	持股比例
1 宁波开发投资集团有限公司	11.25	18.72%
2 新加坡华侨银行有限公司	10.46	18.67%
3 雅戈尔集团股份有限公司	7.96	13.26%
4 华茂集团股份有限公司	2.19	3.44%
5 香港中央结算有限公司	1.64	2.82%
6 宁波富邦控股集团有限公司	1.39	2.32%
7 全国社保基金一零一组合	0.8	1.34%
8 新加坡华侨有限公司(QFII)	0.78	1.33%
9 宁兴(宁波)资产管理有限公司	0.7	1.29%
10 宁波市轨道交通集团有限公司	0.69	1.18%
合计	37.86	64.37%

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

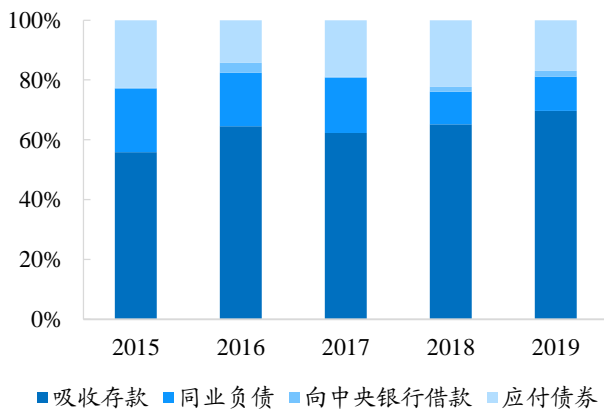
## 2、 负债结构优化、成本优势突出

公司付息负债中存款规模、占比不断上升, 平均存款付息率在区域性银行中具有一定优势。由于公司计息负债结构中同业负债(指存放和拆放同业及其他金融机构款项及买入返售款项)快速下降, 应付债券比重提升导致公司计息负债成本与国有行相比并未有明显优势, 但在区域性银行中公司计息负债平均付息率处于较低水平。

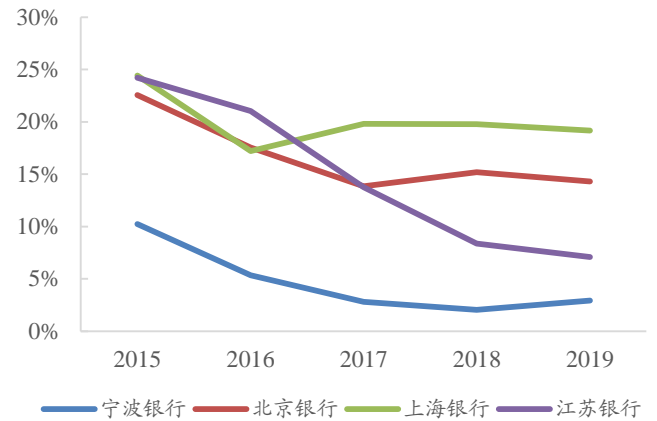
**图14: 宁波银行计息负债平均付息率在万亿资产城商行中处于低位**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

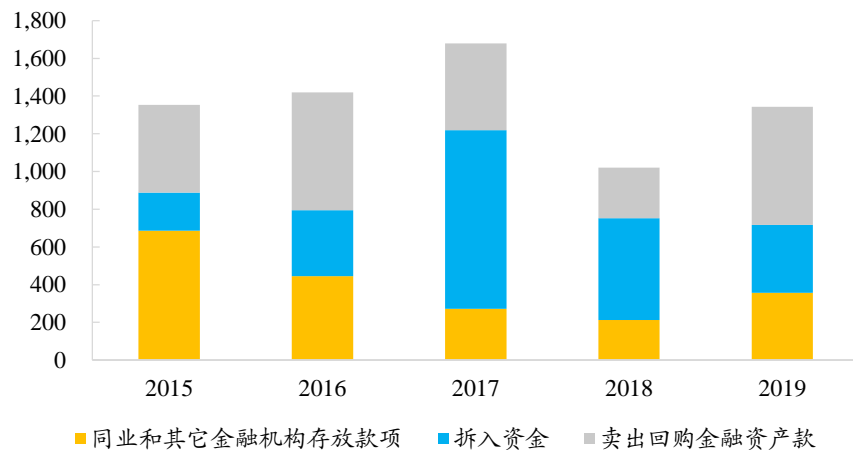
**公司存款占比提升, 同业负债占比较低。**吸收存款占计息负债的比重从 2014 年的 63.07%, 提升到 2019 的 69.68%。而同业负债占比从 2015 年的 10.22% 下降到 2019 的 2.93%。公司同业负债中同业和其他金融机构存放款项受资管新规的影响下降最多, 从 2014 年的 866.34 亿元下降到 2019 年的 356.97 亿元。虽然同业负债占比下降有金融去杠杆的原因, 但与同期其他区域性银行相比, 公司同业负债占比一直处于行业地位。

**图15: 宁波银行计息负债中吸收存款占比提升**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图16: 宁波银行同业负债占比一直处于行业低位**

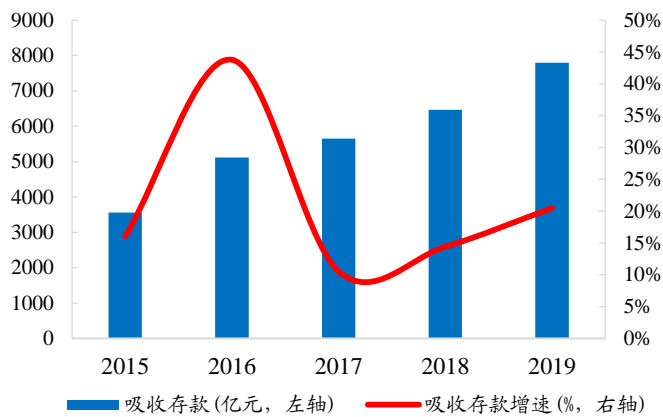
资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图17: 公司同业负债中同业和其他金融机构存放款项下降最多**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

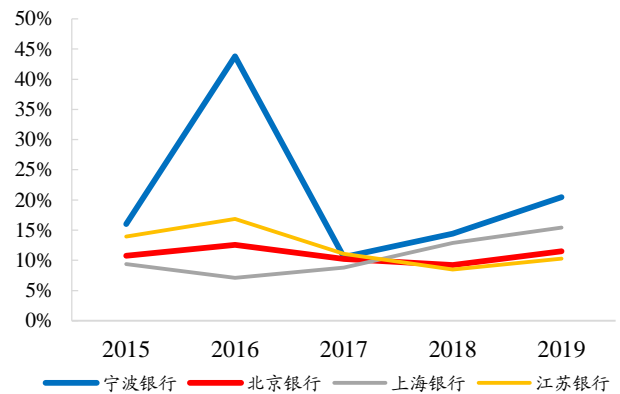
公司同业负债减少的部分由吸收存款及应付债券填补, 其中**吸收存款是主要方式**。公司坚持把存款作为转型发展的基础资源来拓展, 2019 公司吸收存款达到 7,792.24 亿元, 比 2018 年年底增长 20.5%。2015 年到 2019 年公司吸收存款 CAGR 为 16.10%, 对应同样的上市区域性银行北京银行、上海银行、江苏银行该数字分别为 8.5%、7.7%、9.7%。**公司存款增速名列前茅**。

图18: 宁波银行存款变动情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

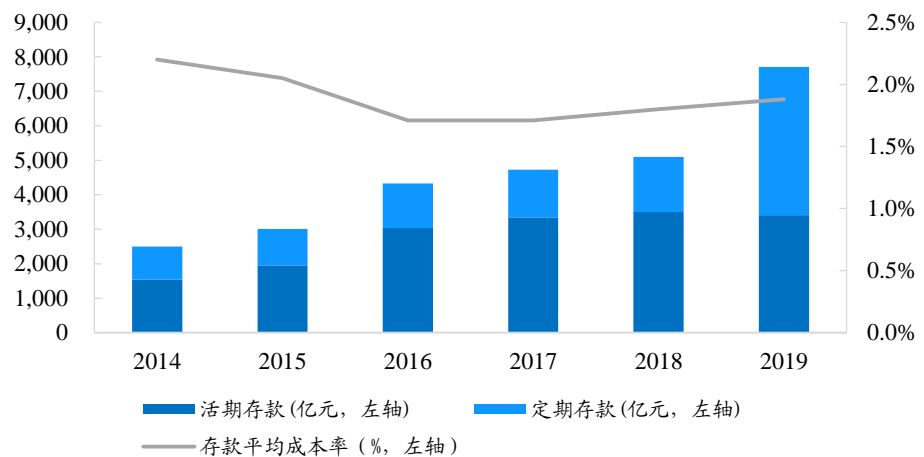
图19: 超万亿区域性银行吸收存款增速对比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司存款中以活期存款为主。2014年至2019年活期存款占比均值为63.36%，高于北京银行的54%、上海银行的44%、江苏银行的45%。活期存款的低成本带来公司较低的付息率——2019年公司存款付息率为1.88%，在区域性银行中处前列。但2019年公司定期存款占比有所上升，导致公司存款平均付息率比2018年略微上升了8BP。公司将继续通过线上+线下良好的产品和服务带动客户AUM增长，实现存款增长与结构优化。

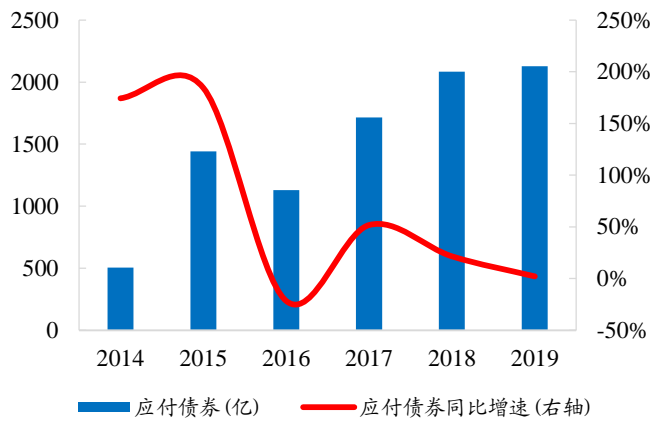
图20: 公司存款占比及存款平均付息率情况



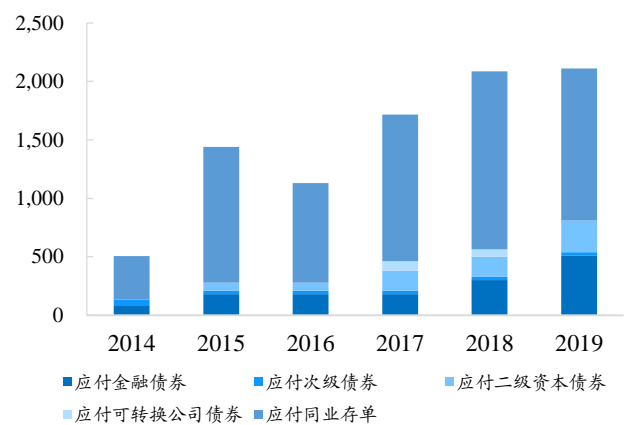
资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司应付债券中同业存单规模不断增加。公司大力发展同业存单主要是同业存单期限短，发行速度快，能够较快满足公司资本需求。以最近应付债券对比：公司2020年发行的同业存单，期限3M，收益率为2.4%，2019年8月发行的金融债券期限3Y，票面利率为3.46%；19年7月发行的次级资本债券，期限为5+5，票面利率为4.4%。



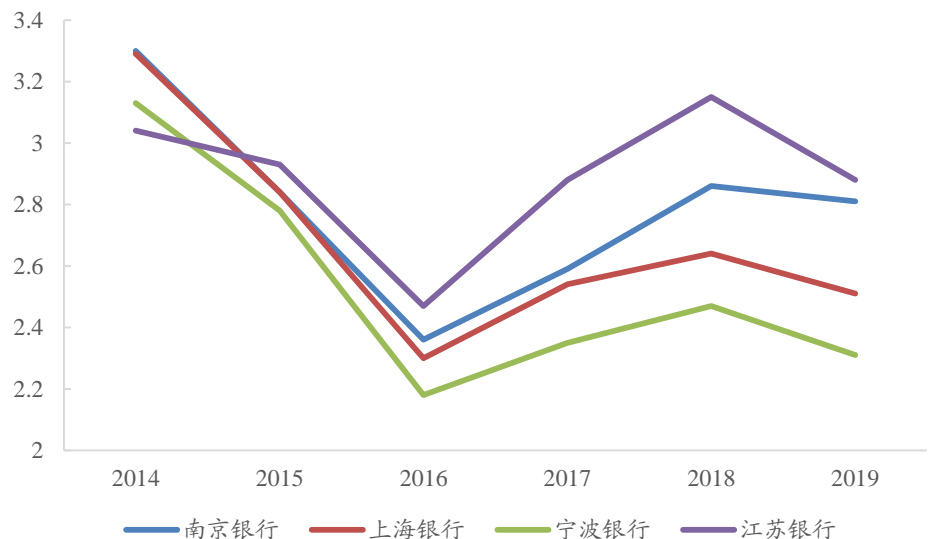
**图21: 宁波银行应付债券增长不断**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图22: 宁波银行同业存单规模不断扩大**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

受到应付债券较高成本影响,公司计息负债成本优势并不明显。与四大行相比,公司计息负债成本率相对较高——四大行计息成本基本低于2%。但与上市区域性银行相比,甚至与股份制银行相比,公司计息负债成本依旧较低。

**图23: 公司计息负债成本率在区域性银行中较低(%)**

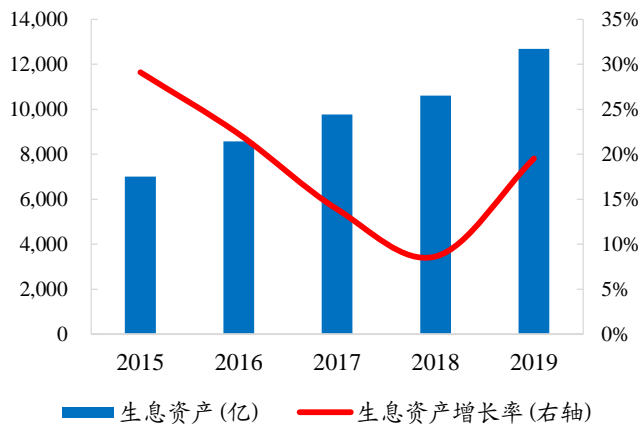
资料来源: wind, 新时代证券研究所

### 3、资产情况: 生息资产占比提升, 复合增长率为 18.47%

#### 3.1、贷款占比提升、生息资产收益率回升

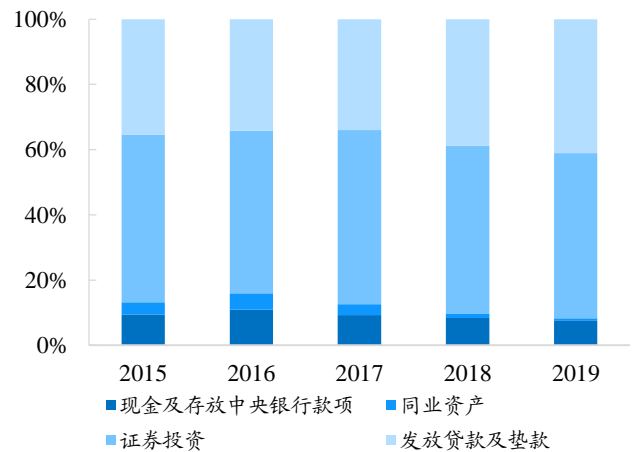
公司生息资产规模不断增加,生息资产由2014年的5,432亿元增加到2019年的12,679亿元,复合增长率为18.47%。生息资产规模上升的一大推手为公司贷款总额的增加,其占生息资产比重也不断上升。公司贷款总额由2014年的2,047.5亿元增长到2019年的5,100.39亿元,复合增长率为20%。

图24: 宁波银行生息资产规模不断扩大



资料来源: wind, 新时代证券研究所

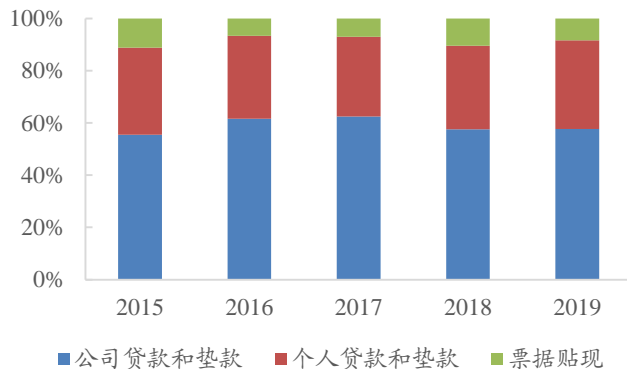
图25: 宁波银行贷款占生息资产比重不断上升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

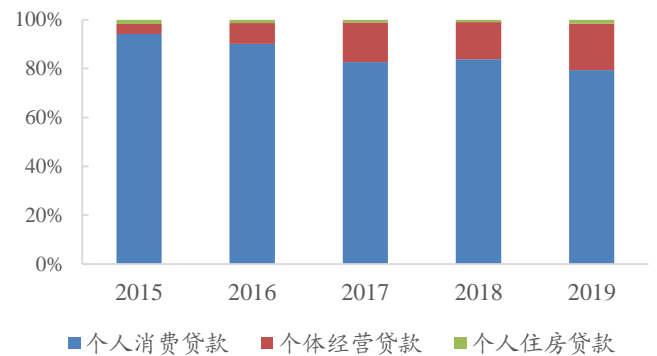
在公司大零售战略下,公司个人贷款占贷款总额的比重逐年上升;随着公司加大对中小企业的信贷支持力度——“211工程”等实施带动,公司贷款和垫款规模不断扩大。截至2019年,公司个人贷款余额1,796.98亿元,2015至2019年复合增长率为20.5%。个人贷款在总贷款比重较为稳定,基本维持在30%以上。公司个人贷款以消费贷款为主,但随着公司大力支持小微企业战略转向,个人经营贷款占比有所提升。消费贷款不亚于房贷的高收益,使得公司个人贷款平均收息率在上市银行中名列前茅。

图26: 宁波银行个人贷款占比提升,贷款结构优化

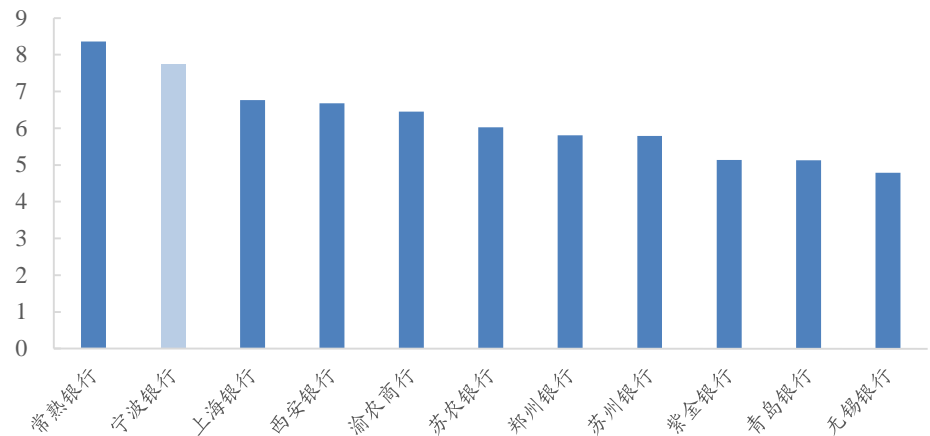


资料来源: wind, 新时代证券研究所

图27: 宁波银行个人贷款以消费贷款为主

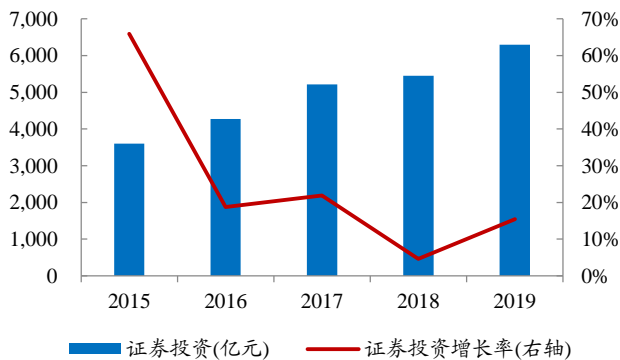


资料来源: wind, 新时代证券研究所

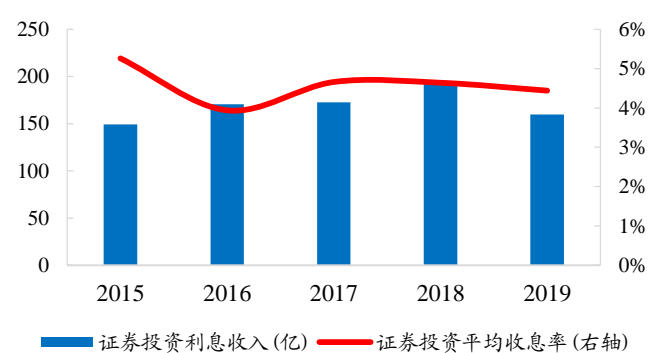
**图28: 2019年宁波银行个人贷款平均收息率为上市银行前列(%)**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司生息资产规模扩张的另一推手是公司证券投资规模的扩大。公司证券投资业务由2014年的2,171.12亿元增长至2019年的6,295.31亿元,复合增长率为23.73%。公司证券业务紧跟市场变化——2011年到2015年大力发展非标业务,2017年转向货币基金投资。公司充分发挥城商行的“小船易掉头”优势,敏锐发掘市场热点,证券投资利息收入稳步上升。

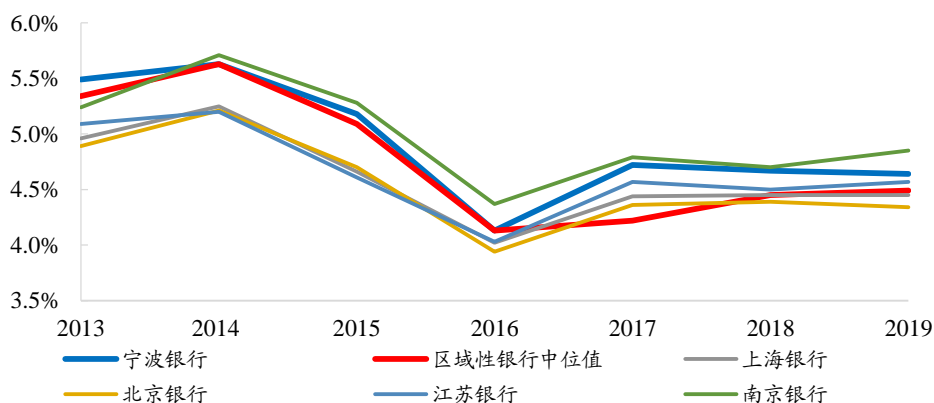
**图29: 宁波银行证券投资规模不断增长**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图30: 宁波银行证券投资平均收息率较为稳定**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司生息资产收益率在超万亿资产区域性银行中仅次于南京银行,但公司付息负债成本率低于南京银行。公司生息资产主要由贷款及证券投资构成,同业业务相对比重较小。2019年公司贷款平均收益率为6.05%,同比提升27BP,证券投资平均收益率为4.44%,同比下降3BP。

**图31: 宁波银行生息资产收益率在城商行中名列前茅**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

受近年来金融去杠杆影响, 公司生息资产收益率有所下降, 但随着公司贷款结构更聚焦于个人贷款, 贷款收息率提升, 2019 年公司生息资产收益率达到 4.64%。

将公司生息资产收益率拆分, 可以发现公司一般贷款对生息资产收益率的贡献在不断上升, 而证券投资对公司收益率的贡献有所下滑。这一方面是因为金融市场宏观环境的影响, 导致证券投资占比有所下滑, 另一方面是公司大力发展零售业务, 提高个人贷款比重, 提升了一般贷款平均收息率。

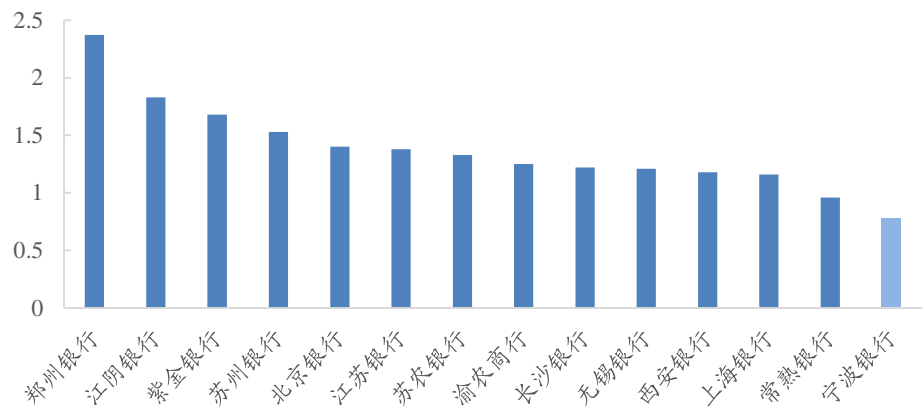
**表5: 宁波银行一般贷款对生息资产的贡献逐步提升**

	2016	2017	2018	2019
生息资产平均收益率	4.13%	4.52%	4.67%	4.72%
证券投资贡献收益率	2.23%	2.21%	2.19%	1.80%
一般贷款贡献收益率	1.66%	2.03%	2.18%	2.59%
证券投资贡献占比	53.95%	48.80%	47.00%	38.10%
一般贷款贡献占比	40.09%	44.81%	46.73%	54.90%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

### 3.2、资产质量优质, 不良率为城商行最低

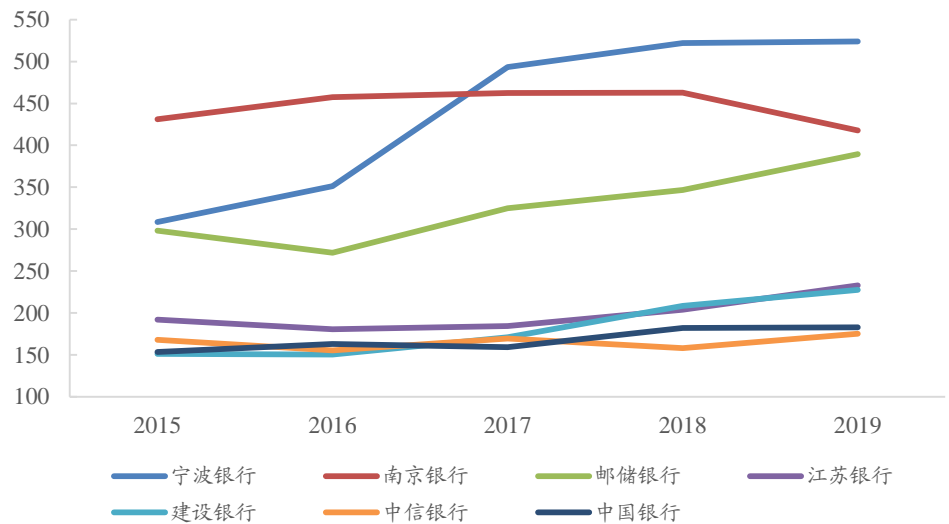
贷款质量在银行中依旧保持高水平。公司 2019 年不良贷款率 0.78%, 与 2018 年年末持平, 比 2017 年年末下降 4BP, 继续在银行同业中保区域性银行保持较低水平。公司贷款中抵押贷款占比为 27.62%。

**图32: 宁波银行不良贷款率为行业低水平 (%)**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

按区域分, 2019年公司各区域不良率总体保持平稳, 浙江、江苏和广东地区不良贷款金额分别为 28.69 亿元、5.17 亿元和 2.85 亿元, 分别占全行不良贷款总额的 69.28%、12.50%、6.90%。

较低的不良贷款率及较高的风险意识, 使得公司拨备覆盖率不断提升。2019年公司拨备覆盖率为 524.08%, 比 2018 年年末提升了 3.25%。2019 年公司的不良贷款拨备覆盖率高于邮储银行, 为上市银行首位。另外, 公司监管指标也都很符合监管标准, 风控能力优异。

**图33: 宁波银行拨备覆盖率远高于行业水平, 2019 年位列行业首位**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**表6: 资本充足率监管标准**

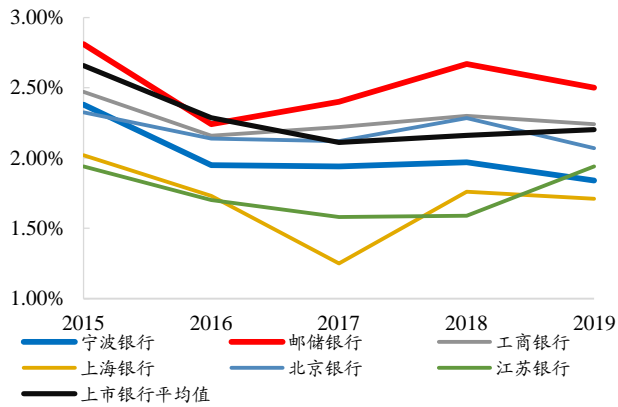
类别	指标	监管标准	2019	2018	2017
资本充足率指标	资本充足率(%)	≥10.5	15.57	14.86	13.58
	一级资本充足率(%)	≥8.5	11.30	11.22	9.41
	核心一级资本充足率(%)	≥7.5	9.62	9.16	8.61

资料来源: wind, 新时代证券研究所

### 3.3、净息差高于同等规模区域性城商行

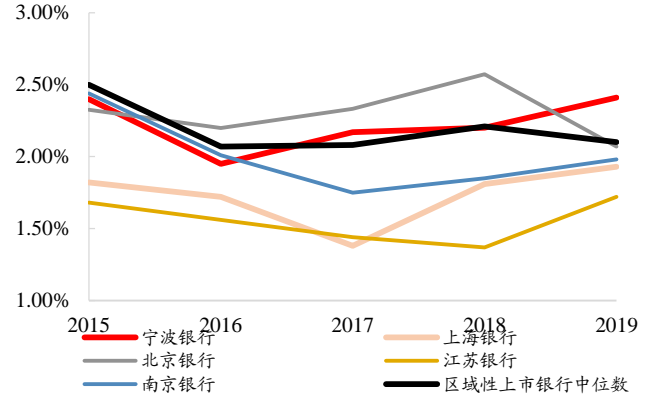
对比公司净息差与净利差在所有上市银行中表现，公司净利差有一定优势而净息差却表现并不突出。由于区域性银行的局限性，相比四大行、股份银行，公司付息负债平均成本率较高，导致在上市银行中公司净息差、净利差表现均不突出。

图34： 宁波银行净息差低于上市银行平均数



资料来源：wind，新时代证券研究所

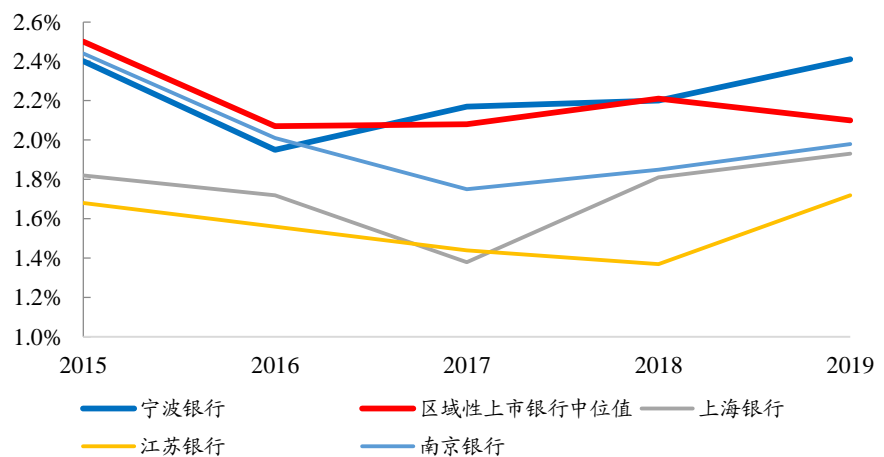
图35： 宁波银行净利差在区域性银行中有一定优势



资料来源：wind，新时代证券研究所

但对比同等资产规模的区域性银行，公司净息差、净利差表现尚可。2019年公司净利差为2.41%，开始高于区域性银行的中位值2.1%，高于南京银行（1.98%）和江苏银行（1.72%）。

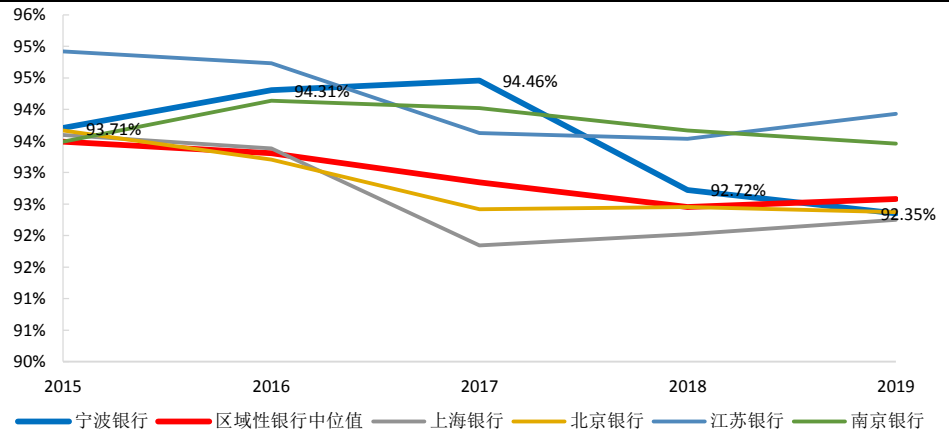
图36： 宁波银行净息差高于上市区域性银行平均数



资料来源：wind，新时代证券研究所

公司净息差行业表现要劣于净利差，主要由于公司资金运用杠杆较高。公司资产负债率在2015到2017年均位于94%附近。随着公司资产负债结构优化，在2018年公司资产负债率开始有所下降，2019年为35%，略高于区域性银行水平。

图37: 宁波银行资产负债率有所下降

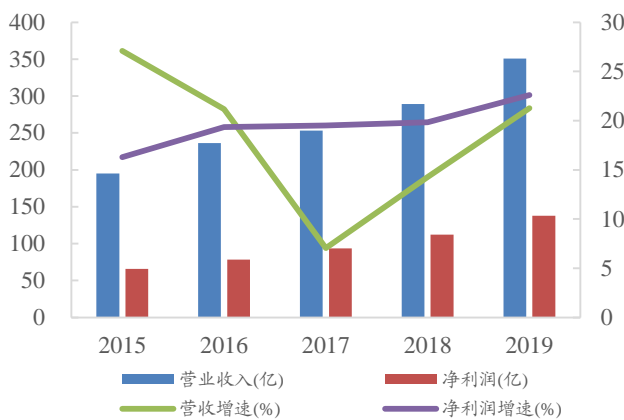


资料来源: wind, 新时代证券研究所

#### 4、中间业务有望恢复, 净利润增速维持高位

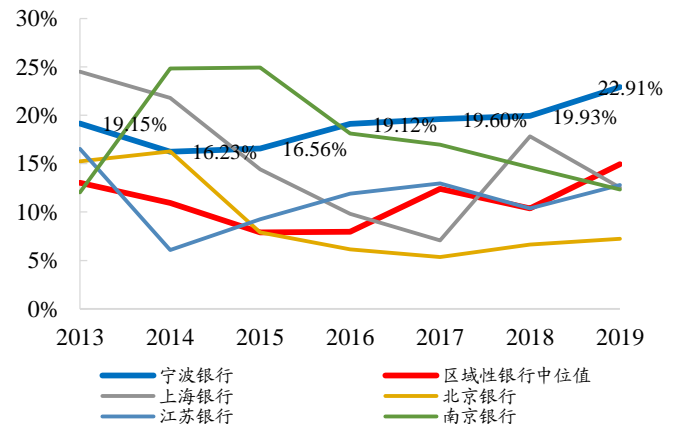
公司净利润保持高速增长态势。从2015到2019年公司净利润增速基本保持在20%左右, 而同期银行业大部分此前表现良好的公司净利润增速实际上是呈回落态势。公司高速增长的净利润一部分来自营业收入的高速增长, 也受益于公司良好的成本管理。

图38: 宁波银行净利润增速保持在20%左右



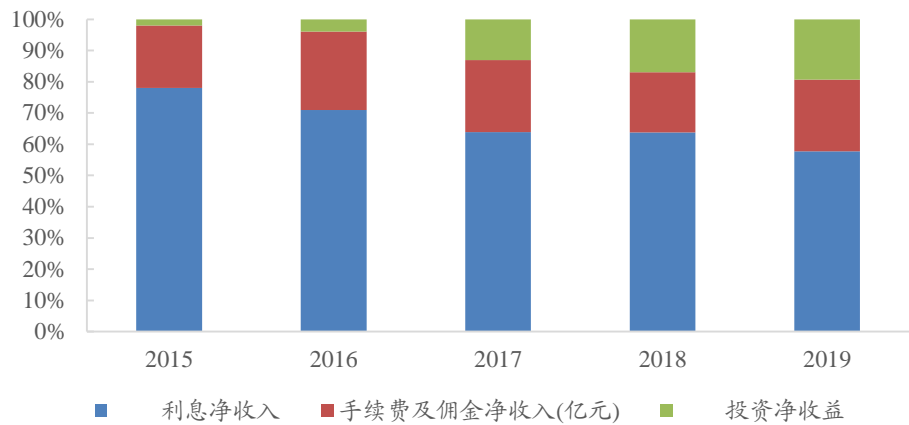
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图39: 宁波银行净利润增速位于区域性银行前列



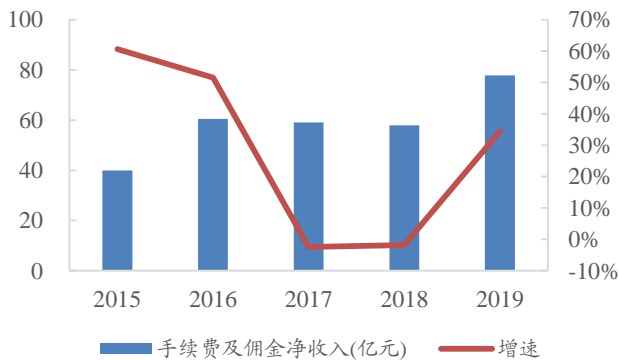
资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司营业收入中利息净收入比重有所下降, 投资净收益比重上升。公司投资收益在2019年已达65.4亿元, 这主要是货币市场基金收益增加。该部分货币市场基金收益在之前是计入利息收入中, 但后受银保监会要求, 2017年起计入了投资收益。同时, 公司根据市场行情调整, 在2017年加大了货币基金投资, 2017年货币基金投资收益高达37.56亿元, 而2016年该数字为1.9亿元。2017年后货币基金投资收益占投资收益的比重基本在90%以上。公司投资收益以货币基金为主, 有望稳步增长。

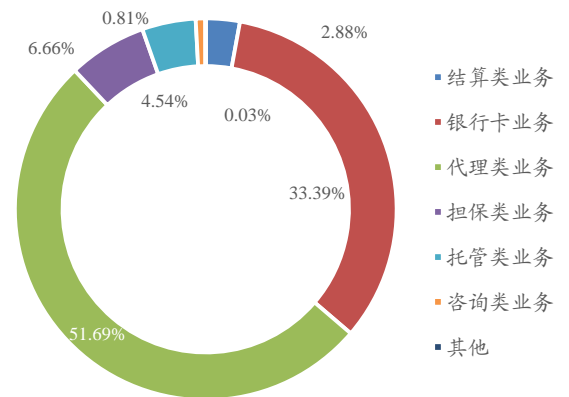
**图40: 宁波银行营业收入结构变化**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司中间业务收入占比保持稳健增长态势, 盈利贡献持续增加。中间业务收入具有轻资本优势。公司中间业务主要以银行卡业务、代理类业务为主。银行卡业务依托公司在个人消费信贷业务的优势, 信用卡分期付款手续费收入保持持续增长。代理类业务受到近几年银保监会对银行理财产品、资管产品收缩限制的影响, 代理类业务收入下降。

**图41: 中间业务收入有望持续增长**

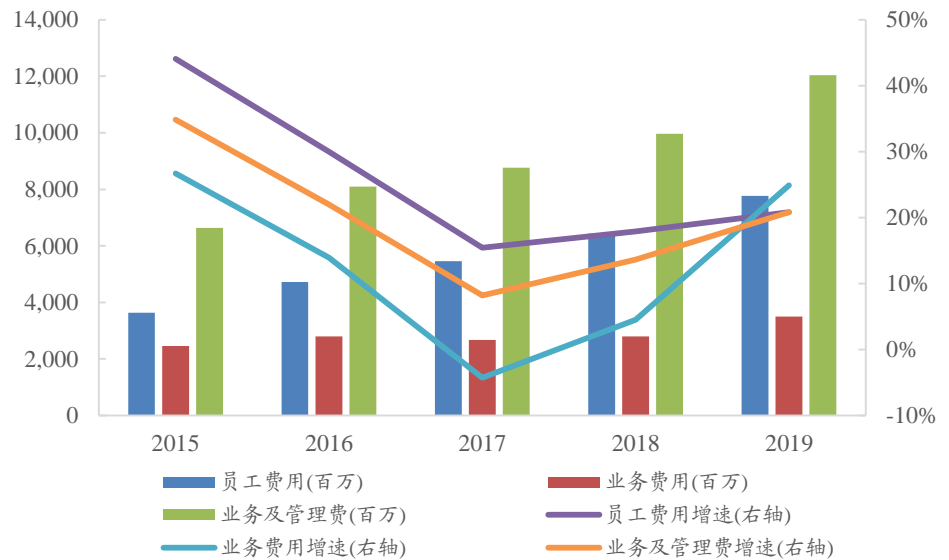
资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图42: 2019 宁波银行中间业务情况**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

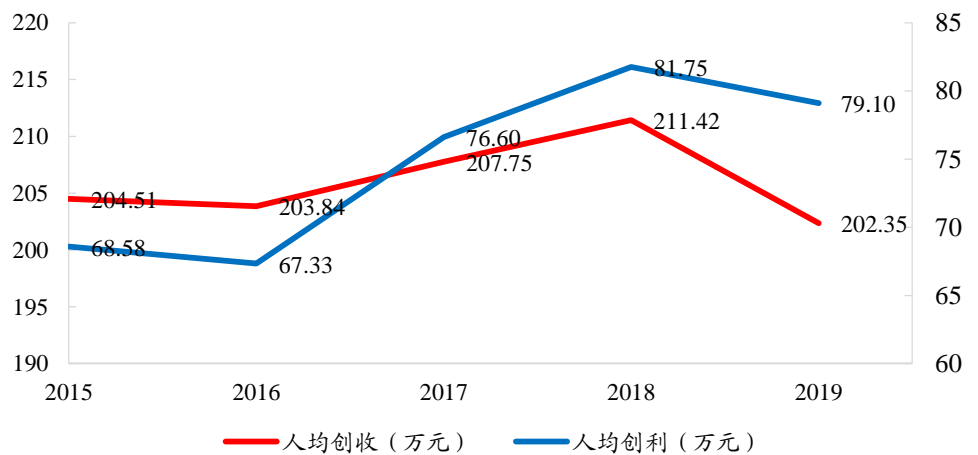
公司业务管理费较高, 成本收入比在区域性银行中不具有优势。这主要是由于, 第一, 公司长期在个人银行的持续探索。与对公业务比较, 个人银行业务所需投入较多, 但银行从中获得的收益率也较高; 第二近年来公司大力发展大零售业务, 探索和创新小微企业金融服务, 加大小微企业金融服务团队, 导致公司业务及管理费用不断增长。



**图43: 宁波银行业务成本费用增长较快**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司人员扩张也带来了零售客户增长以及个人客户 AUM 总资产增长。2019 年个人客户 AUM 资产总量为 4,378 亿, 较 2018 年年末增加 800 亿; 私人银行客户数量为 5,394 户, 较 2018 年增加 1,611 户。公司人均创收、人均创利都在稳步增长。

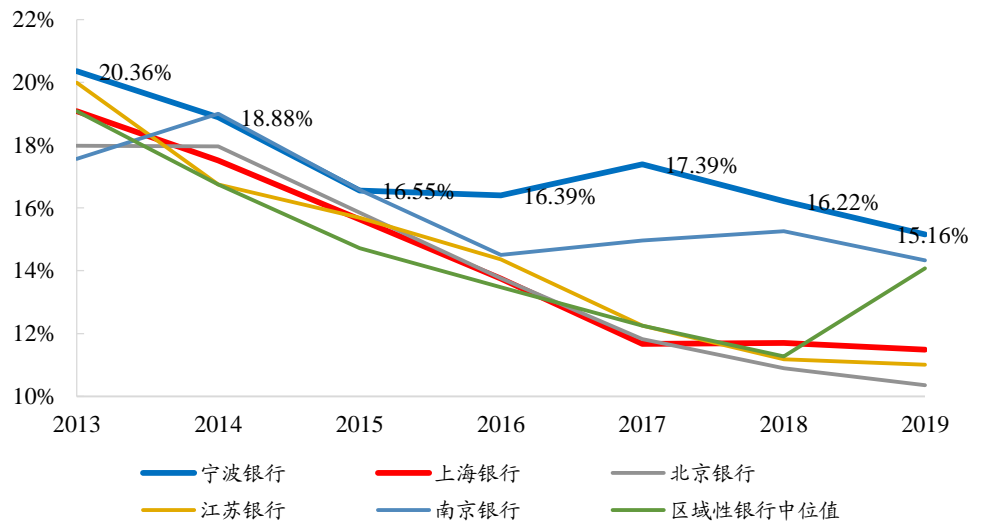
**图44: 宁波银行人均创收、人均创利在稳步增长**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 5、ROE 保持高位

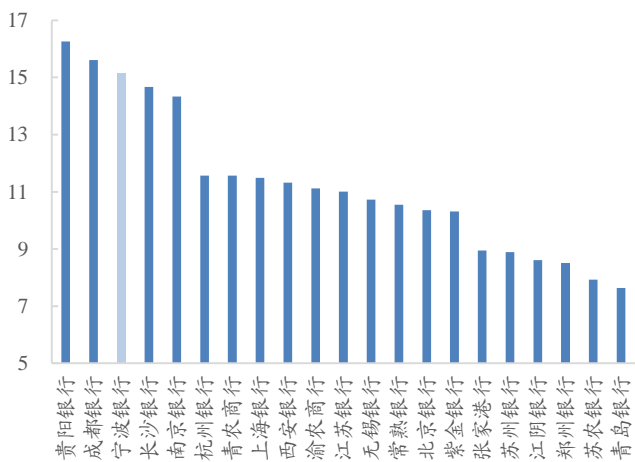
公司 ROE 多年保持高位, 2013 年公司 ROE 高达 20.36%, 随着银行宏观环境变化, 公司 ROE 有所下降, 但依旧位于区域性银行前列。在所有上市银行中, 公司 ROE 表现依旧亮眼。公司 ROE 增长得益于公司贷款结构调整带来的净利润的快速增长。

图45: 公司 ROE 为区域性银行前列



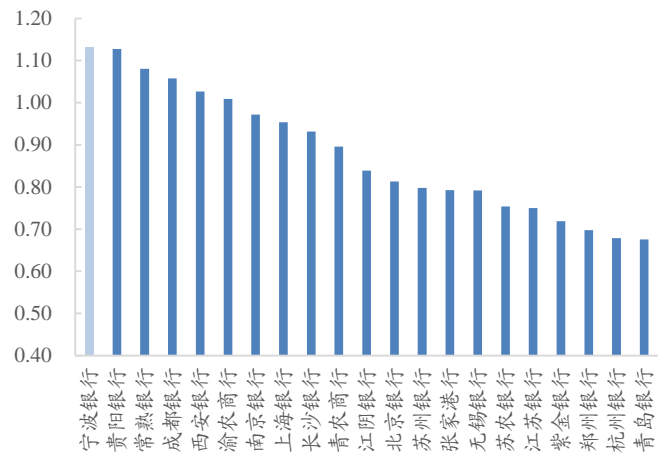
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图46: 宁波银行 ROE 为上市银行前列 (%)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

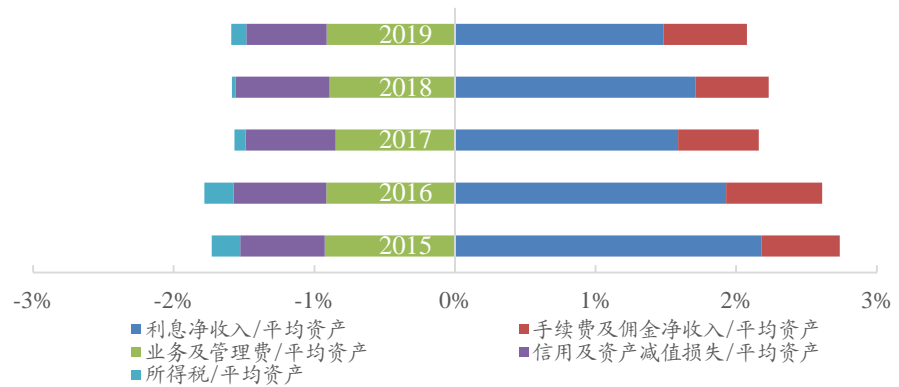
图47: 宁波银行 2019 年 ROA 表现亮眼 (%)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司 ROA 之前并不突出, 但 2019 年开始有所好转。公司 ROA 一直位于上市银行 ROA 之首。公司 ROA 在 2012 年到 2016 持续下滑, 主要公司总资产增长率要高于净利润增长率——该时期公司通过发行债券、优先股等方式快速补充总资产。通过对 ROE 各分项贡献的分析, 可以看出利息净收入的占比在逐渐下降, 手续费占比在显著提升, 这是由于公司在进行结构调整, 逐渐转型。

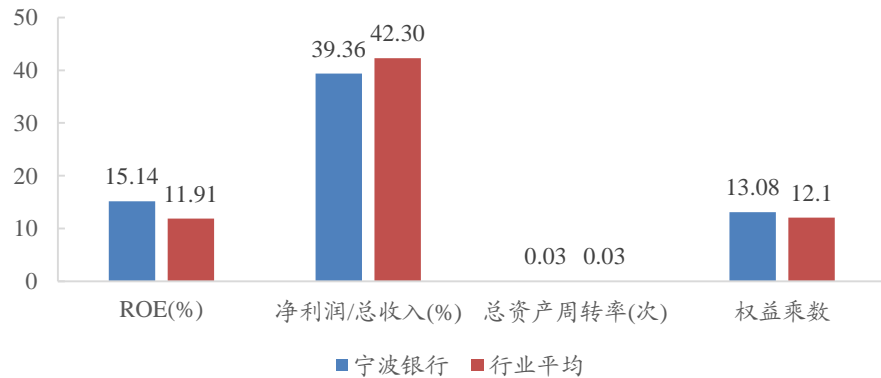
图48: 宁波银行 ROE 各分项贡献



资料来源: wind, 新时代证券研究所

与同行业对比拆解 ROE, 大部分也显著高于同业 (此处行业平均是根据城商行加农商行的平均值算出), 但 2019 年净利润/总收入这一指标略低于行业。

图49: 拆解 ROE 与同行业对比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

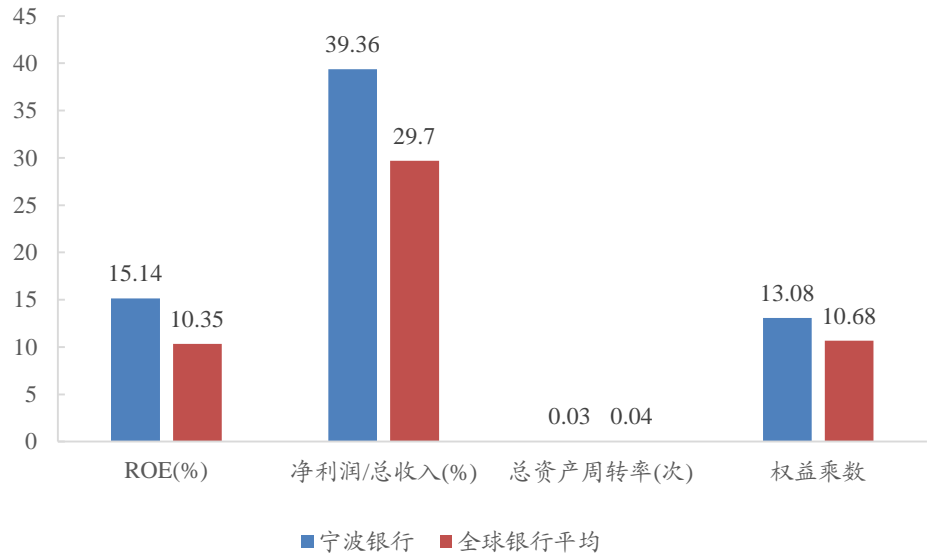
表7: 区域性银行参数比较

证券简称	净利润(百万)	营业利润率(%)				总资产周转率(次)				ROE(%)	ROA(%)
		2020Q1	2019	2018	2017	2020Q1	2019	2018	2017		
宁波银行	13,714.24	--	43.91	57.05	58.87	--	0.03	0.02	0.02	15.14	1.13
平均值	11,199.11	49.75	43.27	63.88	63.64	0.01	0.02	0.02	0.02	12.93	0.90
北京银行	21,441.00	84.67	40.51	62.58	63.88	0.01	0.02	0.02	0.02	10.73	0.81
上海银行	20,297.59	43.56	45.07	73.65	63.89	0.01	0.02	0.02	0.01	12.01	0.95
江苏银行	14,618.61	36.44	35.28	66.12	69.78	0.01	0.02	0.02	0.02	11.45	0.73
南京银行	12,453.48	44.82	46.55	55.86	60.75	0.01	0.02	0.02	0.02	15.12	0.96
渝农商行	9,759.89	74.00	63.90	68.71	65.25	0.01	0.02	0.03	0.03	12.28	0.99
杭州银行	6,602.12	38.98	34.43	61.70	64.27	0.01	0.02	0.02	0.02	12.12	0.68
成都银行	5,550.90	45.84	49.40	69.35	64.10	0.01	0.02	0.02	0.02	16.63	1.06
长沙银行	5,080.25	40.85	38.39	63.68	65.77	0.01	0.03	0.03	0.03	14.19	0.90
苏州银行	2,473.01	38.61	35.30	60.09	59.81	0.01	0.03	0.03	0.02	9.63	0.76

资料来源: wind, 新时代证券研究所

通过与海外银行的总体对比及个别对标银行，可以看出宁波银行 ROE 及各项细分数据在国际上依然处于不错的位置。但是需要注意的是，一般使用的全球指标为加权后的平均，但 Wind 数据中加权平均 ROE 数据较少，故这里统计时用了普通平均值。

**图50: 对比全球银行业均值**



资料来源: wind, 新时代证券研究所

\*\*此处全球银行业数据为 2018 年统计数据。

**表8: 2019 年海外对标公司对比图**

	权益净利率 (ROE)(%)	销售净利率(%)	资产周转率(次)	权益乘数
宁波银行	15.14	39.60	0.03	13.08
美国银行(BOA)	10.61	31.29	0.04	9.19
富国银行(Wells Fargo)	10.45	25.20	0.04	10.25
摩根大通(JP Morgan)	13.94	33.11	0.04	10.28
PNC 金融服务	10.89	31.77	0.04	8.32
硅谷银行	17.57	39.48	0.05	10.72
第一夏威夷银行	10.77	37.81	0.04	7.63

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 6、盈利预测及分析建议

我们认为受到疫情影响，存贷款利率差在 2020 年有进一步下滑风险，但随着公司贷款规模扩大、结构优化，净利息收入依旧能有所增长。由于公司从 2014 年大力发展大零售业务，在 2019 年已有较好的客户积累。而中小微企业在 2020 年会有较大的贷款需求，央行政策上也亦对该部分企业有所倾斜。因此预测，公司在 2020 年发放贷款及垫资规模会有所扩大，虽受到存贷款利率差影响，但公司的净利息收入将保持增长态势。

**表9: 宁波银行存贷款预测**

单位(百万)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
吸收存款	565,253	646,721	779,224	896,108	1,030,524
发放贷款	332,199	411,592	510,038	547,691	624,368
净利息收入	16,389	19,120	19,564	19,840	20,093
存款平均付息率	1.71%	1.80%	1.88%	1.97%	1.89%
贷款平均收息率	5.43%	5.78%	6.05%	5.23%	5.29%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

我们认为当下代理类业务依旧存在巨大空间。随着居民人均收入水平的提高,以及市场理财产品品种规范化、多样化,理财观念深入人心。公司有望发挥区域优势,把握居民理财诉求,大力发展轻资本业务,提高中间业务收入水平。

**表10: 宁波银行中间业务收入预测**

单位(百万)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
代理类业务收入	3,795	3,344	4,383	4,821	5,030
代理类业务收入增长率	8.33%	-11.87%	31.07%	10.00%	10.00%
手续费及佣金净收入	5,896	5,794	7,784	8,951	9,846
手续费及佣金净收入增长率	6.43%	-1.72%	34.34%	15.00%	10.00%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

我们认为公司随着公司贷款规模扩大,公司资产规模也随之增加,贷款占总资产比重也逐步提升,公司资产结构得到进一步的优化。公司负债端,随着央行货币端放松,公司付息负债成本有望下调。

**表11: 宁波银行生息资产、付息负债情况**

单位(百万)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
生息资产	879,910	940,067	1,267,945	1,394,739	1,534,213
付息负债	912,527	984,604	1,167,835	1,295,127	1,452,960
生息资产平均收益率	4.52%	4.67%	4.72%	4.96%	5.35%
付息负债平均成本率	2.35%	2.47%	2.31%	2.42%	2.80%
总资产	1,032,042	1,116,423	1,317,717	1,478,515	1,652,047
贷款/总资产	32.19%	36.87%	38.71%	37.04%	37.79%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 7、公司分析与估值

### 7.1、绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型估值,以未来的三年作为高速增长期,而后十年作为过渡增长期,此后作为永续增长期。设定估值的假设条件为:

1、假设市场无风险利率为 3.35%,由过去一年的 10 年国开债利率均值得出;风险溢价为 4.60%,数据来源于过去三年年沪深 300 市盈率;β 值为 1.30,采用回归法,将过去三年的宁波银行的 β 值回归,求出长期 β 系数均回归值。由以上数据算出权益资本成本为 9.33%。

2、长期利润增长率:宁波银行近几年净利润呈高速增长的态势,近三年增长率维持在 20%左右。因此,我们预测,在短期的高速增长阶段,增长率为 16%,过

渡阶段为 12.75%，永续期增长率可能有所下降，我们预测为 8.50%。

3、假设短期股利分红率为 20%，根据过去几年股利分红的数值取均值得出；过渡增长期和永续期的支付率随净利润的高速增长可能会有所下降，我们预测的数值为 15%。

4、由于宁波银行一直保持在城商行中的竞争优势，未来净利润可观。我们假定短期的 ROE 为 20%，过渡期为 15%，永续期的水平为 10%。永续期 ROE 较短期较低的原因主要是长期以来银行业的整体估值偏低，且与其通常低于我国名义 GDP 的增速有关。

5、由于永续增长率和折现率对预测结果的影响较大，因此我们用这两个因素来做敏感性分析。

按照以上主要假设条件，采用绝对估值法敏感性分析得出的股价公允价值为 31-33 元/股，对应 PB 为 2-2.3 倍。

**表12: 关键性假设**

关键性假设	数值
长期增长率	8.50%
无风险利率	3.35%
$\beta$ (levered)	1.30
市场风险溢价	4.60%
COE	9.33%

资料来源：wind，新时代证券研究所

**表13: 各阶段预测值**

	详细预测期 (2020E-2022E)	过渡增长期 (2023E-2033E)	永续增长期 (2034E—)
<b>净息差</b>	<b>1.90%</b>	<b>1.85%</b>	<b>1.85%</b>
生息资产/总资产	67.07%	63.10%	56.41%
贷款总额/生息资产	56.55%	34.53%	34.08%
净非利息收入/营业收入	46.21%	47.58%	46.53%
成本收入比(含营业税)	34.50%	34.50%	34.50%
PPOP ROAA	1.55%	1.46%	1.28%
<b>信用成本</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>
有效税率	23.00%	23.00%	23.00%
<b>ROAA</b>	<b>1.00%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.20%</b>
权益乘数	14.00	13.00	12.00
<b>ROAE</b>	<b>20.00%</b>	<b>15.00%</b>	<b>10.00%</b>
股利支付率	20.00%	15.00%	15.00%
增长率 g	14.0%	12.0%	8.2%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表14: 敏感性分析

		折现率				
		8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
永续增长 率	7.0%	25.18	18.51	14.70	12.22	10.49
	7.5%	37.64	23.84	17.56	13.97	11.64
	8.0%	87.89	35.58	22.58	16.67	13.28
	8.5%	-157.41	82.90	33.64	21.40	15.83
	9.0%	-36.59	-148.14	78.23	31.82	20.28
	9.5%	-19.04	-34.34	-139.45	73.84	30.11
	10.0%	-12.00	-17.81	-32.24	-131.30	69.72

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 7.2、相对估值

宁波银行是区域性银行中的佼佼者,其资产质量、风控水平,业务构成各方面均非常优秀。从前述分析可以看出,宁波银行无疑是发展前景较好的城商行,这与其特别注重前瞻性研究和布局,保证战略引领有着很大的关系。从2008年到2019年,宁波银行先后进行了四轮的三年期战略规划,分阶段、有步骤地引导宁波银行构建自身核心竞争力,实现稳步发展。因此,未来宁波银行将依然保持高PE。我们预测,2020年宁波银行的PE合理区间在11.5-14之间,PB在2-2.4倍之间,对应合理股价区间为31.50-33元。

表15: 各银行盈利比较

名称	代码	最新收盘价(元)	净利润同比增长率(%)			市盈率 PE			市净率 PB		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
区域性银行平均	-		12.41	12.03	12.92	7.31	6.22	5.49	0.84	0.79	0.70
宁波银行	002142.SZ	25.36	24.53	24.47	20.00	10.16	9.35	7.86	1.67	1.67	1.42
杭州银行	600926.SH	8.78	21.99	15.57	17.14	7.73	6.69	5.71	0.92	0.90	0.84
成都银行	601838.SH	7.73	19.17	16.01	15.16	5.04	4.34	3.77	0.76	0.74	0.7
南京银行	601009.SH	7.59	12.47	12.37	13.90	6.13	5.43	4.76	0.94	0.87	0.79
长沙银行	601577.SH	7.63	8.63	13.00	13.58	5.20	4.60	4.05	0.73	0.70	0.64
江苏银行	600919.SH	5.85	8.61	8.46	10.64	4.70	4.33	3.92	0.60	0.58	0.55
渝农商行	601077.SH	4.81	7.75	12.38	9.96	5.70	5.07	4.61	0.61	0.57	0.51
北京银行	601169.SH	4.83	7.19	6.35	7.08	4.81	4.52	4.23	0.52	0.50	0.48
苏州银行	002966.SZ	8.33	3.61	8.09	11.75	11.46	10.60	9.49	1.01	0.95	0.83
上海银行	601229.SH	8	—	10.93	11.19	6.31	5.07	4.56	0.70	0.64	0.54

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 7.3、股价驱动因素

长期股价催化剂: 中国长期的经济结构发展,金融市场的进一步完善,以及工行致力的经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂: 较强的风控能力和比较低的风险指标。

## 8、风险提示

经营风险：业务转型带来的风险以及不良贷款率异常升高等。

政策风险：供给侧改革后，我国对银行业监管政策趋严，限制了同业业务为代表的多项增加银行收入的业务发展。

市场风险：中国经济受疫情影响的经济下行的风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒使机构暂停营业。



### 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	411,592	510,038	547,691	624,368	653,363	<b>每股指标</b>					
贷款减值准备	(17,495)	(21,112)	(23,224)	(27,868)	(33,442)	PE	11.52	10.16	9.35	7.86	6.35
债券投资	410,580	248,892	273,781	301,159	331,275	PB	2.02	1.67	1.58	1.56	1.51
存放央行	88,457	93,556	93,556	102,911	113,202	EPS	2.15	2.44	2.65	3.15	3.90
同业资产	15,373	36,264	38,350	49,139	52,936	BVPS	12.28	14.80	15.64	15.88	16.37
<b>资产总额</b>	<b>1,116,423</b>	<b>1,317,717</b>	<b>1,478,515</b>	<b>1,652,047</b>	<b>1,826,924</b>	每股拨备前利润	3.56	4.02	4.13	4.33	4.41
吸收存款	646,721	779,224	896,108	1,030,524	1,185,103	<b>驱动性分析</b>					
同业负债	117,589	164,844	164,844	164,844	164,844	生息资产增长	6.83%	34.88%	10.00%	10.00%	8.00%
发行债券	208,437	212,886	234,174	257,592	257,592	贷款增长	19.48%	23.92%	7.38%	14.00%	4.64%
<b>负债总额</b>	<b>1,035,193</b>	<b>1,216,981</b>	<b>1,363,291</b>	<b>1,529,432</b>	<b>1,691,658</b>	存款增长	14.33%	20.49%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>股东权益</b>	<b>81,230</b>	<b>100,735</b>	<b>115,224</b>	<b>122,615</b>	<b>135,267</b>	净手续费收入/营业收入	20.13%	22.22%	22.22%	21.25%	20.33%
						成本收入比	34.62%	34.36%	34.36%	35.00%	35.00%
						实际所得税税率	3.68%	9.37%	6.00%	6.00%	6.00%
<b>利润表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>盈利及杜邦分析</b>					
净利息收入	19,120	19,564	19,840	20,093	20,325	净利息收入	1.71%	1.61%	1.41%	1.27%	1.16%
净手续费收入	5,794	7,784	8,951	9,846	10,831	净非利息收入	0.87%	1.27%	1.19%	1.05%	0.96%
其他非息收入	4,016	7,733	9,280	10,208	11,229	营业收入	14.28%	21.26%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>营业收入</b>	<b>28,930</b>	<b>35,081</b>	<b>40,343</b>	<b>46,395</b>	<b>53,354</b>	营业支出	0.91%	1.01%	0.93%	0.85%	0.80%
税金及附加	(200)	(257)	(426)	(491)	(523)	拨备前利润	14.09%	21.96%	13.00%	10.00%	10.00%
业务及管理费	(9,964)	(12,038)	(13,101)	(13,546)	(14,019)	资产减值损失	0.65%	0.61%	0.58%	0.51%	0.45%
营业外净收入	(48)	(72)	(72)	(50)	(50)	税前利润	13.13%	32.35%	15.00%	15.00%	15.00%
拨备前利润	18,559	22,634	25,576	28,134	30,947	税收	0.69%	0.73%	1.03%	1.03%	0.96%
资产及信用减值损失	(7,207)	(7,461)	(8,076)	(8,009)	(7,803)	ROAA	1.01%	1.13%	1.17%	1.20%	1.24%
<b>税前利润</b>	<b>11,498</b>	<b>15,218</b>	<b>17,500</b>	<b>20,215</b>	<b>23,144</b>	ROAE	16.21%	15.16%	15.23%	15.91%	16.87%
<b>税后利润</b>	<b>11,221</b>	<b>13,791</b>	<b>16,450</b>	<b>18,918</b>	<b>21,775</b>	<b>业绩年增长率</b>					
<b>归属母行净利润</b>	<b>11,186</b>	<b>13,714</b>	<b>16,121</b>	<b>18,539</b>	<b>21,538</b>	净利息收入	16.67%	2.32%	1.41%	1.27%	1.16%
<b>资本</b>						净手续费收入	-1.79%	34.34%	15.00%	10.00%	10.00%
核心一级资本充足率	9.16%	9.62%	10.00%	10.00%	11.00%	营业收入	13.73%	21.26%	15.00%	15.00%	15.00%
一级资本充足率	11.22%	11.30%	12.00%	12.00%	13.00%	拨备前利润	14.09%	21.96%	15.00%	10.00%	10.00%
资本充足率	14.86%	15.57%	17.00%	18.00%	18.00%	归属母行净利润	19.85%	22.05%	17.55%	15.00%	16.17%
风险加权系数	64.34%	67.18%	67.18%	68.00%	70.00%						

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**郑嘉伟**，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b> 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>