

买入（首次覆盖）

宁波银行（002142）：专业经营夯实比较优势

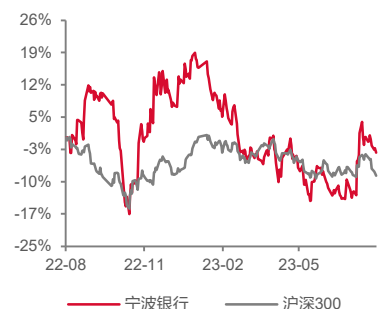
——公司深度报告

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2023/08/18
收盘价	27.35
总股本(万股)	660,359
流通A股/B股(万股)	652,344/0
资产负债率(%)	93.06%
市净率(倍)	1.16
净资产收益率(加权)	16.90%
12个月内最高/最低价	34.16/23.13



投资要点：

核心观点：结合行业趋势与公司经营策略，我们复盘了近年公司资产负债结构与平均利率，轻资本业务以及资产质量的变迁。我们认为，经营环境下行过程中，公司充分发挥专业经营核心竞争力，夯实了资产负债管理、多元化利润中心及风险控制方面的比较优势。

- 贷款端，公司以民营企业、小微企业、制造业和进出口企业为基础客群，重点培育优质客群解决资金缺口，贷款平均收益率高于同行平均水平。存款端，公司坚持“以客户为中心”经营理念，不断提升存款质量，作为核心的对公存款基础扎实、粘性强，平均成本率低于同行平均水平。存贷端双重定价优势下，公司净利差明显高于城商行平均水平。2020年以来，受利率环境及自身资产结构调整影响，公司资产端平均收益率承压。在此背景下，公司主动加强质量管理，促进优质存款稳定沉，成本控制效果明显好于行业。
- 债权投资端，近年公司利率债券与企业债券投资占比明显上升，非标投资占比明显下降。这一优化一方面体现近年金融监管趋势的影响，另一方面体现公司投资端风险偏好下降。受市场环境及结构优化影响，债权类投资平均利息收益率下降幅度大于贷款端。
- 交易端，公司发挥专业优势，以较高比例的交易性金融资产创造稳健投资收益，进而反哺营业收入并规避信用风险，体现其专业优势与安全理念的结合。2020-2022年，公司投资收益增速明显快于同行，其中，基金投资为主的交易性金融资产发挥压舱石作用。近年来，公司交易性金融资产保持快速增长的同时，投资收益率保持稳健。
- 轻资本业务方面，受益于投资银行业务传统优势与财富管理业务的快速发展，公司手续费及佣金净收入占营业收入比重明显高于城商行平均水平。其中，财富管理业务是近年转型发展的重要战略方向，公司秉承“用专业创造价值”的经营理念，持续强化专业服务能力，夯实财富管理业务可持续发展基础，升级公司产品体系和客户经营能力。近年公司财富管理客户基础快速扩大，代客理财、代理基金、代理保险业务收入实现快速增长。
- 资产质量方面，公司贷款主要分布在浙江、江苏、上海、北京、广东，其中浙江和江苏占比分别为64.33%与22.60%，发达区域经济奠定公司资产质量基本盘。在风险管理方面，公司坚持“控制风险就是减少成本”的风控理念，将守住风险底线作为最根本的经营目标。受益于区域经济与风控能力，公司资产质量长期保持领先地位。动态来看，近年公司不良贷款池周转率较高，意味着不良资产确认与处置较为充分，信用风险出清较好。
- 预计公司2023-2025年营业收入分别为636.48、705.46、794亿元，对应同比增速为9.97%、10.84%、12.55%；归母净利润分别为272.16、315.25、365.12亿元，对应同比增速为17.94%、15.83%、15.82%，期末归属于普通股股东的每股净资产分别为26.56、30.24与34.54元，8月18日收盘价27.35元对应的PB为1.03、0.90、0.79倍。凭借优良的区域经济基础及突出的专业经营能力，公司经营业绩有望保持行业领先地位，当前公司相对估值处于2015年以来的低位，首次覆盖，给予“买入”投资评级。
- 风险提示：非对称降息致净息差大幅收窄；区域经济明显转弱及重点领域风险暴露。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	578.79	636.48	705.46	794.00
同比增速	9.67%	9.97%	10.84%	12.55%
归母净利润 (亿元)	230.75	272.16	315.25	365.12
同比增速	18.05%	17.94%	15.83%	15.82%
净息差 (测算值)	2.02%	1.97%	1.96%	1.99%
不良贷款率	0.75%	0.76%	0.76%	0.74%
不良贷款拨备覆盖率	504.90%	500.43%	492.83%	495.16%
ROE	14.56%	15.15%	15.34%	15.62%
每股盈利 (元)	3.49	4.12	4.77	5.53
PE (倍)	7.83	6.64	5.73	4.95
普通股股东每股净资产 (元)	23.14	26.56	30.24	34.54
PB (倍)	1.18	1.03	0.90	0.79

资料来源：公司公告、东海证券研究所；注：估值对应 8 月 18 日收盘价 27.35 元。

正文目录

1. 差异化业务模式赋予净利差相对优势	5
2. 资产端配置优化，收益率随市场下降	5
2.1. 资产收益率下行反映市场变化与配置优化	5
2.2. 政策影响下，贷款收益率随市下行	7
2.3. 债权投资向利率债倾斜.....	8
3. 强化负债质量管理，存款成本控制效果较好	9
3.1. 市场利率带动负债成本下降.....	9
3.2. 客户基础与专业优势凸显，存款质量管理效果良好	10
3.3. 主动负债成本率随市场下降.....	12
4. 发挥投研专业优势，以稳健投资收益反哺收入	13
5. 轻资本业务多元化发展成效良好	14
5.1. 多点发力，手续费及佣金收入占比较高.....	14
5.2. 财富管理业务发展迅速.....	15
6. 审慎风险管理夯实资产质量优势	16
6.1. 资产质量处于行业前列.....	16
6.2. 动态指标指向风险出清较彻底.....	17
7. 盈利预测与投资建议	18
7.1. 盈利预测	18
7.2. 投资建议	20
8. 风险提示	21

图表目录

图 1 宁波银行净利差较保持相对优势.....	5
图 2 2020 年以来，宁波银行总资产增速明显快于行业	6
图 3 2018 年以来，宁波银行贷款占总资产比重逐步提升.....	6
图 4 2022 年，宁波银行资产平均收益率下降较为明显	7
图 5 2020 年以来，宁波银行贷款平均收益率随行业趋势下降，2022 年降幅略高于行业	7
图 6 2020 年以来，宁波银行企业贷款与个人贷款平均收益率随行业趋势下降	8
图 7 公司债权类投资底层资产中利率债占比提升，资管计划占比下降	8
图 8 2020 年以来，宁波银行债权类投资利息收益率下行较多	9
图 9 与资产端相匹配，2020-2022 年宁波银行负债规模增速快于行业	9
图 10 2020 年以来，宁波银行负债成本率随城商行趋势下降	10
图 11 宁波银行存款增速快于行业	10
图 12 2020 年以来，宁波银行存款成本率改善幅度好于银行业	11
图 13 存款重定价日分布指向宁波银行存款定期化程度上升，与行业趋势一致	11
图 14 2021-2022 年，宁波银行保证金存款占比上升幅度较大	12
图 15 2020-2022 年宁波银行对公存款成本率改善明显	12
图 16 2020-2021 年大额长期债券到期后，应付债券成本率降至同行水平	13
图 17 2020-2022 宁波银行广义投资收益年均复合增速快于同行	13
图 18 由于交易性金融资产占比较高，宁波银行净息差低于净利差	14
图 19 宁波银行手续费及佣金净收入占总收入的比重明显高于城商行整体水平	15
图 20 宁波银行代理类业务收入规模较大，主要由财富管理与投资银行业务贡献	15
图 21 财富管理客户基础与业务规模快速增长	16
图 22 2019-2021 年，宁波银行个人业务手续费及佣金收入快速增长	16
图 23 宁波银行不良贷款率极低，长期保持业内领先水平	17
图 24 宁波银行不良贷款拨备覆盖率保持行业领先水平	17
图 25 2020-2022 年，宁波银行关注类贷款迁徙率明显高于同行	18
图 26 较高的不良毛生成率与核销比例体现公司审慎的不良确认与处置政策	18
图 27 宁波银行相对估值长期享有溢价	21
图 28 宁波银行相对估值处于 2015 年以来低位	21
表 1 2020-2022 年，宁波银行交易性金融资产年收益率稳健	14
表 2 可比公司估值表	20
附录 1：三大报表预测值	22
附录 2：盈利预测敏感性测试	23

1. 差异化业务模式赋予净利差相对优势

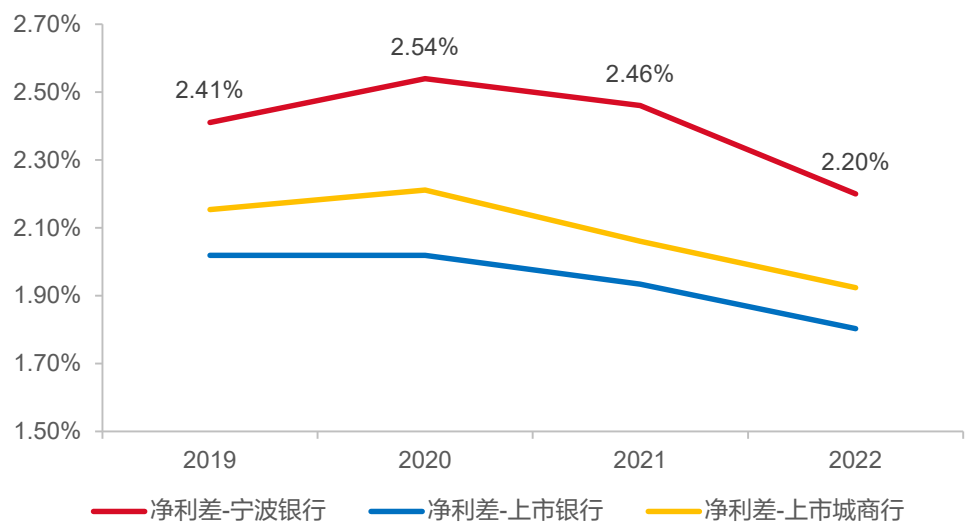
公司坚持“大银行做不好，小银行做不了”的经营策略，以专业创造价值，致力于打造一家具备核心竞争力、在细分市场上具备比较优势的商业银行。长期以来，公司管理层稳定、战略执行力强。在管理层的带领下，宁波银行逐步形成完善的公司治理与较强的专业经营能力，在区域市场与中小客户服务方面持续积累比较优势，形成较强市场竞争力。

在区域市场，公司本着“区域市场，协同发展”的发展战略，深耕区域经营，根据经营区域的客户特点，积极适应市场变化，及时优化业务策略。在中小客户服务方面，公司以“支持实体，服务中小”为经营宗旨，从客户视角，持续完善产品、优化流程、提升服务，争取在各个业务触点都能为客户提供优质金融服务，不断加大中小企业转型升级的支持力度。

公司产品与服务能够精准满足中小客户需求，口碑良好。受益于此，公司贷存端拥有较强定价主动权。贷款端，公司以民营企业、小微企业、制造业和进出口企业为基础客群，重点培育优质客群解决资金缺口，平均收益率高于同行平均水平，奠定资产端收益率相对优势基础。存款端，公司以服务提升存款质量，作为核心的对公存款基础扎实、粘性强，平均成本率低于同行平均水平，奠定负债端成本率相对优势基础。

资产与负债端双重优势下，宁波银行净利差水平高于同行。2020 年以来，受市场环境及货币政策影响，银行业利差趋于收窄。在此背景下，公司充分发挥专业经营优势，采取多种措施加强资产负债管理，净利差依然保持较强较大相对优势。至 2022 年，宁波银行净利差为 2.20%，较上市银行值高 40bp，较上市城商行高 28bp。

图1 宁波银行净利差较保持相对优势



资料来源：各公司年度报告，iFinD，东海证券研究所

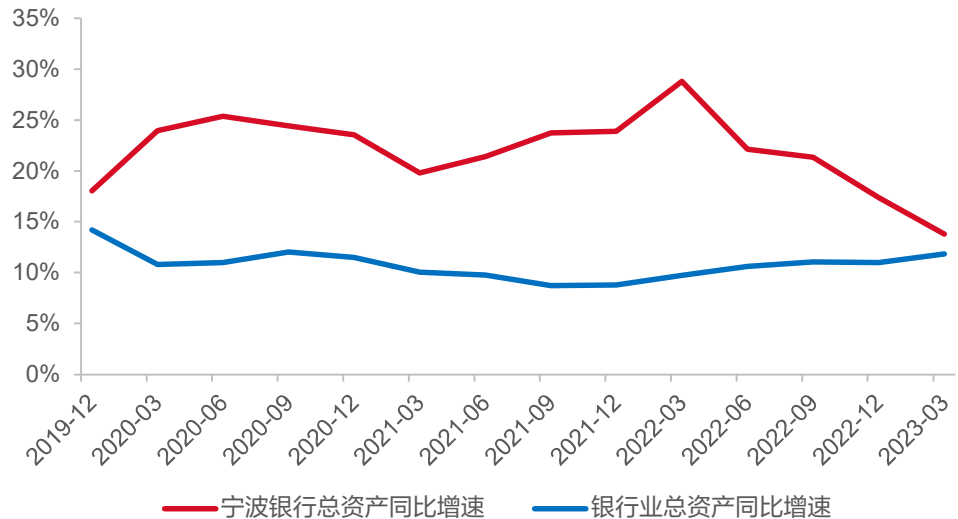
注：(1) 上市银行与上市城商行净利差为生息资产平均收益率加权平均值（权重为生息资产平均余额）与计息负债平均成本率加权平均值（权重为计息负债平均余额）之差。北京银行、江苏银行、杭州银行、厦门银行、江阴银行等 5 家银行由于 iFinD 数据不全未纳入上市银行与城商行样本，下同。(2) 2020 年会计准则执行更规范，银行普遍将信用卡分期收入由手续费调整至利息收入，本报告统计未作追溯处理，因此 2019 年净利差口径与 2020 年之后存在差异。

2. 资产端配置优化，收益率随市场下降

2.1. 资产收益率下行反映市场变化与配置优化

2020 年以来，货币政策较为宽松，银行业资产规模保持较快增长。其中，小微普惠领域、制造业领域贷款因受政策支持力度更大而实现快速增长。公司市场定位与上述领域有较多交集，受益于此，公司资产增速明显快于行业。2020-2022 年，公司总资产年均复合增速为 21.57%，同期银行业总资产年均复合增速为 10.41%。

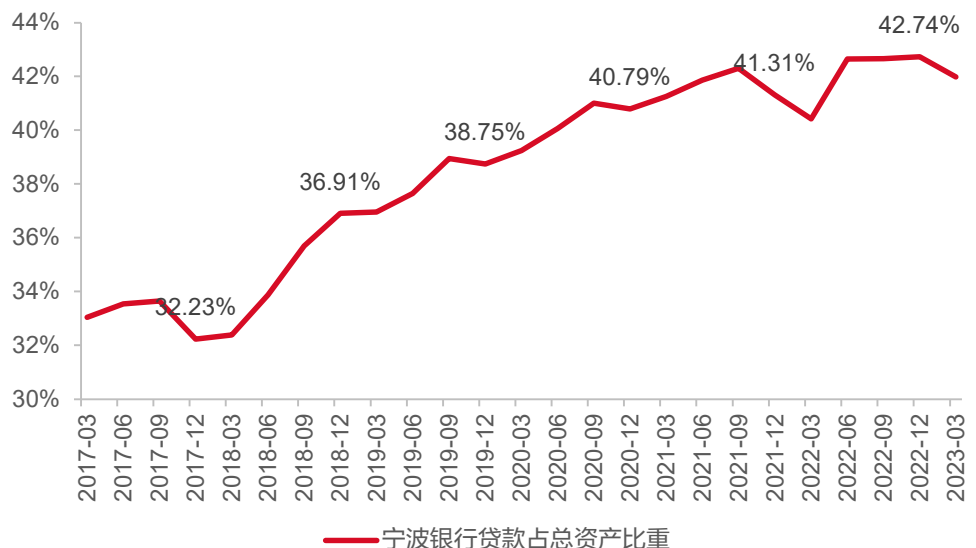
图2 2020 年以来，宁波银行总资产增速明显快于行业



资料来源：宁波各期报告，国家金融监督管理总局，iFinD，东海证券研究所

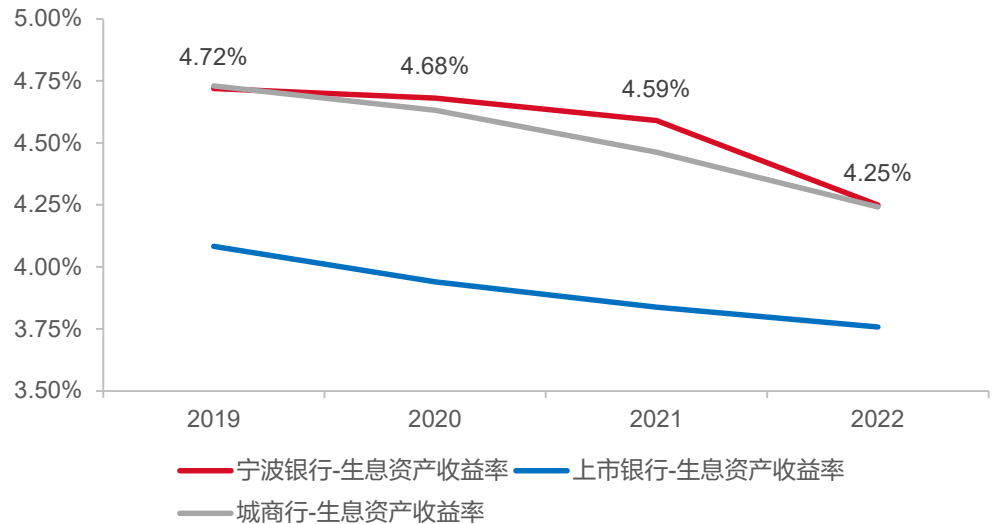
资产结构方面，2017 年以来银行业务“回归本源”趋势明显，贷款占总资产比重明显提升。一方面，影子银行业务在监管引导下稳步压缩，存量非标业务逐步转型为贷款或标准化产品，导致非标投资占比明显下降、贷款占比上升；另一方面，宏观经济压力之下，银行相应监管加大实体经济支持力度，贷款投放力度大于投资端配置力度，也会促进贷款占比提升。在此背景下，宁波银行贷款占比从 32.23%（2017 年末）快速上升至 38.75%（2019 年末），2020-2022 年进一步上升至 42.74%（2022 年末）。

图3 2018 年以来，宁波银行贷款占总资产比重逐步提升



资料来源：宁波银行各期报告，iFinD，东海证券研究所

资产收益率方面，受市场环境及结构优化影响，公司生息资产平均收益率有所下降。2020-2021 年，受益于个人贷款占比提升，资产收益率下降幅度较缓。2022 年资产平均收益率下降较为明显，主要原因在于：贷款端，中小企业贷款及票据贴现利率随市场下降明显；投资端，政府债与同业存单配置力度加大且收益率随市场下降，债权投资收益率降幅较大。

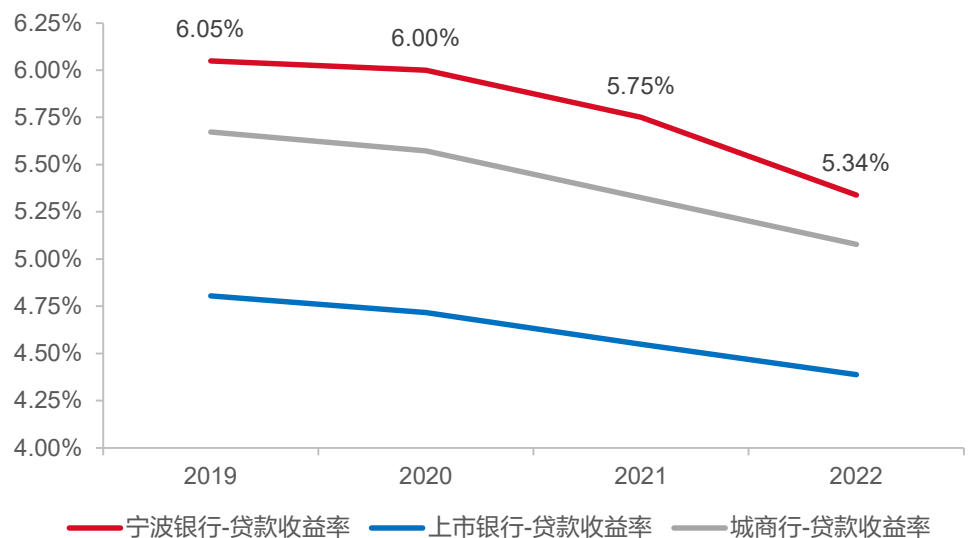
图4 2022年，宁波银行资产平均收益率下降较为明显


资料来源：上市银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

2.2.政策影响下，贷款收益率随市下行

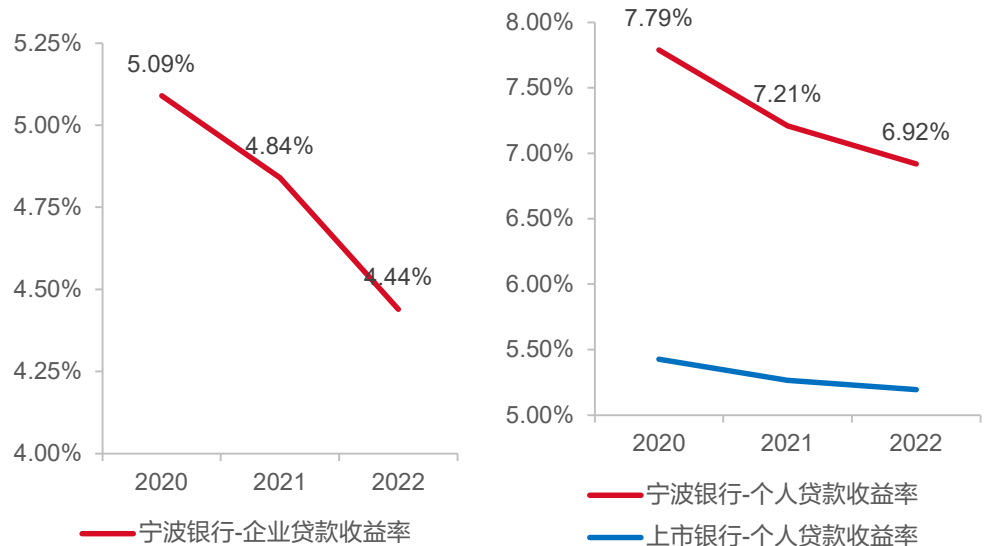
2020-2022年降息环境中银行业贷款收益率逐步下降。其中，区域性银行贷款收益率下降更明显，城商行相对上市银行的利差由87bp收窄至69bp。原因在于：结构性政策对中小微企业支持力度较大，叠加国有银行市场下沉加强行业竞争，导致中小客户融资利率下降明显，而区域性银行中小客户占比更高，故受影响更大。

在此背景下，宁波银行一方面跟随LPR下调贷款利率，另一方面通过免息贷款、普惠贷款补贴等开展让利活动，贷款平均收益率随行业趋势下降。2020年，中长期贷款与个人贷款占比上升幅度较大，贷款收益率下降不明显。2022年，受票据贴现利率下降及普惠小微贷款减息影响¹，公司企业贷款收益率下降幅度较大。

图5 2020年以来，宁波银行贷款平均收益率随行业趋势下降，2022年降幅略高于行业


资料来源：上市银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

¹ 截至2022年末，公司票据贴现余额893.89亿元（同比增长37.27%），占贷款和垫款总额的8.55%，受票据贴现利率下降影响，利息收入同比增长4.51%至27.82亿元。

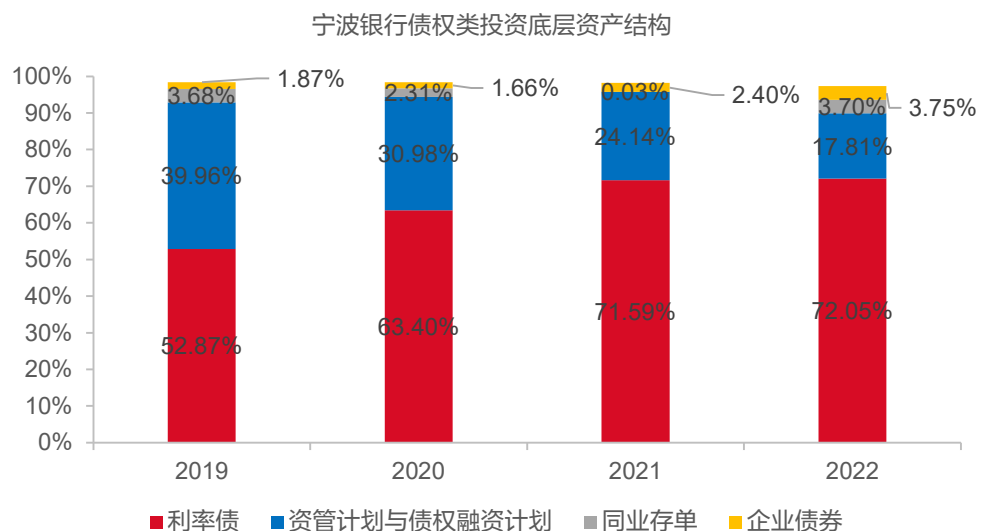
图6 2020年以来，宁波银行企业贷款与个人贷款平均收益率随行业趋势下降


资料来源：上市银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所
 注：宁波银行企业贷款收益率统计口径包含票据贴现

2.3. 债权投资向利率债倾斜

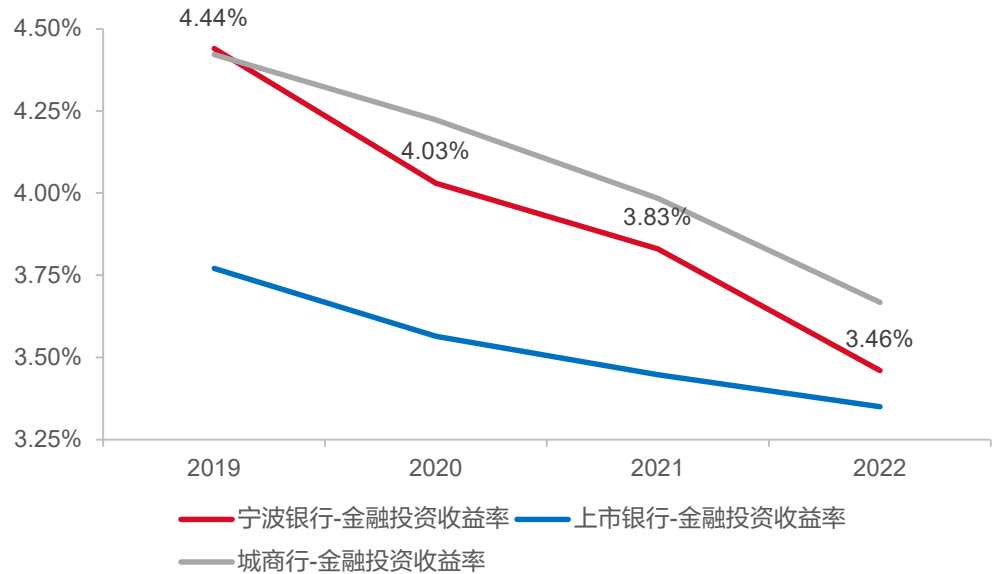
债权类投资端，近年公司利率债券与企业债券投资占比明显上升，非标投资占比明显下降。这一优化一方面体现金融监管影响，另一方面体现公司投资端风险偏好下降。2019-2022年，利率债占债权类投资的比重由 53% 上升至 72%，各类资管计划与债权融资计划占比由 40% 下降至 18%，企业债券占比由 1.87% 上升至 3.75%。

受市场环境及结构优化影响，2019-2022 年，公司债权类投资平均利息收益率由 4.44% 下降至 3.46%，下降幅度大于贷款端。其中，2022 年债权投资利息收益率下降 37bp，一方面是因为债券收益率随市场利率下降，另一方面是因为收益率较低的同业存单占比明显上升。

图7 公司债权类投资底层资产中利率债占比提升，资管计划占比下降


资料来源：宁波银行各年度报告，东海证券研究所

注：（1）本处债权投资类资产统计包括与利息收入相关的债权投资与其他债权投资，不包括交易性金融资产；（2）利率债统计口径包括政府债券与政策性金融债；（3）资管计划统计口径包括资产管理计划、信托管理计划、债权融资计划

图8 2020 年以来，宁波银行债权类投资利息收益率下行较多


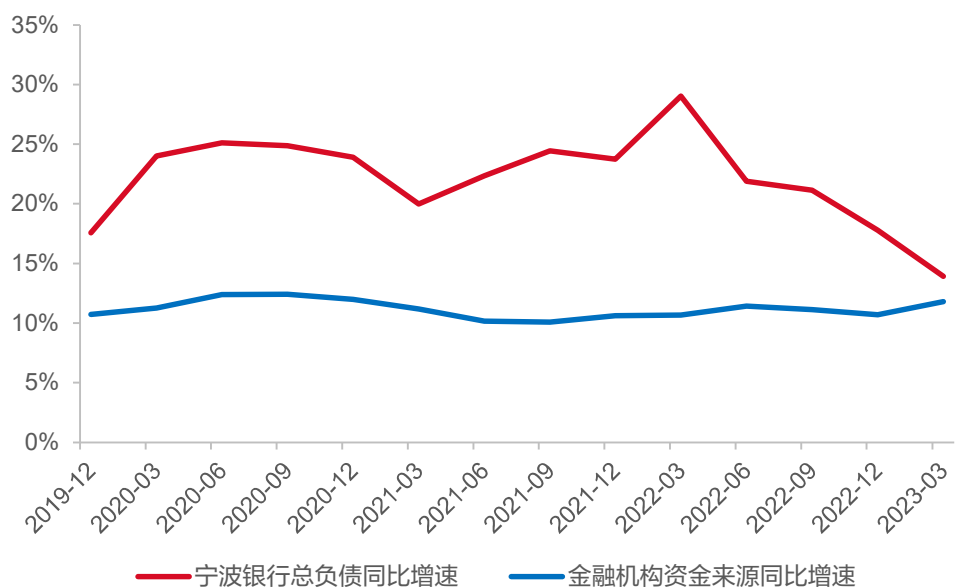
资料来源：上市银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

注：金融投资收益率指债权投资平均利息收益率

3.强化负债质量管理，存款成本控制效果较好

3.1.市场利率带动负债成本下降

2020-2022 年，在较为宽松的货币环境中，行业负债规模与资产匹配，实现较快增长。与资产端快速增长相适应，公司加大存款开拓力度、扩大主动负债规模，总负债规模增速快于行业。2020-2022 年，公司总负债年均复合增速为 21.77%。

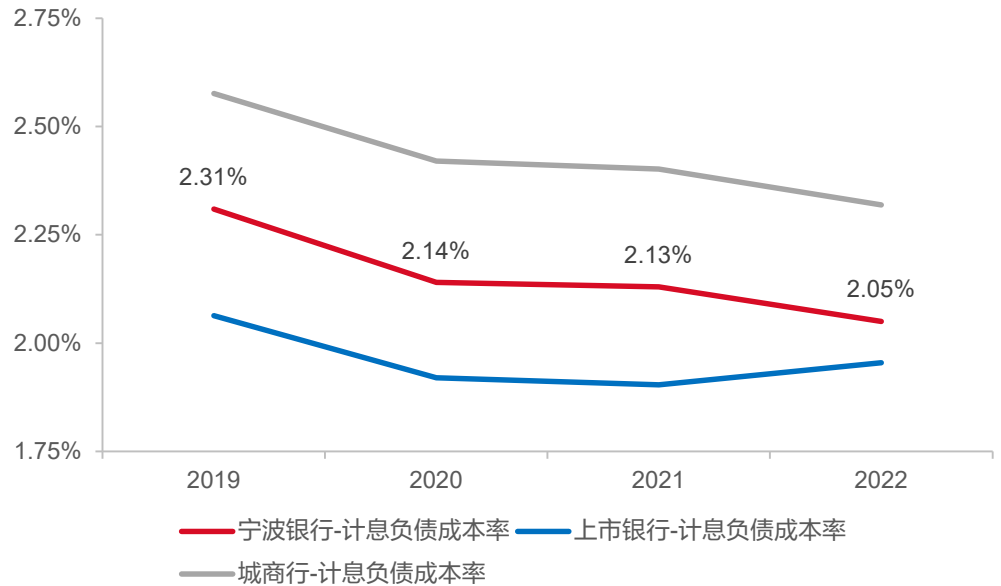
图9 与资产端相匹配，2020-2022 年宁波银行负债规模增速快于行业


资料来源：宁波银行各期报告，人民银行，iFinD，东海证券研究所

2020-2021 年，受益于市场利率下降，上市银行负债成本率在主动负债（包括同业负债与发行金融债券）带动下有所下降。2022 年，上市银行平均负债成本率受行业存款成本影

响有所上升，但由于城商行主动负债占比更高，计息负债成本率仍在主动负债带动下有所下降。以上背景下，宁波银行负债成本率走势基本与城商行一致。

图10 2020 年以来，宁波银行负债成本率随城商行趋势下降

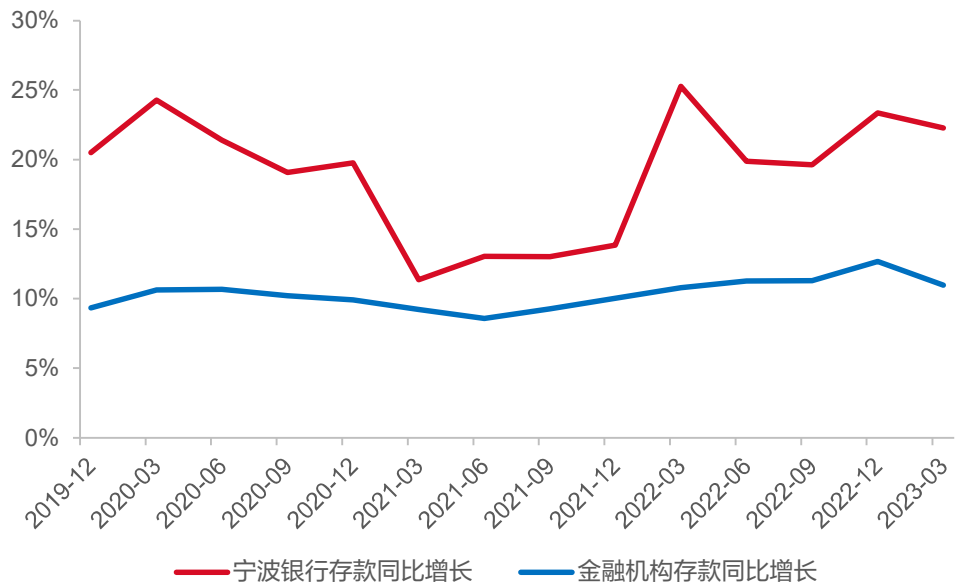


资料来源：上市银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

3.2. 客户基础与专业优势凸显，存款质量管理效果良好

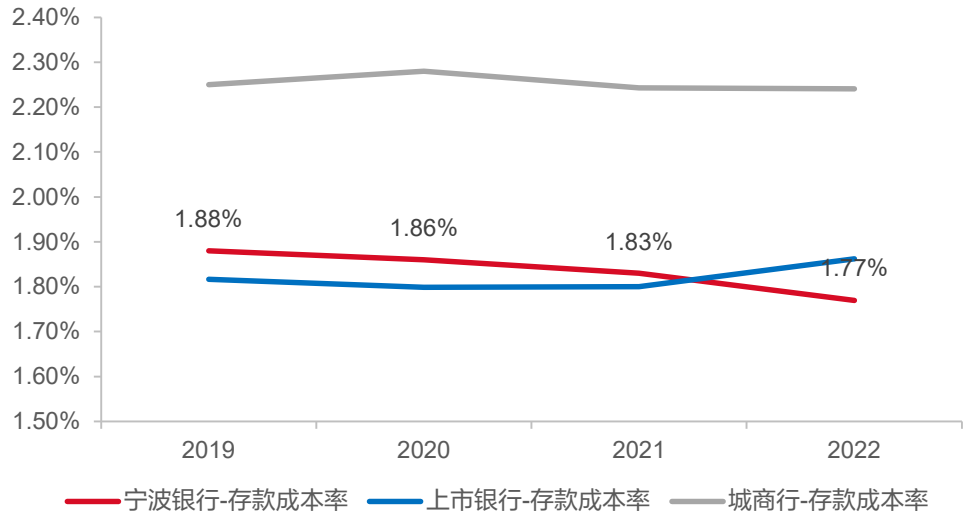
公司近年存款拓展力度较大。一方面，公司按照聚焦市场机会，依托产品生态，紧抓客户账户流和资金流，推动存款多元增长；另一方面，公司坚持“以客户为中心”，扩大客户服务的价值链，促进优质存款稳定沉。2020-2022 年，公司存款规模年均复合增速为 18.92%。

图11 宁波银行存款增速快于行业

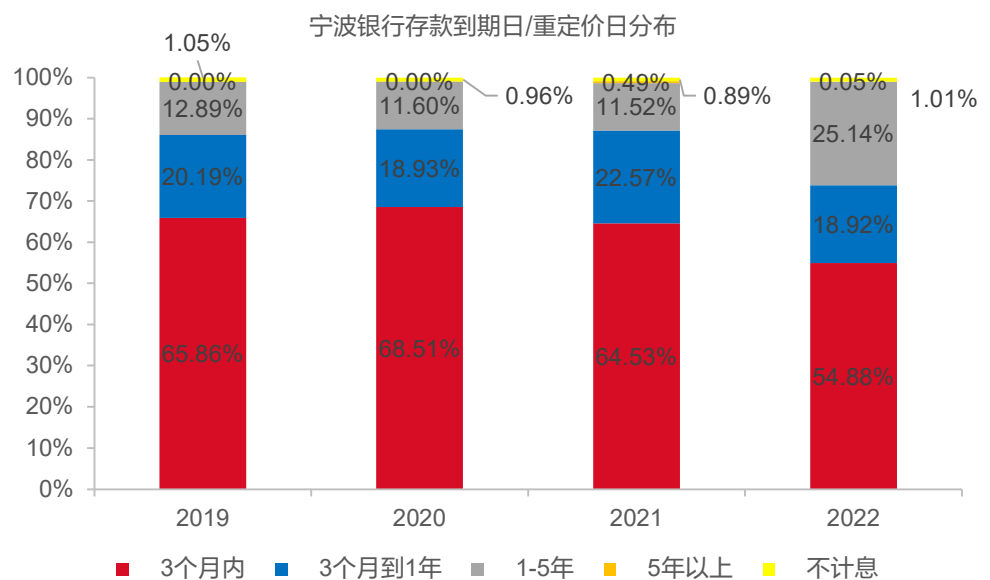


资料来源：宁波银行各期报告，人民银行，iFinD，东海证券研究所

公司发挥客户基础与专业经营优势，存款成本控制效果好于行业。2020 年以来，在存款成本总体刚性的情况下，公司存款成本率总体上呈下降趋势。特别在 2022 年，行业存款成本率受定期化影响普遍上行的情况下，公司加强存款质量管理，成本率逆势下降 6bp。

图12 2020 年以来，宁波银行存款成本率改善幅度好于银行业


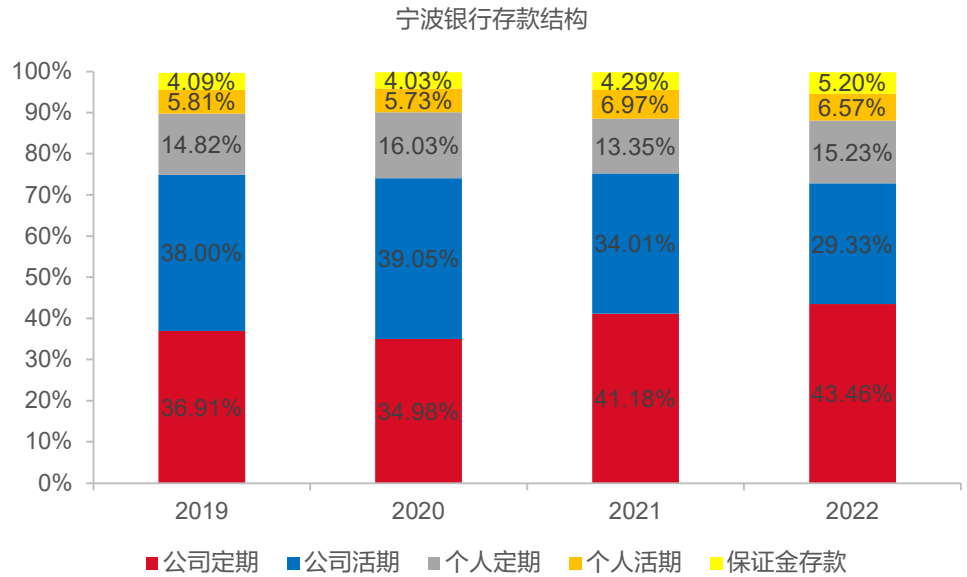
资料来源：上市银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

图13 存款重定价日分布指向宁波银行存款定期化程度上升，与行业趋势一致


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

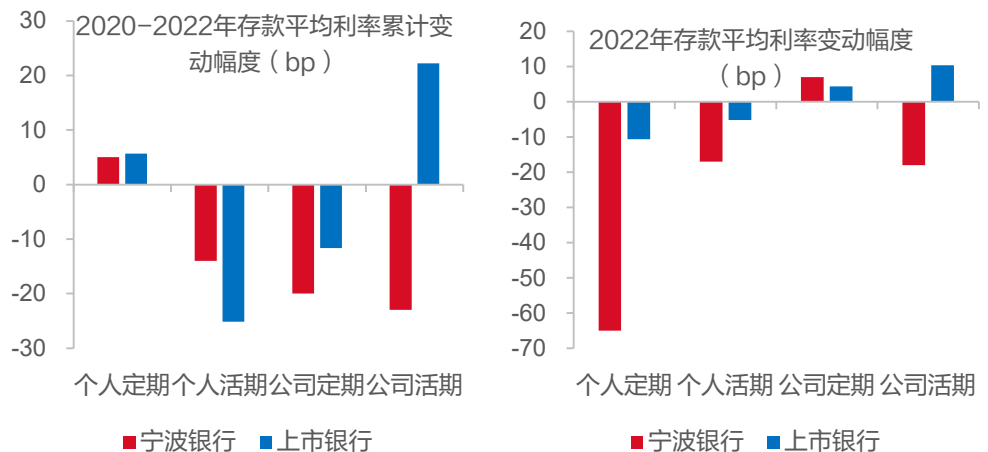
具体实践而言，公司高度重视负债质量管理，建立较为科学、合理的负债质量管理组织架构，持续加强对负债来源、结构和成本等方面的管理。一是坚持结构合理、量价均衡原则，持续优化存款结构，控制负债成本。二是坚持主动性和前瞻性原则，结合监管政策、市场与同业动态以及行内资产负债配置策略，动态调整全行负债业务总量、结构、定价。三是着力构建负债质量综合评估体系，定期对负债质量开展综合评估。

对公存款是宁波银行存款端核心优势，占总存款比重高，2022 年末对公存款（含保证金存款）占总存款比重为 78%。公司从客户视角经营银行业务，以优质服务换取存款质量。一方面通过优化服务流程，完善基于行业类型、细分领域等不同维度下客户全周期经营视角的服务体系和营销方案，为客户提供专业化、线上化、移动化的服务，量质并举，有效推动结算存款提升。另一方面，通过拓展业务合作场景，为各级政府机关、企业、个人提供更加优质、便捷、高效的金融服务。2022 年，公司实施各类数字化项目，实现了省、市、区多项业务资格准入以及重点客户合作，有效带动机构客户资金流提升。

图14 2021-2022年，宁波银行保证金存款占比上升幅度较大


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

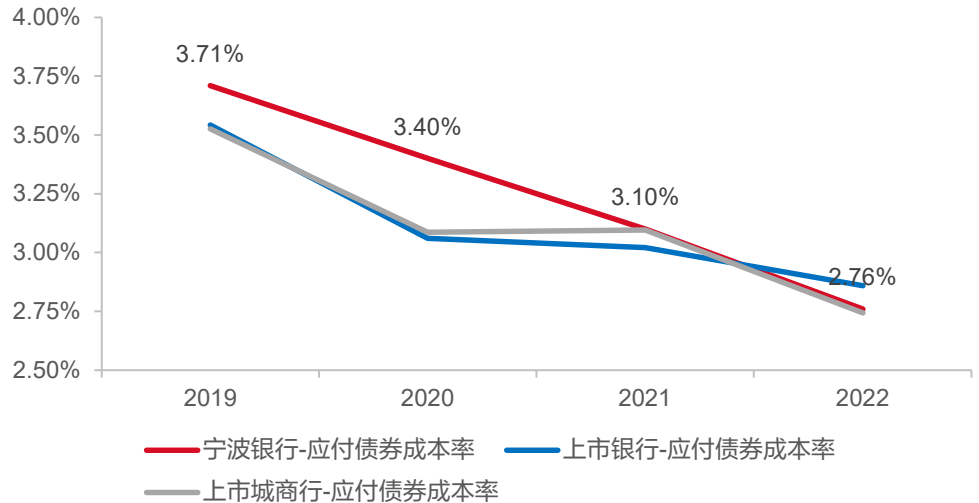
以上质量管理措施产生明显降本效果。2020-2022年，宁波银行对公定期、对公活期分别下降20bp与23bp，上市银行同类型同期分别下降12bp、上升22bp。特别在2022年，在银行业活期存款成本率普遍上升的情况下，活期存款利率降幅明显高于上市银行平均水平。

图15 2020-2022年宁波银行对公存款成本率改善明显


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

3.3.主动负债成本率随市场下降

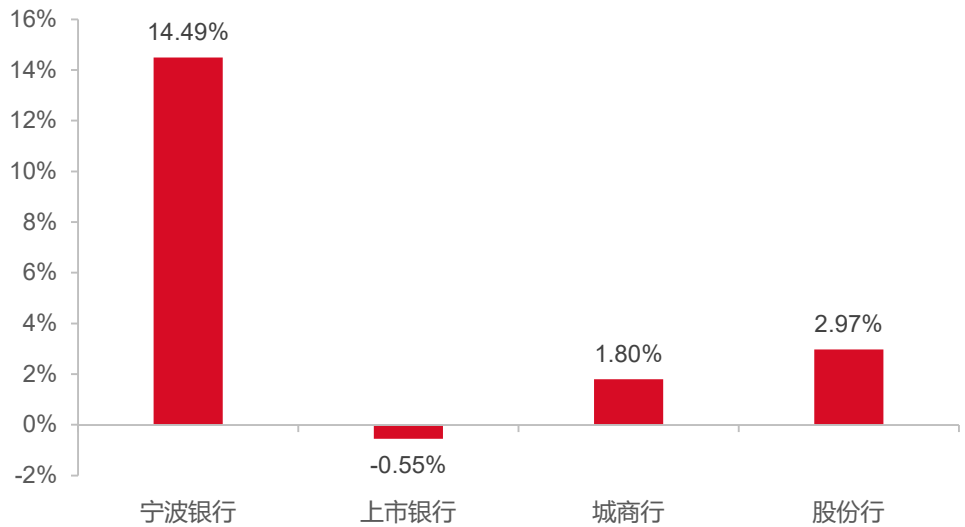
公司积极优化同业负债结构，把握市场机会补充同业资金，推动主动负债成本率明显下降。2020-2021年，利率较高的大额长期金融债券陆续到期后，主动负债成本随着市场利率迅速调整至城商行平均水平。2022年公司应付债券成本率随市场利率进一步下降。

图16 2020-2021 年大额长期债券到期后，应付债券成本率降至同行水平


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

4.发挥投研专业优势，以稳健投资收益反哺收入

宁波银行投研队伍优势明显，投资交易业务具有较强竞争力。公司充分发挥投研优势，以更高比例的交易性金融资产创造稳健投资收益，进而反哺营业收入并规避信用风险，体现其专业优势与资产安全理念的结合。近年来，公司投资收益表现出色。2020-2022 年，宁波银行广义投资收益（投资收益+公允价值变动损益）年均复合增速为 14.5%，同期城商行与股份行板块上市银行分别为 1.8%与 2.97%。

图17 2020-2022 宁波银行广义投资收益年均复合增速快于同行


资料来源：上市银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所

作为投资收益创收核心资产，基金投资为主的交易性金融资产发挥了稳定压舱石作用。公司发挥投研优势，通过加强宏观研究、市场分析，有效把握波段节奏，提高交易账户债券收益。2019-2022 年，公司交易性金融资产平均余额由 2123 亿元增长至 3437 亿元，年化平均增速为 17.41%。在规模保持快速增长的同时，收益率保持稳健，测算年化收益率分别为 3.97%、2.93%、3.65%与 2.68%。

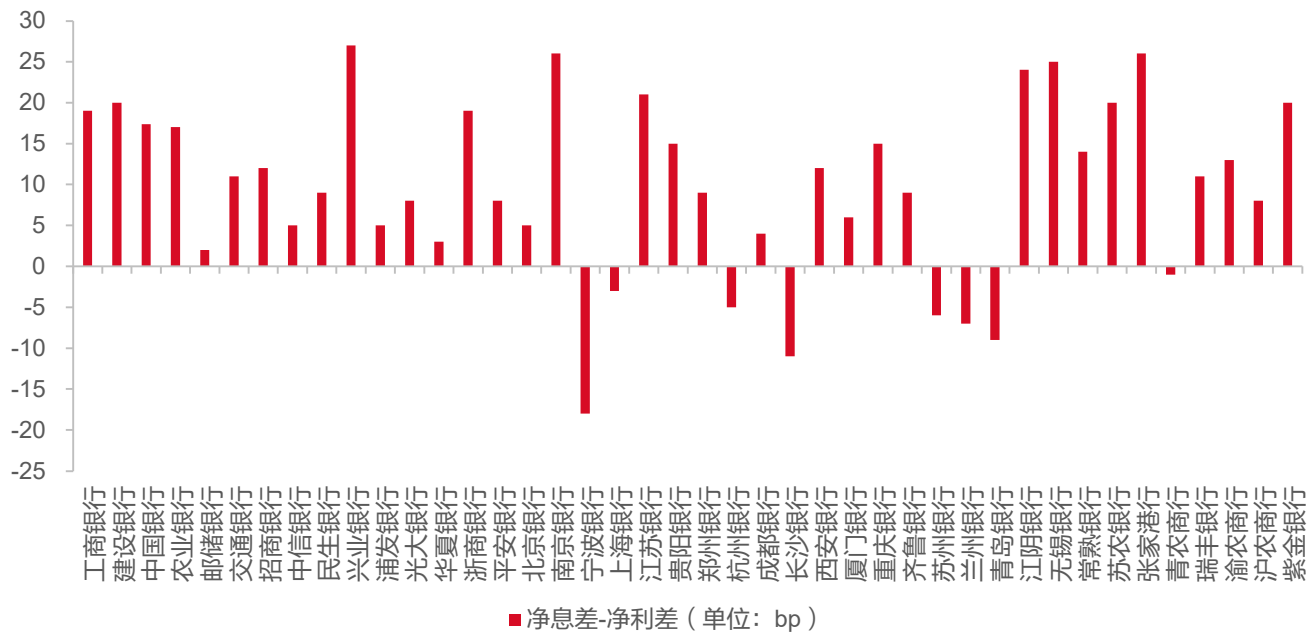
表1 2020-2022年，宁波银行交易性金融资产年收益率稳健

项目 (百万元, %)	2022	2021	2020	2019
交易性金融资产平均余额	343707	333533	267959	212334
交易性金融资产持有期投资收益	9173	11356	8173	7625
交易性金融资产公允价值变动损益	51	817	-321	797
交易性金融资产投资收益合计	9224	12173	7852	8422
年收益率	2.68%	3.65%	2.93%	3.97%

资料来源：宁波银行各年度报告，东海证券研究所

公司较高投资收益可解释其偏离行业的净息差-净利差剪刀差。从上市银行经验看，“净利差低而净息差高”的现象更为普遍，宁波银行则表现为“净息差低而净利差高”。由于净息差计算公式中的利息支出包含了交易性金融资产的资本成本，较高交易性金融资产占比倾向于拉低净息差，进而导致息差低于利差。当交易性金融资产占比高到一定程度，导致生息资产规模小于计息负债时，净息差便会低于净利差。宁波银行高于同行的交易性资产占比导致二者剪刀差大于同行。2022年，宁波银行净利差为2.02%，高于净息差18b。

图18 由于交易性金融资产占比较高，宁波银行净息差低于净利差

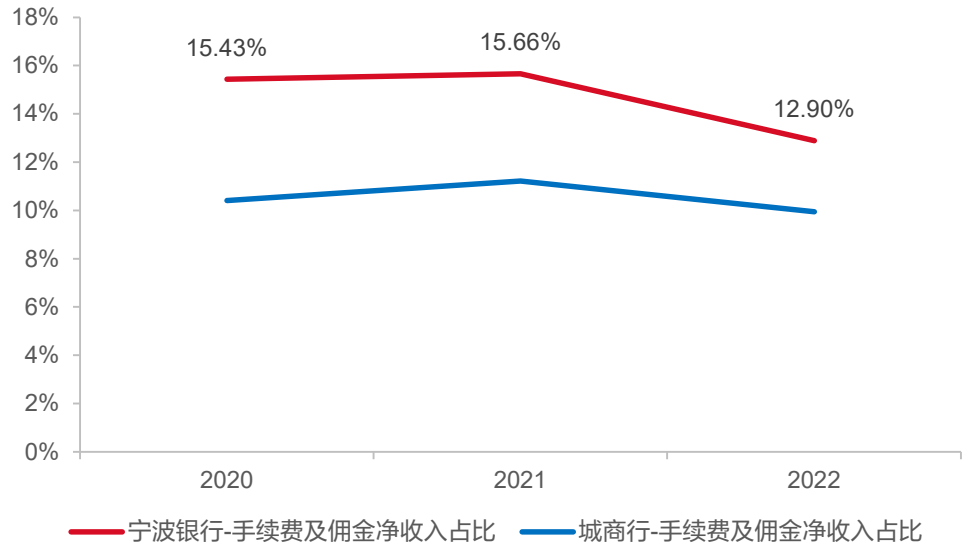


资料来源：上市银行2022年度报告，iFinD，东海证券研究所

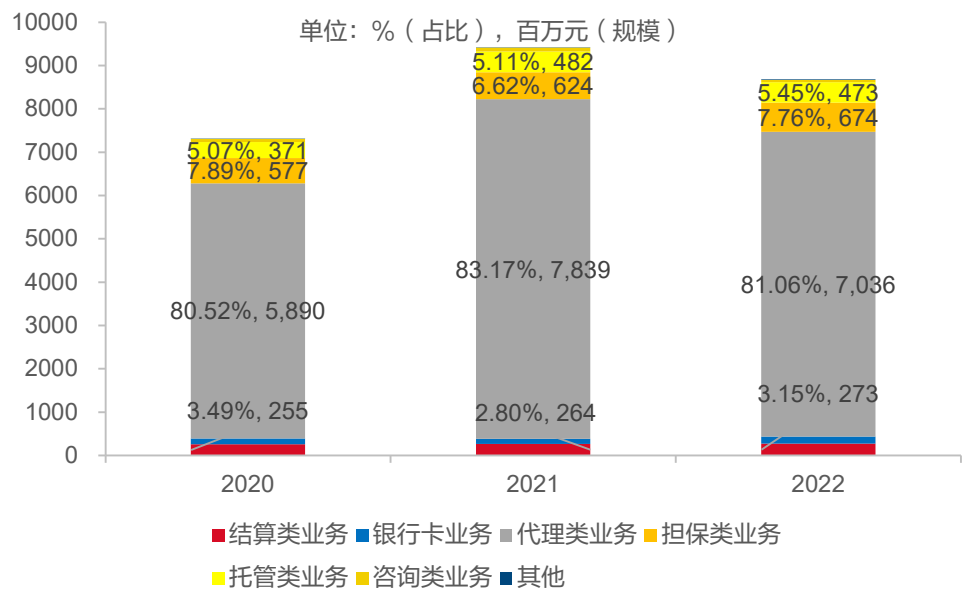
5. 轻资本业务多元化发展成效显著

5.1. 多点发力，手续费及佣金收入占比较高

公司轻资本业务多元化发展，非息收入占比较高。具体表现在四个方面：一是财富管理业务经过多年发展，在产品体系和客户经营能力上已实现跨越式升级，在客户数和AUM总量实现较快增长的同时，客群分布和资产结构也进一步优化，盈利能力将持续提升；二是公司国际结算、金融市场业务将在细分市场上持续积聚比较优势，提升差异化竞争力，业务优势进一步扩大；三是各利润中心抢抓市场发展机遇，强化科技赋能和专业领先，债券承销、非银融资、资产托管等轻资本业务稳步发展；四是永赢基金、宁银理财等子公司加快业务布局，客户经营能力和展业体系渐趋成熟，为非息收入增长注入新动能。

图19 宁波银行手续费及佣金净收入占总收入的比重明显高于城商行整体水平


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所测算

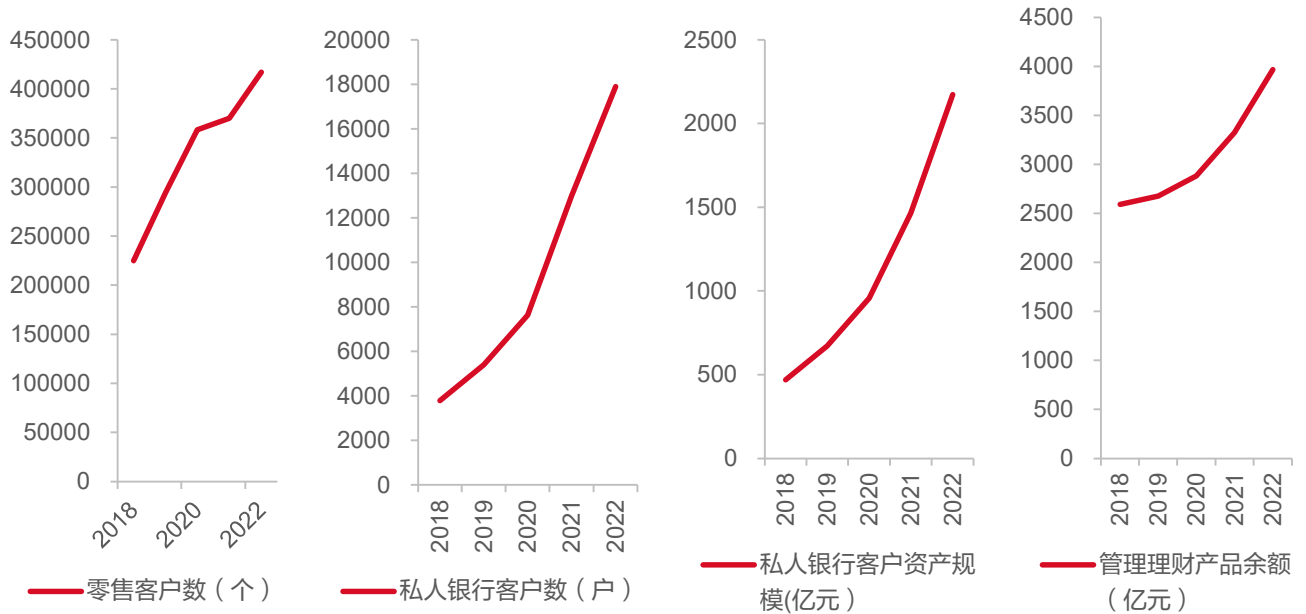
图20 宁波银行代理类业务收入规模较大，主要由财富管理与投资银行业务贡献


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所测算

5.2.财富管理业务发展迅速

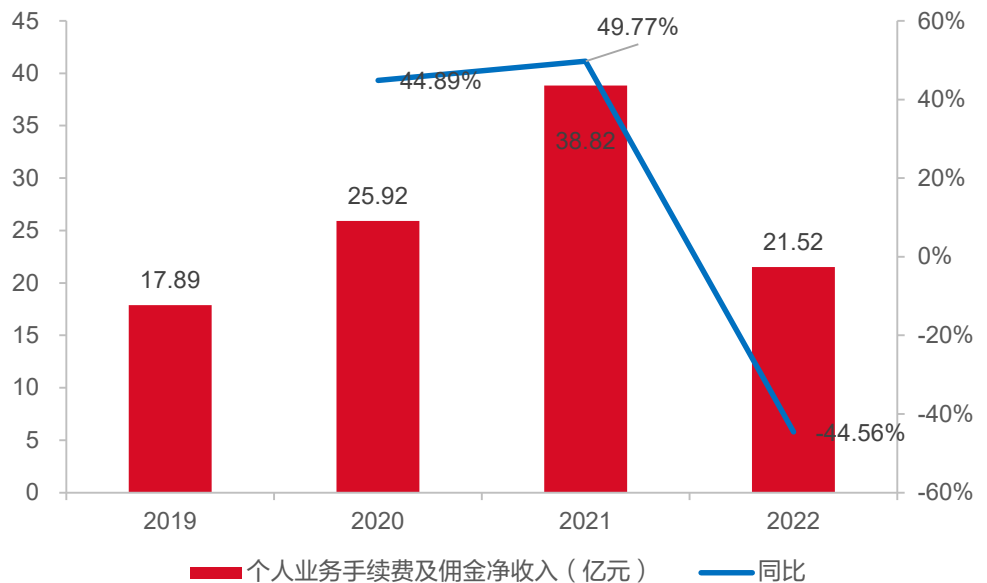
公司将财富管理业务作为转型发展的重要战略方向。财富管理业务坚持“以客户为中心”的经营宗旨，秉承“用专业创造价值”的经营理念，持续强化专业服务能力，夯实财富管理业务可持续发展基础，升级公司产品体系和客户经营能力。产品体系方面，公司搭建了现金、固收、权益、保障、另类等全品类产品线，通过市场化筛选与回溯制评定，持续引入头部机构优质产品，满足综合化需求；客户经营方面，整合多维权益体系，深化分层分类经营，通过丰富的内容生态陪伴，持续优化客户服务体验。近年来，在公司大力推动下，财富管理客户基础快速扩大，代客理财、代理基金、代理保险业务收入快速增长。2022年，受债市和资本市场影响，财富管理业务手续费随行业明显下降。

图21 财富管理客户基础与业务规模快速增长



资料来源：上市银行 2022 年度报告，iFinD，东海证券研究所

图22 2019-2021 年，宁波银行个人业务手续费及佣金收入快速增长

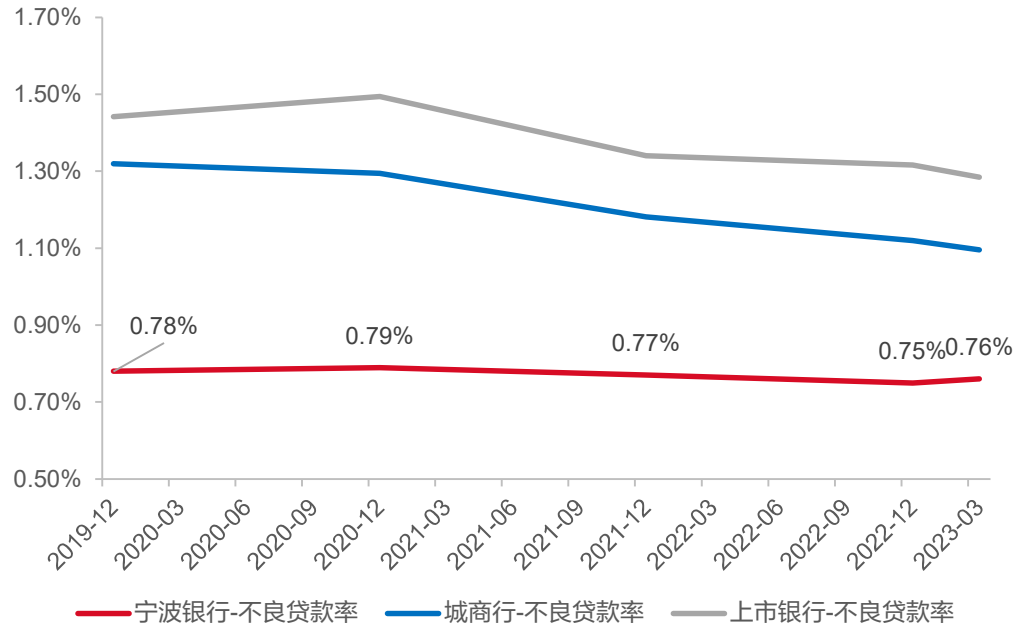


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所测算

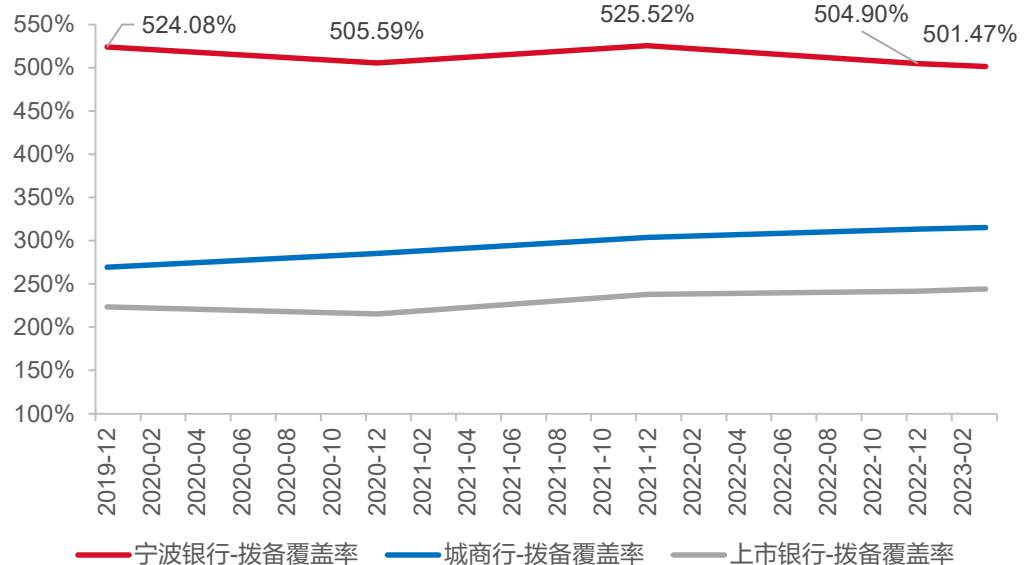
6. 审慎风险管理夯实资产质量优势

6.1. 资产质量处于行业前列

公司贷款主要分布在浙江、江苏、上海、北京、广东，其中浙江与江苏占比分别为 64.33% 与 22.60%，不良率分别为 0.73% 与 0.69%，发达区域经济奠定公司资产质量基本盘。在风险管理方面，公司坚持“控制风险就是减少成本”的风控理念，将守住风险底线作为最根本的经营目标，持续完善全面、全员、全流程的风险管理体系。在坚持统一的授信政策、独立的授信审批基础上，进一步完善风险预警、贷后回访、行业研究、产业链研究等工作机制，加快风险管理的数字化、智能化转型，持续提升管控措施的有效性，较好地应对经济周期与产业结构调整。受益于优异区域经济基础与风控能力，公司资产质量长期保持领先地位。

图23 宁波银行不良贷款率极低，长期保持业内领先水平

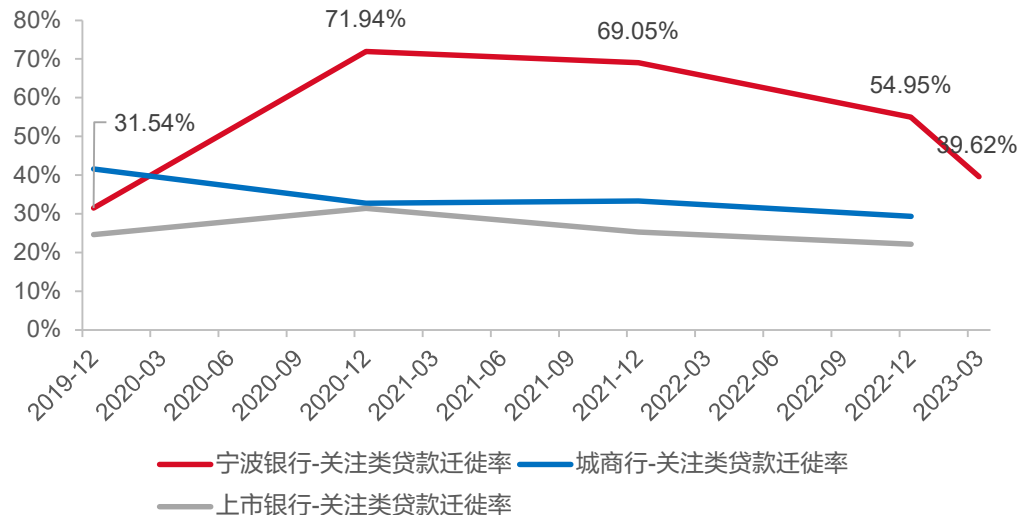
资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所测算

图24 宁波银行不良贷款拨备覆盖率保持行业领先水平

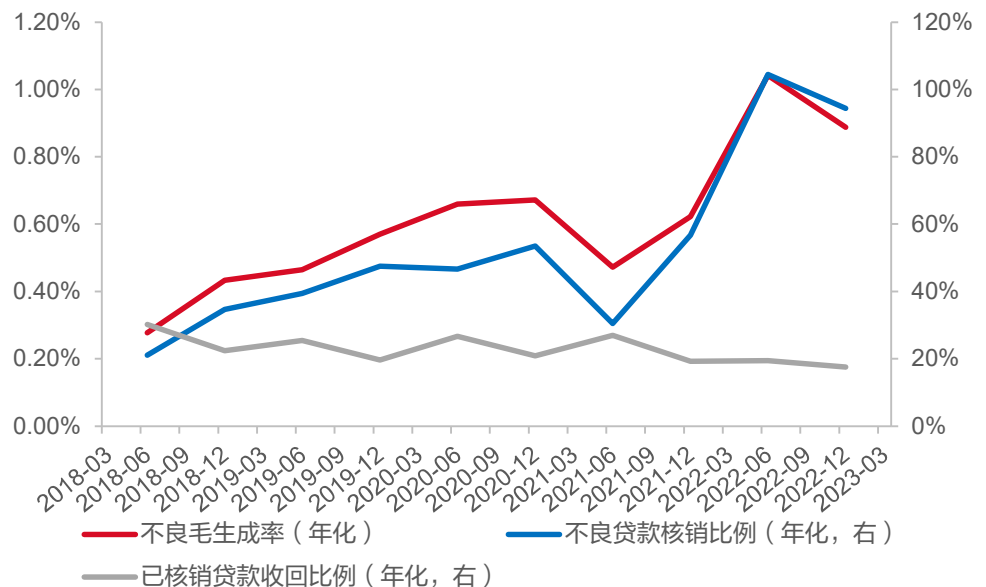
资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所测算

6.2.动态指标指向风险出清较彻底

动态来看，公司不良贷款池周转率较高，意味着不良确认与处置较为充分，信用风险出清较好。较好风险出清主要表现在以下几个方面：（1）生成端充分确认，2020年以来，公司关注类贷款迁徙率明显高于同行；（2）足额计提（拨备覆盖率高位稳定）；（3）处置端核销力度大，测算2019年以来不良贷款核销比例明显上升。公司审慎的不良确认与处置使公司能够专业专注于业务拓展和金融服务，为银行可持续发展打下坚实基础。

图25 2020-2022年，宁波银行关注类贷款迁徙率明显高于同行


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所测算

图26 较高的不良毛生成率与核销比例体现公司审慎的不良确认与处置政策


资料来源：宁波银行各年度报告，iFinD，东海证券研究所测算

7. 盈利预测与投资建议

7.1. 盈利预测

关键假设

(1) 资产负债规模

公司业务区域经济发达，实体信贷需求较好，预计公司资产规模将保持较快增长。参照2023年Q1规模增长情况与现阶段金融数据，预计下半年规模增长放缓，假设2023年总资产与总贷款分别同比增长10.49%与12.51%。假设2024-2025年公司总资产分别同比增长11.80%与11.40%，总贷款分别同比增长12.77%、11.85%。

近年公司存款拓展力度大、效果良好，2023年Q1公司存款规模同比增长22.27%，奠定全年存款高增长基础，假设2023年存款同比增长18%。2024-2025年，假定存贷比基本稳定，存款分别同比增长12.30%、11.40%。

（2）资产、负债平均利率及净息差

贷款端，受LPR下降影响，预计公司贷款收益率将在未来四季度受到影响，测算LPR下降导致2023年Q3-2024年Q2贷款收益率逐季下降4.76、1.57、3.84、3.38bp，随后企稳。从近期政策导向来看，结构性政策支持力度有望保持较大，银行业存量住房贷款与普惠贷款利率政策存在进一步下降的可能性，或对贷款收益率有一定额外影响。

投资端，近年公司债权投资类资产收益率受市场和结构调整影响下降幅度较大。2022年公司债权投资底层资产结构调整幅度放缓，预计2023年结构性因素对债权投资收益率影响减弱。市场收益率方面，年内债券市场收益率呈下降趋势，近期降息落地有望影响收益率进一步下降，据此假设2023年债权投资平均收益率较2022年下降13bp，随后保持稳定。

存款端，受5-6月行业存款降息影响，测算2023年Q2-2024年Q1公司存款平均成本率下降1.95、0.14、0、2.9bp。根据对近期政策的理解，监管对银行控制负债成本持支持态度，预计后续存款降息步伐与贷款端相匹配。同时，宏观政策力度加大有利于经济修复，假设2024年Q1至2025年Q1，存款活化度随经济复苏有所提升，存款成本率因此逐季降低1bp、2bp、0、0、2bp，2025年Q1后保持稳定。

应付债券端，参照上半年市场利率，预计应付债券成本率保持低位。根据公司存量债券测算，2023年Q2应付债券成本率较2022年下降9bp，假设随后保持稳定。

综合影响下，预计公司净息差（测算值）较2022年下降5bp至1.97%，2024-2025年净息差（测算值）分别为1.96%与1.99%。

（3）手续费及佣金收入

2022年资产市场及理财市场表现不佳，公司代理业务手续费随行业增长较慢。参照2023年Q1表现，假设2023年手续费佣金净收入在财富管理、资产管理、理财业务带动下恢复性增长5.76%。假设2024-2025年，在投资银行业务与财富管理业务带动下公司手续费及佣金净收入实现较快增长，分别同比增长13.98%与13.92%。

（4）投资收益

假设公司投资类金融资产结构在2023年Q1基础上保持稳定，此前规模增长假设隐含的交易性金融资产2023-2025年同比增速分别为23.36%、10.91%与10.97%。结合当前的市场环境，参照2022年公司交易性金融资产平均收益率与10年期国债收益率，假设2023-2025年投资收益率为2.7%，对应投资收益增长率分别为27.52%，11.93%与10.27%。

（5）业务及管理费用

假设公司根据收入端增长情况加强业务及管理费用控制，2023年成本收入比有所下降，相应业务及管理费用同比增长8.15%。假设2024-2025年成本收入继续小幅下降，业务及管理费用同比增速小幅低于营业收入增速，分别为9%、9.8%。

（6）信贷成本与资产质量

公司所在区域经济发达，客户基础良好。同时，公司坚持“控制风险就是减少成本”的风控理念，风险管理能力突出。以上有利因素对公司资产质量形成支撑。金融安全前提下，银行业房地产与融资平台等重点领域风险可控，叠加公司风险管控更优，预计上述领域对公司资产质量影响较小。2020-2022年，公司不良资产处置力度大、风险出清较好，假定公司不良贷款毛生成率（年化）较峰值回落，2023-2025年分别为0.67%、0.54%与0.60%。

与不良贷款毛生成率一致，假设信贷成本从高位下降，2023-2025 年信贷成本分别为 0.85%、0.75%与 0.73%，对应资产减值损失分别同比-8.23%、0%与 8%。

与不良贷款毛生成率一致，假设不良贷款核销比例（年化）从高点回落，2023-2025 年分别为 72.72%、54.47%与 70.04%。近年公司核销力度较大，假设积极催收后已核销贷款回收比例有所回升，2023—2025 年分别为 18.42%、24.10%与 33.03%。

以上假设下，2023-2025 年公司不良贷款率分别为 0.76%、0.76%与 0.74%，不良贷款拨备覆盖率分别为 500.43%、492.83%、495.16%，贷款拨备比例为 3.82%、3.75%与 3.67%。

盈利预测结果

根据以上假设，公司 2023-2025 年营业收入分别为 636.48、705.46、794 亿元，对应同比增速为 9.97%、10.84%、12.55%；归母净利润分别为 272.16、315.25、365.12 亿元，对应同比增速为 17.94%、15.83%、15.82%，期末归属于普通股股东的每股净资产分别为 26.56、30.24 与 34.54 元，8 月 18 日收盘价 27.35 元对应的 PB 为 1.03、0.90、0.79 倍。

敏感性测试

基于基准情形，我们对盈利预测进行了敏感性测试（详见附录 2）。测试情形包括：（1）贷款、债权类投资利息收益率以及交易性金融资产投资收益率上下浮动 10bp；（2）存款、负债成本率上下浮动 10bp；（3）总资产、贷款、存款同比增速上行浮动 5 个百分点。不同情形下，2023 年营业收入增速分布区间为 5.44%~12.52%，归母净利润增速为 7.85%~23.64%。

资产质量方面，不良贷款毛生成率（年化）从基准情形上行浮动 10bp 时，2023 年不良率分布区间为 0.61%~0.92%，拨备覆盖率分布区间为 412.80%~632.93%。

7.2.投资建议

公司治理完善、财务表现领先同业，在二级市场上长期享有估值溢价，截至 8 月 18 日，宁波银行相对估值水平为 1.16XPB，银行指数为 0.55XPB，城商行为 0.64XPB。

公司具备优良的区域经济基础及突出的专业经营能力，经营业绩有望保持行业领先水平，同时考虑当前相对估值处于 2015 年以来的低位，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

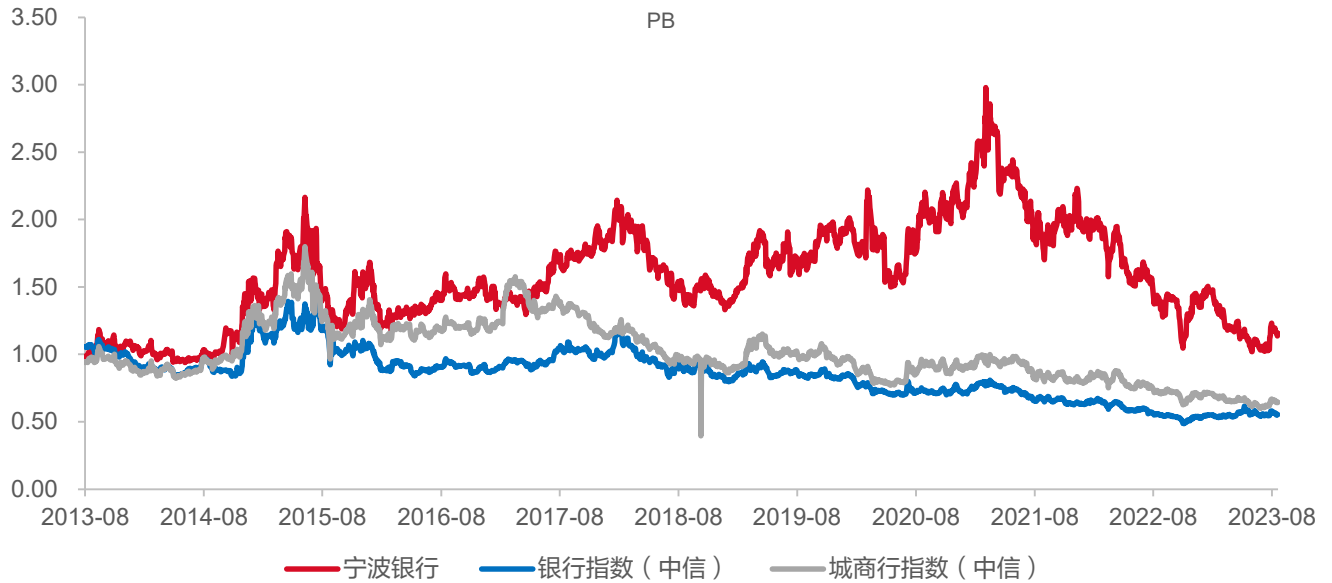
表2 可比公司估值表

可比公司	最新价 (元)	总市值 (亿元)	最新	市净率 PB (倍)			每股净资产 (元)			
				2023E	2024E	2025E	最新	2023E	2024E	2025E
宁波银行	27.35	1806.08	1.16	1.03	0.90	0.79	23.66	26.56	30.24	34.54
招商银行	31.88	7889.93	0.97	0.85	0.74	0.65	32.70	37.49	42.81	48.69
杭州银行	11.63	689.69	0.84	0.75	0.65	0.56	13.85	15.53	17.84	20.59
江苏银行	7.12	1134.71	0.68	0.57	0.49	0.43	10.41	12.50	14.47	16.66
成都银行	13.86	528.61	0.97	0.81	0.69	0.59	14.28	17.20	20.10	23.48

资料来源：iFinD，东海证券研究所

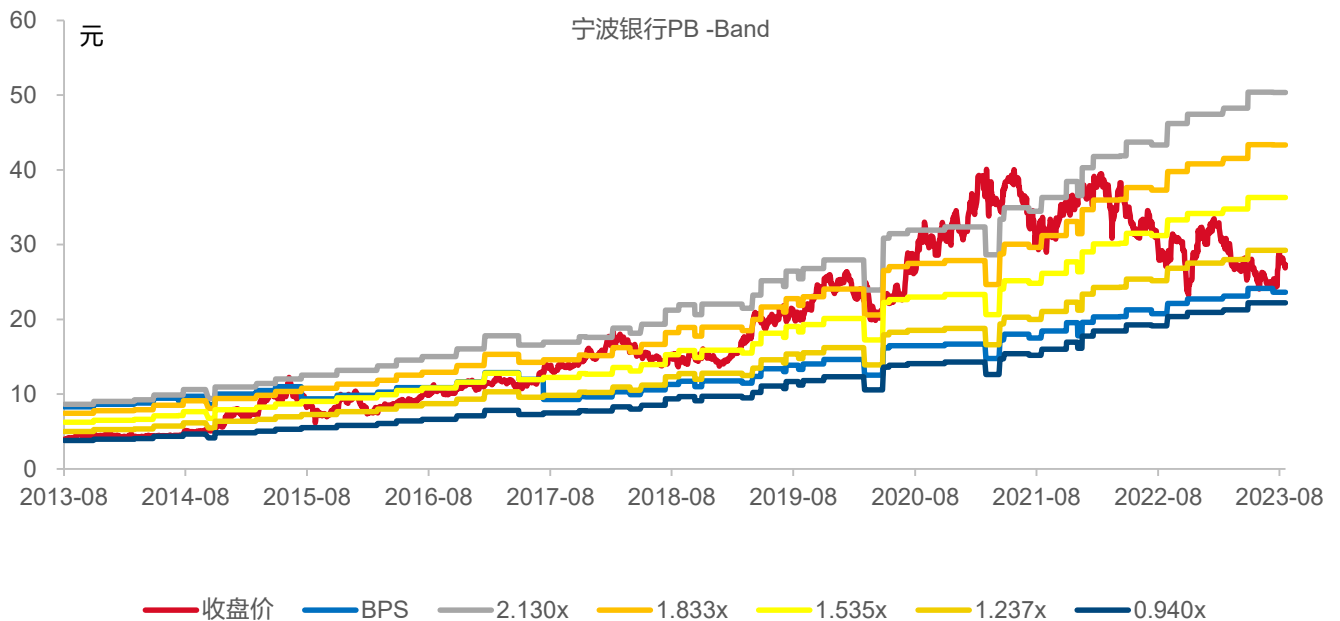
注：最新价为 8 月 18 日收盘价；最新每股净资产为公告值，截至 8 月 18 日；可比公司每股净资产预测值为 iFinD 一致预测

图27 宁波银行相对估值长期享有溢价



资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 宁波银行相对估值处于2015年以来低位



资料来源：Wind，东海证券研究所

8.风险提示

非对称降息致息差大幅收窄：业绩增长对资产与负债平均利率较为敏感，若资产收益率明显下降、存款成本率明显上升，净息差将明显收窄，进而导致利息净收入明显低于预期。

区域经济明显转弱及重点领域风险暴露致资产质量明显走弱：公司所处区域经济发达，客户基础良好，风险管理能力突出，我们据此假设公司贷款质量将保持优异。此外，基于公司稳健的资产组合，我们预计公司面临的房地产及融资平台领域风险较小。区域经济明显转弱、房地产与融资平台领域风险明显上升，将导致资产质量走弱进而影响盈利水平。

附录1：三大报表预测值

每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (摊薄)	3.49	4.12	4.77	5.53
BVPS (元)	23.14	26.56	30.24	34.54
P/E (倍)	7.83	6.64	5.73	4.95
P/B (倍)	1.18	1.03	0.90	0.79

盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E
ROAA	1.06%	1.10%	1.14%	1.19%
ROAE	14.56%	15.15%	15.34%	15.62%
净利差 (SPREAD)	2.17%	2.16%	2.18%	2.20%
净息差 (NIM)	2.02%	1.97%	1.96%	1.99%
信贷成本	1.07%	0.85%	0.75%	0.73%
成本收入比	37.29%	36.67%	36.06%	35.18%
所得税有效税率	8.50%	9.46%	9.46%	9.46%

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
利息收入	787.31	873.32	941.28	1051.08
利息支出	412.10	459.32	494.59	545.41
利息净收入	375.21	413.99	446.69	505.67
手续费净收入	74.66	78.96	90.00	102.52
其他非息收入	125.49	139.13	168.78	185.81
营业收入	578.79	636.48	705.46	794.00
营业费用与税金	220.49	238.90	260.50	286.20
资产减值损失	104.31	95.73	95.73	103.39
营业利润	253.92	301.80	349.23	404.42
所得税	21.48	28.54	33.03	38.26
净利润	231.32	273.02	316.20	366.16
母公司所有者利润	230.75	272.16	315.25	365.12

业绩增长率	2022A	2023E	2024E	2025E
利息净收入	14.75%	10.34%	7.90%	13.21%
手续费及佣金净收入	-9.63%	5.76%	13.98%	13.92%
营业收入	9.67%	9.97%	10.84%	12.55%
拨备前利润	9.03%	10.97%	11.93%	14.12%
归母净利润	18.05%	17.94%	15.83%	15.82%

资料来源：宁波银行定期报告，iFinD，东海证券研究所测算
 注：估值对应 8 月 18 日收盘价 27.35 元。

资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及存放央行	1170	1228	1379	1536
同业资产	636	508	571	636
金融投资	11190	12147	13472	14951
贷款总额	10460	11769	13272	14845
贷款损失准备	396	449	497	545
贷款净额	10108	11372	12827	14354
生息资产总额	19839	21189	23744	26475
总资产	23661	26144	29228	32559
同业负债	3055	2989	3313	3690
存款	13103	15462	17363	19343
应付债券	4368	4317	4785	5330
付息负债	21180	23618	26404	29413
总负债	21976	24217	27035	30054
少数股东权益	9	10	11	11
母公司所有者权益	1676	1917	2182	2493

规模指标	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产增速	17.39%	10.49%	11.80%	11.40%
总贷款增速	21.25%	12.51%	12.77%	11.85%
贷款净额增速	21.43%	12.50%	12.80%	11.90%
存款增速	23.34%	18.00%	12.30%	11.40%
贷存比	79.83%	76.12%	76.43%	76.75%

资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.75%	0.76%	0.76%	0.74%
不良贷款毛生成率	0.89%	0.67%	0.54%	0.60%
不良贷款净生成率	0.13%	0.10%	0.09%	0.06%
拨备覆盖率	504.90%	500.43%	492.83%	495.16%
拨备/贷款总额	3.79%	3.82%	3.75%	3.67%

资本	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	15.18%	15.82%	15.61%	15.55%
核心一级资本充足率	9.75%	10.21%	10.52%	10.90%
杠杆倍数	14.03	13.57	13.32	13.00

附录2：盈利预测敏感性测试

情形一	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
相对基准变动 (BP)									
贷款利息收益率	-10	-10	-10	0	0	0	10	10	10
债权投资利息收益率	-10	-10	-10	0	0	0	10	10	10
交易性资产投资收益	-10	-10	-10	0	0	0	10	10	10
关键业绩指标									
营业收入增速	5.44%	10.02%	12.63%	9.97%	10.84%	12.55%	11.70%	11.59%	12.53%
归母净利润增速	7.85%	14.44%	16.34%	17.94%	15.83%	15.82%	21.83%	17.27%	15.64%
ROE	13.93%	14.08%	14.55%	15.15%	15.34%	15.62%	15.62%	15.93%	16.12%
普通股每股净资产	26.28	29.61	33.51	26.56	30.24	34.54	26.66	30.51	35.00
情形二	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
相对基准变动 (BP)									
存款成本率	10	10	10	0	0	0	-10	-10	-10
应付债券成本率	10	10	10	0	0	0	-10	-10	-10
关键业绩指标									
营业收入增速	7.36%	10.06%	12.59%	9.97%	10.84%	12.55%	12.52%	11.58%	12.51%
归母净利润增速	12.12%	14.36%	16.12%	17.94%	15.83%	15.82%	23.64%	17.18%	15.56%
ROE	14.45%	14.53%	14.93%	15.15%	15.34%	15.62%	15.83%	16.12%	16.27%
普通股每股净资产	26.40	29.85	33.90	26.56	30.24	34.54	26.71	30.62	35.17
情形三	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
相对基准变动 (PCT)									
总资产增速	-5	-5	-5	0	0	0	5	5	5
贷款增速	-5	-5	-5	0	0	0	5	5	5
存款增速	-5	-5	-5	0	0	0	5	5	5
关键业绩指标									
营业收入增速	9.05%	6.97%	9.58%	9.97%	10.84%	12.55%	10.82%	14.81%	15.70%
归母净利润增速	15.87%	7.73%	9.86%	17.94%	15.83%	15.82%	19.88%	24.02%	21.63%
ROE	14.91%	14.14%	13.83%	15.15%	15.34%	15.62%	15.37%	16.55%	17.47%
普通股每股净资产	26.48	29.84	33.56	26.56	30.24	34.54	26.64	30.64	35.56
情形四	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
相对基准变动 (BP)									
不良贷款毛生成率	10	10	10	0	0	0	-10	-10	-10
关键业绩指标									
不良贷款率	0.92%	0.99%	0.98%	0.76%	0.76%	0.74%	0.61%	0.53%	0.50%
拨备覆盖率	412.80%	370.94%	359.09%	500.43%	492.83%	495.16%	632.93%	719.15%	759.94%

资料来源：宁波银行定期报告，iFinD，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089