

2021 年 04 月 11 日

独树一帜! 净息差如何逆势扩张?

买入(维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

事件: 宁波银行 2020 年全年营业收入 411.11 亿元, 同比增长 17.19%; 归属于母公司股东净利润 150.50 亿元, 同比增长 9.73%, 对应 EPS 为 2.43 元/股; 期末总资产 1.63 万亿, 较期初增长 23.45%, 归属于母公司普通股股东净资产 1036.70 亿元, 较期初增长 21.25%, 对应 BVPS 为 17.26 元/股。前期发布的业绩快报已披露核心经营指标, 盈利增速符合我们的预期。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 宁波银行 2020 年核心亮点是在主动让利的同时, 依然实现净息差上行 3BP, 主要凭借零售贷款高增长+卓越的资产负债管理能力。叠加资产规模高速扩盘, 实现 9.73% 盈利增速, 我们预计增速位居上市银行第一。零售业务大放异彩, 各类零售信贷、财富管理、私人银行等业务表现亮眼, 未来重点看好零售发展前景。我们预计公司 2021、2022 年归母净利润增速分别为 +19.9%、+19.4%, 目前估值 13.5x2021PE、1.96x2021PB, 作为核心零售银行继续重点推荐, 维持“买入”评级。

■ **资产&负债:** 贷款增速近十年新高, 零售贷款激增 45.6%, 规模扩张仍是业绩高成长核心。

① 资产端, 宁波银行 2020 年总资产增长 23.5%, 主要由贷款增长 30.0% 拉动, 贷款增速创 2010 年以来新高, 其占总资产比例也升至 40.8% 高位。第四季度总资产继续环比强劲增长 5.5%, 主要源于零售个人贷款环比高增长 12.7%, 以及投资资产环比增长 6.5%。

② 贷款结构中, 大零售战略推动个人贷款激增。上半年疫情期间对公贷款高增长, 全年增速 21.3%; 下半年个人贷款强劲复苏, 三、四季度分别环比增长 17.8%、12.7%, 全年增速高达 45.6%。全年新增贷款投放中, 个人贷款占到 51.7%, 年末个人贷款/贷款总额上升 4pct 至 38.0%。

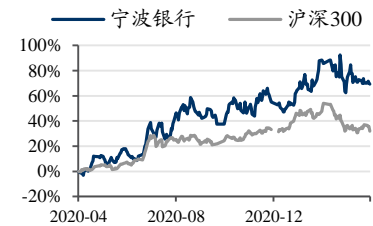
③ 进一步拆分零售贷款, 小微和房贷“接力”消费贷, 成为新增长点。其中: i) 个体经营贷款增长 71.3%, 占总贷款比例上升 2.1pct 至 8.7%; ii) 按揭贷款在低基数下增长 7.3 倍, 自 2019 年发力房贷以来, 规模已升至 232.62 亿元, 占总贷款比例升至 3.4%; iii) 消费贷作为传统零售信贷主力, 延续高增长 25.7%, 主要在下半年复苏。我们长期看好大零售战略对信贷业务的推动, 尤其考虑到目前头部商业银行的房贷额度受限, 而宁波银行额度宽裕、量价受益。房贷业务一方面产生优质信贷资产, 另一方面也作为切入口, 派生潜在的个人贷款、主账户存款、财富管理等零售金融需求。

④ 负债端, 负债总额全年增长 23.9%。存款总额全年增长 19.9%, 其中对公存款依然是压舱石, 全年增长 18.2%; 个人存款高弹性增长, 四季度强劲增长 12.4%, 拉升全年增速至 26.5%, 年末占比上升至 21.8%。不过, 为支撑资产端超高速扩张, 宁波银行四季度吸纳央行 MLF, 推动向央行借款余额增至 836.23 亿元, 单季度大幅增加 449.73 亿元, 占总负债比例环比上升 2.8pct 至 5.5%。考虑 MLF 目前利率维持 2.85% 低位, 相比同业负债是更稳定、低价的负债品种, 灵活的负债结构调整有利于控制成本率。

■ **净息差:** 零售贷款激增+资产负债管理卓越, 净息差逆势同比提升 3BP。

宁波银行按监管要求调整净息差财务口径, 并追溯调整, 新口径下 2019 年净息差被追溯拉高 43BP 至 2.27%, 幅度较大原因在于对公和零售信贷的财务口径都被调整。i) 对公信贷中, 将租赁纳入生息资产, 追溯增加对公贷

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.80
一年最低/最高价	22.00/44.58
市净率(倍)	2.25
流通 A 股市值(百万元)	230016.39

基础数据

每股净资产(元)	17.26
资产负债率(%)	92.69
总股本(百万股)	6008.02
流通 A 股(百万股)	5928.26

相关研究

- 1、《宁波银行(002142): 2020 年业绩快报点评: 贷款增速十年新高, 零售银行成长龙头》2021-02-27
- 2、《宁波银行(002142): 2020 年三季报点评: 零售强劲复苏! 真实业绩卓越》2020-10-29
- 3、《宁波银行(002142): 2020 年中报点评: 高成长与高质量!》2020-08-30

款平均余额约 574 亿元，增加利息收入约 29 亿元，估算收益率约 5.05%；ii) 零售信贷中，将信用卡分期纳入生息资产，追溯增加个人贷款平均余额约 345 亿元，增加利息收入约 30 亿元，估算收益率约 8.7%，显著拉高个人贷款平均收益率。以上调整对实际经营没有影响，信用卡分期收入从手续费重分类至利息收入，对应降低了手续费净收入及其占比。

可比新口径下，2020 年净息差逆势提升 3BP 至 2.30%，推动净利息收入同口径实现 25.3% 高增长，是年报核心亮点。利率大幅下行环境下，商业银行让利实体，净息差普遍收窄，宁波银行却独树一帜，得益于零售贷款大幅增长和卓越的资产负债管理能力：

①主动、灵活调整资产结构：收益率更高的贷款类资产在生息资产平均余额中的占比提高了 3.0pct 至 51.2%，而在贷款内部，收益率更高的个人贷款占比又提高了 3.5pct 至 33.8%。在此措施下，生息资产总体的收益率仅同比下行 20BP 至 4.68%，降幅明显小于招商银行、平安银行等可比零售银行。

②进一步优化资产负债管理：2020 年金融市场利率下行环境下，宁波银行计息负债成本率下行 13BP。虽然降幅小于生息资产收益率降幅，但由于全年生息资产平均余额的增速高于计息负债，即每单位计息负债撬动了更多的生息资产，也有助于提升净息差。

■ 中收：财富管理推动手续费收入高增长，长期看好“大零售战略”开花结果。

宁波银行 2020 年手续费及佣金净收入同比增长 24.1%，与招商银行等零售银行相似，主要源于财富管理业务收益颇丰，表现为理财、代销基金、代销保险等代理类收入高增长 34.4%。此外，其他非利息收入同比下滑 10.7%，主要受衍生工具的公允价值变动影响。

我们仍然看好大零售战略推动下，宁波银行的零售信贷及财富管理业务成长空间。前文已述，以房贷为切入点将有效派生丰富的个人金融服务需求，推动零售信贷及财富管理业务的增长。此外，“公私联动”的打法将个人业务考核指标（例如信贷、财富管理规模等）及激励机制落实到对公客户经理，也将为零售业务带来增量。截止 2020 年末，宁波银行个人客户 AUM 同比增长 22% 至 5340 亿元，全年基金销量突破千亿元，私人银行 AUM 也增长 42% 至 956 亿元，客户数量增长 41% 至 7617 户。

■ 支出：员工费用高企源于“大零售战略”加速，信用减值四季度如期回落。

宁波银行 2020 年全年成本收入比高达 37.96%，同比上行 3.64pct，创多年以来新高，明显高于行业且四季度加速上行。员工费用高增长主要为强化零售战略实施，继续加大投入，且公司历来实行业内最为市场化的激励机制。不过，随着战略深化，预计员工费用投入增速将趋缓，我们判断成本收入比达到阶段性高点，后续可能回落。

与同业类似，信用减值四季度同比显著收窄，2020 年四个季度的信用减值计提金额分别为 29.1/17.4/23.8/16.3 亿元，推动第四季度盈利大幅增长。同时，针对表外业务计提 10.74 亿元减值损失（2019 年仅 2.53 亿元），全面夯实了表内外资产质量。

■ 资产质量：继续保持上市银行最低不良率 0.79%，最雄厚拨备覆盖率 505.59%。

我们多次强调，宁波银行卓越的治理机制、分散的信贷投放策略、独立的审批体系，是长期保障资产质量优异的核心竞争力。未来推进“大零售战略”，我们判断其资产质量仍将领跑银行业。从资产质量指标来看，不良率保持 0.79% 低位，不良余额增加，升至 54.56 亿元，虽然未实现“双降”，但考虑其贷款高速放量，我们认为新增不良金额合理。

此外，资产质量指标更扎实，2020 年逾期贷款率和关注贷款率分别同比下降 6BP、24BP，降至 0.80%、0.50%，关注贷款“双降”，逾期 90 天以上与不良偏离度进一步降至 82.7%，表明公司已经非常充分、严苛地暴露不良。2021 年，经济复苏背景下，我们判断宁波银行对公和零售资产质量仍将保持当前的卓越水准。

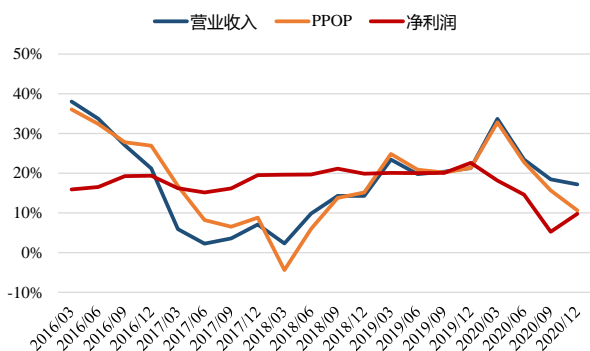
■ 风险提示：1) 净息差未来超预期收窄；2) 不良率快速上行；3) 外贸、民营制造业等领域的融资需求大幅下滑。

表 1: 2016~2020 年资产&负债主要品种的同比增速及相关占比

资产&负债	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
总资产同比增速	23.5%	16.6%	8.2%	18.0%	23.5%
贷款总额同比增速	18.3%	14.4%	23.9%	23.3%	30.0%
公司贷款	31.3%	16.2%	14.2%	23.4%	21.3%
票据贴现	-29.0%	18.7%	86.2%	-1.2%	26.5%
个人消费贷款	7.6%	1.0%	31.7%	23.4%	25.7%
个人经营贷款	139.3%	110.8%	20.9%	68.1%	71.3%
个人住房贷款	-13.8%	-13.1%	10.9%	123.5%	733.6%
零售贷款/贷款总额	31.7%	30.5%	31.9%	34.0%	38.0%
总负债同比增速	24.3%	16.8%	6.2%	17.6%	23.9%
存款总额同比增速	37.7%	10.5%	14.4%	19.3%	19.9%
公司客户	42.1%	11.7%	14.0%	16.9%	18.2%
个人客户	22.2%	5.6%	16.1%	29.5%	26.5%
活期存款/存款总额	51.1%	52.6%	46.5%	44.2%	45.0%

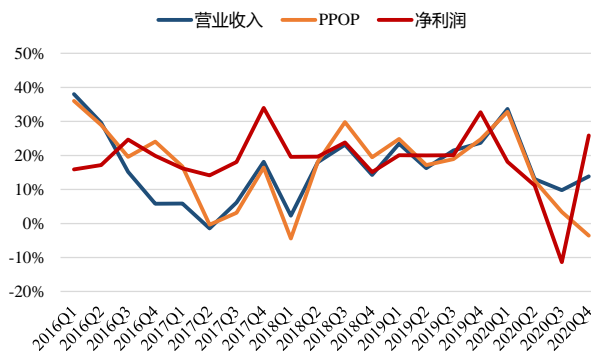
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 1: 2016/03~2020/12 宁波银行累计业绩同比增速



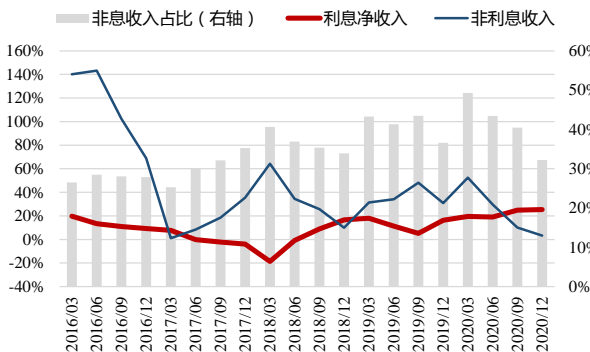
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2016Q1~2020Q4 宁波银行单季度业绩同比增速



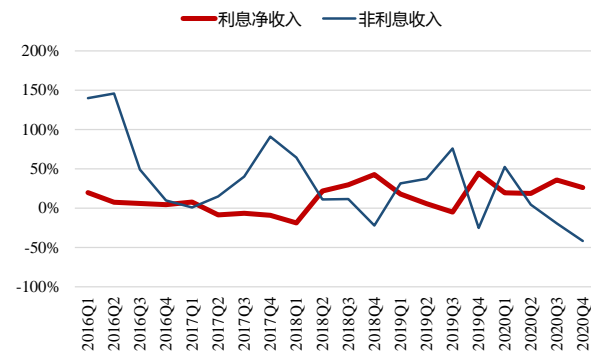
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2016/03~2020/12 宁波银行利息净收入及非利息净收入同比增速和结构



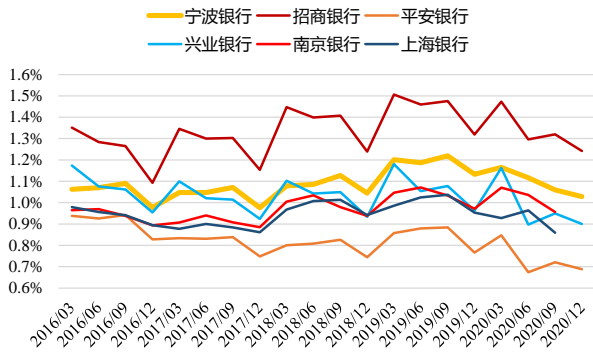
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2016Q1~2020Q4 宁波银行单季度利息净收入及非利息净收入同比增速



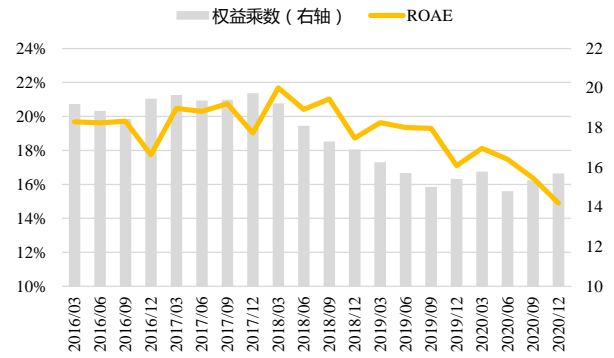
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2016/03~2020/12 宁波银行及可比银行 ROAA



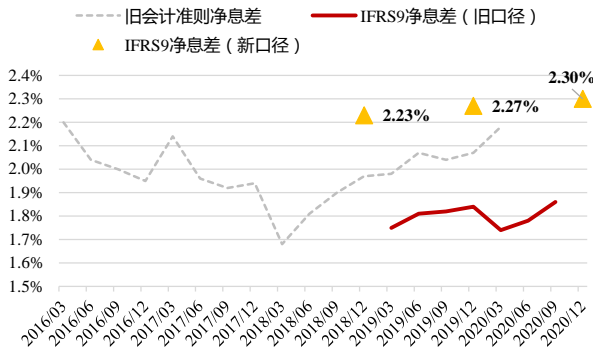
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2016/03~2020/12 宁波银行 ROAE 及权益乘数



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

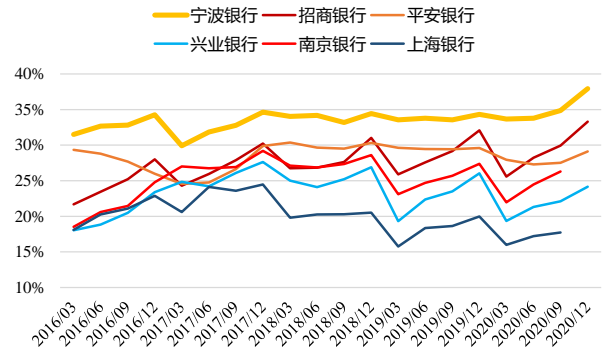
图 7: 2016/03~2020/12 宁波银行累计净息差



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

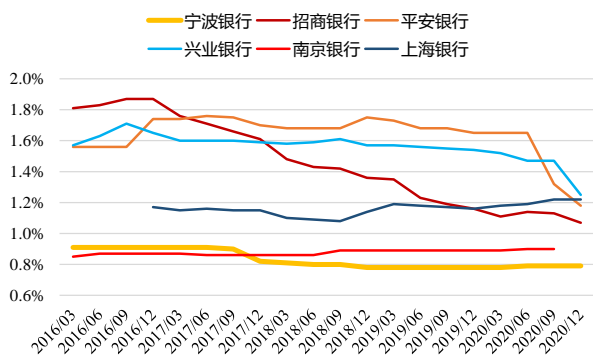
备注: 2020 年净息差财务口径调整, 同时追溯调整 2018、2019 年原数据

图 8: 2016/03~2020/12 宁波银行及可比银行成本收入比



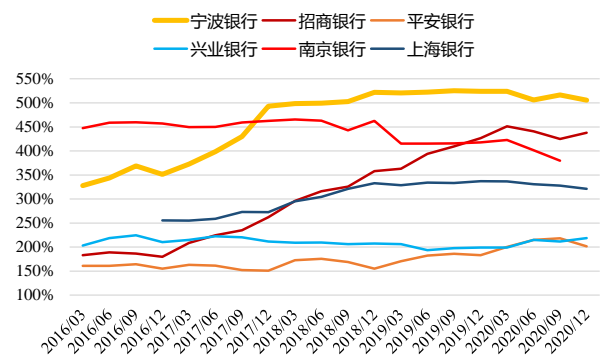
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 9: 2016/03~2020/12 宁波银行及可比银行不良率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 10: 2016/03~2020/12 宁波银行及可比银行拨备覆盖率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

宁波银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产总计	1,317,717	1,626,749	1,911,430	2,226,816	2,605,375	营业收入	35,082	41,111	47,894	55,078	63,340
现金及存放中央银行款项	93,556	102,498	124,243	144,743	169,349	利息净收入	22,238	27,859	33,191	38,359	45,115
发放贷款及垫款	510,039	663,447	787,509	921,902	1,083,836	手续费及佣金净收入	5,110	6,342	7,452	8,644	10,200
金融投资	659,471	716,210	879,258	1,031,016	1,214,105	投资收益等其他业务收入	7,734	6,910	7,251	8,075	8,025
FVTPL 金融投资	248,892	305,630	344,057	405,281	476,784	营业支出	19,792	24,611	27,873	30,905	34,619
以摊余成本计量的金融投资	183,392	216,399	258,043	302,847	356,936	业务及管理费	12,038	15,609	17,960	20,379	23,436
FVTOCI 金融投资	197,247	236,823	277,157	322,888	380,385	信用减值损失	7,461	8,667	9,534	10,106	10,712
存放同业及其他金融机构款项	15,409	20,040	19,114	22,268	26,054	营业利润	15,290	16,500	20,021	24,173	28,721
拆出资金	3,596	3,300	3,823	4,454	5,211	税前利润	15,219	16,455	19,941	24,076	28,606
买入返售金融资产	17,259	626	5,734	6,680	7,816	净利润	13,792	15,136	18,146	21,669	25,746
贵金属	12,516	23,171	19,114	22,268	26,054	归属于母公司股东净利润	13,715	15,050	18,043	21,546	25,599
其他资产合计	5,872	97,457	72,634	73,485	72,950						
负债总计	1,216,981	1,507,756	1,777,160	2,074,804	2,433,293	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
向中央银行借款	30,491	83,623	98,565	115,073	134,955	资产总计增速	18.0%	23.5%	17.5%	16.5%	17.0%
同业及其他金融机构存放款项	35,697	108,073	124,401	145,236	182,497	发放贷款及垫款增速	23.9%	30.1%	18.7%	17.1%	17.6%
拆入资金	35,962	68,434	76,418	93,366	111,931	负债总计增速	17.6%	23.9%	17.9%	16.7%	17.3%
交易性金融负债	10,881	19,092	17,772	20,748	24,333	吸收存款增速	20.5%	19.8%	18.0%	16.5%	17.0%
衍生金融负债	20,368	36,257	35,543	41,496	48,666	营业收入增速	21.3%	17.2%	16.5%	15.0%	15.0%
卖出回购款项	62,694	29,924	35,543	41,496	48,666	利息净收入增速	-	25.3%	19.1%	15.6%	17.6%
应交税费	3,324	3,970	1,777	2,075	2,433	手续费及佣金净收入增速	-	24.1%	17.5%	16.0%	18.0%
客户存款	779,224	933,164	1,101,134	1,282,821	1,500,900	成本收入比	34.3%	38.0%	37.5%	37.0%	37.0%
应付债券	212,886	187,443	231,031	290,473	340,661	所得税率	9%	8%	9%	10%	10%
其他负债合计	25,454	37,776	54,977	42,021	38,251	归属于母公司股东净利润增速	22.9%	9.7%	19.9%	19.4%	18.8%
股东权益总计	100,736	118,993	134,270	152,012	172,082	EPS	2.41	2.43	2.88	3.46	4.14
股本	5,628	6,008	6,008	6,008	6,008	BVPS	15.19	17.26	19.78	22.72	26.05
其他权益工具	14,810	14,810	14,810	14,810	14,810	ROAE	17.10%	14.90%	15.54%	16.28%	16.96%
资本公积	18,785	26,403	26,403	26,403	26,403	ROAA	1.13%	1.03%	1.03%	1.05%	1.07%
其他综合收益	2,220	1,100	2,000	2,500	2,000	净利息收益率	2.27%	2.30%	2.28%	2.25%	2.25%
盈余公积	7,250	8,632	10,346	12,393	14,825	不良贷款率	0.78%	0.79%	0.78%	0.78%	0.77%
一般风险准备	10,921	13,608	16,314	19,546	23,386	拨备覆盖率	524.08%	505.59%	501.20%	505.00%	505.00%
未分配利润	40,695	47,919	57,784	69,667	83,875	分红比例	21.7%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
归属于母公司股东的权益	100,309	118,480	133,666	151,327	171,307	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	427	513	604	684	774	P/E	16.1	16.0	13.5	11.2	9.4
归属于母公司普通股股东权益	85,498	103,670	118,856	136,517	156,497	P/B	2.55	2.25	1.96	1.71	1.49
						股息率	1.29%	1.29%	1.56%	1.87%	2.24%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>