

深化大零售轻资本战略 城商行龙头乘风破浪

——宁波银行（002142.SZ）

银行/银行



投资摘要:

股权结构多元化: 公司前两大股东宁波开投和华侨银行持股比例相当, 华侨银行作为战投提供经验和技术支持; 此外, 公司高管持股数量占 0.09%, 持股市值较大, 激发高管开拓业务、控制风险等多方面的积极性。

核心高管稳定: 公司主要管理人员均在公司任重要职位超过 10 年, 战略规划清晰, 于 2010 年提出“三个三年”的战略目标计划, 且执行力强, 十年来经营效果显著。

高增长和高质量: 公司在守住风险底线的基础上实现高速发展。

- ◆ 20 年公司资产规模达 1.63 万亿元 (YOY+23.5%), 5 年 CAGR 17.8%, 在所有资产规模在 1 万亿元以上的上市银行中规模增速最快。20 年公司实现归母净利润 150.5 亿元 (YOY+9.7%), 连续三年盈利增速领先同业。
- ◆ 20 年公司不良贷款率仅为 0.79%, 拨备覆盖率高达 505.5%, 风险抵御能力较强。假设将拨备覆盖率回拨至城商行平均水平 290.6%, 则公司计提减值准备将减少 117.3 亿元, 为 20 年归母净利润的 78%。

开拓优质经营区域: 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。

- ◆ 公司贷款主要投向江浙, 江浙作为国内经济最发达的区域, 商业银行不良贷款率较低, 分别为 1.04% 和 0.91%, 且中小企业较多。在经济发达地区继续强化对风险的把控, 是公司实现可持续发展的重要基础和保障。
- ◆ 目前公司在浙江省和江苏省发展速度较快, 江浙两地经济发达, 贷款需求较强, 金融机构贷款余额同比增速较快。未来随着公司推动区域营业网点逐步下沉至大型社区和强镇, 客户数将维持高速增长, 带动营业收入实现高速增长。

个贷业务迅速增长: 公司以消费贷为根基, 大力发展个贷业务。

- ◆ 自 14 年起公司向消费贷发力, 到 19 年个贷业务中消费贷占比达到 79% (7 年 CAGR 36.4%)。16 年在消费贷业务逐渐稳定后, 公司开始发展个人经营性贷款, 到 20 年占个贷总额已达 22.9% (5 年 CAGR 77.4%)。这种业务模式不仅保证了规模的迅速增长, 也使个贷收益率维持在较高水平。
- ◆ 20 年公司个人住房贷款余额为 233 亿元 (YOY+733.8%)。公司房贷占比约 8.9%, 未达城市商业银行个人住房贷款上限 17.5%。但考虑到目前房地产监管政策趋严, 未来公司个人住房贷款业务高速增长趋势难以持续。

投资能力优秀: 自 10 年起, 公司对市场判断十分准确, 展现出优秀的投资能力。考虑到公司投资类资产占比较高, 由投资资产带来的利息收入和投资收益将继续成为公司营收的重要来源。

拓展轻资产业务: 公司手续费及佣金净收入占营业收入比重在城商行中排名第一。未来凭借公司个人客户的快速增长和永赢基金及宁银理财的良好运营, 公司手续费及佣金收入将维持稳定增长。

投资建议: 预计公司 2021/2022/2023 EPS 分别为 2.83/3.39/4.06 元, 2021 年宁波银行的 PE(2021E)合理区间在 15.9-17.7 之间, PB 在 2.3-2.6 之间, 对应合理股价区间为 45-50 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 经济超预期下行风险、政策变化风险、经营战略改变风险、市场风险。

评级

买入 (首次)

2021 年 06 月 28 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

汪冰洁

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121060014

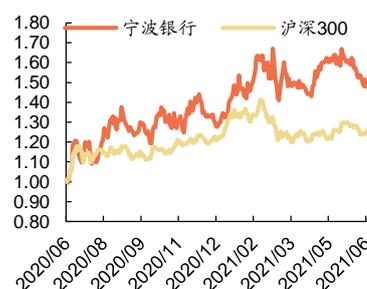
wangbingjie@shgsec.com

交易数据

时间 2021.06.28

总市值/流通市值 (亿元)	2339/2308
总股本 (万股)	600,801.63
核心一级资本充足率	9.39%
一级资本充足率	10.68%
资本充足率	14.45%
每股净资产 (元)	18.05
收盘价 (元)	38.93
一年内最低价/最高价 (元)	33.89/44.58

公司股价表现走势图



资料来源: wind 申港证券研究所

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	350.81	411.11	525.53	626.48	753.81
增长率 (%)	21.26	17.19	27.83	19.21	20.33
归母净利润 (亿元)	137.14	150.50	186.91	225.41	273.18
增长率 (%)	22.60	9.75	24.48	20.60	21.19
净资产收益率 (%)	15.07	13.70	14.27	14.93	16.16
每股收益 (元)	2.44	2.50	2.83	3.39	4.06
PE	15.98	15.54	13.75	11.48	9.59
PB	2.56	2.26	2.01	1.79	1.57

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 战略规划清晰的城商行龙头	5
1.1 多元化股权结构	5
1.1.1 华侨银行：丰富的经验和技术支持	5
1.1.2 高管持股：深度绑定公司与个人利益	6
1.2 优秀的管理能力	6
1.2.1 主要管理人员稳定	7
1.2.2 清晰的发展规划	7
2. 深耕优质区域 实现高速发展	8
2.1 资产规模和归母净利润呈现高增长	8
2.2 财务分析：高增长的驱动因素	10
2.2.1 宁波银行营业收入同比增速大于行业平均值	11
2.2.2 宁波银行大幅计提资产减值准备	13
2.2.3 宁波银行大幅扩张导致营业费用增速快于行业	15
3. 大力发展个贷业务 开拓优质经营区域	15
3.1 以消费贷为根基 大力发展个贷业务	15
3.2 持续开拓市场 贷款维持高增长	17
4. 市场洞察力敏锐 投资能力优秀	20
5. 保持战略定力 拓展轻资本业务	22
6. 宁波银行估值和投资建议	25

图表目录

图 1：20 年资产规模 1.63 万亿元（YOY+ 23.5%）	9
图 2：20 年生息资产 1.55 万亿元（YOY+22%）	9
图 3：20 年营收 411.1 亿元（YOY +17.2%）	9
图 4：20 年归母净利润 150.5 亿元（YOY+9.7%）	9
图 5：贷款主要投向江浙	13
图 6：江浙两地贷款占比 87.9%	13
图 7：江浙地区经济发达	14
图 8：江浙地区商业银行不良贷款率下降	14
图 9：不良贷款率维持在 1%以下	14
图 10：拨备覆盖率处于高位	14
图 11：江浙两地商业银行不良贷款率在全国省市中居于低位	15
图 12：消费贷占比维持高位	16
图 13：20 年房贷和经营贷呈现高增长	16
图 14：零售公司客户数保持高速增长	17
图 15：零售公司存贷款余额高速增长	17
图 16：投资资产占比较高	22
图 17：投资资产类型分布	22
图 18：代理委托收入高速增长	23
图 19：财富管理类业务发展良好	23
图 20：永赢基金业务发展	24

表 1: 2021Q1 宁波银行股权结构	5
表 2: 高管&员工持股形成原因	6
表 3: 高管持股	6
表 4: “三个三年”战略目标计划	7
表 5: “211”工程执行期间业务实现高速增长	8
表 6: 宁波银行资产规模 5 年 CAGR 领先同业	8
表 7: 宁波银行归母净利润同比增速第一	9
表 8: 宁波银行业绩归因	10
表 9: 老 16 家上市银行业绩归因	11
表 10: 生息资产平均余额增长归因分析	11
表 11: 手续费及佣金收入归因分析	12
表 12: 净利息收入归因分析	12
表 13: 其他非息收入构成	13
表 14: 个人贷款产品	15
表 15: 个人贷款各产品占比	16
表 16: 宁波银行个贷业务结构具有独特性	16
表 17: 公司在宁波地区贷款占比情况	18
表 18: 公司各省市贷款总额	18
表 19: 公司各省市贷款总额同比增速	18
表 20: 公司各省市不良贷款率	19
表 21: 江浙地区贷款需求强劲	19
表 22: 公司营业网点分布	19
表 23: 宁波银行投资类资产占比位于上市银行第一	20
表 24: 宁波银行手续费及佣金净收入占比较高	22
表 25: 理财子发行产品数	24
表 26: 财务预测表	26

1. 战略规划清晰的城商行龙头

宁波银行成立于 1997 年，由宁波市原有 17 家城市信用合作社、1 家城市信用合作社联合社及挂靠城市信用合作社联合社的 4 个办事处组建而成。2007 年 7 月宁波银行募资逾 40 亿元，成为首家在深圳证券交易所挂牌上市的城市商业银行。公司始终致力于打造多元化的利润中心，目前已形成了公司银行、零售公司、个人银行、财富管理、私人银行、信用卡、金融市场、投资银行、资产托管、票据业务等 15 个利润中心，拥有永赢基金、永赢租赁、宁银理财 3 家子公司。

1.1 多元化股权结构

宁波银行股权结构较为分散，呈现出多元化的结构。宁波银行前两大股东宁波开发投资集团有限公司和新加坡华侨银行有限公司分别持股 18.72% 和 18.67%，显现出新加坡华侨银行作为战略投资者的重要地位和作用。第三大股东雅戈尔集团股份有限公司为民企，有助于公司市场化经营与业务创新。

表1：2021Q1 宁波银行股权结构

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	宁波开发投资集团有限公司	1,124,990,768	18.72
2	新加坡华侨银行有限公司	1,121,812,159	18.67
3	雅戈尔集团股份有限公司	499,911,386	8.32
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	253,575,520	4.22
5	华茂集团股份有限公司	159,791,177	2.66
6	宁波富邦控股集团有限公司	110,700,000	1.84
7	新加坡华侨银行有限公司(QFII)	79,791,098	1.33
8	宁兴(宁波)资产管理有限公司	77,589,276	1.29
9	宁波市轨道交通集团有限公司	71,191,267	1.18
10	中央汇金资产管理有限责任公司	69,819,360	1.16
	合计	3,569,172,011	59.39

资料来源：wind 申港证券研究所

1.1.1 华侨银行：丰富的经验和技术支持

宁波银行于 2006 年引入华侨银行作为战略投资者，在风险管理、内部审计、个人业务、资金业务、信息技术等领域，与华侨银行进行合作，学习华侨银行的先进经验。双方的合作对于公司的发展起到了至关重要的推动作用：

- ◆ 在资本金方面，华侨银行拓宽了公司的资本金补充渠道。07 年华侨银行持股数量为 2.5 亿，到 21Q1 华侨银行持股数量增长至 11.2 亿股，占总股本比例约为 18.7%。资本金的补充增强了公司服务实体经济和防范风险的能力，对公司的可持续发展具有重大意义。
- ◆ 在零售公司方面，吸收、借鉴华侨银行在公司业务，尤其是中小型企业服务方面的先进经验和技术的的基础上，结合自身的特点和本地市场特色，完善、再造公司业务组织架构，策略性的扩大和调整分销网络。
- ◆ 在风险控制方面，以华侨银行成熟的管理技术和流程为参照，引入新的风险监测

和计量手段，强化风险管理与控制。

- ◆ 在人才引进方面，通过华侨银行引入国际化高管，组建国际化管理团队，并通过组织员工赴华侨银行交流学习完善人才培养体系，为业务发展提供人才支撑。

2017 年，双方续签战略合作协议，再续长达 10 年的战略合作关系。

1.1.2 高管持股：深度绑定公司与个人利益

宁波银行高管与员工通过内部入股与转让的方式持有公司股份，截至 2008 年 7 月，公司员工股为 3.98 亿股，其中高管持有 4202 万股，除董事、监事及高级管理层按照一年内最多转让持有股份的 25% 进行转让外，其余员工股全部上市流通。公司上市后高管减持了大部分股份，但截至 2021Q1，公司高管仍持有 520 万股，占股份总数的 0.09%，持股市值较大，深度绑定公司与个人的利益，激发高管开拓业务、控制风险等多方面的积极性。

表2：高管&员工持股形成原因

时间	形成原因和演变情况
发起设立时	2,421 名自然人股东（部分为内部员工）以其在城市信用合作社及市联社的可用于折股的净资产折股认购本行 13,308,600 股股份，占当时本行股份总数的 5.59%。
2004 年	根据 2004 年 9 月下发的《宁波市商业银行内部员工投资入股有关规定》，999 位内部员工向本行投资入股 3.6 亿元，共计持有本行 3.6 亿股，占当时本行股份总数的 20%。本次预留 6,030 万股（由员工代持）计划用于施行员工激励计划。
2005 年	员工代持股份共计 6,470 万股（除上述预留股份之外，还包括 13 名员工离行并出让其持有的 440 万股）。为进一步规范代持股份行为，董事会做出决议，同意将代持股份分两次转让给 116 名员工。
2005 年	截至 2004 年底，内部员工共计持有 362,453,500 股股份，占当时本行股份总数的 20.14%（超过了规定的 20%）。员工王亚萍于 2005 年底将其持有的 2,453,500 股本行股份转让给宁波特克轴承有限公司。
2006 年	股东宁波特克轴承有限公司、宁波彬彬文具有限公司向内部员工转让共计 37,777,347 股股份，占当时股份总数的 1.84%。内部员工持股总额由原来的 360,000,000 股增加至 397,777,347 股，共计占股份总数的 19.40%

资料来源：招股说明书 申港证券研究所

表3：高管持股

报告期	姓名	职务	期末持股数(股)
2020 年报	罗孟波	副董事长,行长	1,919,678
2020 年报	洪立峰	监事长,职工监事	1,644,113
2020 年报	陆华裕	董事长	1,249,409
2020 年报	王勇杰	副行长	241,800
2020 年报	李浩	独立董事	150,000

资料来源：公司年报 申港证券研究所

1.2 优秀的管理能力

公司核心管理人员稳定，战略目标计划清晰。公司以“大银行做不好，小银行做不了”为经营策略，集中资源发展大零售业务，深耕长三角等优质经营区域，持续积累在各个领域差异化的比较优势，为其业务的高速增长和高质量发展奠定了稳固的基础。

1.2.1 主要管理人员稳定

董事长陆华裕先生 2000-2005 年任公司行长，在公司任职超过 20 年，监事长洪立峰先生 2003-2015 年任公司副行长，在公司任职接近 20 年。行长罗孟波先生自 2008 年起在公司历任行长助理、副行长、行长，副行长付文生先生和王勇杰先生自 2011 年起在公司担任重要职位，任职均超过 10 年。公司核心管理层稳定，对公司经营情况十分熟悉，十年来经营成效显著。

1.2.2 清晰的发展规划

宁波银行以“大银行做不好，小银行做不了”为经营策略，积极探索中小银行差异化的发展道路，持续积累在各个领域差异化的比较优势。中小银行获取客户资源的能力远不及大型银行，但相比而言中小银行对于地方的小企业和个体客户则更为熟悉，因此公司选择集中资源发展中小企业信贷业务，挖掘优质客户，形成独特的风险管理体系，实现风险收益最大化。

宁波银行以挖掘地方潜在客户作为重点发展方向。管理层以三年为一个时间节点，对于公司未来的发展有非常清晰的规划，并具备很强的执行力以带动业务实现高速增长。宁波银行自 2010 年提出“三个三年”的战略目标计划，此外，还多次提出具体的执行计划，比如每三年提出一次的中长期资本规划、“211”工程计划以及“123”客户覆盖率计划。

表4：“三个三年”战略目标计划

年份	目标计划
2011-2013	一是深化公司银行、零售公司、个人银行、金融市场、信用卡五大利润中心专业化和差异化的经营模式；二是梳理销售体系、总分行管理体系、业务流程体系三大体系；三是注重人才管理、IT、风险管理、案件预防四大机制建设。
2014-2016	一是拓宽盈利渠道，新增票据业务、投资银行、资产托管三大利润中心；二是升级营销模式；三是严控不良资产。
2017-2019	一是优化盈利结构，于 2018 年将个人银行中心划分为财富管理和私人银行两个中心，2020 年加入远程银行利润中心；二是守住风险底线；三是强化专业经营

资料来源：公司年报 申港证券研究所

“211”工程计划执行情况反应公司优秀的执行能力。宁波银行于 2018 年推出“211”工程计划，即计划在 2018-2020 年期间，实现每家支行服务 2 万户个人银行客户、1000 户零售公司客户、100 户公司银行客户。从获客能力角度来看，2018-2020 年“211”工程执行的三年期间，公司业务实现高速增长：

- ◆ 公司银行客户从 6.3 万户增长到 10 万户，3 年 CAGR 16.7%，零售公司客户从 17.4 万户增长到 35.8 万户，3 年 CAGR 27.2%，对公客户日均存款余额从 4430 亿元增长到 7691 亿元，3 年 CAGR 20.2%，对公贷款平均余额从 2140 亿元增长到 4109 亿元，3 年 CAGR 24.3%。
- ◆ 个人存款日均余额从 1083 亿元增长到 1837 亿元，3 年 CAGR 19.3%，个人贷款平均余额从 777 亿元增长到 2094 亿元，3 年 CAGR 39.2%。

表5：“211”工程执行期间业务实现高速增长

		2017	2018	2019	2020
对公客户	客户数（万户）	6.3	7.1	8.8	10.0
	零售公司客户（万户）	17.4	22.5	29.4	35.8
	存款日均余额（亿元）	4430	5158	6170	7691
	贷款平均余额（亿元）	2140	2325	2722	4109
个人客户	存款日均余额（亿元）	1083	1196	1534	1837
	贷款日均余额（亿元）	777	992	1432	2094

资料来源：公司年报 申港证券研究所

“123”客户覆盖率计划的推出。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。

2. 深耕优质区域 实现高速发展

宁波银行资产规模增长速度较快，盈利能力领先同业，归母净利润同比连续三年位于上市银行第一。在保持高增长的同时，公司资产质量维持在较高水平。

2.1 资产规模和归母净利润呈现高增长

宁波银行资产规模呈现高增长。2020年，宁波银行资产规模达1.63万亿元，同比增长23.5%，5年CAGR达到17.8%。对比所有资产规模在1万亿元以上的上市银行，宁波银行增长速度最快。其中生息资产平均规模1.55万亿元，同比增长36.4%。21Q1公司资产规模较年初增长5.9%至1.72万亿元。

表6：宁波银行资产规模5年CAGR领先同业

证券代码	证券简称	20年资产总计（亿元）	5年CAGR
002142.SZ	宁波银行	16,267	17.8%
600926.SH	杭州银行	11,693	16.5%
601916.SH	浙商银行	20,482	14.7%
601009.SH	南京银行	15,171	13.5%
600919.SH	江苏银行	23,379	12.6%
000001.SZ	平安银行	44,685	12.3%
601229.SH	上海银行	24,621	11.2%
601818.SH	光大银行	53,681	11.1%
600015.SH	华夏银行	33,998	11.0%
601077.SH	渝农商行	11,359	9.7%
600000.SH	浦发银行	79,502	9.5%
601169.SH	北京银行	29,000	9.5%
601658.SH	邮储银行	113,533	9.2%
600016.SH	民生银行	69,502	9.0%
601939.SH	建设银行	281,323	8.9%
601288.SH	农业银行	272,050	8.9%

证券代码	证券简称	20 年资产总计 (亿元)	5 年 CAGR
600036.SH	招商银行	83,614	8.8%
601398.SH	工商银行	333,451	8.5%
601328.SH	交通银行	106,976	8.4%
601166.SH	兴业银行	78,940	8.3%
601998.SH	中信银行	75,112	8.0%
601988.SH	中国银行	244,027	7.7%

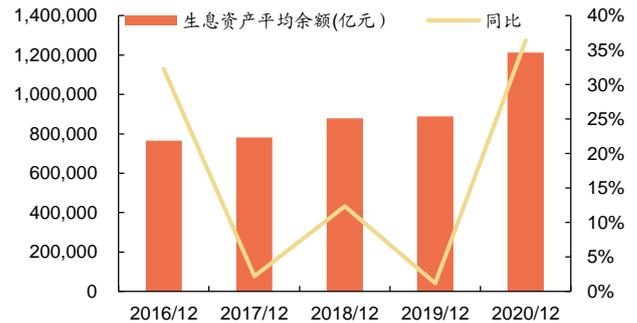
资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图1: 20 年资产规模 1.63 万亿元 (YOY+23.5%)



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图2: 20 年生息资产 1.55 万亿元 (YOY+22%)



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

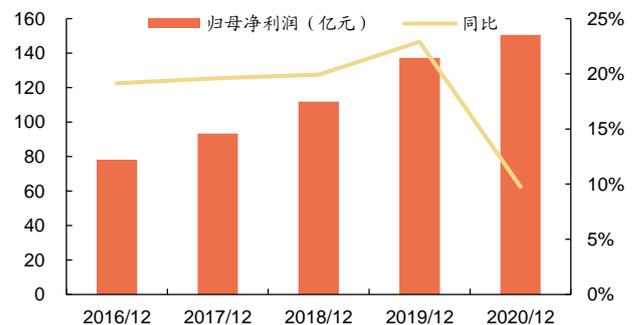
宁波银行盈利能力领先同业。20 年宁波银行营收 411.1 亿元, 归母净利润 150.5 亿元, 同比增长 9.7%, 在所有上市银行中增速第一。总体来看, 在 20 年经济增长受疫情冲击的环境下, 宁波银行的贷款业务和中间业务仍维持高速增长, 带动营业收入增长 17.2%。即使在不良认定标准趋严和不良处置加大的环境下, 宁波银行一直以来充足的拨备计提和较低的不良生成率, 使得公司 20 年拨备计提对利润侵蚀较小, 带动公司利润实现高增长。21Q1 公司实现营收 132.3 亿元, 归母净利润 47.35 亿元, 同比增长 18.3%。

图3: 20 年营收 411.1 亿元 (YOY+17.2%)



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图4: 20 年归母净利润 150.5 亿元 (YOY+9.7%)



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

表7: 宁波银行归母净利润同比增速第一

证券代码	证券简称	ROE (%)	归母净利润: 同比 (%)
002142.SZ	宁波银行	14.9	9.7
600926.SH	杭州银行	11.1	8.1
601658.SH	邮储银行	11.8	5.4
601009.SH	南京银行	14.3	5.2

证券代码	证券简称	ROE (%)	归母净利润: 同比 (%)
600036.SH	招商银行	15.7	4.8
600919.SH	江苏银行	11.9	3.1
601988.SH	中国银行	10.6	2.9
601229.SH	上海银行	12.1	2.9
000001.SZ	平安银行	9.6	2.6
601998.SH	中信银行	10.1	2.0
601288.SH	农业银行	11.4	1.8
601939.SH	建设银行	12.1	1.6
601328.SH	交通银行	10.4	1.3
601818.SH	光大银行	10.7	1.3
601398.SH	工商银行	12.0	1.2
601166.SH	兴业银行	12.6	1.2
601169.SH	北京银行	10.7	0.2

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

2.2 财务分析: 高增长的驱动因素

我们选取老 16 家上市银行作为参照对象, 采用 2010 年至 2020 年年报的数据分别对宁波银行与老 16 家上市银行进行过去十年的业绩归因, 值得注意的是:

- ◆ **净利息收入和手续费及佣金净收入因子计算口径存在偏差, 无法直接进行对比, 但其他因子均具有可比性。**原因在于在监管明确 20 年年报将信用卡分期手续费计入利息收入以前, 各银行在信用卡分期业务收入上会计处理有所不同: 一类是将分期收入全部或部分计入利息收入, 相应的资产划分为生息资产, 例如招商银行 2015 年起将信用卡分期收入全部计入利息收入, 2019 年中信银行、光大银行也做出了类似调整; 另一类是将分期收入计入手续费及佣金收入, 例如宁波银行。
- ◆ **宁波银行生息资产平均余额口径发生变化, 2011-2013 年生息资产和净息差不包括贴现和垫款, 也不包括买入返售款项和卖出回购款项, 2014-2019 年不包括贴现和垫款, 但包括买入返售款项和卖出回购款项, 2020 年既包括贴现和垫款, 也包括买入返售款项和卖出回购款项。**为保证数据的可比性, 我们在计算 2014 年和 2020 年数据时, 对 2013 年和 2019 年数据进行追溯调整。

表8: 宁波银行业绩归因 单位: %

宁波银行业绩归因	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利息收入	29.07	29.91	14.84	16.42	14.73	7.40	-2.84	10.79	1.53	16.02
其中: 生息资产平均余额	19.46	24.84	31.11	17.17	17.06	22.76	1.38	7.39	0.71	14.98
净息差	9.61	8.14	-19.55	0.00	-4.90	-16.86	-0.33	1.04	-3.99	1.04
贴现和垫款净收入	2.95	-3.07	3.28	-0.75	2.57	1.50	-3.89	2.36	4.81	0.00
手续费及佣金净收入	3.90	3.30	6.16	6.78	9.80	10.54	-0.62	-0.42	6.88	3.51
其他非息收入	1.78	-3.38	-2.53	-3.27	2.56	3.22	10.52	3.91	12.85	-2.35
营业收入同比	34.75	29.82	33.58	20.34	27.09	21.16	7.06	14.28	21.26	17.19
营业税金及附加	-2.09	0.87	2.79	1.01	0.63	8.94	3.69	0.81	-0.13	-0.20
营业费用	5.05	6.05	5.27	7.08	-5.44	-0.69	-0.98	0.54	0.39	-9.83
资产减值准备	-5.15	-6.51	-0.84	-12.21	-8.21	-9.23	-4.26	-2.23	11.07	0.50
其他支出	5.61	0.97	0.20	-0.26	0.04	0.22	-0.06	0.01	-0.17	0.25

宁波银行业绩归因	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业利润同比	38.17	31.21	20.13	15.95	14.11	20.40	5.45	13.42	32.43	7.91

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

表9: 老 16 家上市银行业绩归因 单位: %

老 16 家上市银行业绩归因	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入同比	27.22	16.23	12.15	14.47	9.32	0.53	2.63	7.97	10.02	5.45
营业税金及附加	-1.19	-0.93	0.44	0.31	0.24	7.78	3.88	0.02	0.08	-0.09
营业费用	4.79	1.48	1.17	3.25	3.52	-0.38	-0.57	1.16	2.01	2.39
资产减值准备	-0.84	1.46	-0.56	-8.21	-11.33	-6.13	-2.61	-6.87	-2.67	-7.32
其他支出	-0.08	-0.97	-0.65	-1.47	-0.51	-2.24	-1.22	1.59	-2.43	-1.27
营业利润同比	29.89	17.26	12.55	8.35	1.23	-0.43	2.12	3.87	7.01	-0.83

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

2.2.1 宁波银行营业收入同比增速大于行业平均值

从业绩归因的结果我们发现 2011-2020 年宁波银行营业收入同比增速大幅高于行业平均值, 具体来看可以将营业收入增长划分为两个阶段:

第一阶段为 2011-2016 年, 期间宁波银行营收大幅增长主要是生息资产规模和手续费及佣金净收入驱动:

- ◆ **生息资产规模方面主要由证券投资规模带动**, 证券投资规模 5 年 CAGR 61.2%。2011-2015 年主要是由于高收益非标市场规模大幅扩张, 公司投资理财产品等非标资产的规模由 173.1 亿元增长至 2329.6 亿元, 4 年 CAGR 91.5%, 非标资产占投资资产比重由 35.9% 增长至 64.7%。2016 年证券投资规模同比增长 52.35%, 在非标资产监管趋严环境下, 主要增长来源是标准类债券投资, 包括: 政府债券、政策性金融债和企业债券。

表10: 生息资产平均余额增长归因分析 单位: %

生息资产增长归因分析	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
客户贷款及垫款	12.20	8.71	6.42	5.29	4.43	6.15	9.17	5.12	16.07	15.03
证券投资	0.52	13.29	24.80	13.11	21.52	25.70	-8.18	5.80	-6.35	6.46
存放央行款项	6.15	4.33	3.90	1.80	1.42	1.63	1.28	0.29	0.07	0.85
存放和拆放同业及其他金融机构款项	5.98	4.57	0.51	2.37	-5.36	-1.23	-0.08	1.12	1.86	1.26
生息资产平均余额	24.85	30.90	35.63	22.56	22.01	32.26	2.19	12.34	11.65	23.61

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

- ◆ **手续费及佣金净收入持续增长**, 对营收增速贡献加大。公司借助综合金融优势, 持续推进中间业务转型创新和收入结构优化, 财富管理、信用卡等利润中心盈利能力更进一步, 代理委托业务和银行卡业务收入大幅增长。一方面, 公司持续优化财富管理收入结构, 从偏重理财业务逐步向全面财富管理发展, 基金、保险、黄金销售等业务得到了较快发展, 另一方面, 公司通过深化客户经营、升级营销方式、推进交叉销售、加强产品创新等措施大力推进信用卡业务发展。

表11: 手续费及佣金收入归因分析

手续费及佣金收入归因分析	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
手续费及佣金收入	42.38	34.35	57.27	50.17	63.14	52.48	-4.96	-0.72	33.98	25.97
代理委托业务	7.04	23.18	39.49	6.79	17.61	48.70	4.35	-7.06	16.41	25.93
担保承诺业务	10.89	6.59	-5.69	2.78	3.04	-0.64	0.82	3.32	0.98	0.22
托管类业务	0.00	0.00	0.00	0.00	9.20	3.48	1.36	-1.33	-0.35	-0.24
结算业务	3.02	0.94	3.94	1.78	0.48	-0.14	-0.39	0.55	0.36	0.19
银行卡业务	8.38	9.53	23.38	33.91	36.48	2.20	-10.99	3.89	15.89	-0.33
财务顾问业务	14.41	-5.88	-6.13	-2.45	1.67	-0.39	-0.15	-0.06	0.68	0.10
其他	-1.17	-0.12	2.28	7.29	-5.34	-0.70	0.01	-0.05	0.02	0.09

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

第二阶段为 2017-2020 年, 受资管新规影响, 依靠证券投资规模拉动营业收入增长的模式已无法持续, 整体来看营业收入增速与第一阶段相比出现下滑, 营业收入增长主要由客户贷款及垫款因子以及其他非息收入因子驱动。

- ◆ **营业收入增长主要由客户贷款及垫款驱动。**考虑到公司净利息收入影响因素较多, 我们对净利息收入影响因子进行归因发现此阶段客户贷款及垫款成主要贡献因素。受资管新规影响, 依靠证券投资拉动净利息收入增长的模式已无法持续, 此阶段证券投资规模对净利息收入贡献较为稳定。(2019 年数据受新金融工具准则的影响而不具备可比性, 实际证券投资规模同比增加, 利息收入同比增加 10.58 亿元)。

表12: 净利息收入归因分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
客户贷款及垫款	27.97	19.98	5.71	6.93	2.46	0.51	10.01	9.41	9.41	17.39
规模	15.68	11.11	8.36	7.03	5.66	8.00	12.69	6.15	6.94	18.86
利息	12.29	8.87	-2.65	-0.11	-3.20	-7.49	-2.68	3.26	2.47	-1.48
证券投资	4.04	16.95	22.46	16.40	17.23	7.03	0.67	5.72	-8.03	2.24
规模	0.42	10.93	22.90	12.69	21.70	26.11	-7.80	5.99	-6.31	5.88
利息	3.62	6.02	-0.44	3.71	-4.47	-19.08	8.47	-0.27	-1.72	-3.65
存放央行款项	2.01	1.29	1.08	0.48	0.34	0.32	0.57	0.11	-0.09	0.24
规模	1.90	1.19	1.01	0.50	0.38	0.47	0.44	0.09	0.02	0.25
利息	0.11	0.10	0.08	-0.02	-0.03	-0.15	0.13	0.02	-0.11	-0.01
存放和拆放同业及其他金融机构款项	9.15	3.53	0.48	3.49	-7.85	-2.29	0.40	1.00	0.88	-1.12
规模	2.82	4.32	0.42	2.07	-4.91	-0.81	-0.04	0.66	1.16	0.70
利息	6.33	-0.79	0.06	1.42	-2.94	-1.48	0.45	0.34	-0.28	-1.83
利息收入	43.17	41.75	30.09	27.30	12.19	5.56	11.65	16.23	2.17	18.74
存款	-8.57	-2.86	4.95	3.03	-7.18	2.09	-2.40	-2.87	-16.28	-2.61
同业及其他金融机构	-1.56	0.92	-11.97	-6.61	35.39	4.92	2.02	4.19	2.00	1.40
应付债券	-1.33	1.42	-3.48	-1.11	-24.64	-2.59	-7.76	-5.94	9.53	8.80
向中央银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	-1.35	-1.88	2.33	-2.91	-1.05
利息支出	-11.46	-0.52	-10.50	-4.68	3.47	3.07	-10.02	-2.29	-7.65	6.54
利息净收入	31.71	41.23	19.59	22.62	15.65	8.63	1.64	13.95	-5.48	25.28
净息差	3.23	3.48	2.51	2.51	2.38	1.95	1.94	1.97	2.27	2.30

资料来源: wind 申港证券研究所

- ◆ **其他非息收入大幅增加源于公司优秀的投资能力。**2017-2018 年公司投资理财等非标产品规模下降，转而大幅增配货币基金（税前收益率约高达 6.7%），2019-2020 年公司把握债券市场波段机会和配置机会提高投资收益。

表13: 其他非息收入构成 单位: 亿元

	2017	2018	2019	2020
其他净收入	30.26	40.17	77.34	69.10
投资净收益	33.45	50.73	65.41	91.80
公允价值变动净收益	-55.60	62.63	20.16	-13.03
汇兑净收益	52.05	-74.96	-9.04	-11.84
其他收益	0.14	0.41	0.40	1.21
其他业务收入	0.31	0.31	0.36	0.24
资产处置收益	-0.09	1.05	0.05	0.72

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

- ◆ **手续费及佣金净收入方面**，受资管新规影响，2017-2018 年公司代理委托业务增速下滑，2019-2020 年受益于大零售战略的实施，公司代理委托业务重回高速增长，带动营业收入实现增长。自 2020 年起信用卡手续费收入不再计入手续费及佣金净收入而计入利息收入。

2.2.2 宁波银行大幅计提资产减值准备

宁波银行资产质量优异。公司坚持“控制风险就是减少成本”的风险理念，在历年规划中将守住风险底线作为最根本的经营目标，风险管理措施的有效性不断显现，2011-2020 年，宁波银行不良贷款率一直维持在 1% 以下，从 2015 年开始不良贷款率处于行业最低水平，且除 2020 年受疫情影响不良贷款率小幅回升 0.01% 至 0.79% 外，不良贷款率呈现出显著下降趋势。

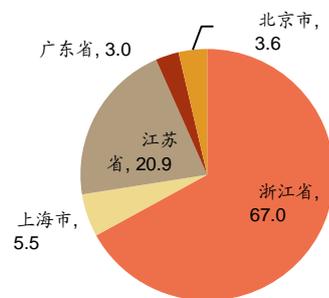
区域经济的优势奠定宁波银行资产质量的基础。宁波银行在江浙深耕多年，对当地企业熟悉度较高，在经济发达地区继续强化对风险的把控，使得宁波银行资产质量优于其他同业。江苏和浙江作为国内经济最发达的区域之一，从 17 年以来，GDP 同比增速领先于全国，经济增长强劲。此外银保监会数据显示，江浙两地 2019 年商业银行不良贷款率分别为 1.04% 和 0.91%，在全国省市中不良贷款率居于低位。

图5: 贷款主要投向江浙



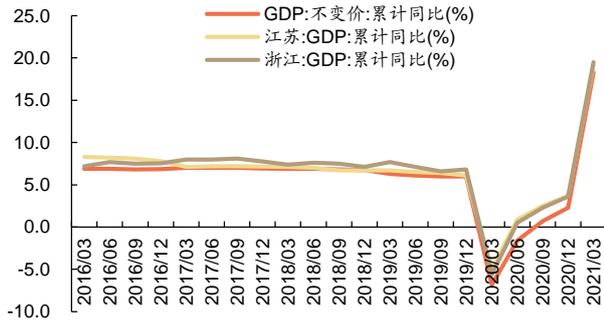
资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图6: 江浙两地贷款占比 87.9% 单位: %



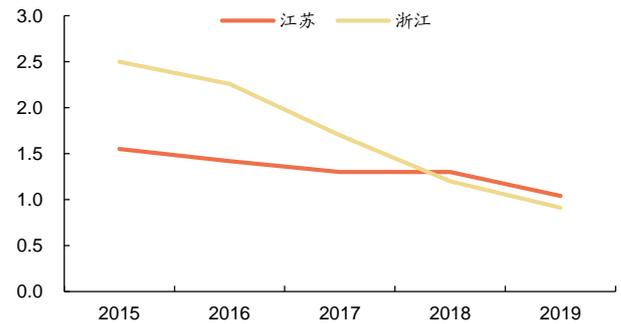
资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图7: 江浙地区经济发达



资料来源: wind 申港证券研究所

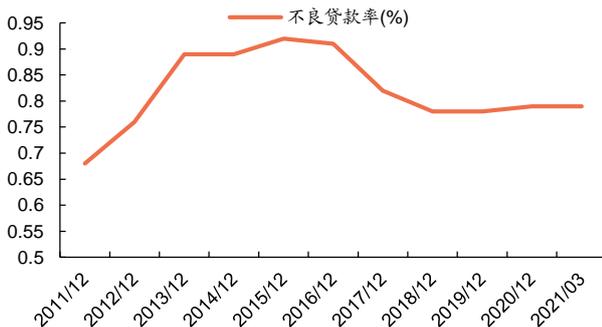
图8: 江浙地区商业银行不良贷款率下降 单位: %



资料来源: wind 申港证券研究所

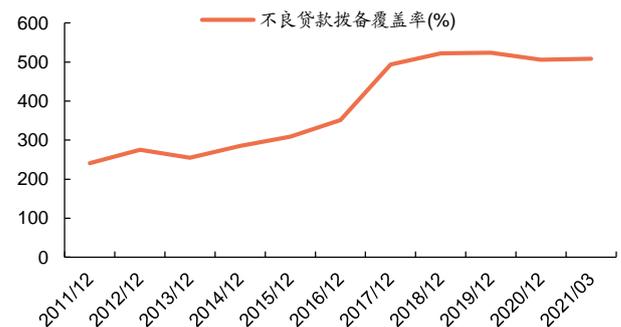
拨备覆盖率持续维持在高位。2011-2018年, 宁波银行大幅计提减值准备, 对净利润增速形成拖累, 由于其不良生成率较低, 公司拨备覆盖率从 275.39% 增长至 521.83%, 基于此, 2019年公司计提减值准备仅同比增长 3.5%, 提升净利润增速。2020年受疫情影响, 不良生成率有所上升, 宁波银行用充足的拨备核销了 28.6 亿元不良资产, 使得拨备覆盖率有所下滑, 但仍高达 505.5%, 位列上市银行第一名。考虑到宁波银行拨备覆盖率较高, 实则对利润造成一定侵蚀, 假设将拨备覆盖率回拨至行业平均水平 (2020年其他上市城商行拨备覆盖率均值为 290.6%), 则宁波银行计提减值准备将减少 117.3 亿元, 为 20 年归母净利润的 78%。21Q1 公司不良率 0.79%, 与 2020 年末持平, 一季度公司加大信用减值计提力度, 共计提 34.8 亿元, 同比增长 19.5%, 拨备覆盖率提升至 508.6%, 风险抵御能力较强。

图9: 不良贷款率维持在 1% 以下



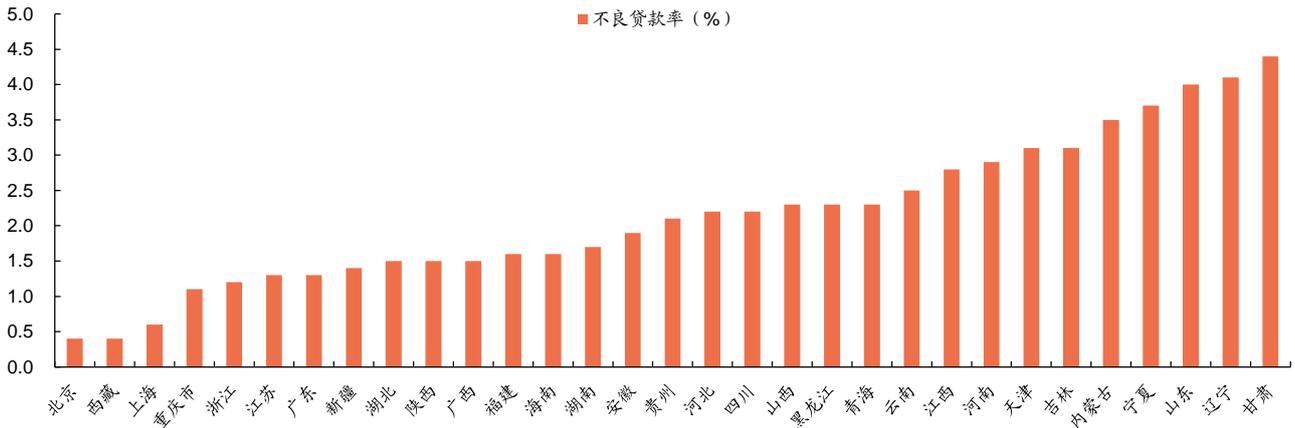
资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图10: 拨备覆盖率处于高位



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图11：江浙两地商业银行不良贷款率在全国省市中居于低位



资料来源：wind 申港证券研究所

2.2.3 宁波银行大幅扩张导致营业费用增速快于行业

从 2015 年开始，公司营业费用对净利润增速形成拖累，主要是受业务拓展、服务升级、员工队伍建设以及网点机构加速布局等因素影响，人力与科技投入等运营成本有所增加。下阶段，随着公司战略性人员配置逐步到位、体系化人才培养渐显成效以及数字化营销体系持续升级，公司各领域产能和效率预期将稳步提升，预计员工费用增长将逐步趋缓。

3. 大力发展个贷业务 开拓优质经营区域

3.1 以消费贷为根基 大力发展个贷业务

宁波银行在个贷业务结构上具有独特性，个人消费贷款持续高增长。2013 年之前，住房贷款占据了公司个人贷款的较大比例，自 2014 年开始，公司将发展白领通客户、持续优化大额分期等产品写入业务发展规划，此后公司开始向消费金融领域发力，个人消费贷款 7 年 CAGR 36.4%。到 2019 年时，公司个人贷款业务中个人住房贷款占比已降至 1.6%，而消费贷占比则达到 79%。2016 年，在个人消费贷款业务逐渐稳定后，公司开始发展个人经营性贷款，5 年 CAGR 77.4%，到 2020 年占个人贷款总额比例已达到 22.9%，是推动个人贷款总额迅速增长的重要因素。

表14：个人贷款产品 单位：亿元

个人贷款产品	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
贷款总额	1,227.5	1,456.2	1,711.9	2,100.6	2,556.9	3,025.1	3,462.0	4,290.9	5,291.0	6,877.2
个人贷款总额	297.7	356.2	532.4	727.4	852.0	958.8	1,056.6	1,370.7	1,797.0	2,616.5
个人住房贷款	187.3	76.4	163.3	15.9	15.0	13.0	11.3	12.5	27.9	232.6
个人消费贷款		198.6	203.2	666.5	802.8	864.1	873.0	1,149.8	1,418.7	1,783.8
个人经营性贷款	20.5	81.3	165.8	44.9	34.2	81.8	172.4	208.4	350.4	600.1
汽车金融贷款	42.1									
信用卡应收账款	36.1									
其他个人贷款	11.7									

资料来源：公司年报 申港证券研究所

表15: 个人贷款各产品占比

个人贷款占比(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
个人住房贷款	62.9	51.3	30.7	2.2	1.8	1.4	1.1	0.9	1.6	8.9
个人消费贷款			38.2	91.6	94.2	90.1	82.6	83.9	79.0	68.2
个人经营性贷款	6.9	22.8	31.2	6.2	4.0	8.5	16.3	15.2	19.5	22.9
汽车金融贷款	14.1	9.6								
信用卡应收账款	12.1	15.0								
其他个人贷款	3.9	1.4								

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

这种业务模式不仅保证了规模的迅速增长,也使得公司个人贷款收益率维持在较高水平。选取同样以发展零售业务作为经营方向的招商银行、平安银行和工商银行作对比,招商银行和工商银行个人贷款业务侧重于个人住房贷款,收息率处于相对较低水平,同时不良率也较低。平安银行个人贷款业务发展较为多元化,其收息率水平较高,但同时不良率也高于工行和招行。宁波银行在个人贷款业务结构上具有独特性,主要侧重于个人消费贷款,其收息率最高,不良率高于以住房抵押贷款为主的招行和工行,但低于平安银行。

表16: 宁波银行个贷业务结构具有独特性

	个人住房贷款	个人消费贷款	个人经营性贷款	信用卡应收账款	汽车金融贷款	其他个人贷款	个人贷款不良率	个人贷款收息率
宁波银行	8.89%	68.17%	22.94%	-	-	-	0.89	7.79%
招商银行	47.55%	-	-	27.85%	-	24.60%	0.81	5.89%
平安银行	14.92%	-	-	32.98%	15.35%	36.75%	1.13	7.23%
工行银行	80.51%	-	-	9.58%	-	9.91%	0.56	4.77%

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

2020年公司个人贷款业务布局发生改变。2020/21Q1,公司个人贷款余额2617亿元/2862亿元,增长45.6%/9.37%,占贷款总额的38.1%/38.9%,占比不断提升。2020年个人贷款平均收息率为7.79%,个人贷款利息收入163亿元,占总利息收入的28.7%。其中个人消费贷款占个人贷款比重为68.7%,投放额为1784亿元,同比增长25.7%,个人住房贷款和个人经营贷款呈现出高增长,个人住房贷款/个人经营性贷款余额分别为233亿元/600亿元,同比增长733.8%/71.3%。公司房贷占比约8.9%,虽未达城市商业银行个人住房贷款上限17.5%。但考虑到目前房地产监管政策趋严,未来公司个人住房贷款业务增长趋势难以持续。

图12: 消费贷占比维持高位

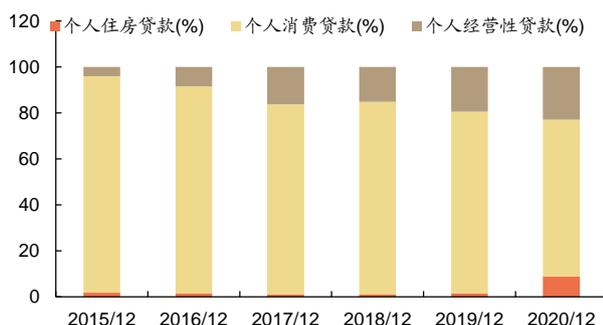
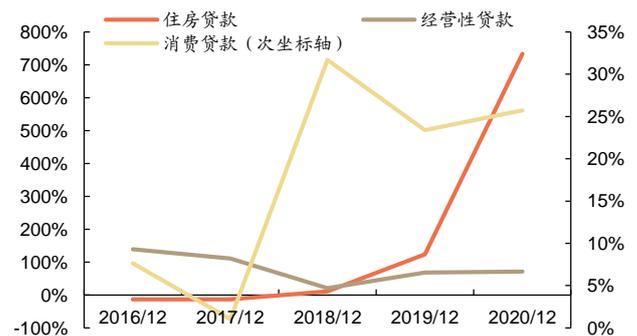


图13: 20年房贷和经营贷呈现高增长



3.2 持续开拓市场 贷款维持高增长

宁波银行确立“一体两翼”发展策略。优质经营区域是公司实现可持续发展的重要基础和保障,在机构布局上,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,上述这些区域都是中国经济最发达的地区,潜在基础客群和业务拓展空间都十分广阔。

- ◆ “一体”: 宁波银行贷款投向地区主要集中在浙江省和江苏省,2020年江浙两省贷款投放占贷款总规模的87.87%。截至2021年6月,宁波银行在浙江省11个地级市均设有分行,实现浙江省地级市全覆盖。2020年公司在浙江省新增32个机构,江苏省新设4个机构,上海市新设3个机构。
- ◆ “两翼”: 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、北京分行及对应的30家机构。

深耕优质区域,宁波银行小微企业客群进一步扩展,综合经营能力持续提升。根据中国中小企业发展促进中心发布的《2020年度中小企业发展环境评估报告》,对36个城市中小企业发展环境的总体情况及“市场环境、政策环境、创新环境、法治环境和融资环境”等各项具体环境情况进行了客观评价,其中长三角地区的上海、南京、杭州和宁波成为国内对中小企业最“友好”的地区。深耕于优质土壤,宁波银行零售公司业务高速发展。2020/21Q1,公司对公贷款总额3699亿元/4023亿元,比年初增长21.3%/8.8%,占贷款总额的比重为56%/54.6%,其中零售公司业务表现更出色:

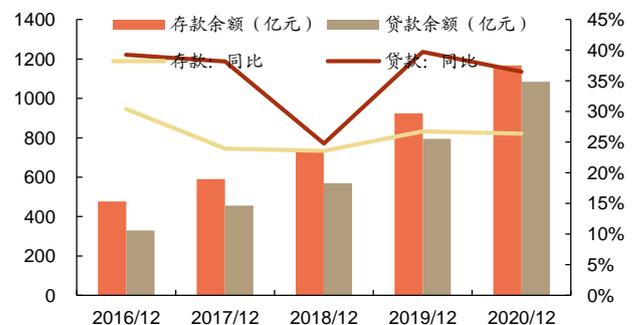
- ◆ 2020年,公司零售客户35.8万户,较年初增加6.4万户;客户存款余额1168亿元,占公司存款17%,较年初增加244亿元,增长25%;贷款余额1085亿元,占对公贷款的29%,较年初增加290亿元,增长36%。
- ◆ 受益于公司对于中小企业较强的定价能力,公司对公贷款整体加权平均收益率为5.09%,较其他地处长三角区域的城商行如上海银行和苏州银行分别高出43bps和8bps。2020年,宁波银行公司贷款利息收入175亿元,占总利息收入的31%。

图14: 零售公司客户数保持高速增长



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图15: 零售公司存贷款余额高速增长



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

公司在宁波地区贷款余额较高,增长空间有限。公司从14年开始深耕消费贷市场,大力发展消费贷款产品,至今已有6年时间,消费贷款产品和业务体系已逐渐成熟。

2019 年公司在宁波地区贷款总额为 2159.6 亿元，而 2019 年宁波地区各项贷款余额为 22,187.24 亿元，占比已达到 9.7%，考虑到宁波地区各项贷款余额统计口径中包含了个人住房贷款，除去个人住房贷款实际公司在宁波地区贷款余额占比较高，增长空间有限。

表17: 公司在宁波地区贷款占比情况

	宁波:本外币:各项贷款余额 (亿元)	宁波:本外币:各项贷款余额:同比	宁波地区贷款余额 (亿元)	占比
2011-12	10,676.84	13.4%	711.46	6.7%
2012-12	11,961.02	12.0%	783.86	6.6%
2013-12	13,314.02	11.3%	889.28	6.7%
2014-12	14,569.78	9.4%	1,038.65	7.1%
2015-12	15,754.65	8.1%	1,278.50	8.1%
2016-12	16,622.90	5.5%	1,308.70	7.9%
2017-12	17,762.47	6.9%	1,415.60	8.0%
2018-12	19,935.90	12.2%	1,733.30	8.7%
2019-12	22,187.24	11.3%	2,159.60	9.7%
2020-12	25,451.63	14.7%	3,130.40	12.3%

资料来源: 宁波市统计局 申港证券研究所

公司未来重点加大江苏地区和浙江其他地区的布局。从贷款增速角度来看，公司于 2016 年和 2017 年尝试加大了宁波以外地区的布局，但从经营的阶段性结果来看，广东省不良贷款率远高于其他地区，上海和北京地区贷款规模不高，但不良率较高，相比而言，江苏省整体不良率相对可控。因此在 18-20 年公司着力发展江苏的业务，上海、北京、广东贷款增速有所放缓。基于此，江苏省以及浙江省除宁波外的其他城市是公司未来业务发展的重点方向。

表18: 公司各省市贷款总额 单位: 亿元

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
贷款总额	1227.5	1456.2	1711.9	2100.6	2556.9	3025.1	3462.0	4290.9	5291.0	6877.2
江苏省	182.3	246.6	310.7	421.7	517.5	706.3	848.1	1008.4	1193.6	1436.9
上海市	123.9	142.4	157.0	185.3	182.1	221.6	292.7	299.3	349.1	379.7
广东省	56.1	82.3	87.3	100.3	105.1	145.2	321.6	196.1	186.1	204.2
北京市	30.2	53.1	64.6	74.5	83.1	97.0	125.7	198.5	228.9	250.6
浙江省	834.9	931.8	1092.3	1318.9	1669.1	1855.0	1873.9	2588.5	3333.3	4605.6
其中: 宁波市	711.5	783.9	889.3	1038.7	1278.5	1308.7	1415.6	1733.3	2159.6	3130.4
其他地区	123.5	147.9	203.0	280.2	390.6	546.3	458.2	855.3	1173.7	1475.3

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

表19: 公司各省市贷款总额同比增速

同比 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
贷款总额	20.8	18.6	17.6	22.7	21.7	18.3	14.4	23.9	23.3	30.0
江苏省	28.4	35.3	26.0	35.7	22.7	36.5	20.1	18.9	18.4	20.4
上海市	24.3	14.9	10.3	18.0	-1.7	21.7	32.1	2.3	16.6	8.8
广东省	28.3	46.7	6.0	14.9	4.8	38.1	121.5	-39.0	-5.1	9.7
北京市	519.5	75.7	21.7	15.3	11.5	16.8	29.6	58.0	15.3	9.5
浙江省	15.1	11.6	17.2	20.7	26.6	11.1	1.0	38.1	28.8	38.2

同比 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
其中: 宁波市		10.2	13.4	16.8	23.1	2.4	8.2	22.4	24.6	45.0
其他地区		19.8	37.2	38.1	39.4	39.9	-16.1	86.6	37.2	25.7

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

表20: 公司各省市不良贷款率

不良贷款率 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
江苏省	--	--	--	--	--	--	--	0.37	0.43	0.6
上海市	--	--	--	--	--	--	--	0.96	0.72	1.21
浙江省	--	--	--	--	--	--	--	0.87	0.86	0.78
广东省	--	--	--	--	--	--	--	1.55	1.54	1.31
北京市	--	--	--	--	--	--	--	0.63	0.96	1.04

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

重点布局地区贷款需求强劲。目前公司在浙江省和江苏省发展速度较快,江浙两地经济发达,贷款需求较强,金融机构贷款余额同比增速较快。未来随着公司推动区域营业网点逐步下沉至大型社区和强乡重镇,公司客户数将维持高速增长,带动营业收入实现高速增长。

表21: 江浙地区贷款需求强劲

日期	浙江本外币各项贷款余额 (亿元)	浙江同比 (%)	江苏本外币各项贷款余额 (亿元)	江苏同比 (%)
2015-12	76,466.32	7.15	81,169.72	11.97
2016-12	81,804.50	6.98	92,957.02	14.52
2017-12	90,233.30	10.30	104,007.34	11.89
2018-12	105,774.91	17.22	117,807.90	13.27
2019-12	121,750.56	15.10	135,139.67	14.71
2020-12	143,611.59	17.96	156,577.38	15.86

资料来源: wind 申港证券研究所

表22: 公司营业网点分布

营业网点	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
总行	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
资金运营中心	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
浙										
杭州分行	23	21	19	19	18	16	12	9	6	4
江										
温州分行	17	11	9	9	9	9	7	5	3	1
金华	8	6	5	4	4	2	1	1	0	0
绍兴	7	6	4	3	3	2	1	0	0	0
台州	7	5	2	1	1	1	0	0	0	0
嘉兴	8	4	2	1	1	0	0	0	0	0
丽水	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
湖州	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0
衢州	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
宁波	191	179	170	161	152	148	137	122	111	84
舟山	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
总计	266	234	211	198	188	178	158	137	120	89

江	南京	21	19	17	16	15	12	10	8	6	3
苏	苏州	25	24	21	20	20	17	14	9	6	2
	无锡	13	12	10	8	8	7	5	3	1	1
	总计	59	55	48	44	43	36	29	20	13	6
上海		24	21	17	16	16	15	13	12	10	7
北京		13	12	9	7	7	6	5	4	2	1
深圳		19	16	15	14	13	12	8	7	4	2
合计		383	340	301	280	268	248	214	181	150	106

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

4. 市场洞察力敏锐 投资能力优秀

从 2010 年开始, 宁波银行对市场判断十分准确, 展现出优秀的投资能力:

- ◆ **2011 年-2015 年公司加大非标资产的配置**, 公司投资理财产品等非标资产的规模由 173.1 亿元增长至 2329.6 亿元, 4 年 CAGR 91.5%, 非标资产占投资资产比重由 35.9% 增长至 64.7%。
- ◆ **在金融去杠杆前公司提前降低非标资产配置**, 2016 年公司证券投资规模同比增长 52.35%, 主要增长来源是标准类债券投资, 包括: 政府债券、政策性金融债和企业债券。
- ◆ **2017-2018 年公司转向货币基金配置**, 投资千亿规模货币市场基金, 此时货币市场基金收益率约为 5%, 考虑到货币基金免税, 实际免税前收益约达到 6.67%, 远高于同期利率债收益率。
- ◆ **2019-2020 年公司配置大量债券**, 也为公司带来了不错的投资收益。其中 2019 年公司抓住债券波段交易机会, 2020 年公司抓住债券配置时机, 赚取投资收益, 加大营业收入。

宁波银行的投资类资产占总资产的比重一直维持在高位。2020 年宁波银行投资类资产共计 7589 亿元, 5 年 CAGR 25%, 占总资产的比重为 47%, 在上市银行中排名第一。其中交易性金融资产 3056 亿元、债权投资 2164 亿元、其它债权投资 2367 亿元, 分布较为均衡。投资资产中配置较多的是政府债券 (39.5%)、基金投资 (29.4%)、资产管理计划 (19.6%) 和信托计划 (12.7%)。2020 年, 投资类资产利息收入合计 159.8 亿元, 占总利息收入的 35%。

我们认为公司将维持优秀的投资能力, 考虑到公司投资类资产占比较高, 由投资资产带来的利息收入和投资收益将继续成为公司重要的营业收入来源。

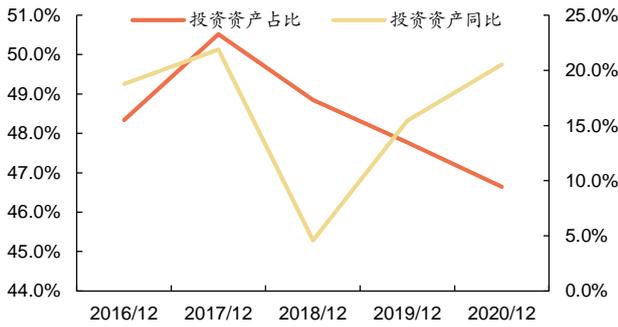
表23: 宁波银行投资类资产占比位于上市银行第一

证券代码	证券简称	资产总计 (亿元)	投资类资产 (亿元)	投资类资产占比	发放贷款及垫款 (亿元)	发放贷款及垫款占比
002142.SZ	宁波银行	16,267	7,589	46.6%	6,634	40.8%
601577.SH	长沙银行	7,042	3,259	46.3%	3,048	43.3%
601997.SH	贵阳银行	5,907	2,730	46.2%	2,221	37.6%
600926.SH	杭州银行	11,693	5,233	44.8%	4,600	39.3%

证券代码	证券简称	资产总计(亿元)	投资类资产(亿元)	投资类资产占比	发放贷款及垫款 (亿元)	发放贷款及垫款 占比
601009.SH	南京银行	15,171	6,626	43.7%	6,526	43.0%
002936.SZ	郑州银行	5,478	2,327	42.5%	2,313	42.2%
601838.SH	成都银行	6,524	2,657	40.7%	2,727	41.8%
601229.SH	上海银行	24,621	9,724	39.5%	10,621	43.1%
002948.SZ	青岛银行	4,598	1,782	38.8%	2,024	44.0%
601077.SH	渝农商行	11,359	4,300	37.9%	4,870	42.9%
002966.SZ	苏州银行	3,881	1,432	36.9%	1,810	46.7%
601166.SH	兴业银行	78,940	28,928	36.6%	38,673	49.0%
600919.SH	江苏银行	23,379	8,459	36.2%	11,660	49.9%
002807.SZ	江阴银行	1,428	509	35.6%	772	54.1%
600908.SH	无锡银行	1,800	635	35.3%	959	53.3%
601658.SH	邮储银行	113,533	39,147	34.5%	55,124	48.6%
601169.SH	北京银行	29,000	9,866	34.0%	15,217	52.5%
601963.SH	重庆银行	5,616	1,908	34.0%	2,723	48.5%
002958.SZ	青农商行	4,068	1,380	33.9%	2,095	51.5%
601187.SH	厦门银行	2,852	934	32.7%	1,360	47.7%
600928.SH	西安银行	3,064	997	32.6%	1,671	54.5%
601818.SH	光大银行	53,681	16,704	31.1%	29,424	54.8%
002839.SZ	张家港行	1,438	443	30.8%	820	57.0%
600016.SH	民生银行	69,502	21,207	30.5%	37,823	54.4%
601328.SH	交通银行	106,976	32,373	30.3%	57,206	53.5%
601860.SH	紫金银行	2,177	648	29.8%	1,165	53.5%
600015.SH	华夏银行	33,998	10,052	29.6%	20,598	60.6%
600000.SH	浦发银行	79,502	23,025	29.0%	44,302	55.7%
601288.SH	农业银行	272,050	78,227	28.8%	145,524	53.5%
603323.SH	苏农银行	1,394	400	28.7%	758	54.4%
601128.SH	常熟银行	2,087	588	28.2%	1,260	60.4%
601998.SH	中信银行	75,112	20,927	27.9%	43,602	58.0%
601916.SH	浙商银行	20,482	5,284	25.8%	11,659	56.9%
601398.SH	工商银行	333,451	85,911	25.8%	181,363	54.4%
000001.SZ	平安银行	44,685	11,436	25.6%	26,108	58.4%
600036.SH	招商银行	83,614	20,687	24.7%	48,044	57.5%
601939.SH	建设银行	281,323	69,507	24.7%	162,314	57.7%
601988.SH	中国银行	244,027	55,911	22.9%	138,483	56.7%

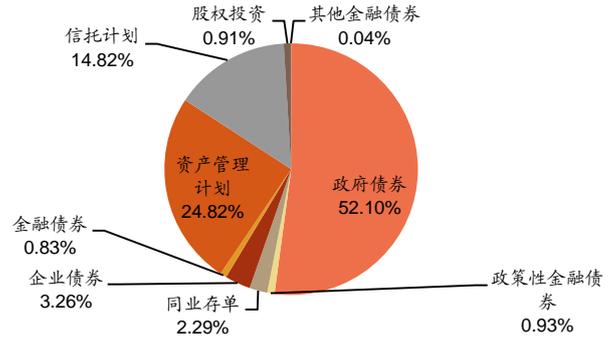
资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图16: 投资资产占比较高



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图17: 投资资产类型分布



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

5. 保持战略定力 拓展轻资本业务

财富管理业务的发展带动手续费及佣金收入增长较快。2020年宁波银行的手续费及佣金净收入占其全部营业收入的比例高达15.4%，低于股份行平均水平17.6%，远超其他城商行。从构成来看，受益于大零售战略的实施，公司的代理委托业务近几年不断扩展，带动手续费和佣金收入的持续提升。2020，公司实现手续费及佣金净收入63.4亿元，同比增加12.3亿元，增长24.1%。其中代理委托业务收入58.9亿元，同比增长34.4%。21Q1，公司实现手续费及佣金净收入17.92亿元，其中财富管理手续费及佣金收入10.95亿元，同比增长65.01%。

表24: 宁波银行手续费及佣金净收入占比较高

代码	名称	20年手续费及佣金净收入/营业收入
002948.SZ	青岛银行	16.0%
002142.SZ	宁波银行	15.4%
601009.SH	南京银行	14.4%
600926.SH	杭州银行	12.2%
002936.SZ	郑州银行	11.8%
601229.SH	上海银行	11.1%
600919.SH	江苏银行	10.3%
601169.SH	北京银行	9.9%
002966.SZ	苏州银行	9.1%
600928.SH	西安银行	8.3%
601963.SH	重庆银行	7.9%
601187.SH	厦门银行	5.9%
601997.SH	贵阳银行	5.4%
601577.SH	长沙银行	4.4%
601838.SH	成都银行	2.5%
	平均值	9.7%
600036.SH	招商银行	27.4%
000001.SZ	平安银行	28.3%
601998.SH	中信银行	14.8%

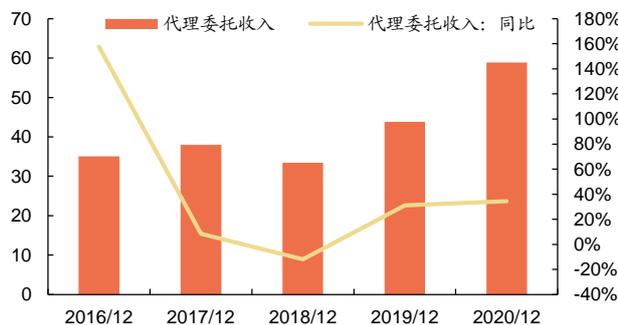
	601818.SH	光大银行	17.1%
	600000.SH	浦发银行	17.3%
	601916.SH	浙商银行	8.9%
	601166.SH	兴业银行	18.6%
	600016.SH	民生银行	15.0%
	600015.SH	华夏银行	11.1%
	平均值		17.6%
	600908.SH	无锡银行	4.5%
	601128.SH	常熟银行	2.2%
	601077.SH	渝农商行	10.3%
	002807.SZ	江阴银行	3.0%
农商行	002958.SZ	青农商行	3.2%
	601860.SH	紫金银行	2.8%
	603323.SH	苏农银行	3.5%
	002839.SZ	张家港行	-0.2%
	平均值		3.7%

资料来源: 公司公告 申港证券研究所

凭借公司个人客户的快速增长和两家子公司的良好运营, 公司手续费及佣金收入将维持稳定增长。未来财富管理业务发展主要分为两个部分:

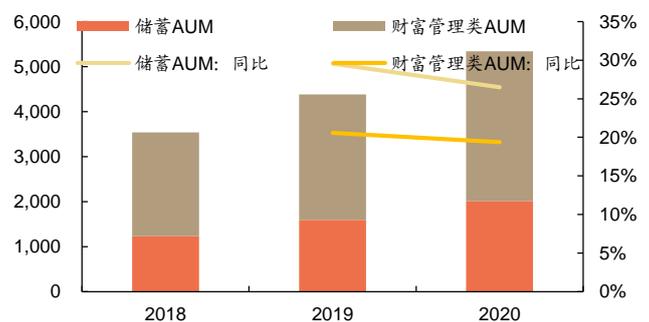
第一部分为公司代销产品。公司个人客户增长较快, 具备发展财富管理业务的基础。公司个人客户数 1211 万户, 较上年末增加 145 万户, 增长 14%。其中财富业务白金及以上客户 38.8 万户, 同比增长 12.5%。私人银行客户 7,617 户, 较上年末增加 2,223 户, 增长 41%, 私人银行客户金融总资产 956 亿元, 较上年末增加 285 亿元, 增长 42%, 户均总资产 1,255 万元。个人客户 AUM 达到 5340 亿元, 较上年末增加 948 亿元, 同比增长 22%。其中财富管理类产品贡献 3326 亿元, 较上年末增加 540 亿元, 同比增长 20%。

图18: 代理委托收入高速增长 单位: 亿元



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图19: 财富管理类业务发展良好 单位: 亿元

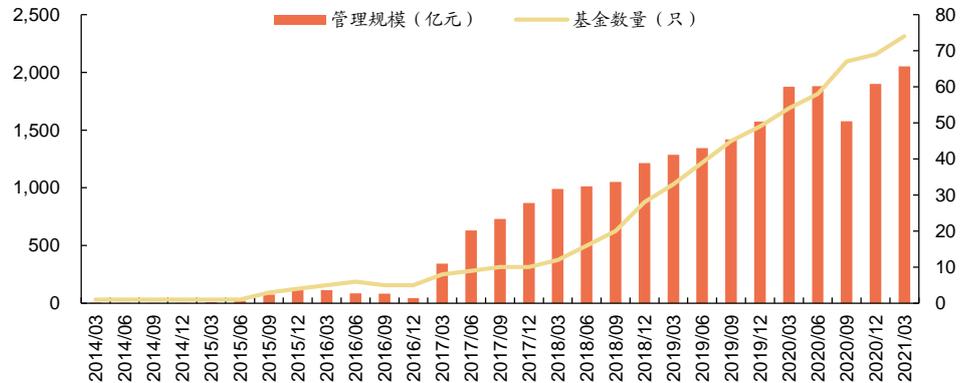


资料来源: 公司年报 申港证券研究所

第二部分为公司旗下两家子公司永赢基金和宁银理财的发展:

- 永赢基金在管理规模和产品收益方面表现良好, 市场影响力在进一步提升。永赢基金成立于 2013 年 11 月, 由宁波银行和华侨银行分别持股 71.49% 和 28.51%。2020 年永赢基金新发产品 20 只, 资产净值合计 349 亿元。截至 21Q1/2020,

永赢基金管理资产规模 2052/1899 亿元，存续产品 74/69 只，在市场 144 家基金公司中规模排名第 30/30 位。2020 年公司营收 10.02 亿元，归母净利润 3.01 亿元。

图20：永赢基金业务发展


资料来源：wind 申港证券研究所

- ◆ 2019 年宁银理财有限责任公司正式开业，成为国内首家开业的城商行理财子公司，为公司资产管理业务的可持续发展奠定良好基础。截至 2020 年末，宁银理财管理的理财产品余额为 2,882 亿元。其中，净值型产品规模为 1,984 亿元，较上年末增长 388 亿元；占比 68.8%，较上年末增长 14.4%。今年以来，20 家银行理财子共发行 2042 只理财产品，其中宁银理财发行 101 只，属于市场中位数水平。2020 年公司营收 4.94 亿元，归母净利润 2.97 亿元。

表25：理财子发行产品数

理财子	年初至今发行产品数
工银理财	293
招银理财	244
中银理财	229
建信理财	171
青银理财	148
交银理财	133
信银理财	120
宁银理财	101
徽银理财	85
苏银理财	80
农银理财	71
平安理财	70
中邮理财	60
南银理财	56
兴银理财	39
汇华理财	37
华夏理财	36
杭银理财	25
渝农商理财	24
光大理财	20

理财子	年初至今发行产品数
合计	2042

资料来源：wind 申港证券研究所

6. 宁波银行估值和投资建议

公司战略规划清晰，我们认为随着公司拓展优质经营区域，贷款规模将维持高增速。此外，公司将维持优秀的投资能力并发力拓展轻资产业务，带动盈利能力持续提升。

- ◆ **战略规划清晰：**公司主要管理人员均在公司任重要职位超过 10 年，战略规划清晰，于 2010 年提出“三个三年”的战略目标计划，且执行力强，十年来经营效果显著。
- ◆ **开拓优质经营区域：**目前公司在浙江省和江苏省发展速度较快，江浙两地经济发达，贷款需求较强，金融机构贷款余额同比增速较快。未来随着公司推动区域营业网点逐步下沉至大型社区和强乡重镇，客户数将维持高增长，带动营业收入实现高增长。
- ◆ **投资能力优秀：**自 10 年起，公司对市场判断十分准确，展现出优秀的投资能力。考虑到公司投资类资产占比较高，由投资资产带来的利息收入和投资收益将继续成为公司营收的重要来源。
- ◆ **拓展轻资产业务：**公司手续费及佣金净收入占比在城商行中排名第一。未来凭借公司个人客户的快速增长和永赢基金及宁银理财的良好运营，公司手续费及佣金收入将维持稳定增长。

基于以上考虑，我们预测公司 2021-2023 年归母净利润同比增速分别为 24.62%/19.73%/19.73%，不考虑增发及配股的情形下 EPS 分别为 2.83/3.39/4.06 元/股，当前 A 股股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 13.78/11.51/9.61，PB 分别为 2.02/1.80/1.58。综合考虑公司近两年 PB 估值中枢和基本面情况，我们给予公司 2021 年 PB 估值 2.3-2.6X，对应合理价值为 45-50 元/股，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

表26: 财务预测表

资产负债表摘要 (亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标(亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	5100.39	6634.47	7934.58	9729.38	11937.85	EPS	2.44	2.50	2.83	3.39	4.06
投资资产	6295.31	7588.52	8726.80	10035.82	11541.19	每股拨备前利润	4.04	4.19	5.12	6.10	7.24
同业资产	1298.20	1264.64	1551.01	1726.74	2026.08	每股净资产	15.19	17.26	19.32	21.72	24.74
生息资产	12679.45	15471.85	18212.39	21491.93	25505.12	每股总资产	252.05	270.76	289.56	341.80	405.63
非生息资产	497.72	795.61	924.80	1097.45	1303.18	P/E	15.98	15.54	13.75	11.48	9.59
总资产	13177.17	16267.46	19137.19	22589.38	26808.29	P/PPOP	9.63	9.29	7.60	6.39	5.38
吸收存款	7792.24	9331.64	11452.37	14131.56	17339.47	P/B	2.56	2.26	2.01	1.79	1.57
其他付息负债	3777.30	4774.97	5225.51	5737.40	6435.13	资本状况 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总负债	12169.81	15077.56	17706.92	21000.90	25019.74	资本充足率	15.57	14.84	15.26	14.21	13.34
股本	56.28	60.08	66.09	66.09	66.09	一级资本充足率	11.3	10.88	11.26	10.65	10.16
资本公积金	187.85	264.03	378.02	378.02	378.02	核心一级资本充足率	9.62	9.52	10.09	9.65	9.31
盈余公积金	72.50	86.32	101.37	123.77	150.60	增速 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
未分配利润	406.95	479.19	562.43	670.76	808.27	资产总计	18.03	23.45	17.64	18.04	18.68
一般风险准备	109.21	136.08	158.13	185.60	221.35	发放贷款及垫款	23.92	30.08	19.60	22.62	22.70
其他权益工具	148.10	148.10	148.10	148.10	148.10	公司贷款	23.44	21.28	22	22	22
所有者权益合计	1007.36	1189.93	1430.27	1588.48	1788.56	个人贷款	31.10	45.61	25	25	25
利润表摘要 (亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	负债总计	17.56	23.89	17.44	18.60	19.14
净利息收入	195.64	278.59	342.05	412.04	493.51	吸收存款	20.49	19.76	22.73	23.39	22.70
手续费及佣金净收入	77.84	63.42	82.42	107.69	142.57	营业收入	21.26	17.19	27.57	18.16	18.77
其他收入	77.33	69.10	100.00	100.00	100.00	净利息收入	2.32	42.40	22.78	20.46	19.77
营业收入	350.81	411.11	524.47	619.73	736.07	净手续费及佣金收入	34.35	-18.53	29.96	30.67	32.38
营业支出	123.31	159.44	184.99	216.91	257.63	营业支出	21.17	29.30	16.02	17.25	18.77
拨备前利润	227.51	251.67	338.35	402.83	478.45	拨备前利润	21.31	10.62	34.44	19.06	18.77
计提减值损失	74.61	86.67	128.16	151.28	177.39	计提减值损失	3.52	16.16	47.87	18.04	17.25
营业利润	152.90	165.00	210.19	251.54	301.06	归母净利润	22.60	9.75	24.62	19.73	19.73
利润总额	152.18	164.55	209.59	250.94	300.46	其他数据	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	137.91	151.36	188.63	225.85	270.41	总股本(亿股)	52.28	60.08	66.09	66.09	66.09
归母净利润	137.14	150.50	187.12	224.04	268.25	ROAA (%)	1.13	1.24	1.06	1.07	1.09
贷款结构 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROAE (%)	15.07	13.70	14.28	14.84	15.89
企业贷款占比	62.92	58.57	57.98	57.39	56.79	不良贷款率 (%)	0.78	0.79	0.78	0.77	0.72
个人贷款占比	37.08	41.43	42.02	42.61	43.21	拨备覆盖率 (%)	524.08	505.59	510	515	520

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上