

2021年08月15日

收入两翼齐飞，资产质量护航

买入(维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件: 宁波银行 2021 年上半年营业收入 250.19 亿元, 同比增长 25.21%; 归母净利润 95.19 亿元, 同比增长 21.38%; 期末总资产 1.83 万亿元, 较期初增长 12.72%, 归母普通股股东净资产 1140.52 亿元, 较期初增长 10.01%。宁波银行上半年收入同比增速超出市场及我们的预期, 业绩相当优异。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 宁波银行上半年业绩核心亮点包括: ①收入超预期高增长, 其中利息与非利息收入两翼齐飞; ②继续主动计提表外信用减值, 出清表外资产质量包袱。所以, 和很多银行今年通过“少提信用减值”释放利润有所不同, 宁波银行的业绩高增长是通过“业务驱动收入”, 也是真正意义上的高增长。我们预计公司 2021、2022 年归母净利润同比增速 22.40%、21.36%, 近期股价跟随银行板块调整, 目前估值降低至 12.22x2021P/E、1.81x2021P/B, 作为高成长零售银行重点推荐, 维持“买入”评级。

■ **业绩表现: 投资驱动收入加速增长, 净利润保持高增速。**

收入上半年同比增长 25.21%, 第二季度同比增长 29.3%。其中, 利息净收入上半年同比增长 21.91%, 得益于资产规模持续扩张+上半年净息差同比提升 8BP, 但主要是一季度贡献。非利息净收入上半年同比高增长 31.53%, 其中第二季度单季同比增长 77.3%, 源于投资收益驱动。

加大信用减值和费用投放后, 净利润同比增长 21.38%。由于零售业务费用投放增加, 上半年成本收入比走高, 造成 PPOP 同比增速为 24.3%。今年银行业净利润可观增长, 因为去年高额计提信用减值后, 今年减值金额同比大幅降低。但是, 宁波银行与行业不同, 主动计提表外信用减值, 减值金额同比大幅增长, 造成归母净利润上半年同比增长 21.38%, 增速低于收入。但全面出清了表外资产质量包袱, 资产质量处于最佳状态。

■ **资产&负债: 零售贷款领航, 资产规模二季度加速扩张。**

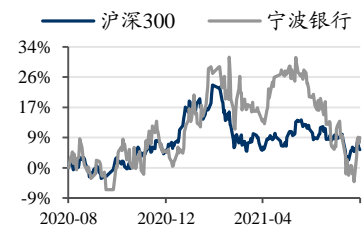
资产端, 继续保持明显强于同业的扩张速度。6月末总资产较期初增速高达 12.7%, 第二季度环比增长 6.4%, 这也是 2015 年以来最高的第二季度环比增速。结构方面, 仍然由贷款拉动, 6月末贷款总额较期初增长 15.7%, 我们预计 2021 年贷款将连续第四年实现 20%以上增速。资产摆布角度, 贷款/总资产也上升至 41.9% 的新高, 逐步接近金融投资的占比。

贷款结构中, 零售贷款增速始终高于对公贷款。对公与零售贷款分别较期初增长 14.6% 和 18.2%, 去年下半年以来零售战略加速推进。从具体投向来看, 住房按揭和个体经营贷款超高速增长, 这完全符合我们在一季报点评中的判断, 这两类贷款分别较期初增长 27.9%、46.1%。而个人消费贷款作为传统零售产品, 由于基数较大且渗透率较高, 较期初增长 11.2%。对于按揭房贷, 由于公司历史上存量较小, 所以近三年连续高增长后, 目前占贷款比例仍然仅为 4.3%, 明显低于城商行 17.5% 的监管红线。

负债端, 第二季度依靠同业负债支持资产扩张。负债总额较期初增长 13.0%, 由于二季度通常是存款增长淡季, 存款规模基本持平于一季度末, 所以主要依靠同业负债和债券拉动。6月末应付债券较期初大幅增长 34.5%, 主要是二季度把握低利率窗口大量发行同业存单。

资本充足率依然承压, 配股再融资非常必要。由于规模连续高成长, 公司核心一级资本充足率较一季度末再度下滑 1BP 至 9.38%, 考虑三季度还要

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.94
一年最低/最高价	31.16/44.58
市净率(倍)	1.89
流通 A 股市值(百万元)	213061.57

基础数据

每股净资产(元)	18.98
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): 2021 年一季报点评: 收入增速显著超预期, 净息差跃升》2021-04-25
- 2、《宁波银行(002142): 2020 年年报点评: 独树一帜! 净息差如何逆势扩张?》2021-04-11
- 3、《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

进行30.04亿元2020年度现金分红,我们测算核心一级资本充足率可能进一步下降至9.21%。所以,今年1月启动的新一轮配股再融资很有必要,目前证监会已经审核通过,新增资本将继续用于支撑公司高歌猛进扩张规模。

■ 净息差: 如何实现逆势提升 8BP? 大力投放贷款+管控存款成本是关键。

去年二季度以来,银行业贷款利率快速下行,今年二季度又创新低,多数银行净息差持续收窄,但宁波银行上半年净息差却逆势提升 8BP 至 2.33% (可比新口径),比 2020 年全年也高出 3BP。主要原因:

①资产端: 贷款占比快速提高,造成收益率降幅较小。上半年资产端收益率为 4.69%,同比仅小幅下滑 3BP,降幅比行业平均少很多,而且比 2020 年全年还高 1BP,核心是资产结构中,高收益率的贷款占比快速上升。一方面,贷款在生息资产平均余额中的占比从 2020H1 的 50%提升至 2021H1 的 54%;另一方面,贷款中收益率最高的零售贷款占比提升,在生息资产平均余额中的占比从 2020H1 的 16%提升至 2021H1 的 21%。所以,尽管对公和零售贷款的收益率都同比大幅下行了 32BP、67BP,但是结构变化削弱了负面影响。这种方式对于大多数增速缓慢、结构固化的商业银行,是难以复制的。

②负债端: 成本率下行,受益于存款成本管控。负债成本降低也非常有利于提振净息差,2020H1 负债成本率同比下行 12BP 至 2.10%,比 2020 年全年还低 4BP,核心是对存款价格的管控卓有成效。上半年总体存款成本率同比降低 13BP 至 1.82%,其中主要是对公客户的活期与定期存款利率均明显下行,预计受益于结构性存款等产品管控。

■ 非利息收入: 手续费净收入略低于预期,但投资收益高弹性增长。

零售费用支出增加导致手续费净收入未能增长。今年以来全行业都将信用卡分期收益从手续费中剔除,所以手续费的增长点就在于财富管理业务,即代理类收入。宁波银行上半年手续费收入同比增长 11.4%,但由于费用支出增加(我们预计主要是财富管理相关费用),造成手续费净收入仅持平。收入增长相对疲弱,主要源于代理类收入去年基数较高,所以同比仅增长 13.2%至 33.94 亿元,而其他对公业务相关的手续费在目前环境下难以增长。不过,中收也有亮点,例如其中的托管业务收入同比大幅增长约 40%至 2.39 亿元,这也受益于近年来财富管理大力发展,“易托管”品牌不断提升,6月末托管规模达到 3.27 万亿元。

财富管理 AUM 及客户数量拓展取得显著成效。零售 AUM 整体较期初增长 14.1%,达到 6095 亿元,其中基金保有量较期初增长 31.4%至 1009 亿元,在总体 AUM 中占比 17%,配置比例高于银行同业,也说明客群结构更加活跃优质。私人银行发展更迅猛,客户数量较期初增长 47.2%至 1.12 万户,对应私行 AUM 较期初增长 34.7%至 1288 亿元。

投资端拉动非利息收入超预期同比高增长 31.5%。尽管手续费疲弱,但上半年投资收益同比大幅增长 43.8%,二季度单季同比增速高达 2.8 倍,再加上汇兑损失同比大幅收窄,推动非利息收入高增长。作为高成长性龙头银行,公司拉动业绩增长的盈利点非常多元。

■ 支出: 成本收入比高位走平,信用减值计提将表外业务风险全面出清。

成本收入比继续保持高位。宁波银行作为市场化程度最高的银行之一,成本收入比始终高于同业,而近两年零售转型更需要加大费用投入。因此,上半年成本收入比保持 34.34%高位,与一季度基本持平,高于 2020H1,这也造成 PPOP 同比增速为 24.3%,略低于收入增速。

信用减值同比增速高于 PPOP。与其他龙头银行不同,宁波银行上半年没有通过大幅少提信用减值来释放利润,而是更审慎地对表外业务计提信用减值,全力出清表外业务的资产质量包袱。上半年信用减值金额同比增长 36.3%,其中针对表内贷款业务的信用减值同比增长 18.2%,主要是额外对表外业务计提了 18.01 亿元减值,占总体信用减值的 28%。

■ 资产质量: 保持上市银行最低不良率 0.79%+最雄厚拨备覆盖率 510.19%。

不良率连续五个季度保持 0.79%。宁波银行 6 月末不良率 0.79%,与一季度末持平,同时关注类贷款比例只有 0.39%,资产质量保持上市银行最优。从逾期贷款角度来看,逾期比例为 0.84%,其中逾期 90 天+的比例 0.69%,始终全面纳入不良口径。从资产质量的内核指标来看,我们测算上半年“加回核销后的不良净生成率”为 0.50%,这不仅在银行业中属于超低水平,同时也低于宁波银行自身历史平均水平,说明动态资产质量很优异。

全力出清表外业务资产质量包袱。对于表内传统信贷业务，上半年计提信用减值 45.32 亿元，同比增长 18.2%，推动拨备覆盖率环比提升 1.63pct 至 510.19%，继续领跑行业。但我们多次强调，龙头银行基本面中核心的预期差，在于率先完全出清表外的资产质量潜在问题，意味着资产质量处于历史最佳阶段。

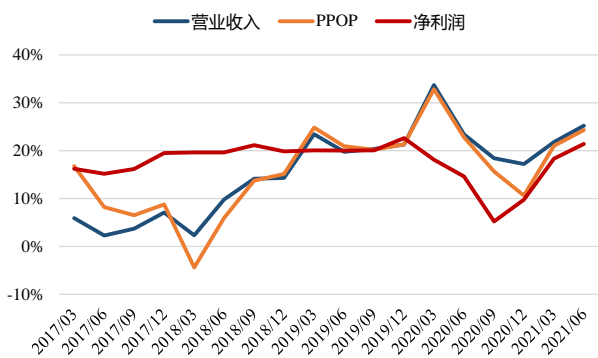
- 风险提示：1) 净息差未来超预期收窄；2) 不良率快速上行；3) 外贸、民营制造业等领域的融资需求大幅下滑。

表 1: 2020/03~2021/06 资产&负债主要品种的增速及零售贷款占比

资产&负债	2020/03	2020/06	2020/09	2020/12	2021/03	2021/06
总资产【环比】增速	9.2%	5.0%	2.1%	5.5%	5.9%	6.4%
贷款总额【环比】增速	10.6%	7.1%	4.6%	5.0%	7.1%	8.1%
公司贷款	9.0%	6.3%	2.8%	1.8%	8.8%	5.4%
票据贴现	50.6%	13.5%	-21.5%	-5.7%	-14.5%	30.5%
零售贷款	3.3%	6.2%	17.8%	12.7%	9.4%	8.0%
总资产【较期初】增速	9.2%	14.6%	17.0%	23.5%	5.9%	12.7%
贷款总额【较期初】增速	10.6%	18.4%	23.8%	30.0%	7.1%	15.7%
公司贷款	9.0%	15.9%	19.2%	21.3%	8.8%	14.6%
票据贴现	50.6%	70.9%	34.1%	26.5%	-14.5%	11.5%
零售贷款	3.3%	9.8%	29.2%	45.6%	9.4%	18.2%
零售贷款/贷款总额	31.7%	31.5%	35.4%	38.0%	38.9%	38.8%
总负债【环比】增速	9.5%	4.5%	2.4%	5.7%	6.1%	6.6%
存款总额【环比】增速	20.5%	-0.8%	0.5%	-0.2%	12.1%	0.6%
公司客户	20.8%	-0.7%	1.7%	-3.2%	11.7%	1.3%
个人客户	19.4%	-1.3%	-4.4%	12.4%	13.6%	-1.8%
总负债【较期初】增速	9.5%	14.5%	17.2%	23.9%	6.1%	13.0%
存款总额【较期初】增速	20.5%	19.5%	20.1%	19.9%	12.1%	12.8%
公司客户	20.8%	20.0%	22.1%	18.2%	11.7%	13.2%
个人客户	19.4%	17.8%	12.6%	26.5%	13.6%	11.5%

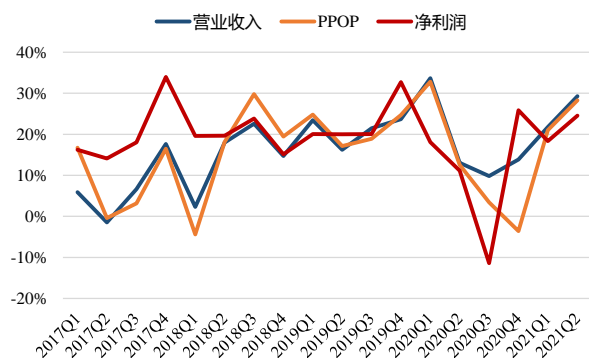
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 1: 2017/03~2021/06 宁波银行累计业绩同比增速



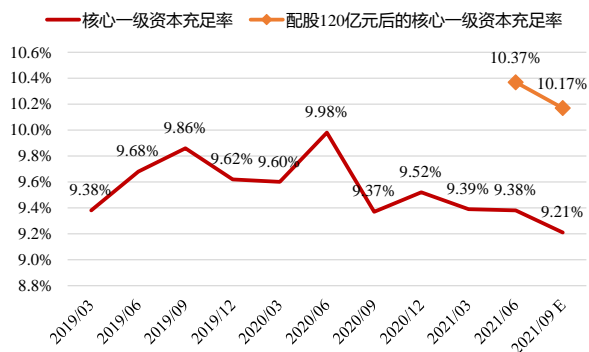
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 2: 2017Q1~2021Q2 宁波银行单季度业绩同比增速



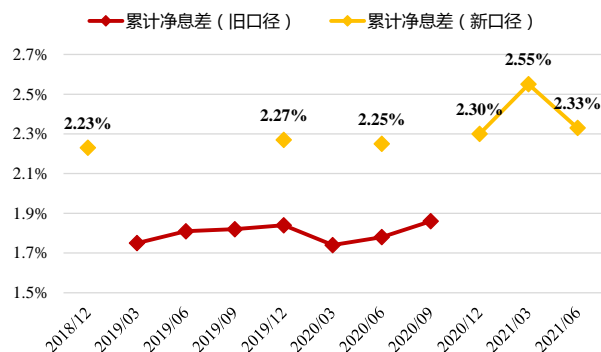
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 3：宁波银行配股完成前资本充足率将持续承压



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

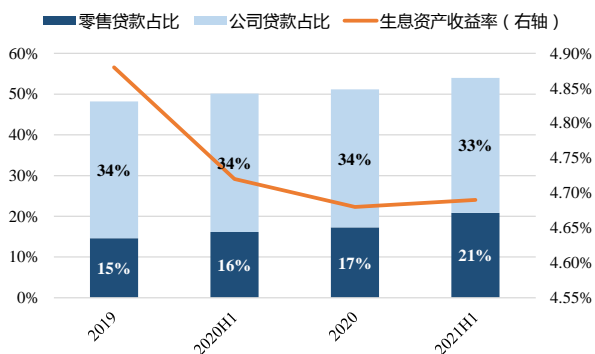
图 4：2018/12~2021/06 宁波银行累计净息差保持高位



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

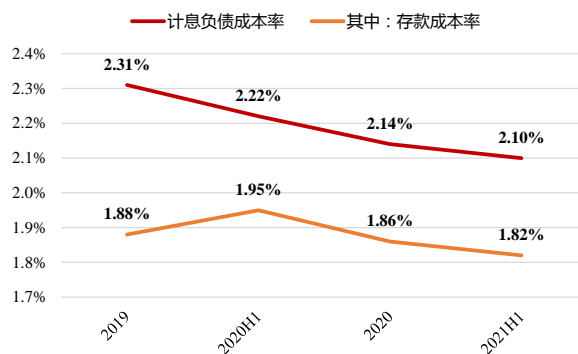
备注：2020 年净息差财务口径调整，同时追溯调整 2018、2019 年原数据

图 5：2019~2021H1 宁波银行零售生息资产中贷款的占比持续提升，有利于资产收益率保持稳定



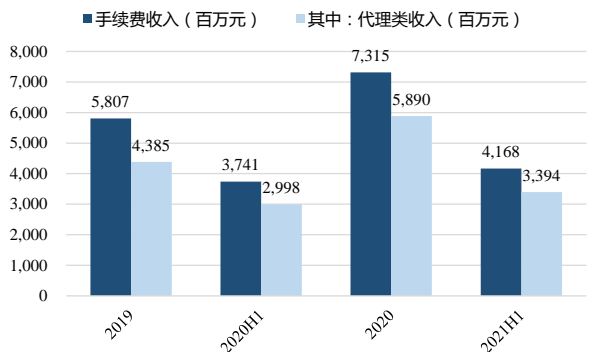
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 6：2020 年下半年以来宁波银行计息负债成本率下行主要受益于存款成本率持续下行



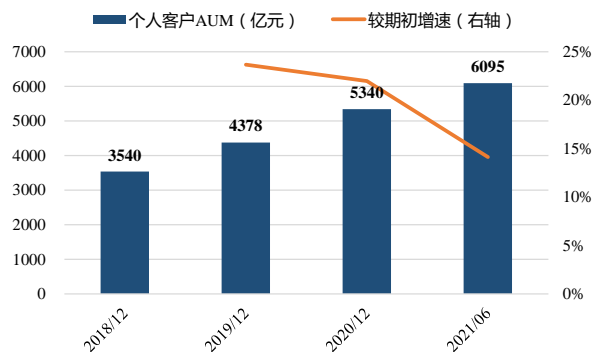
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 7：剔除信用卡分期收益后，宁波银行手续费主要由代理类收入构成，2020 年增长强劲但 2021 年趋缓



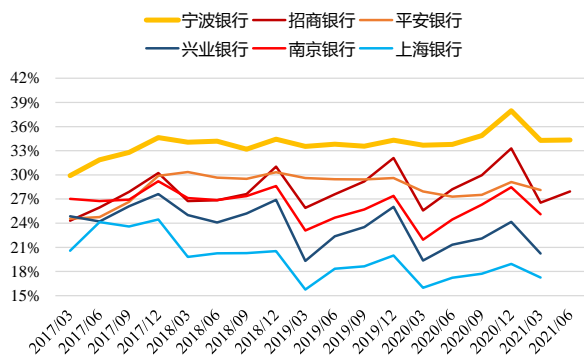
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：2019 年宁波银行重启“大零售战略”以来，零售财富管理 AUM 实现高增速



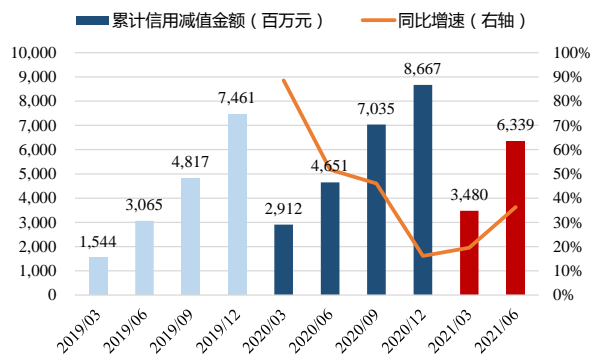
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 9：2017/03~2021/06 宁波银行成本收入比保持高位



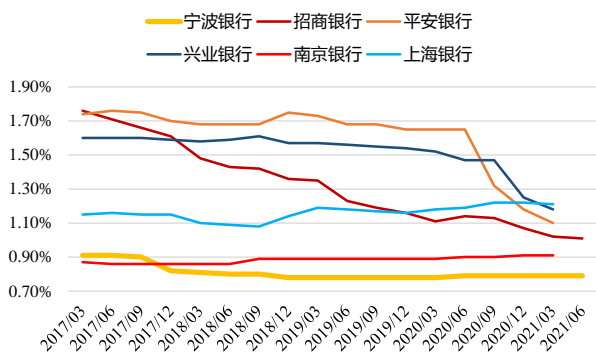
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 10：宁波银行 2021H1 信用减值金额同比增长 36.3%



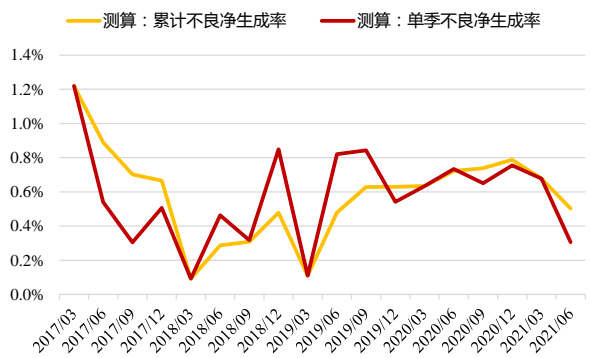
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 11：2017/03~2021/06 宁波银行不良率保持最优



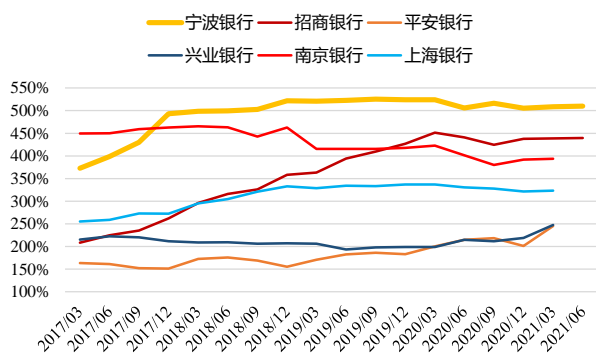
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 12：2021 年以来宁波银行不良净生成率明显回落



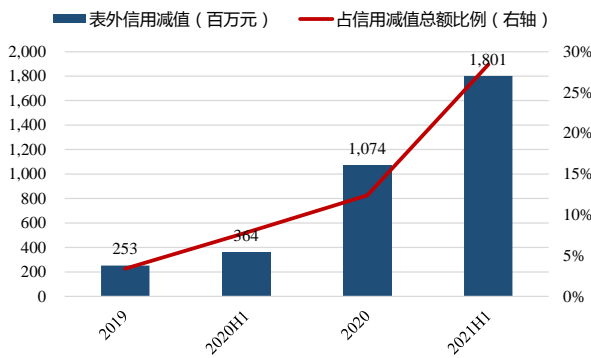
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 13：2017/03~2021/06 宁波银行拨备覆盖率显著领先



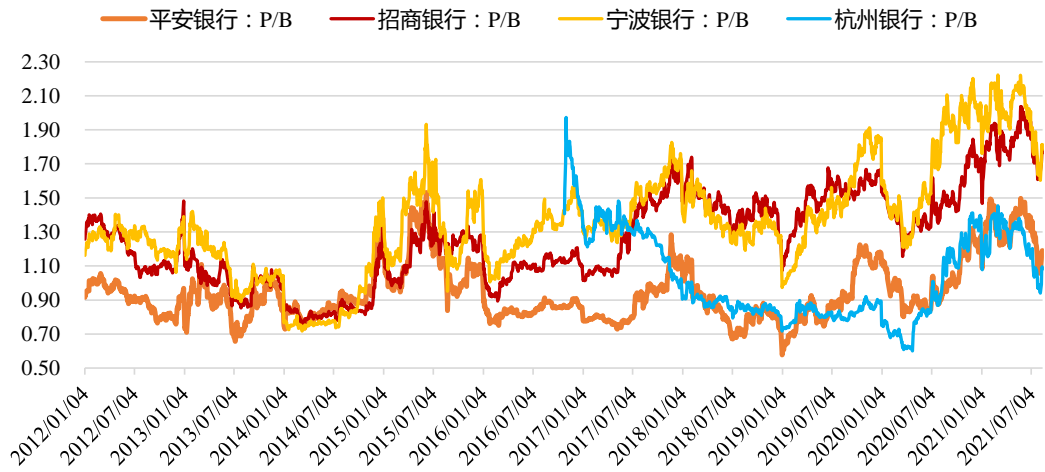
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 14：2021H1 宁波银行主动高额计提表外信用减值



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 15: 宁波银行及可比龙头银行动态 P/B 估值



数据来源：公司财报，Wind，东吴证券研究所测算

图 16: 宁波银行及可比龙头银行动态 P/E 估值



数据来源：公司财报，Wind，东吴证券研究所测算

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
资产合计	1,317,717	1,626,749	1,935,831	2,303,639	2,741,331	营业收入	35,082	41,111	49,299	59,086	70,287
现金及存放中央银行款项	93,556	102,498	101,177	117,016	135,442	利息净收入	22,238	27,859	33,473	40,987	49,551
发放贷款和垫款	510,039	663,447	806,573	961,085	1,168,706	手续费及佣金净收入	5,110	6,342	7,111	8,576	9,912
金融投资						投资收益等其他业务收入	7,734	6,910	8,715	9,524	10,824
交易性金融资产	248,892	305,630	345,739	398,299	463,559	营业支出	19,792	24,611	29,422	34,958	41,853
债权投资	183,392	216,399	263,763	303,860	353,647	PPOP	22,751	25,167	31,157	37,342	44,070
其他债权投资	197,149	236,712	300,247	345,891	402,564	信用减值损失	7,461	8,667	11,280	13,214	15,636
其他权益工具投资	98	111	91	105	122	营业利润	15,290	16,500	19,877	24,129	28,434
存放同业款项	15,409	20,040	17,422	23,036	24,672	归母净利润	13,714	15,050	18,421	22,356	26,344
拆出资金	3,596	3,300	2,904	3,455	4,112						
买入返售金融资产	17,259	626	15,836	53,217	72,274	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他资产合计	48,327	77,986	82,079	97,674	116,232	资产总额增速 (较期初)	18.03%	23.45%	19.00%	19.00%	19.00%
负债合计	1,216,981	1,507,756	1,801,251	2,151,093	2,567,643	发放贷款和垫款增速 (较期初)	23.31%	29.98%	21.68%	19.41%	21.74%
向中央银行借款	30,491	83,623	66,046	78,595	93,528	负债合计增速 (较期初)	17.56%	23.89%	19.47%	19.42%	19.36%
同业和其他金融机构存放款项	35,697	108,073	96,792	115,182	137,067	吸收存款增速 (较期初)	19.30%	19.92%	14.72%	15.94%	15.94%
拆入资金	35,962	68,434	77,433	92,146	109,653	营业收入增速 (同比)	21.26%	17.19%	19.92%	19.85%	18.96%
交易性金融负债	10,881	19,092	22,910	27,492	32,991	利息净收入增速 (同比)	16.31%	25.28%	20.15%	22.45%	20.89%
卖出回购金融资产	62,694	29,924	58,075	69,109	82,240	非利息净收入增速 (同比)	30.93%	3.18%	19.42%	14.37%	14.57%
吸收存款	779,224	933,164	1,069,829	1,240,341	1,438,104	成本收入比	34.31%	37.97%	36.00%	36.00%	36.50%
应付债券	212,886	187,443	251,658	299,473	356,373	归母净利润增速 (同比)	22.60%	9.74%	22.40%	21.36%	17.84%
其他负债	49,146	78,003	158,508	228,754	317,687	EPS	2.41	2.43	2.94	3.60	4.26
股东权益合计	100,736	118,993	134,580	152,547	173,688	BVPS	15.19	17.26	19.84	22.82	26.32
股本	5,628	6,008	6,008	6,008	6,008	ROAE	17.10%	15.12%	15.85%	16.86%	17.33%
其他权益工具	14,810	14,810	14,810	14,810	14,810	ROAA	1.13%	1.02%	1.03%	1.05%	1.04%
资本公积	18,785	26,403	26,403	26,403	26,403	净息差	2.27%	2.30%	2.31%	2.31%	2.32%
其他综合收益	2,220	1,100	1,963	1,963	1,963	不良贷款率	0.78%	0.79%	0.78%	0.77%	0.74%
盈余公积	7,250	8,632	10,398	12,558	15,117	拨备覆盖率	524.08%	505.59%	523.44%	559.27%	599.19%
一般风险准备	10,921	13,608	16,686	19,535	22,933						
未分配利润	40,695	47,919	57,735	70,615	85,710	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归属于母公司股东的权益	100,309	118,480	134,004	151,894	172,944	P/E	14.91	14.79	12.22	10.00	8.44
						P/B	2.37	2.08	1.81	1.58	1.37
						股息率	1.39%	1.39%	1.72%	2.10%	2.49%

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>

