

宁波银行 (002142.SZ)

看好中长期业绩增长和估值提升

公司评级	买入
当前价格	38.68 元
合理价值	48.50 元
前次评级	买入
报告日期	2021-12-09

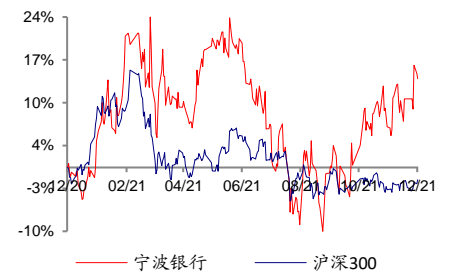
核心观点:

- **宁波银行具备高水平高稳定性的盈利能力。**近十年净利润 CAGR 高达 26%，近五年 CAGR 接近 20%，上市银行排名第一。**ROE 总量和结构双优，核心驱动因素具备持续性。**(1) 清晰的客户定位和具备竞争力的产品带来稳定的高贷款收益率(消费贷白领通、经营贷)和低存款成本率(五管二宝)，**高息差和高非息兼备**，轻型非息收入对 ROA 贡献不断提升，金融市场投资能力和多元化利润中心是强有力的保障。(2) 当前支出结构符合业务特征和发展阶段，信用成本和税收成本低得益于长期经营经验沉淀，**管理费用投入人员和科技，体现经营战略的前瞻性**，短期拖累利润，中期回归常态，长期与营收增长形成良性互促，最终带来更高的盈利水平。(3) **高 ROA+高杠杆模式**，最终成就领先可比同业的 ROE。宁波银行的优秀，是“大银行做不好，小银行做不了”**战略执行的成功**，在此过程中形成市场化治理、一体两翼机构布局、多层次人才培养体系、多元化利润中心、全面风险管理和金融科技等核心竞争力。
- **展望中长期，宁波银行继续围绕机构下沉和利润中心建设巩固核心竞争力，盈利增长动能强劲，驱动 ROE 回升。**一是机构建设布局仍在继续，在省外区域将营业网点逐步下沉至大型社区和强乡重镇。**本地市场份额持续提升的基础上，异地渗透将进一步打开增长空间**，测算未来三年(2021-2023 年)贷款 CAGR 约 24%，网点下沉带来的规模扩张、市占率提升将对盈利形成重要支撑。二是财富管理增长潜力强劲，在优质区域、自身客群优势加持下，宁波银行打造的专业化团队和综合化金融产品体系具备竞争力。**全员财富管理理念深化、财富开放平台上线**都将进一步促进财富管理业务蓬勃发展。三是配股资金到位，业务拓展、规模扩张、盈利增长有保障，**未来三年外部再融资可能性下降。**
- 宁波银行近两年 PB 中枢约 2X，估值在上市银行中最高，**除了高成长高盈利，估值溢价更多反映了盈利的稳定性。**即使拉平拨备覆盖率，宁波银行还原后的利润增长波动依然相对较小，且增速始终为正，绝大部分时间保持 20%以上，盈利能力穿越周期。
- **盈利预测和投资建议：站在当前时点，看好宁波银行中长期业绩增长和估值提升，建议关注。**预计 21/22 年归母净利润增速为 26.0%/22.2%，EPS 为 2.76/3.39 元/股，BVPS 为 19.40/22.33 元/股，当前股价对应 21/22 年 PE 为 14.0X/11.4X，PB 为 2.0X/1.7X。综合考虑宁波银行近两年 PB 估值中枢和基本面情况，给予 21 年 PB 估值 2.5X，合理价值 48.50 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：经济下行，资产质量恶化。利率波动超预期，其他非息拖累营收。区域存款竞争加剧，成本上升超预期。**

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	6603.59/6515.93
总市值/流通市值(百万元)	255426.89/252036.00
一年内最高/最低(元)	44.09/31.43
30 日日均成交量/成交额(百万)	19.01/723.92
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	15.60/-1.27

相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFCCENo.BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人:

伍嘉慧 010-59136613

gwzujiahui@gf.com.cn

目录索引

一、引言：高水平+高稳定性的盈利能力.....	5
二、收入成本双优，人员和科技投入力度大.....	6
（一）消费贷需求旺盛，经营贷为新引擎，个贷收益率长期保持领先.....	8
（二）对公条线持续迭代“五管二宝”，对公存款量价双优.....	10
（三）交易型投资需求提升放大收益波动率，优秀的投资能力长期存在.....	13
（四）财富管理类中收增势强劲，15个利润中心赋予中收更大空间.....	15
（五）高费用短期拖累利润，中期回归常态，长期提升经营效益.....	17
（六）控制风险等于减少成本，管好风险进而创造价值.....	19
三、巩固核心竞争力，中长期盈利增长动能强劲.....	20
（一）继续推动省外区域网点下沉，积极布局优质地区，提高市场份额.....	21
（二）深化全员财富管理理念，上线财富开放平台加速业务布局.....	23
（三）配股落地解除短期估值压制因素，未来3年再融资可能性降低.....	24
四、盈利能力穿越周期，估值溢价源于高盈利的稳定性.....	26
五、盈利预测和投资建议.....	28
六、风险提示.....	30

图表索引

图 1: 宁波银行利润 10 年 CAGR、PB 估值均居上市银行首位 (2021/12/8)	5
图 2: 宁波银行非息对 ROA 贡献提升, 费用主要投入人员和科技	7
图 3: 14-15 年大幅降息, 房贷利率下行, 宁波银行转攻消费贷, 经营贷占比保持稳定, 17 年个贷收益率回升	9
图 4: 宁波市居民消费贷和经营贷年度增量及同比增速	9
图 5: 宁波市消费贷和经营贷余额及同比增速	10
图 6: 宁波银行成本端拥有相对优势, 存款成本较低, 存款占比适中	11
图 7: 宁波银行对公定期存款成本率最低, 甚至低于国有大行	11
图 8: 宁波银行存款增量贡献主要来自对公存款	12
图 9: 宁波银行保持着较高的存款增速	12
图 10: 宁波银行债券承销金额大幅领先 (亿元)	12
图 11: 按债券承销类型统计的承销金额 (亿元)	12
图 12: 宁波银行金融投资底层资产配置结构	14
图 13: 宁波银行金融投资中政府债券和基金配置比例高 (2021H1)	14
图 14: 金融投资中 FVPL 占比	15
图 15: 投资净收益占营收比重	15
图 16: 利率上行时, 长短期利差缩窄, 多配短久期品种, 利率下行时, 长短期利差扩大, 短久期性价比下降	15
图 17: 宁波银行中收增速开始回升	16
图 18: 宁波银行中收占营收比重相对领先	16
图 19: 宁波银行代理类业务中收占比高	16
图 20: 宁波银行各类业务中收增速	16
图 21: 宁波银行代理类业务中收占比居上市城商行第 1	17
图 22: 宁波银行各项业务及管理费用占营收比重	18
图 23: 宁波银行个人银行业务大幅扩员	18
图 24: 宁波银行人员构成 (个, 2020A)	18
图 25: 全国、浙江省商业银行和宁波银行不良率对比	19
图 26: 宁波银行不良率 2011 年以后与同业拉开差距	19
图 27: 宁波银行不良新生成率保持低位	20
图 28: 宁波银行信用成本保持较高水平	20
图 29: 宁波银行在江浙地区的不良率优于当地银行业	20
图 30: 宁波银行全流程风控体系中部分关键环节	20
图 31: 宁波银行各业务区域贷款市占率	21
图 32: 宁波银行拥有较多的网点和员工数	22
图 33: 宁波银行网点分布情况 (个)	22
图 34: 宁波银行零售客户 AUM 及增速	23
图 35: 宁波银行私行客户 AUM 及增速	23
图 36: 销售机构代销公募基金保有规模 (2021Q3)	24
图 37: 销售机构代销基金产品和公司数 (2021Q3)	24

图 38: 北京、上海、广东、浙江、江苏省高净值人群数量均位于全国第一梯队	24
图 39: 宁波银行风险资产扩张无法仅靠内生资本补充	25
图 40: 2017 年后宁波银行信贷投放加速资本消耗	25
图 41: 宁波银行资本充足率	25
图 42: 核心一级资本充足率 (2021Q3)	25
图 43: 宁波银行 VS 银行板块: 相对 ROE 与相对 PB	26
图 44: 宁波银行 VS 城商行板块: 相对 ROE 与相对 PB	26
图 45: 宁波银行 VS 老 16 家: 披露净利润增速	27
图 46: 宁波银行 VS 老 16 家: 拉平拨备后净利润增速	27
图 47: 宁波银行还原前后的净利润增速	27
图 48: 宁波银行还原前后利润增速差额与 PE	28
图 49: 宁波银行还原前后利润增速差额与 PB	28
图 50: 宁波银行 PB Band	29
表 1: 杜邦拆解	6
表 2: 生息资产和计息负债各分项量价对比	7
表 3: 宁波银行“五管二宝”特色产品	12
表 4: IFRS9 实施前后, 金融投资相关会计科目与勾稽关系	13
表 5: 宁波银行各业务区域贷款规模测算, 预计 2021-2023 年贷款 CAGR 约 24%	22
表 6: 宁波银行关键指标假设	29
表 7: 宁波银行可比同业估值 (截至 2021 年 12 月 8 日)	29

一、引言：高水平+高稳定性的盈利能力

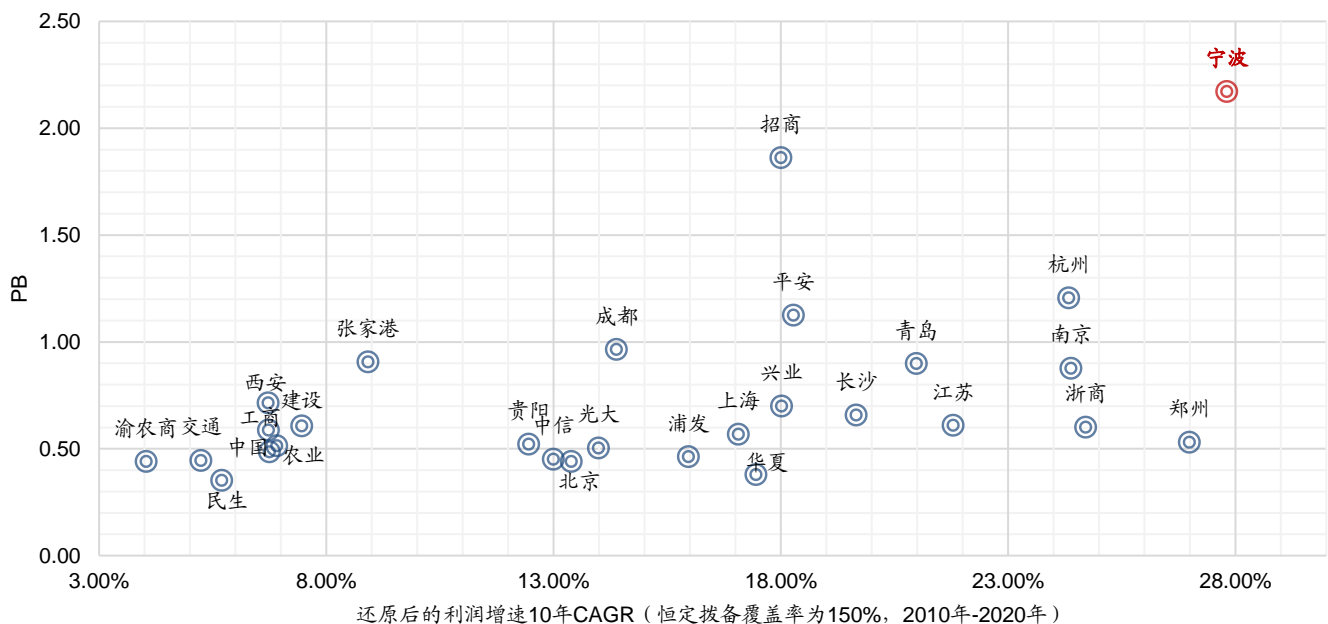
宁波银行是中国银行业最优秀的银行之一。2010-2020年净利润CAGR高达26%，近五年CAGR接近20%，上市银行排名第一。2021Q3末，ROE排名上市银行第二，仅次于招商银行，不良率最低，拨备覆盖率排名第二，仅次于杭州银行。

通过对宁波银行盈利驱动的拆解，发现其核心驱动因素具备持续性。清晰的客户定位和具备竞争力的产品带来稳定的高收益和低成本，轻型非息收入对ROA贡献不断提升，金融市场投资能力和多元化利润中心是强有力的保障。当前支出结构符合业务特征和发展阶段，信用成本和税收成本低是长期经营经验的沉淀，战略性管理费用主投人员和科技，体现出经营战略的前瞻性。

展望中长期，继续围绕机构下沉和利润中心建设巩固核心竞争力，盈利增长动能强劲：一是本地市场份额持续提升的基础上，异地渗透将进一步打开增长空间，预计未来3年贷款增速20%以上，规模增长可观。二是财富管理潜力较大，目前已经初步形成专业化经营体系，区域、客群优势加持下，全员财富管理理念深化、财富开放平台上线将进一步加速财富管理业务蓬勃发展。三是资本补充资金到位，业务拓展、规模扩张、盈利增长有保障，未来3年外部再融资必要性下降。

宁波银行拥有上市银行中最高估值，近两年PB估值中枢在2X左右，除了高盈利性高成长性的解释之外，估值溢价更多给到了长期经营呈现出的稳定性，盈利周期特征淡化。通过拉平拨备覆盖率（不同银行设定恒定拨备覆盖率），不论行业经历怎样的周期波动，宁波银行还原后的利润增速波动相对较小，增速始终为正，且绝大部分时间保持在20%以上，稳定优于可比同业，盈利能力穿越周期。站在当前时点，看好宁波银行中长期业绩增长和估值提升，建议关注。

图 1：宁波银行利润10年CAGR、PB估值均居上市银行首位（2021/12/8）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、收入成本双优，人员和科技投入力度大

近年来，宁波银行表现出的持续优于可比同业的高成长性、高盈利性，ROE总量和结构双优：（1）收入端，高息差和高非息兼备，息差优势主要得益于依靠核心产品切入形成的低成本负债，尤其是远低于可比同业的存款成本率、对公定期存款率，背后是较强的业务粘性和议价能力。低成本带给资产端较高的自由度，贷款与金融投资规模相当，消费贷明星产品白领通和零售公司条线投放的经营贷贡献高个贷收益率和个贷规模，且信贷需求持续旺盛（ABS出表），资产质量表现优异。总而言之，高贷款收益率、低存款成本率优势均依附于核心产品的竞争力，未来息差依然能够保持领先。非息收入中，投资收益和中收二分天下，优势在可比同业中均突出。其中，金融市场优秀的投资能力长期存在，交易型需求偏高、资产配置多元和久期调整灵活等对投资收益形成支撑，而以财富管理和私人银行为代表的15个利润中心，赋予中收更大发展空间，各类收入仍有进一步提升的空间。（2）支出端，战略性管理费用投入虽高，但信用风险成本和税收成本极低。得益于优秀的风控能力和灵活的资产摆布，资产减值损失和所得税费用优于可比同业，但管理费用偏高，与小企业客群经营和大零售业务特性有关，需要大量人力资源和科技投入。偏高的费用短期影响利润，但长期与营收增长形成良性互促，最终带来更高的盈利水平。（3）高ROA+高杠杆模式，最终成就领先可比同业的ROE。

通过打造核心竞争力，构筑业务护城河，宁波银行ROE核心驱动因素具有持续性，未来ROE将继续呈现出高水平+高稳定性的特点。

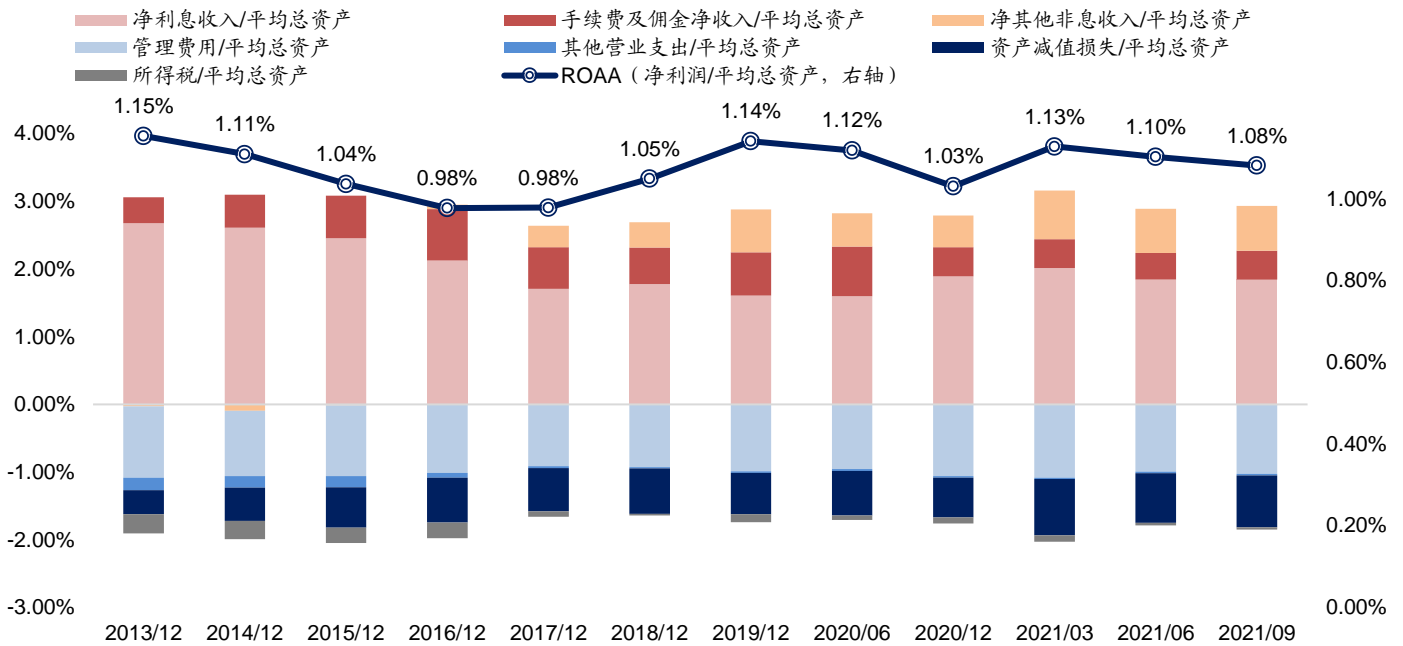
表 1：杜邦拆解

	2021Q1-3				2020A				2019A			
	宁波银行	南京银行	江苏银行	城商行合并	宁波银行	南京银行	江苏银行	城商行合并	宁波银行	南京银行	江苏银行	城商行合并
营业收入	2.93%	2.50%	2.54%	2.42%	2.79%	2.41%	2.36%	2.41%	2.88%	2.51%	2.25%	2.46%
利息净收入	1.85%	1.69%	1.84%	1.80%	1.89%	1.66%	1.68%	1.84%	1.61%	1.65%	1.28%	1.65%
利息收入	3.74%	3.96%	4.24%	4.06%	3.86%	4.09%	4.20%	4.11%	3.71%	4.27%	4.08%	4.11%
利息支出	1.89%	2.27%	2.40%	2.26%	1.97%	2.43%	2.52%	2.27%	2.10%	2.62%	2.80%	2.45%
非利息收入	1.09%	0.82%	0.69%	0.62%	0.90%	0.75%	0.68%	0.57%	1.27%	0.86%	0.97%	0.81%
手续费及佣金净收入	0.43%	0.38%	0.24%	0.24%	0.43%	0.35%	0.24%	0.23%	0.64%	0.31%	0.30%	0.27%
净其他非息收入	0.66%	0.44%	0.45%	0.38%	0.47%	0.41%	0.44%	0.34%	0.64%	0.54%	0.67%	0.54%
营业支出	1.05%	0.67%	0.55%	0.57%	1.08%	0.71%	0.58%	0.60%	1.01%	0.71%	0.60%	0.65%
税金及附加	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%
管理费用	1.03%	0.65%	0.52%	0.54%	1.06%	0.69%	0.55%	0.58%	0.99%	0.69%	0.58%	0.63%
PPOP	1.88%	1.82%	1.99%	1.85%	1.71%	1.68%	1.78%	1.81%	1.86%	1.78%	1.65%	1.81%
资产减值损失	0.77%	0.60%	0.88%	0.84%	0.59%	0.60%	1.02%	0.91%	0.61%	0.63%	0.86%	0.84%
利润总额	1.12%	1.23%	1.11%	1.01%	1.12%	1.08%	0.76%	0.90%	1.25%	1.15%	0.78%	0.97%
所得税	0.04%	0.20%	0.23%	0.14%	0.09%	0.16%	0.05%	0.10%	0.12%	0.18%	0.03%	0.11%
ROAA	1.08%	1.03%	0.87%	0.87%	1.03%	0.92%	0.71%	0.80%	1.13%	0.97%	0.75%	0.86%
ROAE	15.25%	14.76%	11.70%	11.79%	13.84%	13.64%	10.05%	11.06%	15.22%	15.26%	11.71%	12.11%
权益乘数	14.09	14.36	13.40	13.58	13.46	14.76	14.17	13.76	13.43	15.71	15.62	14.09

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：上表中从“营业收入”到“所得税”均表示指标对应报告期累计值与期初期末平均总资产的比值，仅权益系数单位为倍。

图 2: 宁波银行非息对ROA贡献提升, 费用主要投入人员和科技



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 生息资产和计息负债各分项量价对比

	2021H1				2020A				2019A			
	宁波 银行	南京 银行	江苏 银行	城商行 平均	宁波 银行	南京 银行	江苏 银行	城商行 平均	宁波 银行	南京 银行	江苏 银行	城商行 平均
生息资产收益率	4.69%	4.43%	4.57%	4.47%	4.68%	4.60%	4.61%	4.62%	4.88%	4.79%	4.57%	4.75%
贷款收益率	5.86%	5.43%	5.40%	5.32%	6.00%	5.75%	5.43%	5.54%	6.12%	5.75%	5.32%	5.66%
对公贷款收益率	4.93%	4.92%	未披露	5.09%	5.09%	5.15%	未披露	5.22%	5.37%	5.32%	未披露	5.44%
个人贷款收益率	7.32%	未披露	未披露	5.86%	7.79%	6.69%	未披露	6.06%	7.74%	6.73%	未披露	6.06%
金融投资收益率	3.94%	4.04%	4.12%	4.15%	4.03%	4.35%	4.15%	4.29%	4.44%	4.71%	4.28%	4.52%
同业资产收益率	1.66%	1.85%	2.09%	2.22%	1.56%	1.47%	1.37%	2.07%	2.72%	2.38%	2.58%	2.91%
计息负债成本率	2.10%	2.42%	2.52%	2.46%	2.14%	2.61%	2.63%	2.48%	2.31%	2.81%	2.88%	2.61%
存款成本率	1.82%	2.32%	2.31%	2.28%	1.86%	2.51%	2.47%	2.32%	1.88%	2.81%	2.55%	2.26%
对公存款成本率	1.68%	未披露	未披露	2.01%	1.75%	未披露	未披露	2.07%	1.76%	未披露	未披露	2.04%
对公活期成本率	1.12%	0.75%	未披露	0.87%	1.23%	0.75%	未披露	0.83%	1.10%	0.75%	未披露	0.79%
对公定期成本率	2.20%	2.84%	未披露	3.01%	2.23%	3.10%	未披露	3.13%	2.38%	3.29%	未披露	3.24%
个人存款成本率	2.30%	未披露	未披露	2.85%	2.36%	未披露	未披露	2.96%	2.35%	未披露	未披露	2.79%
个人活期成本率	0.51%	0.30%	未披露	0.45%	0.46%	0.68%	未披露	0.52%	0.43%	0.76%	未披露	0.52%
个人定期成本率	3.22%	3.57%	未披露	3.61%	3.12%	3.77%	未披露	3.64%	3.10%	3.69%	未披露	3.48%
同业负债成本率	2.05%	1.70%	2.39%	2.39%	2.13%	1.72%	1.98%	2.28%	2.71%	2.41%	3.10%	2.95%
应付债券成本率	3.31%	3.15%	3.14%	3.13%	3.40%	3.19%	3.12%	3.09%	3.71%	3.65%	3.60%	3.55%
净息差	2.33%	1.91%	2.29%	2.04%	2.30%	1.86%	2.14%	2.14%	2.27%	1.86%	1.94%	2.10%
净利差	2.59%	2.01%	2.05%	2.03%	2.54%	1.99%	1.90%	2.15%	2.57%	1.99%	1.72%	2.14%

	宁波 银行	南京 银行	江苏 银行	城商行 平均	宁波 银行	南京 银行	江苏 银行	城商行 平均	宁波 银行	南京 银行	江苏 银行	城商行 平均
贷款/生息资产	44.57%	46.50%	53.26%	48.68%	43.72%	44.90%	52.44%	47.38%	41.06%	42.65%	51.31%	45.38%
对公贷款/贷款	53.28%	65.81%	56.63%	61.71%	53.78%	64.95%	53.01%	60.83%	57.64%	65.89%	55.01%	61.44%
个人贷款/贷款	38.85%	29.73%	38.73%	32.70%	38.05%	29.53%	39.11%	33.31%	33.96%	30.17%	36.13%	32.98%
金融投资/生息资产	48.19%	44.33%	36.23%	39.86%	48.24%	44.10%	36.92%	40.47%	48.86%	46.39%	38.61%	41.72%
同业资产/生息资产	1.58%	3.01%	4.23%	4.52%	1.52%	4.47%	4.22%	4.56%	2.81%	3.86%	3.56%	4.85%
存款/计息负债	65.49%	69.83%	64.09%	66.82%	66.15%	69.82%	62.50%	66.48%	67.35%	70.05%	63.23%	66.15%
对公存款/存款	74.48%	74.09%	64.42%	62.46%	74.03%	74.30%	66.25%	63.52%	74.17%	75.06%	65.81%	63.76%
对公活期/对公存款	50.67%	34.99%	43.29%	50.70%	52.75%	33.83%	42.37%	52.76%	50.73%	33.75%	41.85%	53.63%
对公定期/对公存款	49.33%	65.01%	56.71%	49.30%	47.25%	66.17%	57.63%	47.24%	49.27%	66.25%	58.15%	46.37%
个人存款/存款	21.52%	22.11%	28.51%	32.50%	21.77%	21.77%	27.51%	31.49%	20.42%	18.95%	24.76%	29.34%
个人活期/个人存款	38.75%	21.29%	21.44%	26.45%	26.33%	20.98%	22.51%	26.91%	28.17%	21.62%	22.87%	27.47%
个人定期/个人存款	61.25%	78.71%	78.56%	73.55%	73.67%	79.02%	77.49%	73.09%	71.83%	78.38%	77.13%	72.53%
活期存款/存款	46.07%	30.63%	34.00%	39.91%	44.78%	29.70%	34.26%	41.69%	43.38%	29.43%	33.20%	41.95%
同业负债/计息负债	13.72%	7.67%	9.69%	11.62%	14.63%	6.66%	8.89%	11.87%	11.61%	5.48%	11.40%	11.50%
应付债券/计息负债	15.69%	14.65%	17.61%	16.62%	13.29%	14.99%	19.41%	16.32%	18.40%	16.81%	18.88%	18.83%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(一) 消费贷需求旺盛, 经营贷为新引擎, 个贷收益率长期保持领先

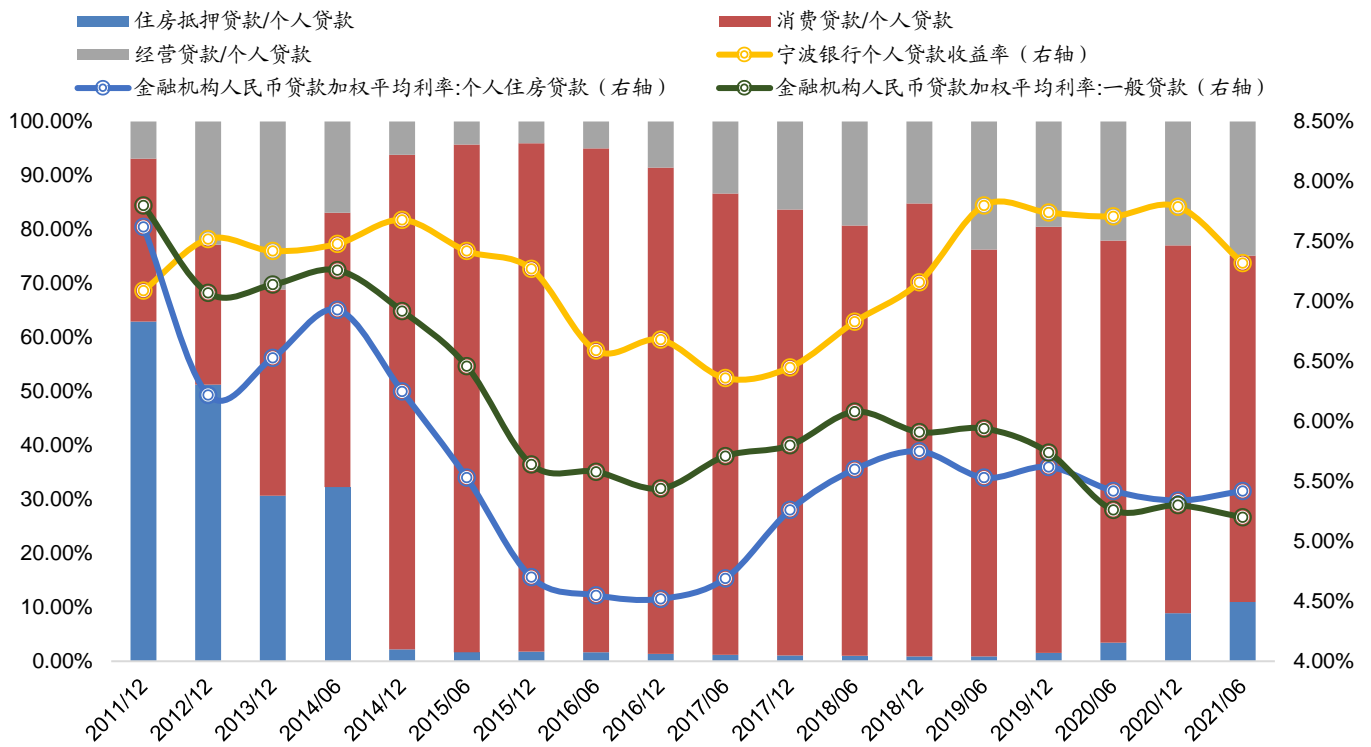
消费信贷成就宁波银行高个人贷款收益率, 经营贷为新引擎。2014年, 宁波银行提出大零售战略, 大力开展消费信贷业务, 借助“明星产品”白领通, 在消费信贷蓝海率先突围。2013年, 宁波银行消费贷仅占个贷的38%, 2014年这一比例大幅提升至91%, 此后也一直维持在较高水平。2017年后消费贷增速放缓, 占比有所回落, 一方面是以消费贷作为基础资产进行了资产证券化, 提高信贷周转率, 腾挪信贷额度以满足客户旺盛的信贷需求, 节约资本的同时贡献中收。另一方面, 归属于零售公司条线中的经营贷款, 经历2014-2015年小企业风险集中暴露后, 2016年以来占比稳步提升, 同时又是政策支持方向, 未来有望成为个贷新增长极。

白领通按照客户职业大致分为ABC三个等级, 白领通A客群定位公务员、教师、医生等事业单位编制人员, 白领通B客群定位大型企业正式员工, 如上市公司、世界500强企业、公用事业企业、央企国企等, 白领通C客群较前两类更为下沉。依靠客户缴纳公积金、社保、所得税数据综合判断还款能力, 根据不同的客户风险分层采取差别化的定价。目前主要依靠线上获客以减少成本, 不良率保持在1%以内。

往后看, 宁波银行消费贷、经营贷增长空间广阔, 仍能继续保持收益率的领先优势:

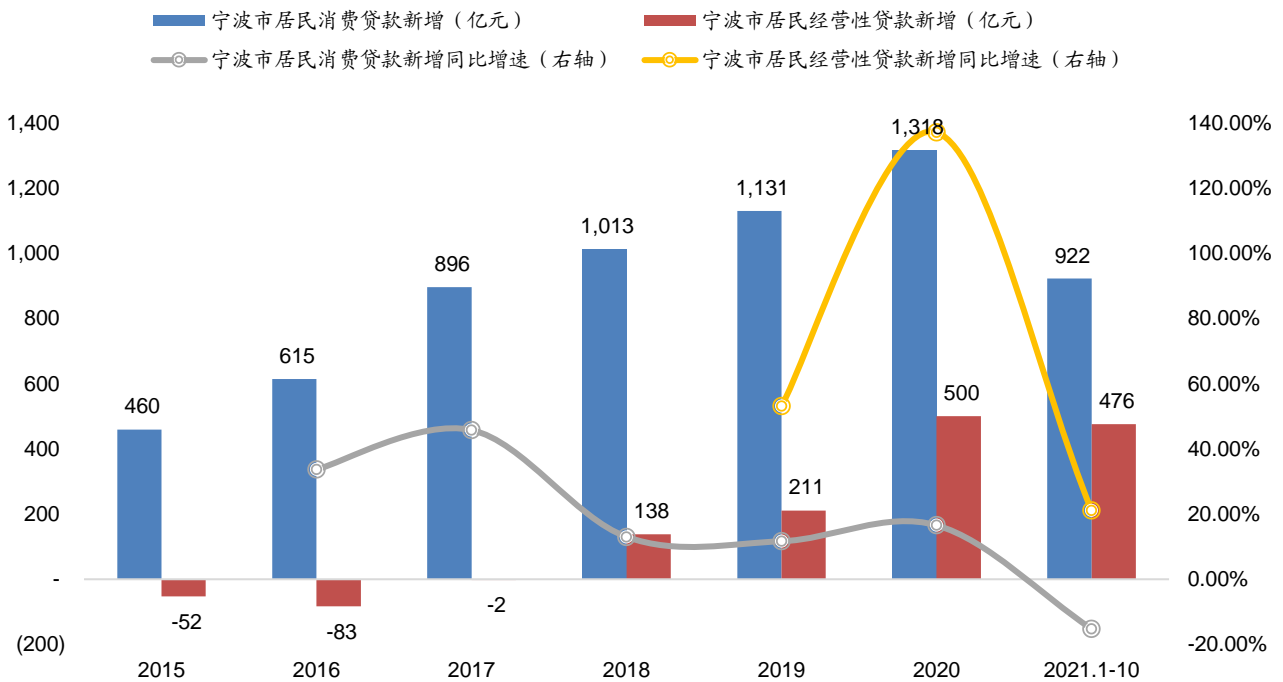
- (1) 白领通品牌影响力持续外溢, 借助资产证券化加速信贷周转意味着消费信贷需求相当旺盛。
- (2) 浙江、江苏地区民营经济发达, 经营贷需求旺盛, 同时投放经营贷也符合宁波银行零售公司业务定位。
- (3) 在持续推进机构建设下沉布局、提升分支机构市场份额的过程中, 核心信贷投放会有明显增长。

图 3: 14-15年大幅降息, 房贷利率下行, 宁波银行转攻消费贷, 经营贷占比保持稳定, 17年个贷收益率回升



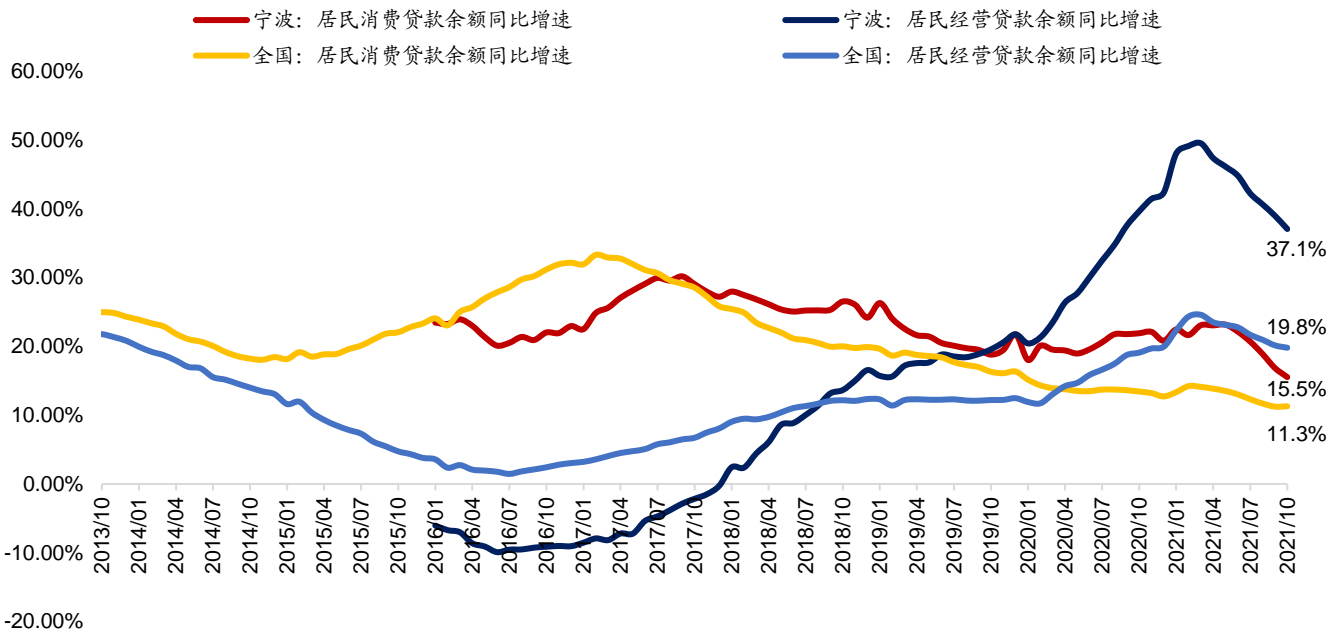
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 宁波市居民消费贷和经营贷年度增量及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5：宁波市消费贷和经营贷余额及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

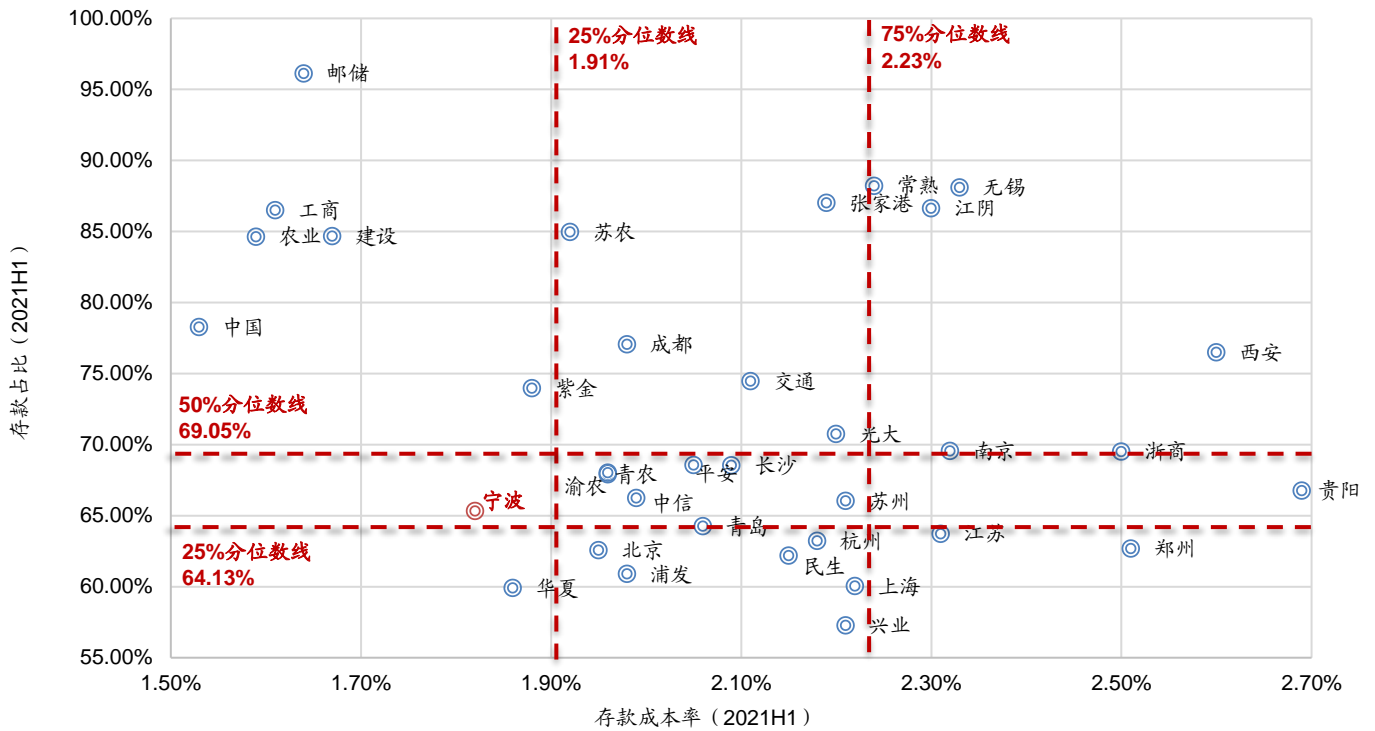
（二）对公条线持续迭代“五管二宝”，对公存款量价双优

宁波银行存款成本率长期低于可比同业，近些年来，这一优势愈发突出，也是宁波银行保持高息差的关键。宁波银行存款成本优势主要得益于对公定期存款的量价贡献，对公定期存款成本率为上市银行最低，甚至低于国有大行，且在存款中占比高，与对公活期存款均为主要的存款增量来源。值得注意的是，不论是对公条线还是个人条线，宁波银行定期存款均具备成本优势，本质上是长期经营中小企业客户形成的强议价能力，与此同时，在活期存款竞争相对激烈的环境下，通过切入企业客户现金管理、国际结算、投行业务等，真正地引入基础客户、核心客户，增加客户粘性，促进客户存款留存，保持活期存款成本、占比适中。

2018年，宁波银行开始推进“211”工程和“123”客户覆盖率计划，持续加快新客户引入，加大存量客户综合经营，借助金融科技，以原“四管一宝”特色产品和债券承销为抓手，现迭代升级为“五管二宝”，以满足企业痛点需求为出发点，通过提供富有竞争力的综合服务，增加客户粘性，达到沉淀低成本资金的效果。如“财资大管家”，是宁波银行顺应政府机构和集团企业数字化经营需要推出的一揽子财资服务方案。对客户来说，持续迭代升级的“财资大管家”能够有效提升财务效率，提高资金收益，降低融资成本。对于宁波银行来说，随着基础客户增长和使用频率提升，经由财资大管家产生的一系列资金流动以及其他附加的现金管理业务量快速增长，既能获得低成本沉淀资金，又能贡献中收。

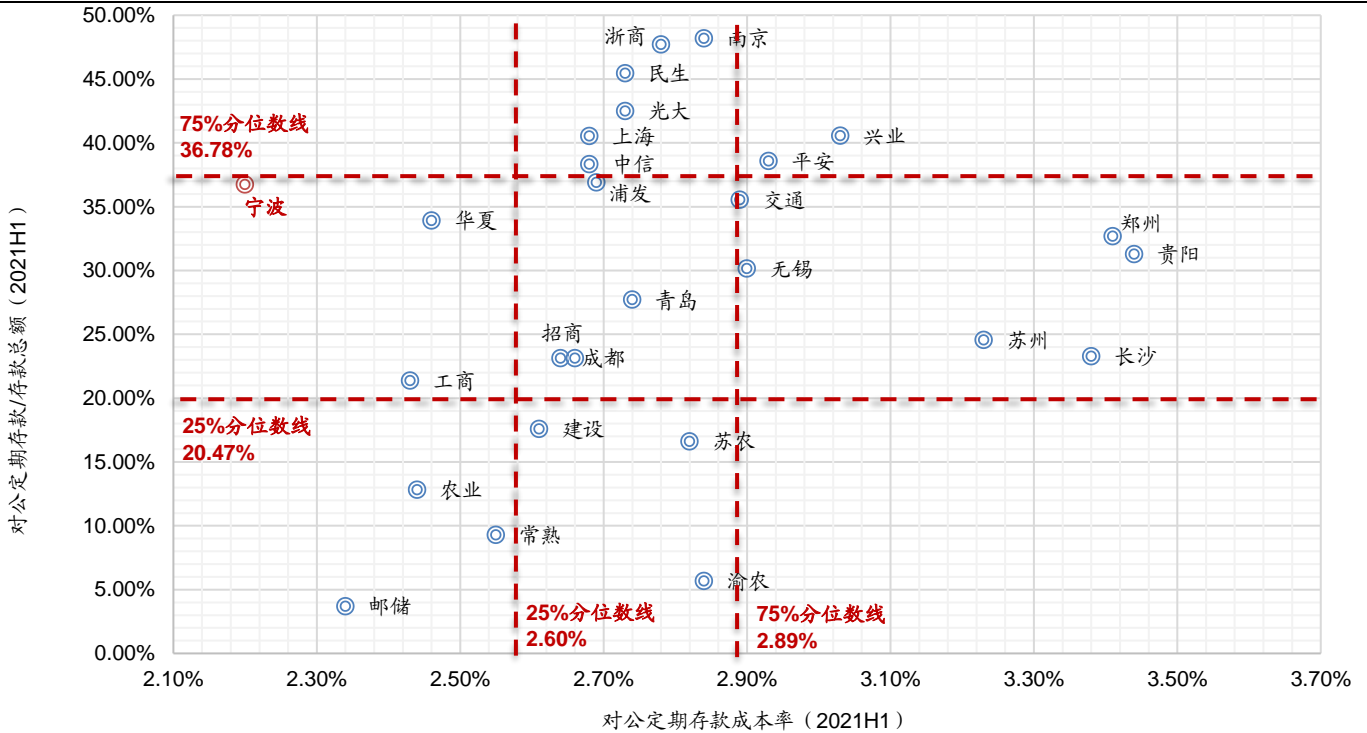
以客户需求为中心，以金融科技为手段，持续延伸客户服务的价值链，宁波银行通过核心优势产品切入的存款具备一定的稳定性，存款成本上行压力将持续弱于可比同业，进而对高息差形成支撑。

图 6: 宁波银行成本端拥有相对优势, 存款成本较低, 存款占比适中



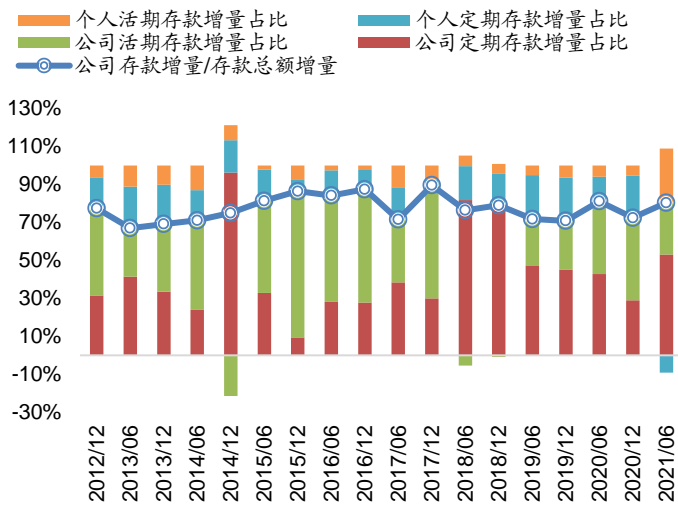
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 宁波银行对公定期存款成本率最低, 甚至低于国有大行



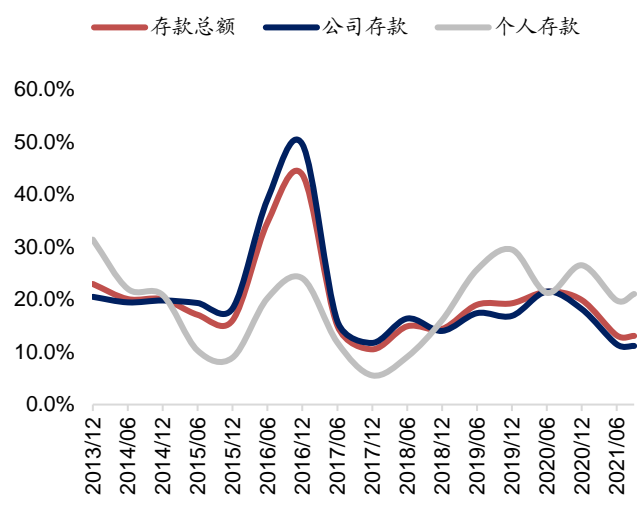
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 宁波银行存款增量贡献主要来自对公存款



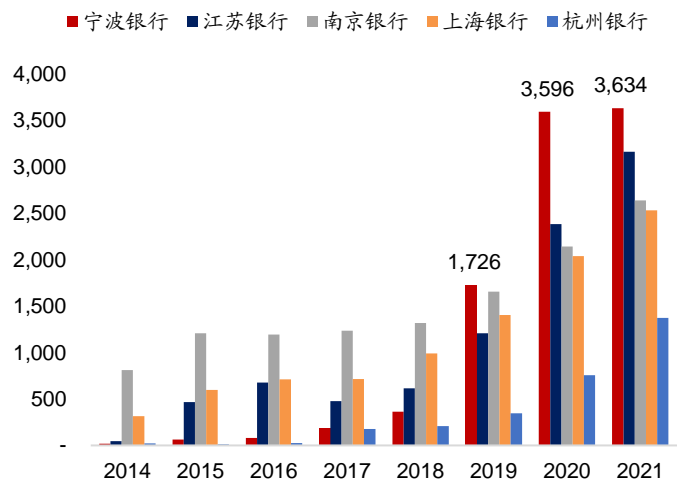
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 宁波银行保持着较高的存款增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

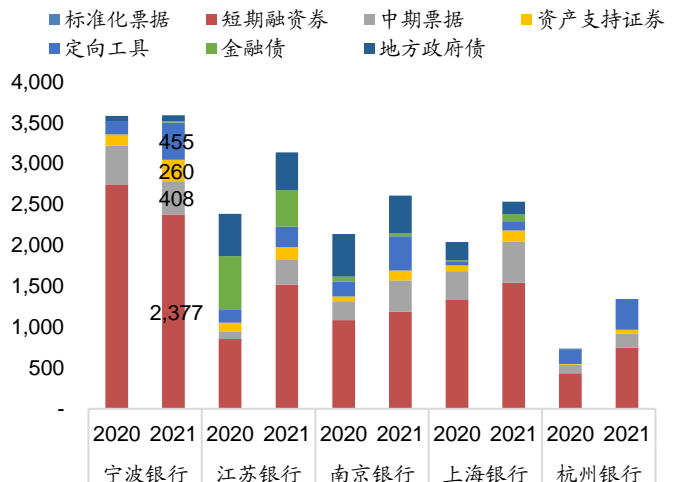
图 10: 宁波银行债券承销金额大幅领先 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 2021 年仅统计前 11 个月数据, 右图同。

图 11: 按债券承销类型统计的承销金额 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 宁波银行“五管二宝”特色产品

	主要功能
财资大管家	为大型综合性集团公司服务, 与企业 ERP、办公及管理系统完全相通的跨法人、跨地域、跨银行的资金管理平台。
外汇金管家	为外贸进出口企业服务, 提供包括开证、汇款、押汇、融资、跨境、人民币以及掉期、期权等衍生产品服务。
政务新管家	为党政机关、事业单位、社会组织, 包括海关、法院、税务等提供综合金融服务方案, 与政府内部管理平台系统打通。
票据好管家	针对企业整个票据生命周期, 打造开票、收票、贴现、融资、托收全流程线上服务, 帮助企业盘活金融资产。
投行智管家	为企业提供专业的综合金融服务, 满足客户多元融资需求, 推进“投商行”一体化发展。
易收宝	为企业客户和个体工商户提供的资金分账和资金收款付款的支付平台。
薪福宝	为代发工资企业员工提供的金融综合服务方案, 包括授信便利、财富增值、专属用卡和贴心服务。

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

（三）交易型投资需求提升放大收益波动率，优秀的投资能力长期存在

从过往的金融资产投资配置情况来看，宁波银行每一阶段的资产配置都能做到因时制宜，根据市场机遇、利率变化、监管环境，选择收益风险匹配度最佳的资产进行投资，因此能够保证长期稳健的投资收益水平。

2004年-2008年，宁波银行金融资产投资以利率债投资为主，资产配置品种较为单一。**2009年-2016年，非标投资占比不断提升，前期以买入返售票据业务为主，后期主要配置理财产品：**2010年末买入返售票据资产大幅增长至767亿元，而2009年末规模仅为55亿元。2011-2016年以配置理财产品为主，理财产品、资管及信托计划占比从2011年末的36%提升至2016年末的60%。**2017年至今，金融严监管，资产配置多元化。**2017年，货币市场基金收益率持续上行，宁波银行大力压降理财规模，加大对货币基金的配置，2017年上半年末基金投资占比达到24%，不仅捕捉到了利率上行的投资机会，同时还享受到了货币基金免税的红利。目前金融资产投资以利率债、非标、基金为主，也会配置适当比例的非金融企业信用债、同业存单及其他金融债。

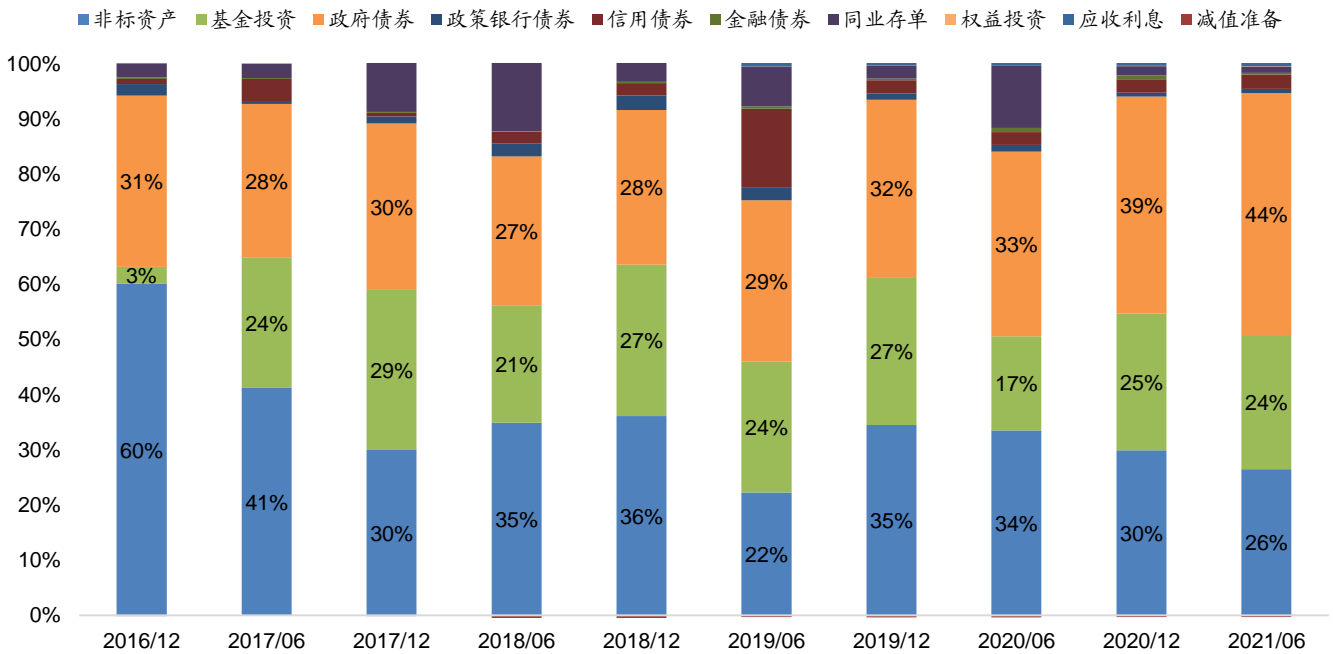
高比例的FVPL也带来了较高的投资收益与公允价值变动损益，但同时波动也有所放大。宁波银行2019年起实施IFRS9，I9前，宁波银行的金融投资资产中，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVPL）和可供出售金融资产合计占比在80%以上，I9后，FVPL占比保持在30%-40%，高于可比同业水平，交易型需求较高。底层资产配置主要为债券和基金，其中债券投资主要把握债券市场波段机会提高投资收益，基金投资主要为收益稳定、变现能力强的高流动性资产投资，同时久期调整灵活，大部分时间收益表现好于可比同业。

表 4：IFRS9实施前后，金融投资相关会计科目与勾稽关系

I9前：按持有目的分类	前后关系	I9后：按业务模式和现金流特征分类	已实现利息收入	已实现投资损益	未实现投资损益	减值损失
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVPL）	全部进入 FVPL	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVPL）	投资收益（I9前，部分银行计入利息收入）	公允价值变动损益（账面）、投资收益（处置）	/	/
可供出售金融资产	主要进入 FVOCI,部分进入 FVPL	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）	利息收入	投资收益（处置）	其他综合收益（公允价值变动形成）	资产减值损失
持有至到期投资	主要进入 AMC,部分进入 FVPL	以摊余成本计量的金融资产（AMC）			/	
应收款项类投资	主要进入 AMC,部分进入 FVOCI、FVPL				/	

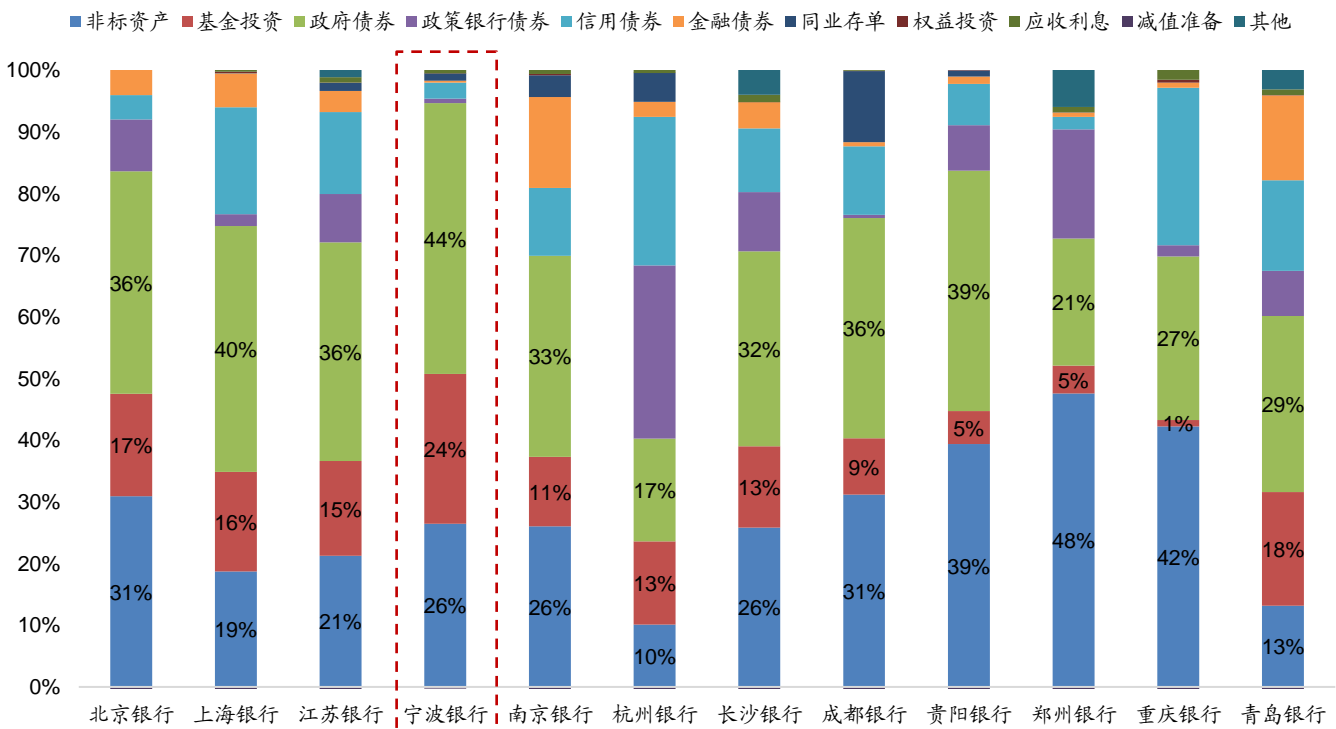
数据来源：财政部《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》，广发证券发展研究中心

图 12: 宁波银行金融投资底层资产配置结构



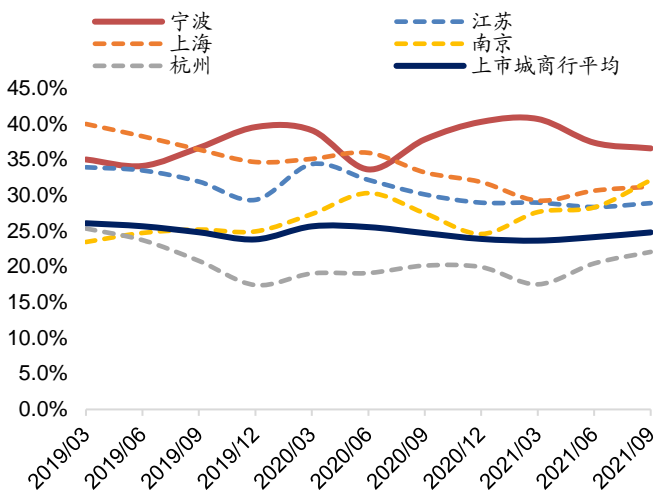
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 宁波银行金融投资中政府债券和基金配置比例高 (2021H1)



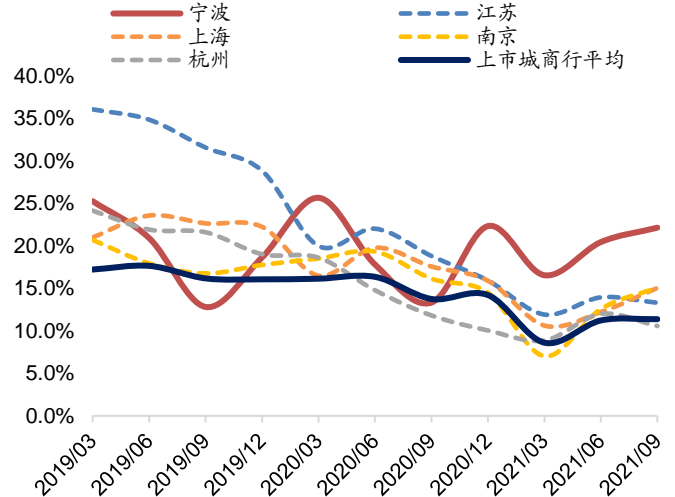
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 金融投资中FVPL占比



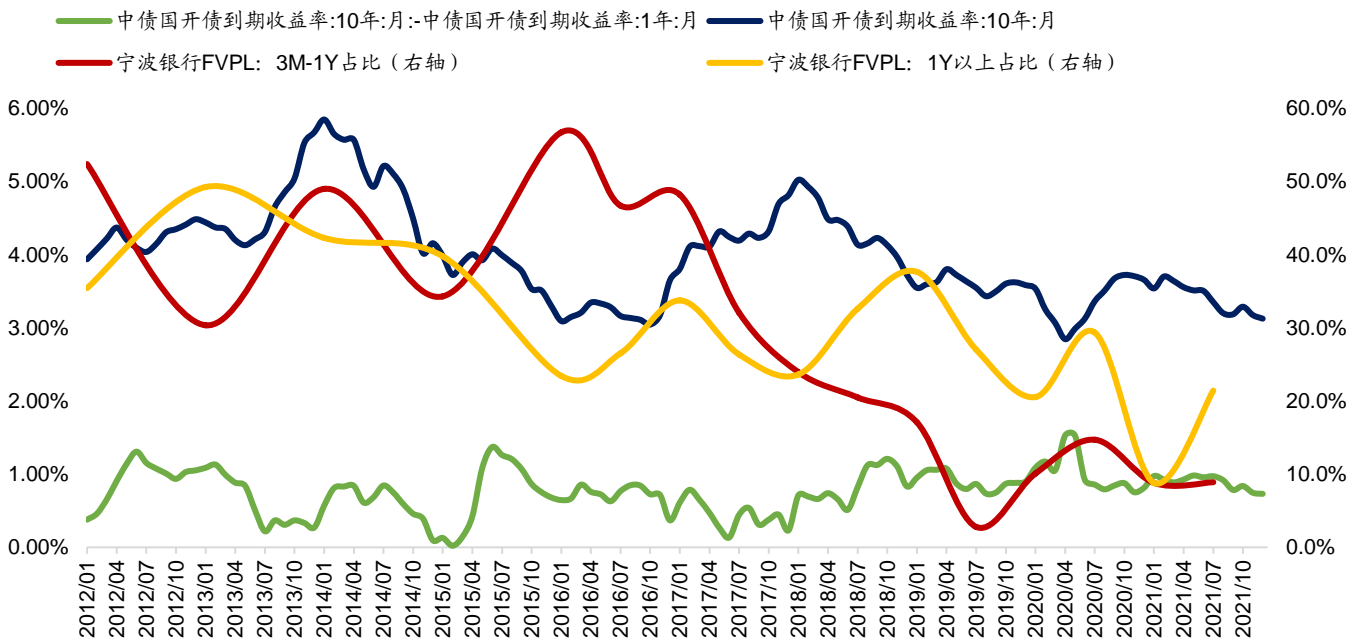
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 投资净收益占营收比重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 利率上行时, 长短期利差缩窄, 多配短久期品种, 利率下行时, 长短期利差扩大, 短久期性价比下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

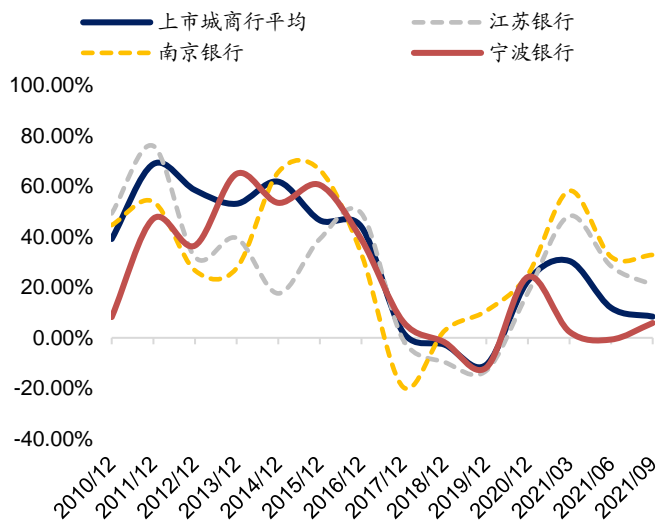
(四) 财富管理类中收增势强劲, 15 个利润中心赋予中收更大空间

结构上来看, 宁波银行中收贡献主要来自代理类业务, 2021年上半年占比达到81%, 主要是近年来公司将财富管理业务作为转型发展的主要战略方向, 专业经营纵深推进, 代客理财、代理基金、代理保险等财富管理手续费收入实现较快增长。2020年以前信用卡分期手续费收入也是中收的重要部分之一, 2020年后调整为利息收入。信用卡分期手续费收入口径调整后, 宁波银行中收增速、占营收比重较可比同业的

优势有所收敛，但托管业务增长可观，有望成为新的增长极。

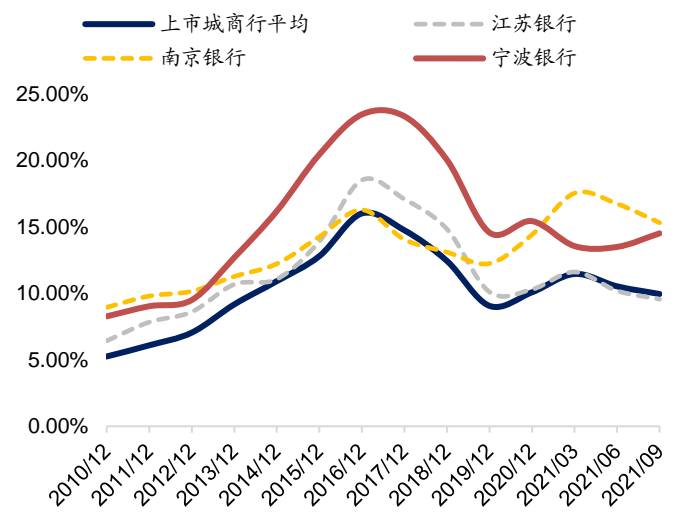
宁波银行致力于打造多元化的利润中心，目前在银行板块已形成了**公司银行、零售公司、财富管理、私人银行、个人信贷、远程银行、信用卡、投资银行、资产托管、票据业务、金融市场、资产管理12个利润中心**，子公司方面形成了**永赢基金、永赢租赁、宁银理财3个利润中心**。各个利润中心商业模式持续转型升级的过程中，综合化客户服务能力不断提升。往后看，金融市场、投资银行、资产托管、国际业务、财富管理中间业务往纵深推进，中收来源会更加多元化，增长空间可期。

图 17: 宁波银行中收增速开始回升



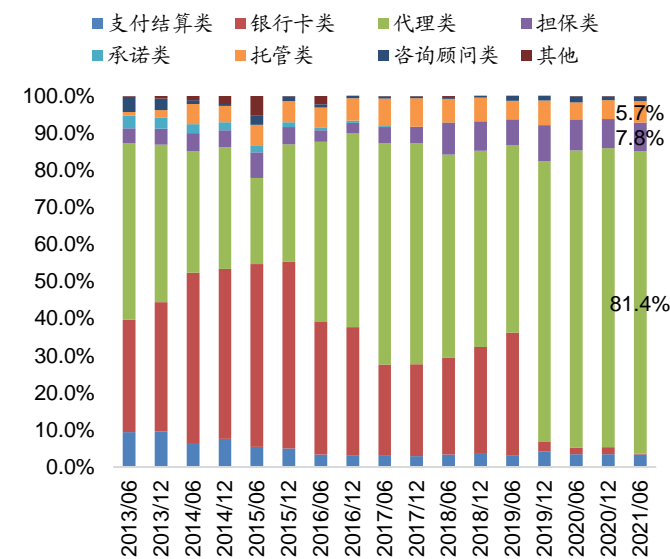
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 宁波银行中收占营收比重相对领先



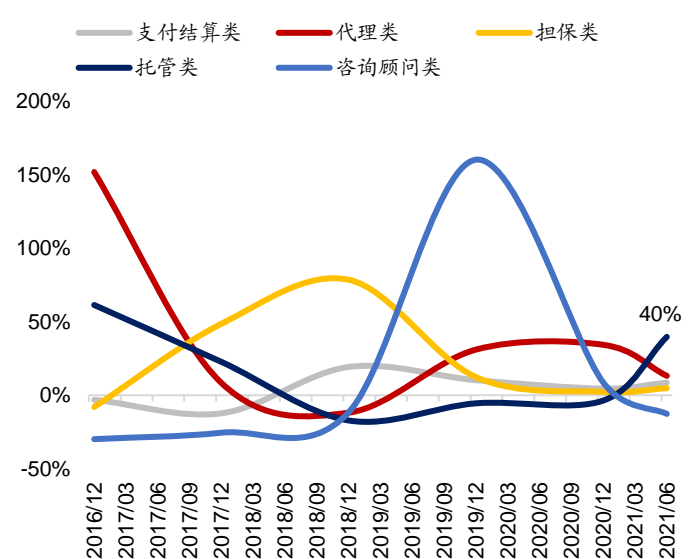
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 宁波银行代理类业务中收占比高



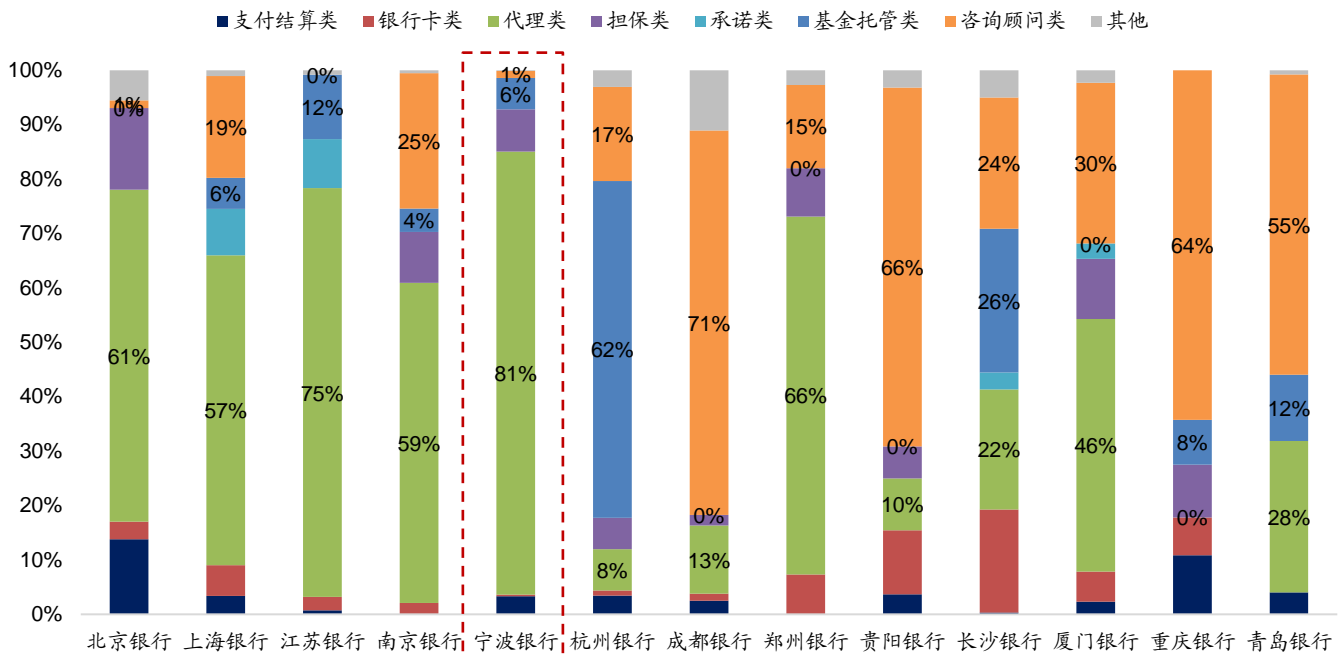
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 宁波银行各类业务中收增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 宁波银行代理类业务中收占比居上市城商行第1



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（五）高费用短期拖累利润，中期回归常态，长期提升经营效益

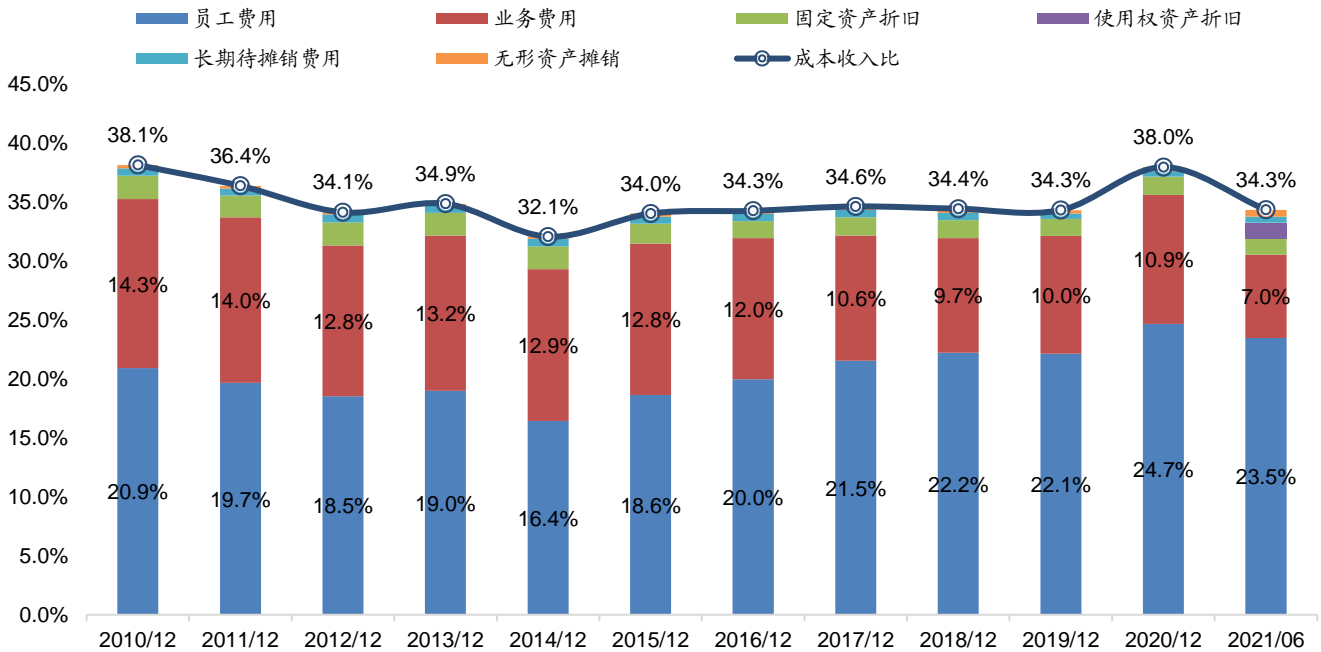
宁波银行管理费用长期偏高，费用资源主要配置于人员和科技：（1）零售公司、财富管理业务需要更多人力资源投入，机构布局下沉战略仍在有序推进，**员工队伍持续壮大导致员工费用增长较快**。2019年，宁波银行全面实施财富管理新体系，加大零售客户经理人员配置，打造专业财富顾问团队。近些年个人银行条线员工数量增速也明显超过公司银行条线，2020年增速超过50%。

（2）持续加大数字化经营、线上化运营方面的科技研发及战略投入，科技资本投入占营收比重从2018年的2.43%提升至2020年的3.30%，2021年上半年为3.72%。宁波银行近年来科技投入主要用于战略产品迭代升级，如“五管二宝”，约70%应用于前台部门，30%用于基础、风控以及运营环节。**金融科技投入的结构很重要，投入内容也至关重要，核心是要考虑客户需求和痛点，为业务赋能**。宁波银行总行金融科技部按业务领域设置七大研发中心，与管理中心、数据中心、测试中心共同组成“十中心”的组织架构，强化科技业务融合，以业务驱动为着力点，聚焦产品价值交付与客户体验，全方位推进软件研发从传统项目交付向产品化管理转型，打造基于“产品、技术、支持”三位一体的新研发中心体系。

如果业务具备发展空间，费用适当增加是可以接受的，关键在于费用资源的配置效率与营收的增长保持良性互促，并最终带来稳步增长的ROE。随着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，各项费用投入

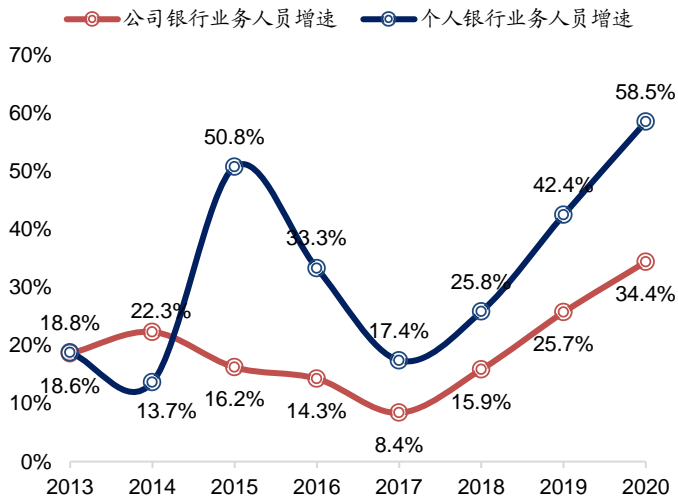
进一步转化为经营效益，各领域产能和效率稳步提升，预计下一阶段相关费用增长逐步趋缓。

图 22: 宁波银行各项业务及管理费用占营收比重



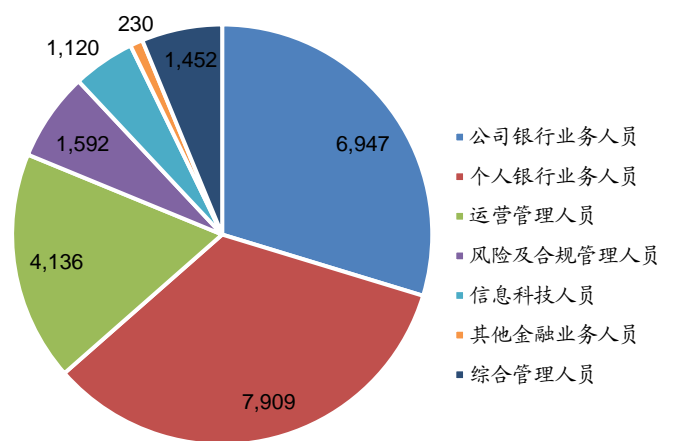
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 宁波银行个人银行业务大幅扩员



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 宁波银行人员构成 (个, 2020A)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（六）控制风险等于减少成本，管好风险进而创造价值

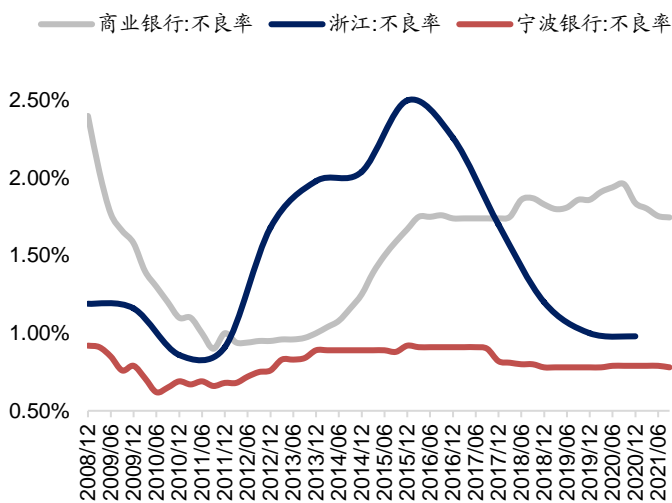
宁波银行不良率长期低于1%，资产质量穿越周期。2011年4月，温州民间借贷危机爆发，浙江省不良快速恶化，宁波银行不良率小幅上升至2013年末的0.89%，始终控制在0.9%以内，原因是温州发生流动性危机的企业宁波银行基本没有涉及。2014年-2016年，随着经济进入增速换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，银行业不良率加速上行，这一阶段宁波银行不良率高位企稳，维持在0.9%，最高点为2015年末的0.92%。2016年，浙江省不良率先改善，宁波银行又同步于浙江，2018年末不良率降至0.78%，此后一直保持在0.78%的水平，即便是2020年受疫情影响，不良率仍保持0.79%的较低水平，并在2021年9月末再次下降至0.78%。

宁波银行不良新生成率历史最高仅为1.27%，大部分时间段低于1%，且低于可比同业。在低不良生成的基础上，宁波银行加大拨备计提力度，保持较高的信用成本，这也驱动其拨备覆盖率达到500%以上水平，远高于其他银行。

宁波银行在资产质量管理方面一直处于行业前列，究其原因，一方面，外部区域好，长三角地区经济发达，区域不良率较低。另一方面，坚持“做熟悉的市場、了解的客户”，坚持以底线思维做风险管控，2012年公开提出“控制风险就是减少成本”的风险理念并沿用至今，2013年进一步强化了垂直审批制度，正是从这一阶段起，宁波银行资产质量与同业持续拉开差距。对于长期耕耘的小企业业务，授信层面活用企业纳税、用水、用电等第三方数据，在“熟悉的市場”上积累了大量优质的“了解的客户”。对于消费贷白领通，定位公务员、教师、大中型企业白领等收入稳定、违约成本高的客户，通过收入证明、挂钩公积金等确保有足够偿付能力。

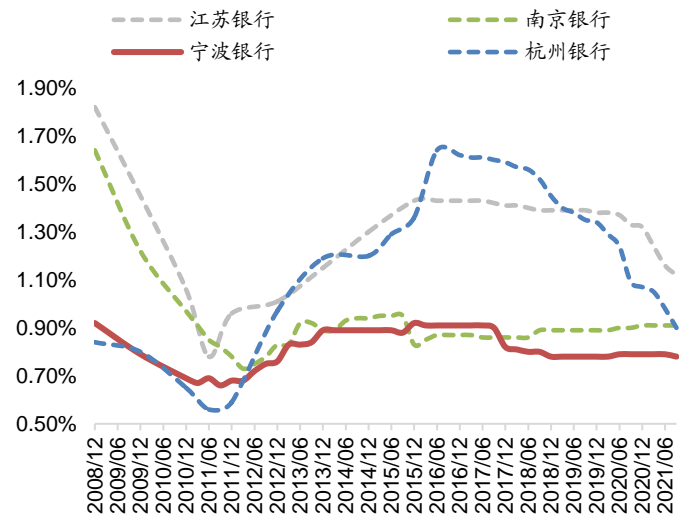
业务定位优质客群的基础上，搭建起覆盖从贷前到贷后的成熟的风控体系，核心在于垂直集中的授信审批制度，大数据赋能的风险监测以及责任到人的高效贷后回访和清收。

图 25：全国、浙江省商业银行和宁波银行不良率对比



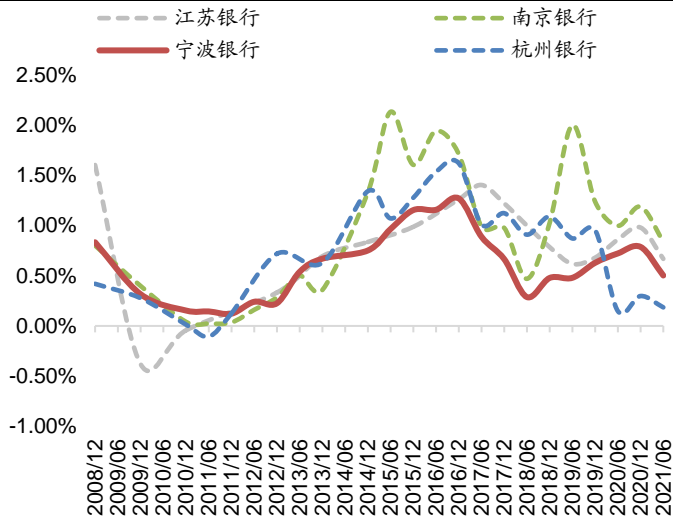
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 26：宁波银行不良率 2011 年以后与同业拉开差距



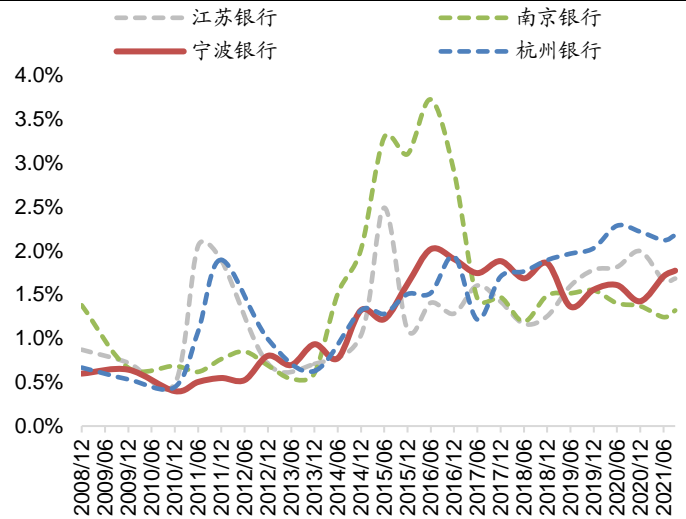
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27: 宁波银行不良新生成率保持低位



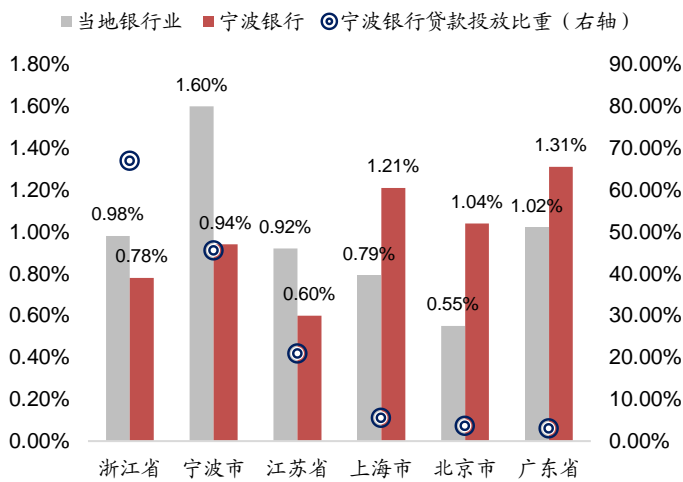
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 宁波银行信用成本保持较高水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 宁波银行在江浙地区的不良率优于当地银行业



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 宁波银行全流程风控体系中部分关键环节



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、巩固核心竞争力, 中长期盈利增长动能强劲

宁波银行长期优秀的经营表现, 本质上是“大银行做不好, 小银行做不了”战略执行的成功, 并在此过程中形成市场化的公司治理、一体两翼的机构布局、多层次的人才培养体系、多元化的利润中心、全面风险管理以及金融科技能力等核心竞争力。展望中长期, 宁波银行持续巩固核心竞争力, 尤其是在**机构布局与队伍建设**以及**财富管理**为代表的多元利润中心上发力, 不断积累对应领域的竞争优势, 稳定、领先的盈利增速有保障, ROE也有相当的提升空间。

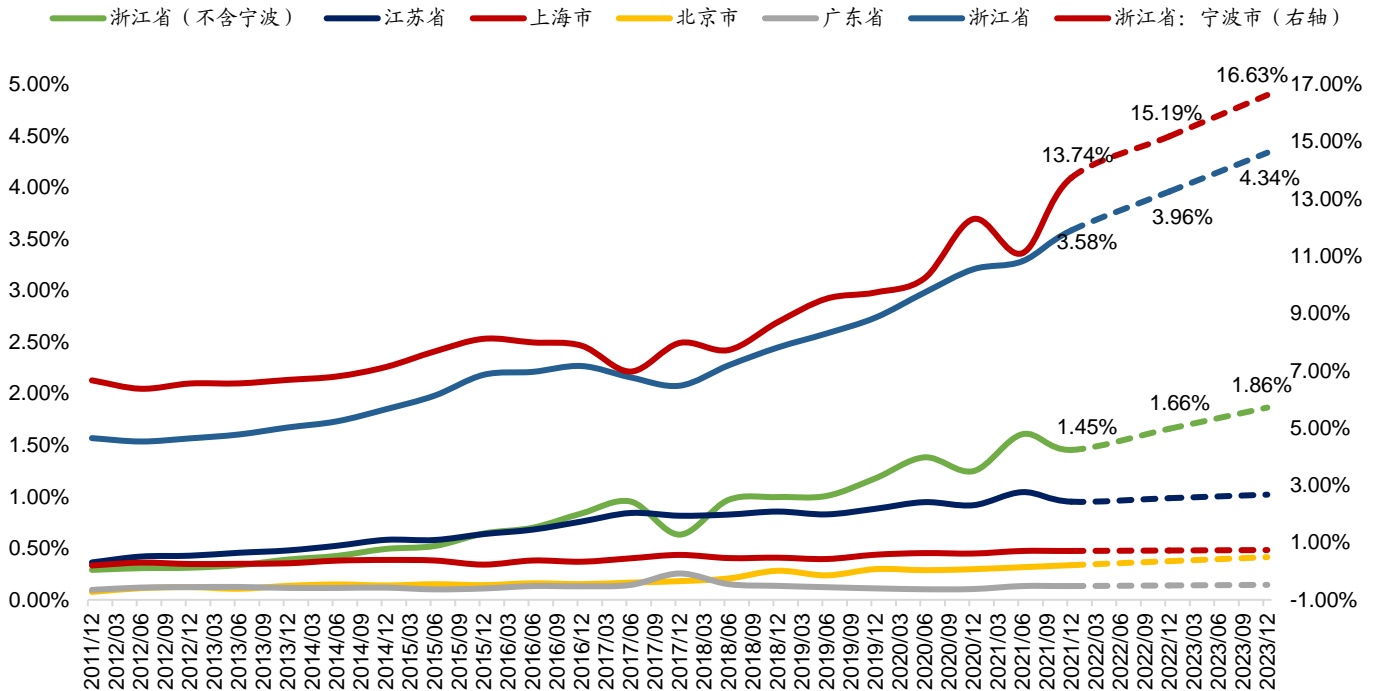
(一) 继续推动省外区域网点下沉，积极布局优质地区，提高市场份额

2007年，宁波银行在上海建立第一家跨区域分行，2008年建立深圳分行，2010年建立北京分行，在2011年监管叫停城商行开设异地分行前，基本完成了以长三角为主体，珠三角、环渤海为两翼的业务布局。随后宁波银行转向省内异地扩张，并提出要“不断增强分支行在区域市场的竞争力”，2021年2月舟山分行开业标志着宁波银行实现了浙江省地级市全覆盖。2021年6月末，宁波银行在宁波市的贷款余额市占率超过11%，在浙江省的市占率为3.28%，浙江省内（不含宁波）的市占率为1.61%，省内市占率提升仍有广阔空间。本地竞争优势不断巩固的同时，省外区域贷款市场份额也逐步上行，异地竞争力不断凸显，异地渗透仍有空间。

在浙江省内分行实现经营区域全覆盖的基础上，宁波银行的机构建设布局仍在继续，下一步将在省外区域将营业网点逐步下沉至大型社区和强乡重镇，进一步做深、做透市场，提升异地区域市场份额。在此过程中，保持人才队伍储备扎实，持续提升员工素质和产能，通过数量+单产双增来实现更高效益。

假设未来三年（2021-2023年），宁波银行各业务区域贷款增速为2017-2019年三年平均值，宁波银行每年贷款市占率提升幅度为2017-2019年三年提升幅度的平均值。大致估算，未来三年贷款CAGR约24%，网点下沉带来的规模扩张、市占率提升将对宁波银行未来盈利形成重要支撑。

图 31：宁波银行各业务区域贷款市占率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

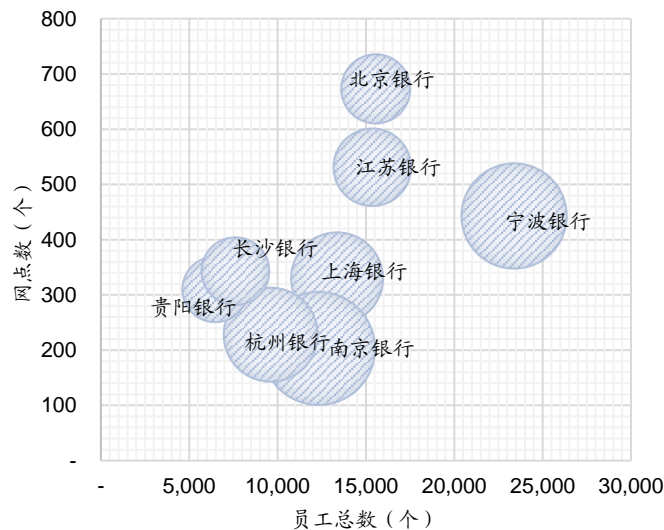
备注：虚线表示测算值。

表 5: 宁波银行各业务区域贷款规模测算, 预计2021-2023年贷款CAGR约24%

	贷款余额 (亿元)				同比增速			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
合计	6,877	8,609	10,608	12,996	30%	25%	23%	23%
浙江省	4,606	5,878	7,419	9,280	38%	28%	26%	25%
浙江省: 宁波市	3,130	3,852	4,687	5,653	45%	23%	22%	21%
浙江省 (不含宁波)	1,475	2,026	2,732	3,627	26%	37%	35%	33%
江苏省	1,437	1,688	1,981	2,322	20%	17%	17%	17%
上海市	380	441	490	544	9%	16%	11%	11%
北京市	251	302	359	422	10%	20%	19%	18%
广东省	204	300	359	430	10%	47%	20%	20%
	贷款结构				市占率			
浙江省	66.97%	68.28%	69.94%	71.40%	3.21%	3.58%	3.96%	4.34%
浙江省: 宁波市	45.52%	44.74%	44.19%	43.50%	12.30%	13.74%	15.19%	16.63%
浙江省 (不含宁波)	21.45%	23.54%	25.75%	27.91%	1.25%	1.45%	1.66%	1.86%
江苏省	20.89%	19.61%	18.68%	17.87%	0.92%	0.95%	0.99%	1.02%
上海市	5.52%	5.12%	4.62%	4.18%	0.45%	0.47%	0.48%	0.48%
北京市	3.64%	3.51%	3.38%	3.24%	0.30%	0.34%	0.37%	0.41%
广东省	2.97%	3.48%	3.39%	3.31%	0.10%	0.13%	0.14%	0.14%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

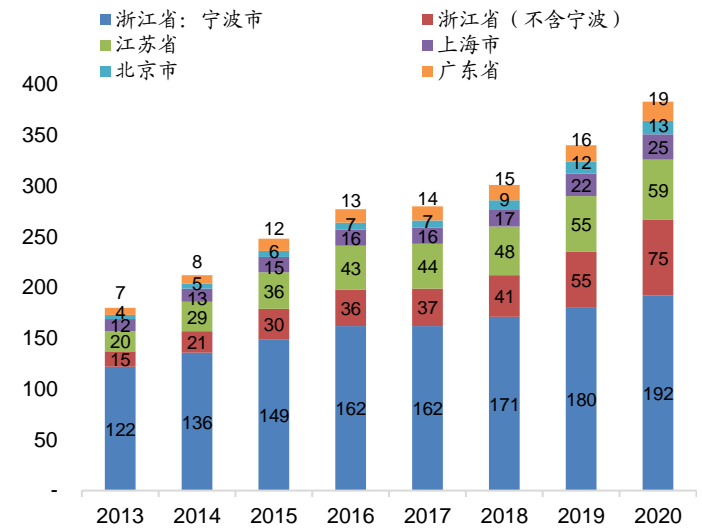
图 32: 宁波银行拥有较多的网点和员工数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 气泡大小表示网均员工数。

图 33: 宁波银行网点分布情况 (个)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 不含子公司、总行营业部下辖二级支行和社区支行。

（二）深化全员财富管理理念，上线财富开放平台加速业务布局

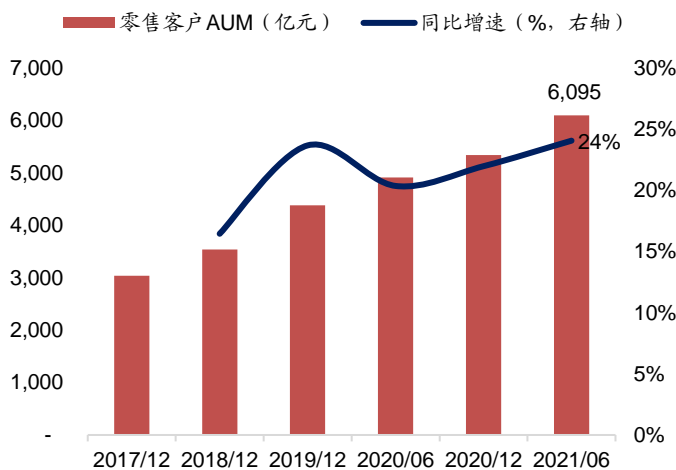
2018年起，宁波银行将财富管理和私人银行业务作为零售转型的抓手，通过近三年持续加大资源投入，目前已初步搭建起财富管理业务经营体系，取得阶段性成果。2021年6月末，宁波银行零售客户AUM突破6,095亿元，较年初增长14%，2018年-2020年CAGR约21%；私行客户AUM突破1,288亿元，较年初增长35%，2018年-2020年CAGR约35%。在中国证券投资基金业协会公布的2021年三季度公募基金销售保有规模排名中，股票+混合公募基金和非货币市场公募基金保有量均居城商行首位。

人员配置方面，2020年末理财经理团队人数达到2,800人，为下一阶段继续拓宽客户覆盖、做大业务总量、提升业务收益奠定基础。最关键的是深化全员财富管理理念，着力培养员工对于全员财富管理战略的认同感和参与感。客户经营方面，聚焦核心渠道经营、公私联动、MGM、网周社区等重点获客渠道，依托“普卡-金卡-白金-钻石”财富客户分类管理，提供差异化的专业服务。产品体系方面，紧扣市场与客户需求变化，围绕现金管理、固收、权益、保障传承、另类资产、海外投资六大类产品体系，不断深化与市场优秀管理人的合作，尤其是在权益基金、固收+、银行理财子产品上，通过遴选全市场最具竞争力的产品，为客户提供资产配置服务。子公司方面，作为财富管理板块中资产管理的承载者——永赢基金和宁银理财凭借市场化的机制、优秀投研人才，为财富管理业务提供优质产品，对母行业绩贡献明显提升。

财富管理布局加速，财富开放平台上线。2021年11月18日，宁波银行发布个人银行App 2022版，同时上线财富开放平台，通过合作机构入驻并搭建“财富号”专区，为投资者提供更丰富的产品和贯穿基金投资全周期的投资陪伴服务，成为继招行、平安、交行、浦发后第5家推出此类平台的商业银行。

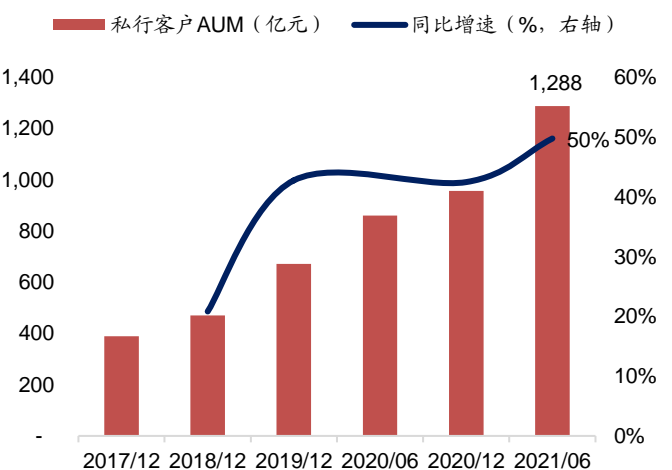
宁波银行地处高净值客户集中的长三角地区，再加上自身多年经营小微业务沉淀了大量企业主、中高管客户资源，发展财富管理业务具有得天独厚的客群资源优势。高净值客群在选择财富管理机构时往往更注重团队专业能力、日常结算业务频率、客户经理服务和品牌等因素，宁波银行打造的专业化团队和综合化金融产品体系也具备相当的竞争力，未来财富管理增长潜力强劲。

图 34: 宁波银行零售客户 AUM 及增速



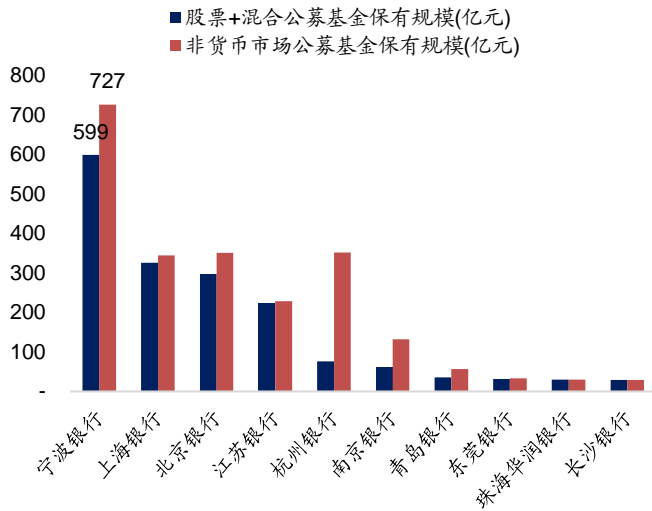
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 35: 宁波银行私行客户 AUM 及增速



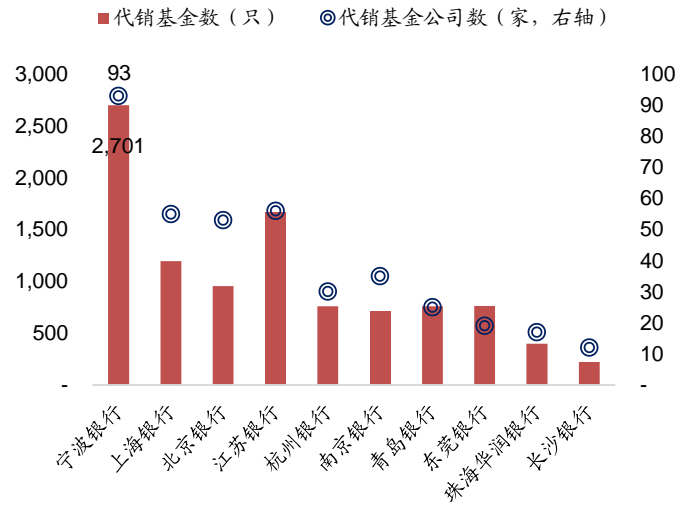
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 销售机构代销公募基金保有规模 (2021Q3)



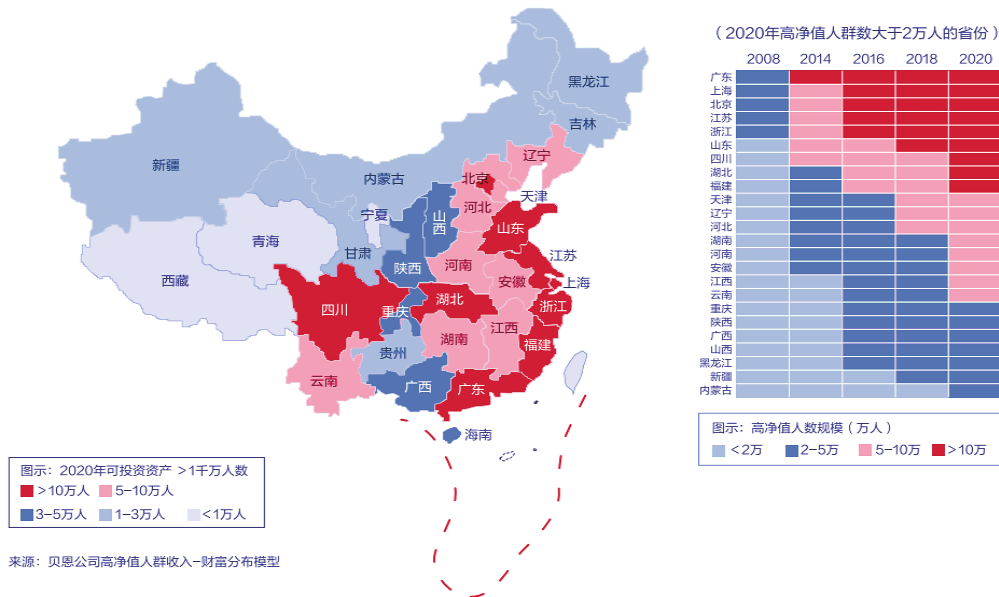
数据来源: 中国证券投资基金业协会, 广发证券发展研究中心

图 37: 销售机构代销基金产品和公司数 (2021Q3)



数据来源: 中国证券投资基金业协会, 广发证券发展研究中心

图 38: 北京、上海、广东、浙江、江苏省高净值人群数量均位于全国第一梯队



数据来源: 招商银行《2021年中国私人财富报告》, 广发证券发展研究中心

(三) 配股落地解除短期估值压制因素, 未来 3 年再融资可能性降低

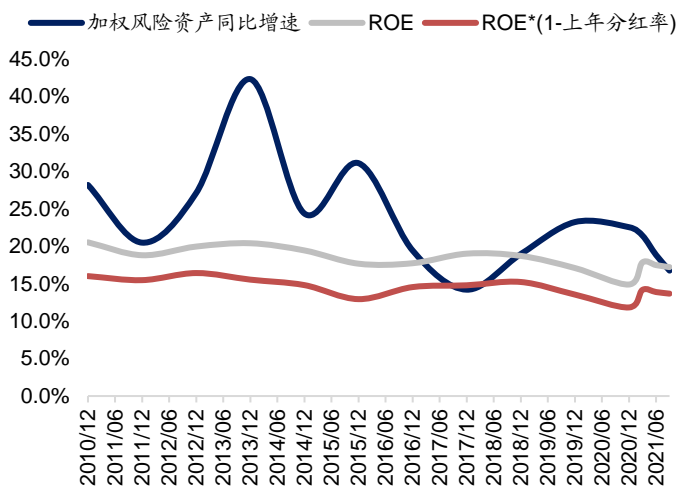
自2007年上市以来, 宁波银行基本上每隔3-4年进行一次股权再融资, 分别是2010年(定增约45亿元)、2014年(定增约30亿元)、2017年(可转债约100亿元)、2020年(定增约80亿元)、2021年(配股约119亿元)。

2017年开始, 非标监管趋严, 资产投放回归本源, 宁波银行贷款增速、风险资产权重明显上升, 再融资力度明显加大。2020年以来, 受疫情影响, 短期利润内生补充

不足，信贷投放力度加大进一步加速资本消耗，同时纳入国内系统重要性银行后，面临额外0.25PCT的核心一级资本率上浮要求，因此在2020年完成80亿元定增后，2021年又开启120亿元配股，并于近期发行成功，有效认购股数占可配售股份总数的99.13%，有效认购资金接近119亿元，基于2021年9月末数据静态测算，公司核心一级资本充足率将提升约1.0PCT，考虑一定资本消耗后，预计2021年末核心一级资本充足率达到10.52%，以保证维持相对较高的风险资产增速。

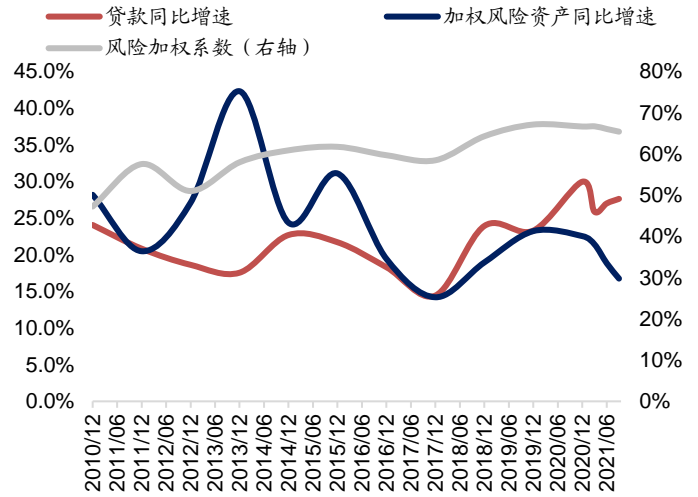
下一阶段，宁波银行将加速推进机构下沉布局和大零售业务拓展，当前配股再融资十分必要，虽然短期摊薄EPS，但对中长期盈利能力有正面支撑作用。配股预告披露以来，不愿意参与配股的资金陆续卖出，在交易层面形成扰动。如今配股落地，估值压制因素消除，资金到位后将对未来业务拓展、规模扩张、盈利增长形成有效支撑，中长期配置价值凸显。

图 39: 宁波银行风险资产扩张无法仅靠内生资本补充



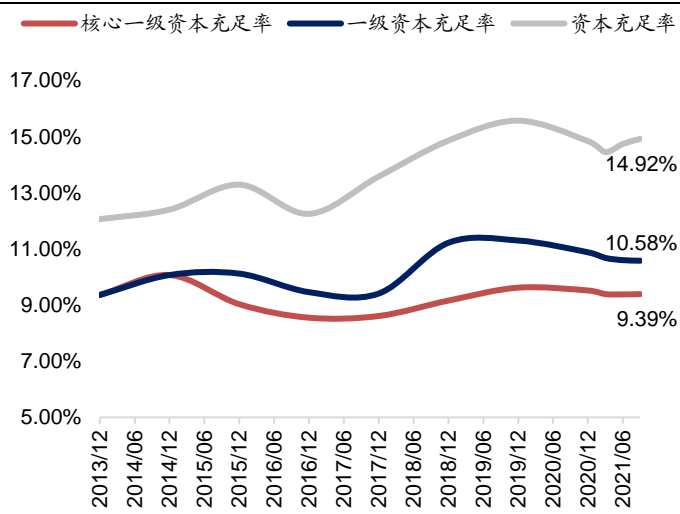
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 2017年后宁波银行信贷投放加速资本消耗



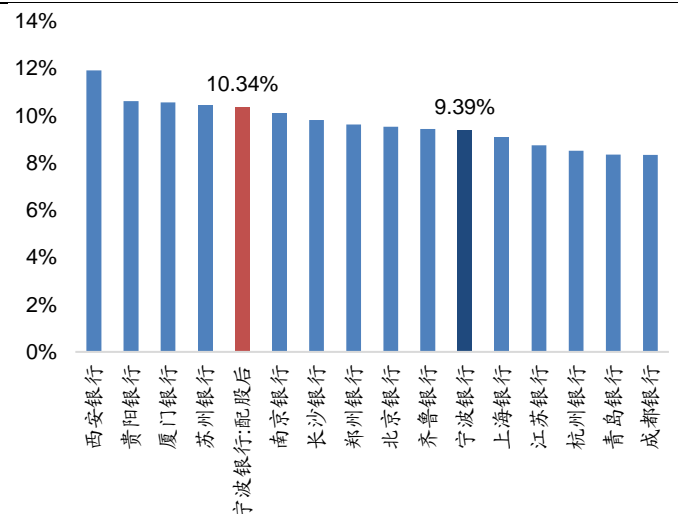
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 41: 宁波银行资本充足率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 核心一级资本充足率 (2021Q3)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

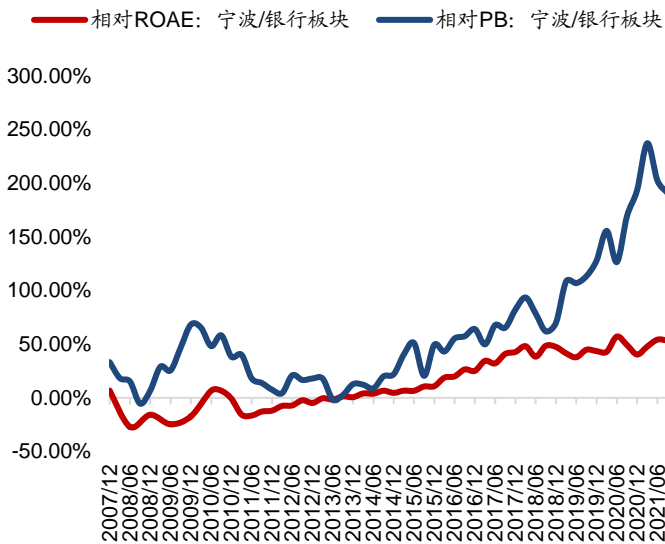
四、盈利能力穿越周期，估值溢价源于高盈利的稳定性

高估值与高盈利相匹配，市场对其长期盈利稳定性给予估值溢价。2014年以来，宁波银行相对银行板块的PB估值溢价持续抬升，近两年PB估值中枢在2X左右。2014年-2017年，宁波银行估值溢价的驱动因素是高盈利水平，其ROE领先优势不断扩大；2018年至今，板块内部估值分化加剧，宁波银行明显向上拔估值，更多是由于高盈利能力的稳定性，以及财富管理潜力强劲。在此期间（除2020年），宁波银行利润增速始终保持在20%附近，稳定高于可比同业。拨备覆盖率差距却持续拉大，目前宁波银行拨备覆盖率已经超过515%。

为了进一步对比，将不同银行的拨备覆盖率水平调至统一标准，测算各家银行在恒定拨备覆盖率水平（150%）下不同银行历年还原后的利润增速。拉平拨备覆盖率后，与披露的利润增速相比，还原后的利润增速波动明显加大，反映出经营周期性。宁波银行还原后的利润增速波动相对较小，增速始终为正，且绝大部分时间保持在20%以上，稳定优于可比同业，盈利能力穿越周期。

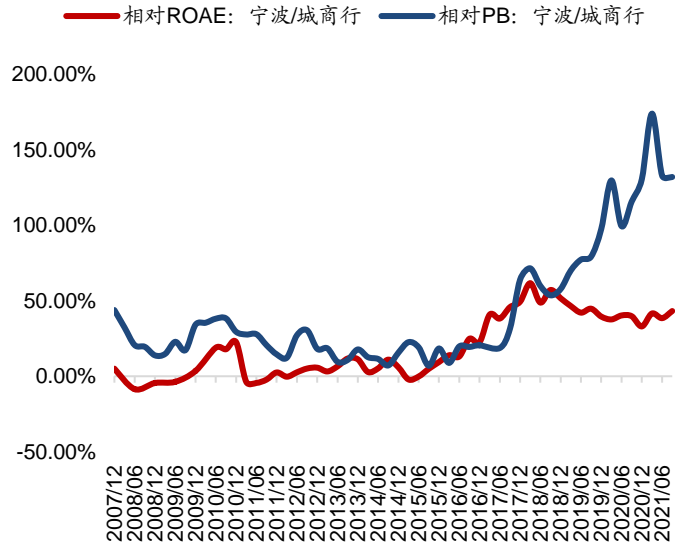
还原后与披露的利润增速差额与估值走势呈现出一定的正相关性，即当差额为正时，估值提升，反之，估值回落。随着2020年底基数效应减退，配股补充资本到位，在保持拨备覆盖率稳定提升的基础上，宁波银行披露利润增速预计回复到20%以上的常态化水平，而还原后的利润增速具备继续爬坡的动能，可能在2022年末见顶，随后回落，但增速绝对值不低，二者增速差额继续保持为正，在这期间，估值有望继续提升。

图 43：宁波银行VS银行板块：相对ROE与相对PB



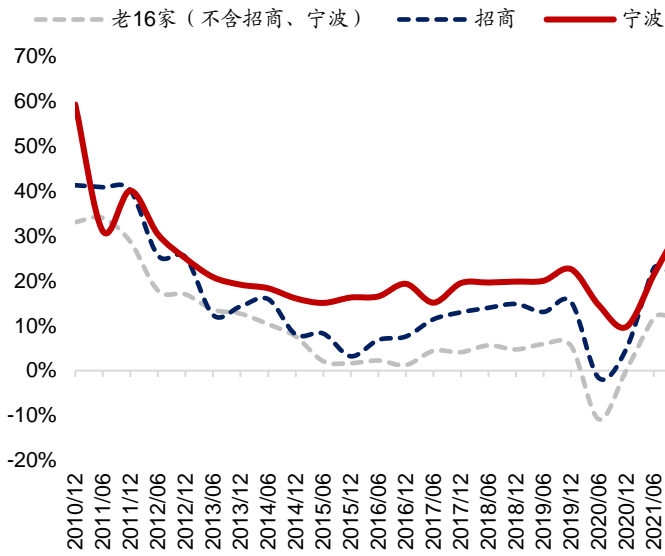
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 44：宁波银行VS城商行板块：相对ROE与相对PB



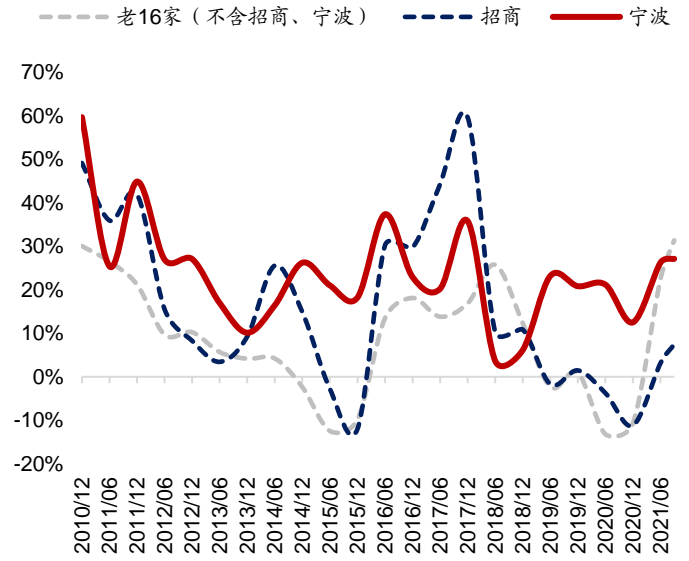
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 45: 宁波银行VS老16家: 披露净利润增速



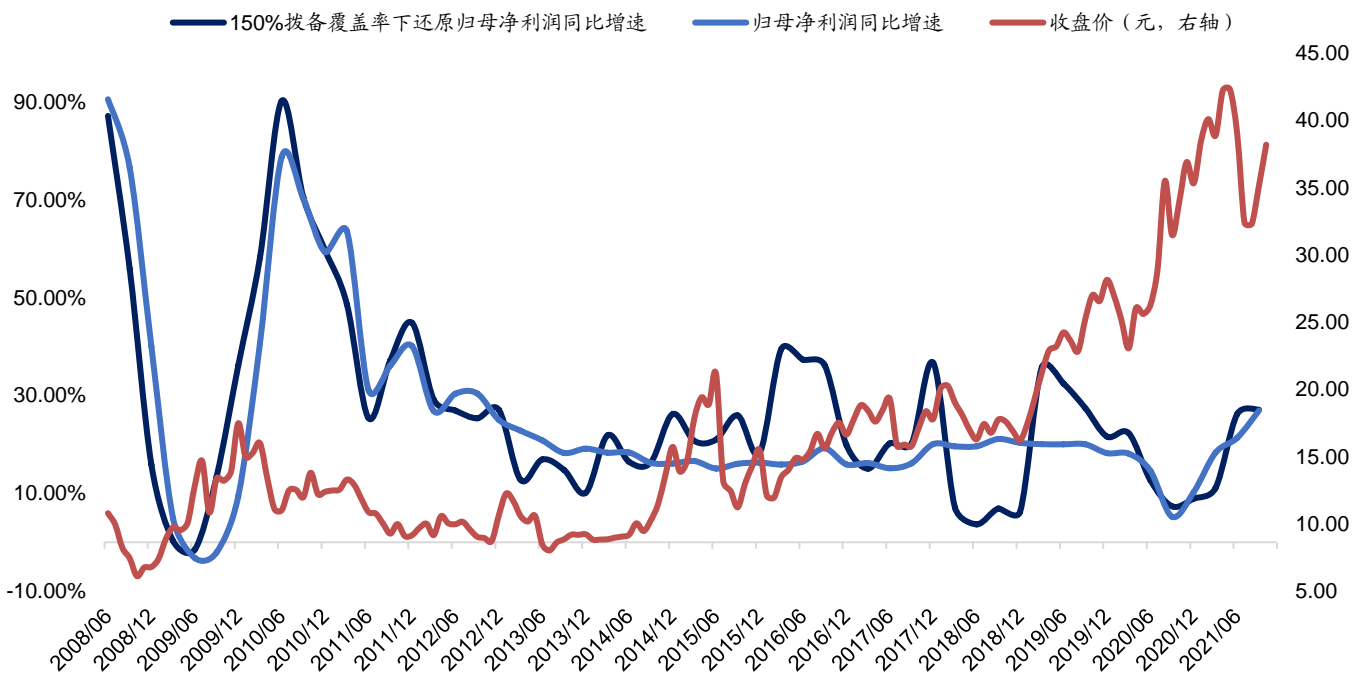
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 46: 宁波银行VS老16家: 拉平拨备后净利润增速



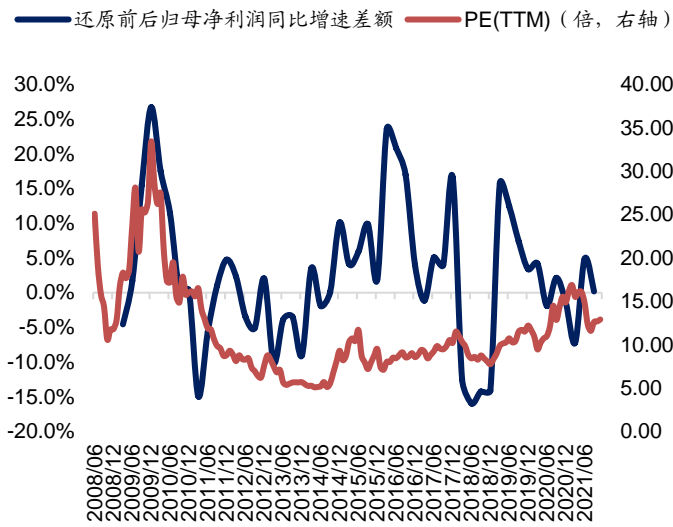
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 宁波银行还原前后的净利润增速



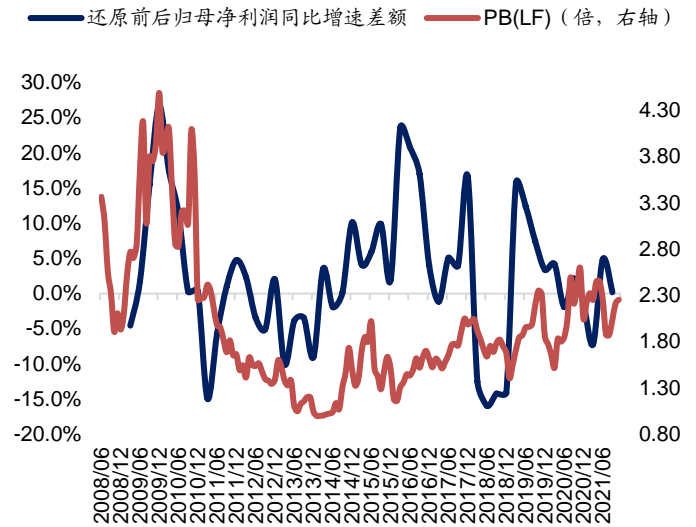
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 48: 宁波银行还原前后利润增速差额与PE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 49: 宁波银行还原前后利润增速差额与PB



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

规模方面: 随着宁波银行持续推进机构建设下沉布局, 优质区域网点增长将数量转化为增量空间, 根据上文对市占率的测算, 预计2021年、2022年贷款增速分别为25%、23%, 生息资产增速分别为21%、19%。存款端, 迭代升级的“五管二宝”继续沉淀大量低成本存款, 预计2021年、2022年存款增速分别为16%、18%, 计息负债增速分别为17%、18%。

净息差: 宁波银行净息差优势在于低成本对公存款成本率和高利率个人贷款, 机构布局持续扩张, 信贷需求持续旺盛, 高收益率优势继续保持, 预计2021年末生息资产平均收益率略上行至3.91%, 2022年继续上行至3.99%。存款端继续保持较强的议价能力, 计息负债平均成本率维持2.26%的水平, 2022年升至2.33%, 对应2021年、2022年净息差分别为1.92%、1.97%。

非息收入: 宁波银行优秀的投资能力长期存在, 金融投资底层资产配置多元, 久期调整灵活, 且交易性资产占比偏高, 更有利于放大收益波动率。2021年前三季度, 以投资收益与公允价值损益为主的净其他非息收入, 累计同比增速超过110%, 预计全年累计同比增速维持高位。中收方面, 代理类业务依然为最主要的收入来源, 托管类业务增长较快, 投行类业务也有相对不错的表现。近期财富开放平台上线, 财富管理 and 私行业务再进一步, 对财富管理相关中收的提振效果将在2022年后逐步显现, 预计2022年中收增速好于2021年, 全年增速在2021年增速6%的基础上进一步提升至15%。

信用成本: 随着2021年末不良新生成率降至2019年末的水平, 拨备计提压力大幅减轻, 信用成本逐渐回归常态化, 预计2021年、2022年信用成本分别为1.51%、1.55%, 拨备覆盖率分别为517%、520%。

表 6: 宁波银行关键指标假设

关键指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款增速	23.3%	30.0%	25.0%	23.0%	23.0%
存款增速	20.5%	19.8%	15.5%	18.0%	18.0%
生息资产增速	19.5%	22.1%	20.9%	18.7%	18.8%
计息负债增速	18.9%	21.9%	17.2%	17.7%	17.8%
贷款收益率	6.04%	6.12%	5.90%	5.95%	5.95%
生息资产收益率	4.04%	3.97%	3.91%	3.99%	4.05%
存款付息率	2.03%	2.07%	1.90%	1.92%	1.92%
计息负债付息率	2.40%	2.25%	2.26%	2.33%	2.39%
净息差(NIM)	1.88%	1.95%	1.92%	1.97%	2.00%
净手续费收入增速	-11.81%	24.11%	6.00%	15.00%	15.00%
拨备支出/平均贷款	1.56%	1.42%	1.51%	1.55%	1.55%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

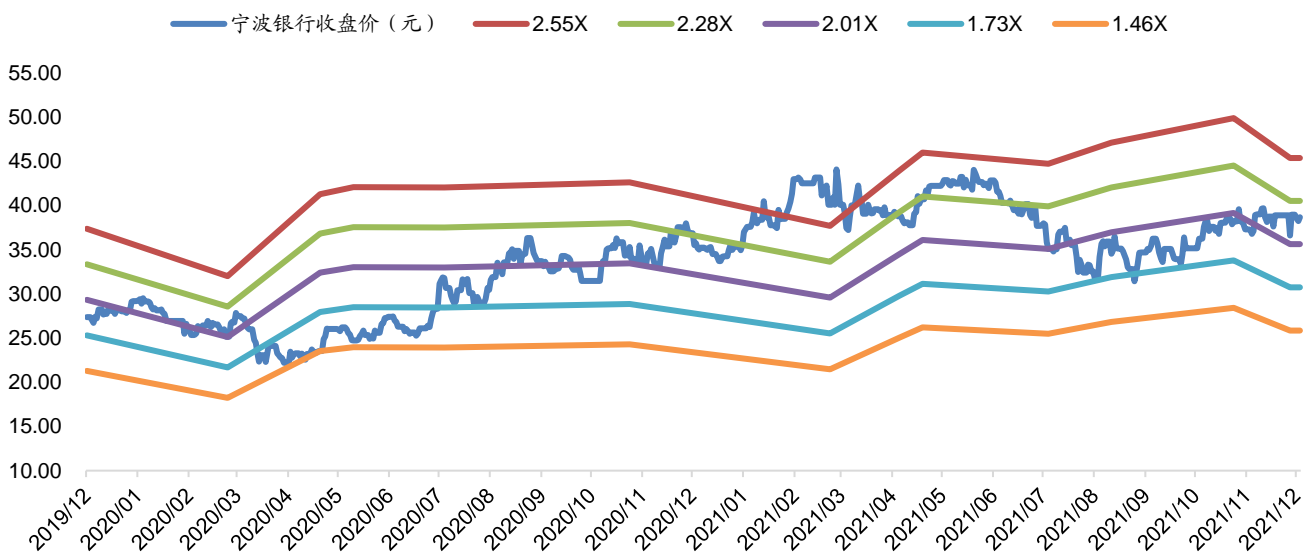
表 7: 宁波银行可比同业估值 (截至2021年12月8日)

代码	银行名称	最新总资产 (百万元)	货币	股价 (元)	PB (倍)			归母净利润 (百万元)		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600036.SH	招商银行	8,917,440	CNY	52.04	2.05	1.79	1.57	97,342	116,861	134,941
600919.SH	江苏银行	2,582,611	CNY	6.03	0.66	0.58	0.52	15,066	18,737	22,678
601009.SH	南京银行	1,709,317	CNY	9.26	0.96	0.84	0.74	13,101	15,502	18,382
600926.SH	杭州银行	1,330,031	CNY	14.10	1.31	1.16	1.04	7,136	8,677	10,444

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 归母净利润和 PB 估值预测均来自 Wind 一致预测。

图 50: 宁波银行PB Band



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

宁波银行深耕优质经营区域，客户基础扎实，坚持聚焦于大零售和轻资本业务拓展，营收有望保持较快增长，考虑到扎实的风控和较高的拨备水平，业绩增速和ROE有望继续保持优于同业的高水平。站在当前时点，看好宁波银行中长期业绩增长和估值提升，建议关注。预计21/22年归母净利润增速分别为26.0%/22.2%，EPS分别为2.76/3.40元/股，BVPS分别为19.40/22.33元/股，当前A股股价对应21/22年PE分别为14.0X/11.4X，PB分别为2.0X/1.7X，综合考虑近两年PB估值中枢和基本面情况，给予21年PB估值2.5X，合理价值48.50元/股，维持“买入”评级。

六、风险提示

宏观经济下行，小微客户风险暴露超预期，资产质量大幅恶化。债市利率波动超预期，投资收益与公允价值损益拖累营收。区域存款竞争加剧，存款成本上升超预期。

附表：宁波银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	16.0	15.9	14.0	11.4	9.3	净利息收入	22,238	27,859	33,344	40,965	49,312
P/B	2.55	2.24	1.99	1.73	1.49	利息收入	47,828	56,789	67,969	82,936	99,917
P/PPOP	12.05	10.77	9.60	9.25	7.89	利息支出	25,590	28,930	34,625	41,971	50,605
每股指标						净手续费收入	5,110	6,342	6,723	7,731	8,891
EPS	2.41	2.43	2.76	3.40	4.16	净其他非息收入	7,734	6,910	13,129	17,068	22,188
BVPS	15.19	17.26	19.40	22.33	25.90	营业收入	35,082	41,111	53,196	65,764	80,390
PPOPPS	4.03	4.18	4.90	6.08	7.44	营业支出	19,756	24,608	32,448	40,397	49,494
DPS	0.50	0.50	0.59	0.73	0.88	税金及附加	257	332	445	550	672
股息支付率	20.75%	20.58%	20.58%	20.58%	20.58%	业务及管理费	12,038	15,609	20,321	24,990	30,548
股息收益率	1.29%	1.29%	1.53%	1.88%	2.28%	营业利润	15,326	16,503	20,747	25,366	30,896
驱动性因素						营业外净收入	-108	-48	-62	-66	-66
贷款增长	23.3%	30.0%	25.0%	23.0%	23.0%	拨备前利润	22,679	25,122	32,367	40,157	49,105
存款增长	20.5%	19.8%	15.5%	18.0%	18.0%	资产减值损失	7,461	8,667	11,683	14,857	18,274
生息资产增长	19.5%	22.1%	20.9%	18.7%	18.8%	利润总额	15,218	16,455	20,685	25,301	30,831
计息负债增长	18.9%	21.9%	17.2%	17.7%	17.8%	所得税	1,427	1,319	1,655	2,024	2,466
平均贷款收益率	6.04%	6.12%	5.90%	5.95%	5.95%	净利润	13,792	15,136	19,030	23,277	28,364
平均生息资产收益率	4.04%	3.97%	3.91%	3.99%	4.05%	归母净利润	13,715	15,050	18,961	23,173	28,209
平均存款付息率	2.03%	2.07%	1.90%	1.92%	1.92%	资产负债表					
平均计息负债付息率	2.40%	2.25%	2.26%	2.33%	2.39%	贷款总额	529,102	687,715	859,644	1,057,362	1,300,555
净息差(NIM)-测算值	1.88%	1.95%	1.92%	1.97%	2.00%	贷款减值准备	21,702	27,585	36,049	47,250	61,583
净利差(Spread)-测算值	1.64%	1.72%	1.65%	1.66%	1.66%	贷款净额	510,039	663,447	823,595	1,010,112	1,238,972
净手续费收入增速	-11.81%	24.11%	6.00%	15.00%	15.00%	投资类资产	629,531	758,852	895,445	1,029,762	1,184,226
净非息收入/营收	36.6%	32.2%	37.3%	37.7%	38.7%	存放央行	93,556	102,498	118,385	139,695	164,840
成本收入比	34.3%	38.0%	38.2%	38.0%	38.0%	同业资产	36,264	23,966	27,561	29,766	32,147
拨备支出/平均贷款	1.56%	1.42%	1.51%	1.55%	1.55%	其他资产	48,327	77,986	86,004	100,945	118,702
实际所得税率	9.4%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	生息资产	1,288,453	1,573,031	1,901,035	2,256,584	2,681,768
业绩年增长率						资产合计	1,317,717	1,626,749	1,911,200	2,243,219	2,637,828
净利息收入	16.3%	25.3%	19.7%	22.9%	20.4%	存款	779,224	933,164	1,077,804	1,271,809	1,500,735
净手续费收入	-11.8%	24.1%	6.0%	15.0%	15.0%	向央行借款	30,491	83,623	83,623	83,623	83,623
营业收入	21.3%	17.2%	29.4%	23.6%	22.2%	同业负债	134,354	206,431	247,717	297,261	356,713
营业支出	13.7%	24.6%	31.9%	24.5%	22.5%	发行债券	212,886	187,443	243,676	292,411	350,893
拨备前利润	21.2%	10.8%	28.8%	24.1%	22.3%	计息负债	1,156,954	1,410,661	1,652,821	1,945,104	2,291,964
利润总额	32.4%	8.1%	25.7%	22.3%	21.9%	负债合计	1,216,981	1,507,756	1,767,722	2,080,325	2,451,298
净利润	22.9%	9.7%	25.7%	22.3%	21.9%	股东权益合计	100,736	118,993	143,477	162,894	186,529
归母净利润	22.6%	9.7%	26.0%	22.2%	21.7%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	4,141	5,456	6,707	8,210	10,084
ROAA	1.13%	1.02%	1.08%	1.12%	1.16%	不良贷款率	0.78%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%
ROAE	17.10%	14.90%	15.71%	16.27%	17.24%	不良净生成率	0.63%	0.79%	0.65%	0.60%	0.55%
RORWA	1.72%	1.54%	1.59%	1.63%	1.65%	拨备覆盖率	524%	506%	517%	520%	524%
资本状况						拨贷比	4.10%	4.01%	4.04%	4.04%	4.06%
资本充足率	15.57%	14.84%	17.05%	16.45%	15.99%	流动性					
一级资本充足率	11.30%	10.88%	11.66%	10.96%	10.39%	存贷比	67.90%	73.70%	79.76%	83.14%	86.66%
核心一级资本充足率	9.62%	9.52%	10.52%	10.01%	9.61%	贷款/总资产	40.15%	42.28%	44.98%	47.14%	49.30%
加权风险资产	885,202	1,084,870	1,301,844	1,562,213	1,874,655	投资类资产/总资产	47.77%	46.65%	46.85%	45.91%	44.89%
风险加权系数	67.18%	66.69%	68.12%	69.64%	71.07%	同业资产/总资产	2.75%	1.47%	1.44%	1.33%	1.22%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：资深分析师，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 伍 嘉 慧：高级研究员，上海交通大学金融硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。