

投资评级：强烈推荐（首次）
报告日期：2019年07月14日
市场数据

目前股价	22.84
总市值(亿元)	1,226.84
流通市值(亿元)	1,094.89
总股本(万股)	537,147
流通股本(万股)	479,374
12个月最高/最低	24.57/14.94

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

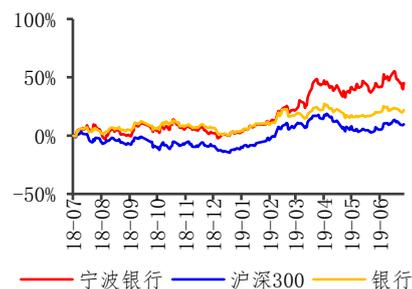
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：栾天悦

S1070118080037

☎ 0755-83667984

✉ luantianyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

高成长之谜

——宁波银行（002142）公司深度报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34,324	38,230	44,422
(+/-%)	18.9%	11.4	16.2
净利润(百万元)	13,376	15,897	19,154
(+/-%)	19.6	18.8	20.5
摊薄 EPS(元)	2.57	3.05	3.68
PE	8.9	7.5	6.2

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 高成长和高盈利之谜：**（1）20%左右的增长能持续吗？我们测算公司的内生增长在 14-15%之间，通过资本补充带来的外生增速能够贡献 4%左右的增长，未来仍可保持接近 20%的增长水平；（2）ROE 缘何逆势提升？我们的结论是，通过对金融市场业务机会的敏锐把握，使得宁波银行在本来就高的 ROE 基础上，得以继续提升。
- 宁波银行成功要素：**（1）好出身：地处江南富庶之地，覆盖我国经济最活跃、融资需求最旺盛的地区；（2）好定位：坚持“大银行做不好，小银行做不了”的策略，走宁波特色道路；（3）好机制：股权结构堪称混合所有制典范，高管、基层员工激励到位。
- 各项业务全面发展：**（1）存贷业务：对公以小企业、零售以消费信贷为特色，获取高利差，同时加快资产出表，提高周转；（2）金融市场业务：市场感觉灵敏，能够灵活把握机会，适度加杠杆赚取超额收益；（3）中间业务：依靠代理和银行卡业务，在城商行中有较大的手续费体量。
- 资产质量优异原因：**（1）外部因素：区域经济率先企稳，2016 年后浙江不良率领先全国开始改善，公司不良生成率开始显著低于其他上市银行；（2）自身因素：好的客群定位和业务做法，小企业、白领通不良率都好于行业水平。
- 投资建议：**宁波银行是 A 股上市银行中不可多得的增长股，我们测算公司有足够的财务余地支撑未来 20%的复合增长，预计 2019-2021 年净利润增速分别为 19.6%、18.8%、20.5%。公司目前估值对应 1.6x19PB，首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- 风险提示：**经济下行超预期、中美贸易摩擦反复。

目录

1. 高成长和高盈利之谜	4
1.1 高成长之谜	4
1.1.1 为何能保持接近 20%的净利润增速?	4
1.1.2 未来还能实现 20%的复合增长吗?	5
1.2 高盈利之谜	6
2. 得天独厚的优势	6
2.1 扎根江浙等经济发达地区	6
2.1 坚持差异化的经营策略	8
2.2 市场化的体制和激励	8
3. 各项业务极具竞争力	10
3.1 存贷业务: 维持高利差, 提高周转率	10
3.1.1 对公: 始终坚持小企业定位	11
3.1.2 零售: 率先挖掘消费信贷潜力	12
3.1.1 资产证券化: 资本约束下提高信贷周转率	14
3.2 金融市场业务: 灵活配置, 把握市场机遇	14
3.3 中间业务: 体量大, 代理和银行卡贡献最多	16
4. 资产质量维持行业最优	17
4.1 不良率持续改善, 拨备充足	17
4.2 资产质量良好表现的背后原因	19
4.2.1 外部因素: 区域经济率先企稳	19
4.2.1 自身因素: 业务定位准确, 风控体系完备	20
5. 投资建议和风险提示	21
5.1 附: 盈利预测表	22

图表目录

图 1: 宁波银行和不同类型银行净利润增速对比 (%)	4
图 2: 宁波银行资本补充时间表	5
图 3: 2018 年末宁波银行的贷款区域分布	7
图 4: 2018 年全国各省和直辖市 GDP 和社融情况	7
图 5: 浙江省社融规模在全国份额不断上升	8
图 6: 宁波银行前十大股东持股比例	9
图 7: 城商行董监高持股情况	9
图 8: 宁波银行存贷利差远高于行业均值	10
图 9: 宁波银行存贷利差在上市银行中排名第五	10
图 10: 浙江省规模以上工业小企业户数全国排名第三	11
图 11: 2019 年一季度宁波市规模以上小型企业工业销售产值同比增长 13.4%	11
图 12: 2018 年宁波银行公司贷款收益率较高	12
图 13: 2018 年末宁波银行个人消费类贷款占零售贷款的 84%	12
图 14: 2018 年宁波银行零售贷款收益率重回 7% 以上 (%)	13
图 15: 2018 年宁波银行零售贷款收益率位列上市银行第三	13
图 16: “白领通”客户分层	13
图 17: 2018 年银行间市场 CLO 发行情况	14
图 18: 出表信贷资产	14
图 19: 2010 年至今, 宁波银行对市场判断十分准确, 并把握住机会	15
图 20: 买入返售金融资产结构	15
图 21: 非标资产占生息资产比例	15
图 22: 货币基金投资规模 (亿)	16
图 23: 货币基金 7 日年化收益率 (%)	16
图 24: 宁波银行手续费收入占营业收入比例	16
图 25: 宁波银行手续费占比在城商行中最高	16
图 26: 宁波银行手续费收入结构	17
图 27: 宁波银行不良贷款率	17
图 28: 2019 年一季度上市银行不良贷款率 (%)	18
图 29: 2019 年一季度上市银行拨备覆盖率 (%)	18
图 30: 2018 年上市银行不良净生成率	18
图 31: 浙江省 2018 年不良率降低 0.49 个百分点至 1.15%	19
图 32: 浙江省不良改善状况领先全国平均水平	19
图 33: 宁波银行不良净生成率与行业对比	20
图 34: 宁波银行信用风险管理体系	21
表 1: 宁波银行利润增长驱动因素	5
表 2: 宁波银行 ROE 拆解	6

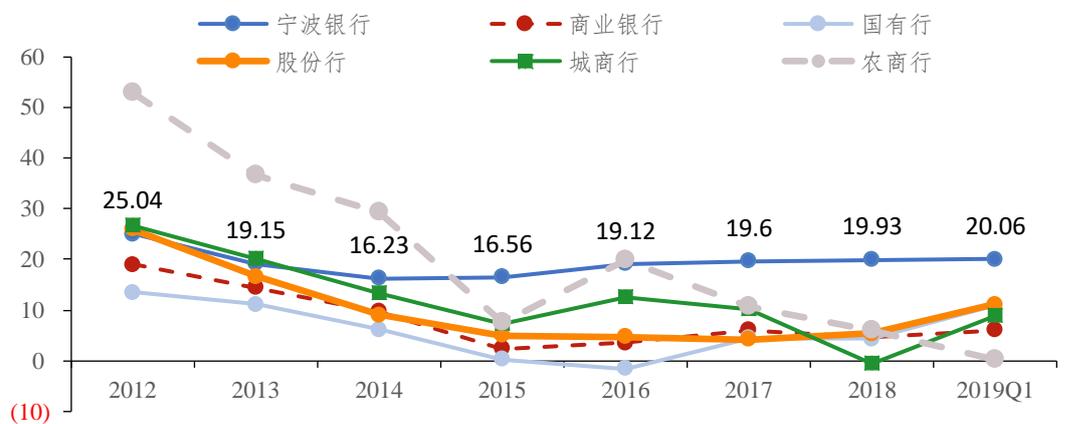
1. 高成长和高盈利之谜

1.1 高成长之谜

1.1.1 为何能保持接近 20% 的净利润增速？

宁波银行过去三年为何仍能保持接近 20% 的增长？受央行降息、利率市场化推进及不良攀升影响，2015 年后银行业整体的利润中枢显著回落，15 年行业利润增速仅 2.43%，17、18 年略回升至 5% 左右。城农商行的利润增速虽然高于行业平均水平，但也从 14 年之前的 20% 以上，回落至 15 年后的不到 10%。反观宁波银行，净利润增速远远高于行业整体盈利水平，且在 2016-1Q19 期间一直维持在 20% 左右。

图 1：宁波银行和不同类型银行净利润增速对比（%）



资料来源：银保监会，长城证券研究所

(1) 特点一：宁波银行的高增长主要是由于收入的高增长，由于部分年度因为配置免税资产的关系，导致收入简单同比失真，但还原税收影响后收入均保持高增长。我们对宁波银行 2016-2018 年业绩增长进行拆分，这三年利润增长的驱动因素不尽相同，例如 2016 年由规模增长（+22.3%）和非息收入（+8.8%）带动，2017 年由非息收入（+13.7%）和免税效应（+14.3%）带动，2018 年由息差回升（+6.9%）和免税效应（+6.9%）带动，但如果把免税效应的拉动看作是还原税前收入增长的一部分，则可比口径收入增速都在 20% 左右。

(2) 特点二：宁波银行的高增长从来都不是通过拨备反哺来实现，过去三年宁波银行的拨备对利润始终是负贡献，拨备的增速始终高于利润的增速。宁波银行在利润表得到快速增长的同时，并没有牺牲其资产负债表的扎实程度，拨备覆盖率从 2015 年的 308% 提高至 2018 年的 522%（目前上市银行的最高水平），非标资产的拨贷比也从 2015 年的 0.27%，增长至 2.61%，大幅度提升了抵御风险的能力。

表 1: 宁波银行利润增长驱动因素

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
净利润增长	25.0%	19.2%	16.2%	16.6%	19.1%	19.6%	19.9%
规模增长	42.6%	24.9%	20.1%	29.1%	22.3%	13.8%	9.7%
净息差	-7.7%	-2.7%	-1.5%	-12.2%	-9.8%	-20.5%	6.9%
非息收入	-7.0%	0.6%	1.5%	10.3%	8.8%	13.7%	-2.5%
成本	4.3%	-0.8%	6.4%	-3.4%	5.7%	1.7%	0.8%
拨备	-5.8%	-3.3%	-10.7%	-9.4%	-6.5%	-3.4%	-1.8%
税收	-1.3%	0.5%	0.4%	2.2%	-1.3%	14.3%	6.8%

资料来源: 长城证券研究所

1.1.2 未来还能实现 20%的复合增长吗?

我们可以将宁波银行的业绩增长分拆为内生和外生两种动力，内生即依靠每年净资产的自我增厚实现的自然增长，外生即依靠外部资本补充实现的拔高增长。我们测算结果认为，在中国经济不存在重大危机的环境下，宁波银行在可预见的将来仍能保持 20%左右的业绩成长性。

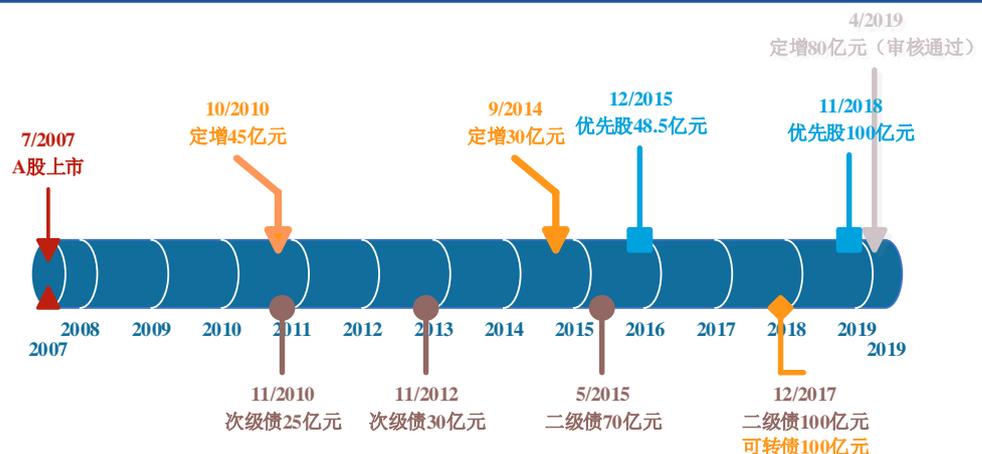
(1) 内生增长: 经营环境不发生重大变化、ROE 保持大体稳定情况下，能产生 14-15% 的业绩增长。最近三年，宁波银行 ROE 分别为 17.7%、19.0%、18.7%，取均值 18%，则宁波银行

$$\text{内生利润增速} = \text{ROE} * (1 - \text{分红率}) = 18\% * (1 - 20\%) = 14.4\%$$

(2) 外生增长: 假设每三年通过外部补充 1% 的核心一级资本，能贡献 4% 左右的年度业绩增长。宁波银行 2007 年上市以来，基本每隔 3-4 年进行一次股权融资，与核心一级资本补充相关的募资共有 3 次，分别是 2010 年(定增 45 亿元)、2014 年(定增 30 亿元)、2017 年(发行可转债 100 亿元)，2019 年 6 月新一轮 80 亿元定增计划已获监管核准。我们假定公司每三年内补充额度为 1 个百分点的资本，期间核心一级资本充足率目标为 9%，则每年的超额利润增长近似于

$$\text{额外规模扩张增速} = \frac{1\%/9\%}{3} = 3.70\%$$

图 2: 宁波银行资本补充时间表



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

1.2 高盈利之谜

2015年后, 银行业的 ROE 趋势性下滑, 但宁波银行 ROE 为何反而能够提升? 我们的结论是, 通过对金融市场业务机会的敏锐把握, 使得宁波银行在本来就高的 ROE 基础上, 得以继续提高。比如, 2017 年宁波银行大幅配置货币基金, 当时货币基金收益率很高达到 5%, 除以 0.75 税前收益率达到 6.67%, 远高于其他债券收益率, 通过这种加杠杆使得宁波银行的 ROE 得以提高。

根据 $ROE=ROA \times \text{杠杆倍数}$ 对宁波银行的 ROE 构成进行分解, 宁波银行 2016-2017 年 ROE 提升的原因在于:

(1) **杠杆提升:** 4Q15 发行了 48 亿优先股, 提升了一级资本充足率 1.2 个百分点, 这相当于放大了普通股的权益倍数。且这两年杠杆提升并非依靠非标加杠杆, 增加的主要是标准化投资。16 年靠的是企业债投资增加 (可供出售金融资产项下), 17 年靠的是货币基金投资增加 (公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产项下)。

(2) **其他非息收入的提升:** 主要是投资收益, 公允价值变动损益和汇兑损益基本对冲。其他非息收入占比从 15 年的 -0.6% 提升至 17 年的 11.8%, 主要是货币基金的收益计入投资收益。

(3) **所得税的优惠:** 货币基金免税, 有效所得税率从 16 年的 19.0% 下降至 17 年的 7.9%。

需要指出的是, 虽然宁波银行 16 年后看似利息净收入/平均资产下降很多, 但这只是个会计核算的问题。持有货币基金的收入不计入利息收入而反映在投资收益当中, 同时货币基金免税, 使原本核算在息差的收益反映在了其他科目中。

表 2: 宁波银行 ROE 拆解

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
利息净收入/平均资产	2.91%	2.68%	2.61%	2.46%	2.19%	1.71%	1.78%
利息收入/平均资产	5.63%	5.59%	5.51%	5.01%	4.28%	3.81%	3.99%
利息支出/平均资产	-2.72%	-2.91%	-2.90%	-2.55%	-2.08%	-2.10%	-2.21%
非息收入/平均资产	0.37%	0.35%	0.38%	0.61%	0.76%	0.93%	0.91%
手续费收入/平均资产	0.31%	0.38%	0.49%	0.63%	0.69%	0.62%	0.54%
其他非息收入/平均资产	0.06%	-0.03%	-0.10%	-0.02%	0.07%	0.31%	0.37%
营业费用/平均资产	-1.33%	-1.24%	-1.13%	-1.21%	-1.08%	-0.94%	-0.95%
资产减值损失/平均资产	-0.34%	-0.35%	-0.49%	-0.60%	-0.66%	-0.64%	-0.67%
所得税/平均资产	-0.32%	-0.29%	-0.27%	-0.23%	-0.23%	-0.08%	-0.03%
ROAA	1.28%	1.15%	1.10%	1.03%	0.98%	0.97%	1.04%
平均杠杆倍数	15.53	17.67	17.15	17.11	18.70	20.01	18.68
ROAE	19.93%	20.36%	18.89%	17.62%	18.24%	19.48%	19.45%

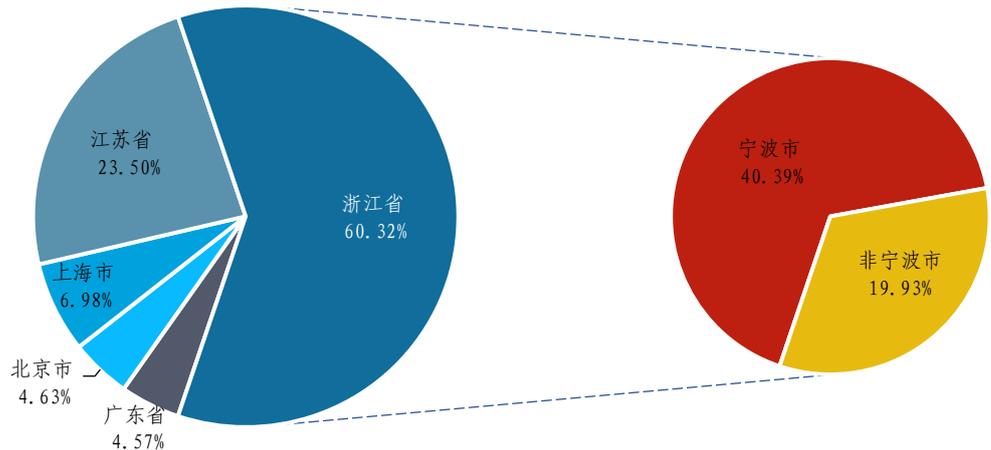
资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

2. 得天独厚的优势

2.1 扎根江浙等经济发达地区

宁波银行区域优势明显，以长三角为主体，珠三角、环渤海湾为两翼，覆盖了我国经济最活跃的区域。对于区域性的城商行而言，其所在的地域位置决定了发展的潜力上限。(1) 宁波是公司的大本营，公司 40% 的贷款集中在宁波地区，此外 20% 分部在浙江其他区域。宁波与杭州并列为浙江的副省级城市，也是全国五个计划单列市之一。作为传统制造业和港口贸易起家的宁波，也是浙江省的经济中心；(2) 宁波银行作为最早一批上市的城商行，赶在 2011 年叫停城商行异地分行开设之前就完成了区域卡位。公司在江苏、上海、北京、广东均设有分行，贷款占比分别为 23.5%、7.0%、4.6% 和 4.6%。

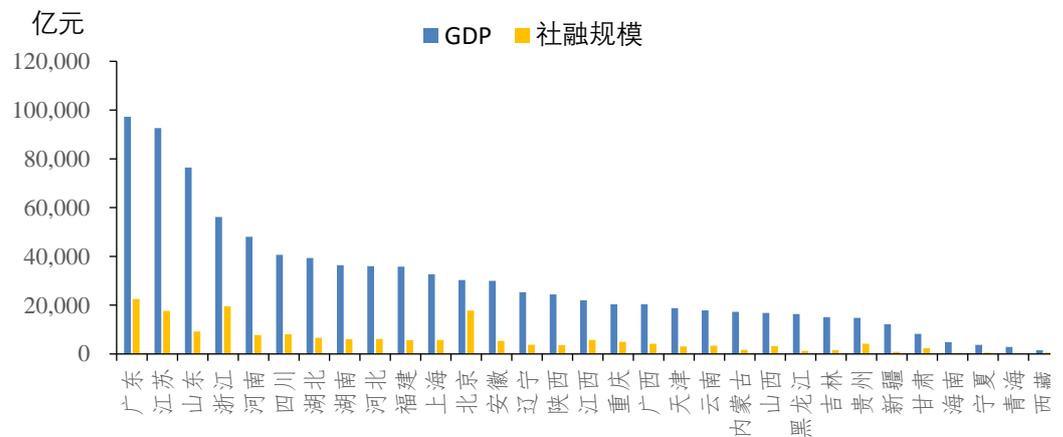
图 3: 2018 年末宁波银行的贷款区域分布



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

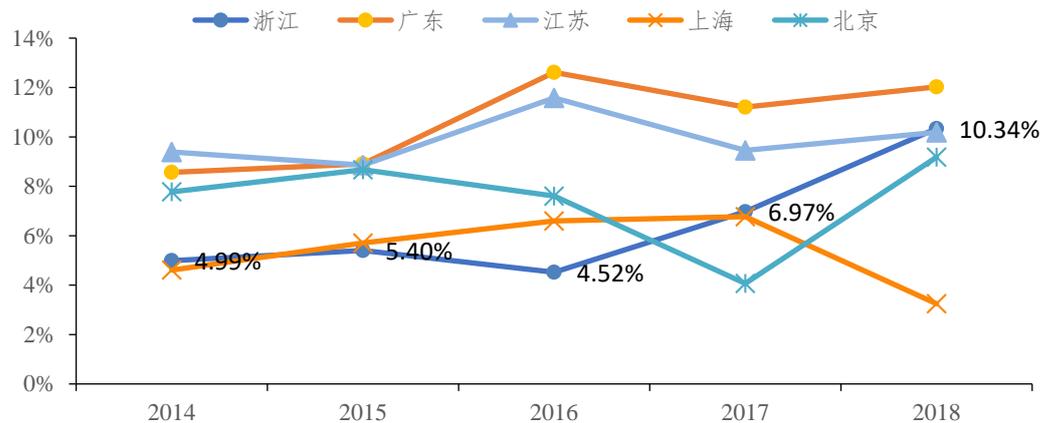
宁波银行业务所在的区域，无论是 GDP 总量还是社融规模均是国内排名靠前的省份。一般而言，一个地区的 GDP 越高，当地的融资需求也越大，好的区域土壤是当地银行信贷需求保持旺盛不可或缺的一个重要因素。从宁波银行业务最大的两个区域浙江和江苏来看，GDP 排名全国第四、第二，社融规模排名第二、第四；其余的上海、北京、广东，社融规模也都在全国前十之内。此外，作为宁波银行业务最集中的浙江，其社融规模占全国的份额近两年持续上升。

图 4: 2018 年全国各省和直辖市 GDP 和社融情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 5: 浙江省社融规模在全国份额不断上升



资料来源: WIND, 长城证券研究所

2.1 坚持差异化的经营策略

宁波银行始终坚持“大银行做不好，小银行做不了”的经营策略，建立自身业务的“护城河”。随着直接融资比例的提高，金融脱媒导致大企业越来越多地通过发债的形式来融资，银行对大企业的议价能力趋弱，若要维持过去的 ROE，必须在银行议价能力较强的小企业和零售业务上找到适合自己的路。宁波银行对公以小企业、零售以消费信贷为特色，走出了一条差异化的经营道路。

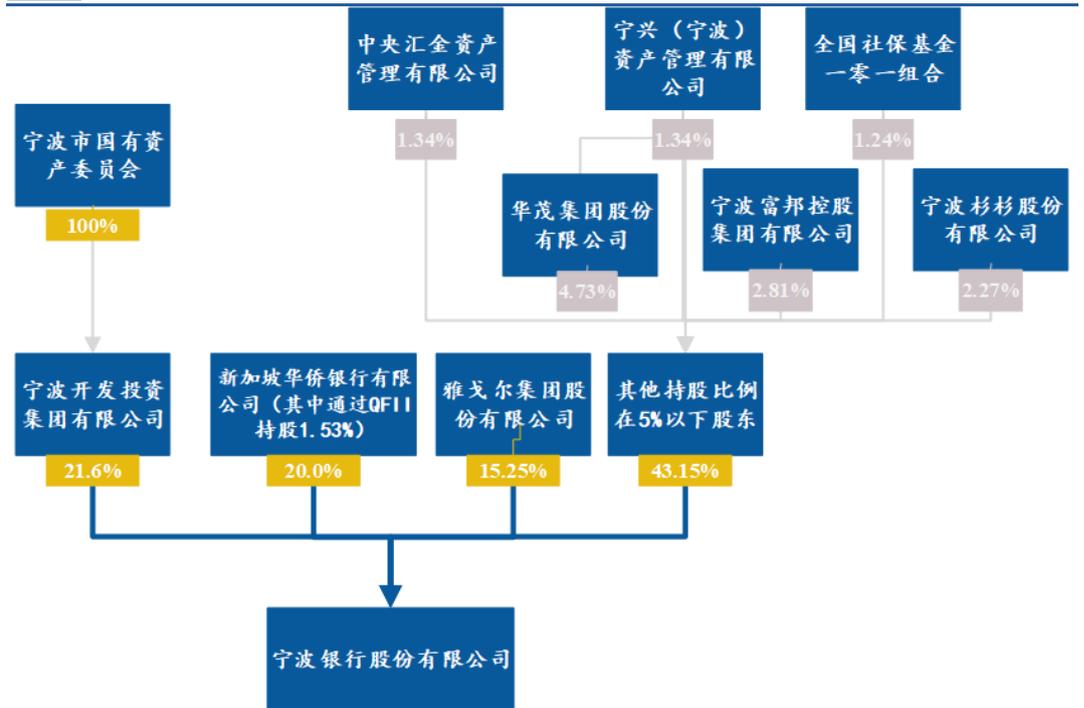
(1) 大银行做不好: 大银行在做小企业业务时，主要面临的还是体制和激励的问题。以前大客户做惯了，突然要下沉，授信体系难以短时间快速转变。大行原有的审批流程一般都比较长，而小企业对融资的需求往往是“短频急”的，客户需求难以及时满足。其次，搜集小微企业的信息往往需要信贷人员深入社区，不仅花费大量的精力且承担比做大企业客户更高的风险。在激励制度不完善的情况下，大行的基层人员很难有较高的积极性。城商行通常在当地具有“地缘人缘”优势。宁波银行针对中小企业服务很早就制定了一系列的管理体系和市场营销机制，促使客户经理有动力且敢于开展业务，坚持差异化发展，深化其核心竞争力。

(2) 小银行做不了: 相对小银行而言，宁波银行不仅是城商行中上市最早的一批，且与境外代理行的合作也十分密切，能够为企业提供全方位的融资服务，尤其是各类外汇业务。宁波银行总行和分化主要分布在长三角、珠三角和环渤海地区，对外贸易总量十分大，从而带动企业跨境贸易人民币结算的需求不断提升。而规模太小的银行缺少境外合作行的支持，也不具备开展类似外汇担保、同业外汇拆借等业务。此外，宁波银行还积极布局金融牌照，成立了永赢基金、永赢租赁，向集团化发展，可以开展业务的范围将进一步扩大。

2.2 市场化的体制和激励

股权结构: 国资、外资、民营互相制衡，混合所有制的典型样本。 宁波银行前三大股东中，既有国资背景，又有外资和民企的身影。宁波市国资委是第一大股东，持股比例 21.6%；新加坡华侨银行是公司上市前引进的境外战投，目前直接和间接（通过 QFII）持股合计 20%；雅戈尔作为境内最大的战略投资者，占股 15.2%。宁波银行多样化的股东背景，使得其具备更为市场化的经营体制以及规范化的公司治理。

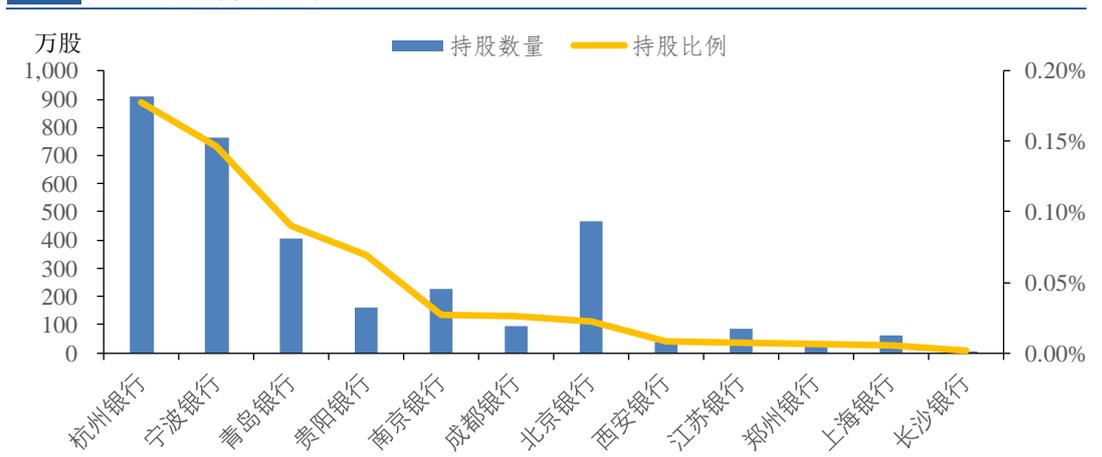
图 6: 宁波银行前十大股东持股比例



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

银行高管: 高管持股比例居前, 经营眼光长期化、把银行长远利益放在第一位。在上市前, 宁波银行已经完成了员工持股激励计划, 高管持股比例一直维持在高位。在 A 股上市的城商行中, 宁波银行董监共持有 765 万股, 占总股本比例为 0.15%, 股权市值超过 1.2 亿元, 金额在上市银行中排第一。高管持股有利于银行坚持和实施长期战略, 把银行管理团队和银行的长期价值绑定在一起。

图 7: 城商行董监高持股情况



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

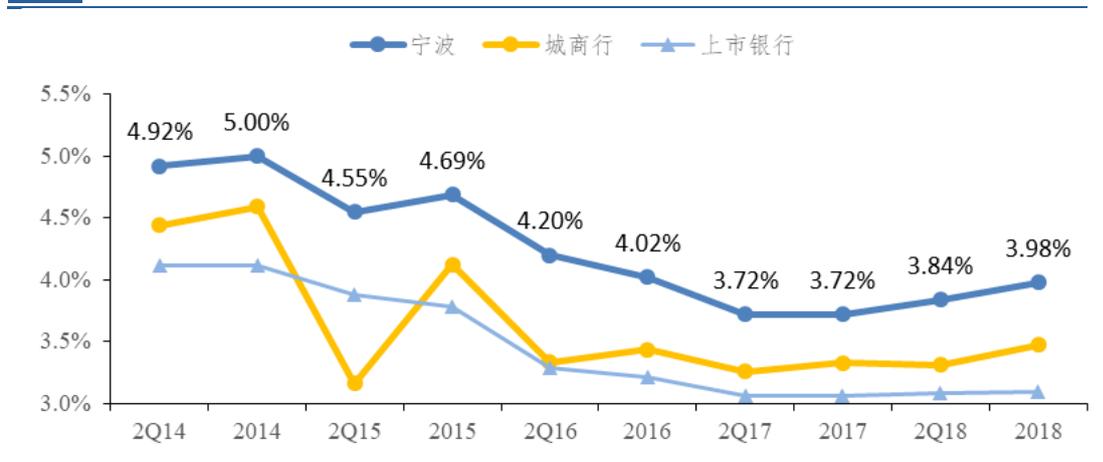
基层员工: 用事业留人、待遇留人, 而不是靠情怀留人。宁波银行员工的收入依据量化清晰, 不搞大锅饭。每个员工都知道自己所付出的努力可以带来的回报, 能否拿到高待遇完全取决于员工自己的付出, 有效地激发了员工的工作动力。此外, 宁波银行还鼓励员工不断奋进, 不能满足现状, 同样的付出今年可以获得 50 万, 而明年最多只能获得 48 万, 以此来激励员工每年都要付出更多。在员工薪酬增长的同时, 也推动了银行共同发展。

3. 各项业务极具竞争力

3.1 存贷业务：维持高利差，提高周转率

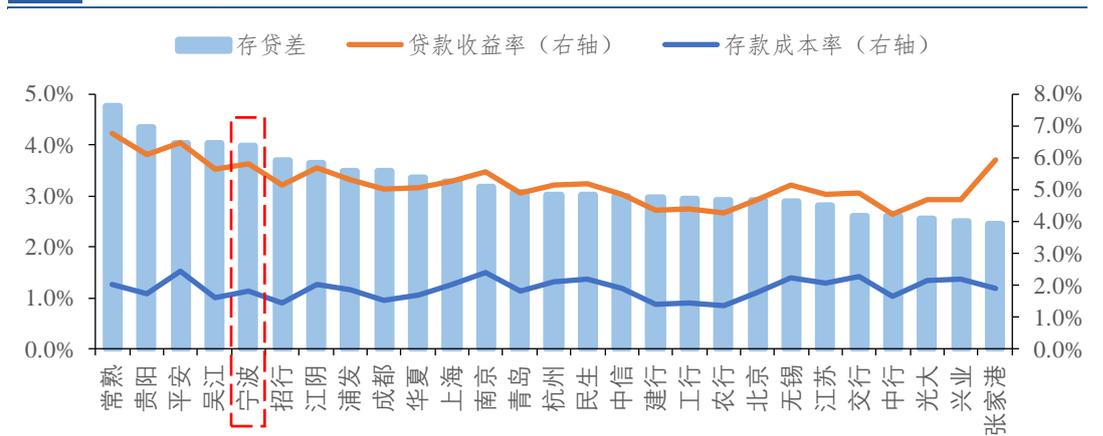
高利差：通过小企业和消费信贷的定位获得高于行业的利差。2018 年宁波银行存贷利差为 3.98%，在 A 股上市银行中排名第五、城商行中排名第二，远优于上市银行和城商行的平均水平。其中，宁波银行的贷款收益率为 5.78%，城商行中仅次于贵阳银行；存款成本率为 1.80%，在中小行中也处于较低水平。

图 8：宁波银行存贷利差远高于行业均值



资料来源：公司年报，长城证券研究所

图 9：宁波银行存贷利差在上市银行中排名第五



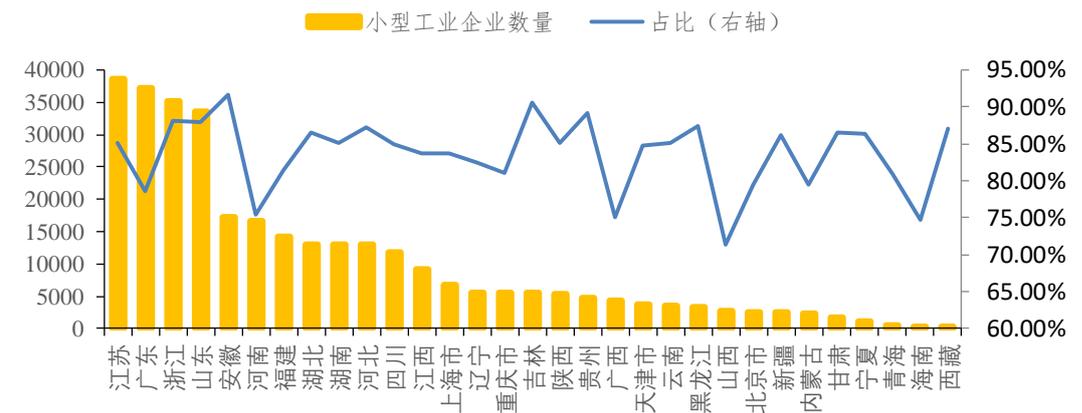
资料来源：公司年报，长城证券研究所

快周转：加大资产证券化出表提高存量信贷周转率。2016 年开始，宁波银行便加大了资产证券化出表的力度，出表规模从 2015 年的 65.3 亿元跃升至 2016 年的 336.3 亿元，2018 年这一数字继续提高至 573.1 亿元，相当于全年净新增贷款规模的 70%。这也从侧面反映了宁波银行的贷款需求不是一般的好。

3.1.1 对公：始终坚持小企业定位

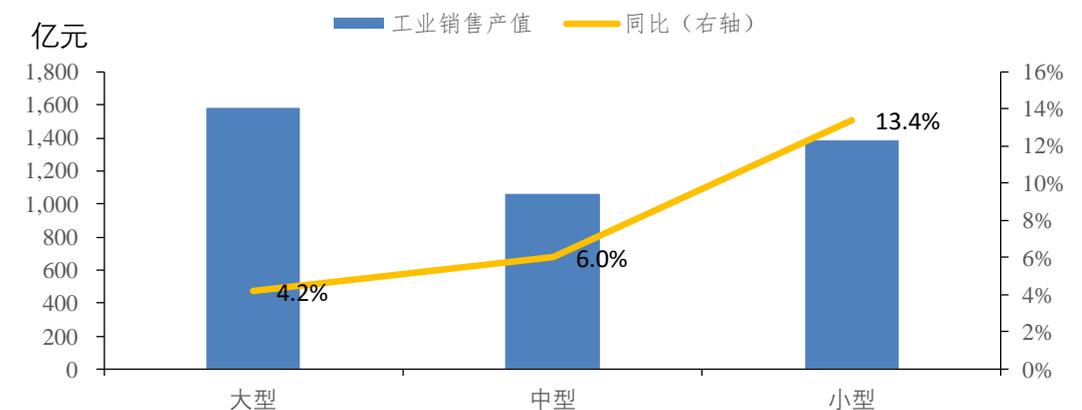
宁波地区以小企业为主的区域经济背景使宁波银行很早就意识到服务小企业的重要性。浙江省小型工业企业户数在全国排名第三，根据 2017 年国家统计局公布的数据，浙江省共有规模以上工业企业 39949 户，其中小企业数量为 35209 户，占比 88.13%。从工业销售产值的角度看，2019 年一季度小型企业一共贡献了 1385 亿元。较去年同期增长 13.4%。大型企业虽贡献了 1578.3 亿元的工业生产销售产值，但是其增速仅 4.2%。

图 10：浙江省规模以上工业小企业户数全国排名第三



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

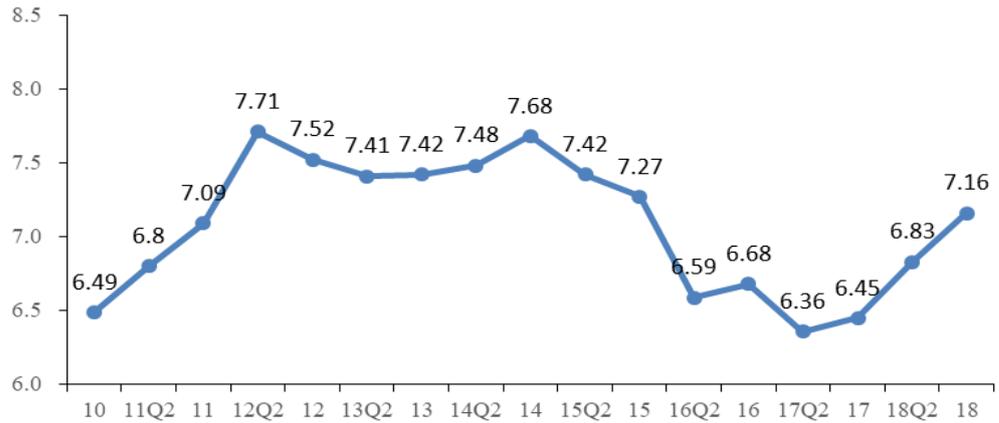
图 11：2019 年一季度宁波市规模以上小型企业工业销售产值同比增长 13.4%



资料来源：宁波市统计局，长城证券研究所

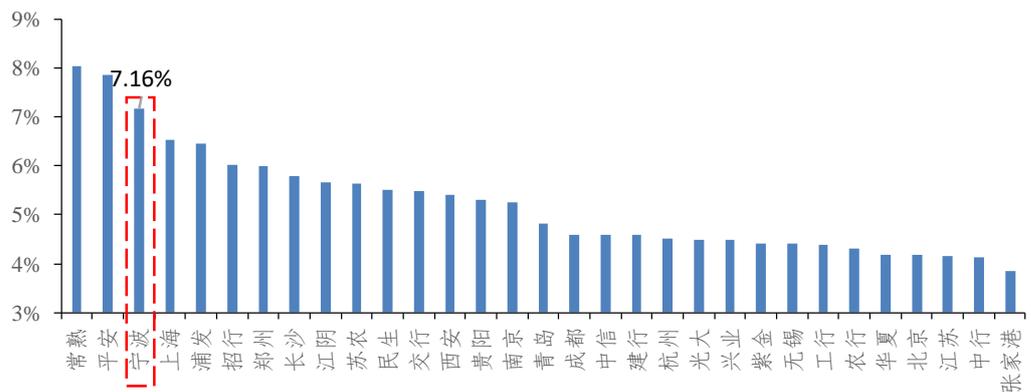
宁波银行对公贷款收益率高于以大中型客户为主的国有行和股份行，低于客户更为下沉的农商行。2018 年宁波银行对公贷款收益率为 5.19%，这相当于一年期贷款基准利率上浮 20%左右，而其它大中型银行对公贷款收益率大多为一年期基准附近。近些年小微业务不良上升的背景下，部分城商行转向做大型企业或地方政府相关的贷款，而宁波银行在长年服务小企业积累的经验基础上，在风险可控的前提下持续地对小企业业务深耕细作。

图 14: 2018 年宁波银行零售贷款收益率重回 7% 以上 (%)



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

图 15: 2018 年宁波银行零售贷款收益率位列上市银行第三



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所 注: 其余未公告日均收益率的均采用个人贷款利息收入/平均贷款余额行计算

借助“明星产品”白领通，宁波银行在消费信贷蓝海中率先突围。宁波银行的消费信贷产品包括白领通（个人消费贷款）、白领融（直销银行 P2P）、万利金（信用卡贷款）等，其中最广为人知的当属白领通。白领通按照客户的职业大致分为 ABC 三个等级，根据不同的客户风险分层采取差别化的定价，白 A 对公务员，白 B 对大型企业中层，白 C 授信额度会降低但是价格会提高。消费贷款的关键是风控，白领通的模式是和公积金挂钩，目前正在从过去的线下模式向线上转移（手机 APP），以减少成本。

图 16: “白领通”客户分层



资料来源: 宁波银行官网, 长城证券研究所

图 19: 2010 年至今, 宁波银行对市场判断十分准确, 并把握住机会



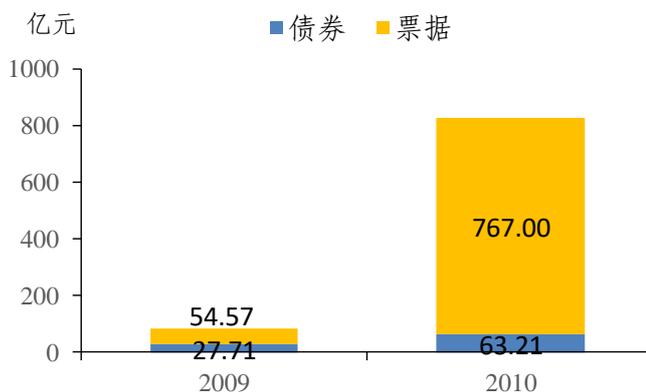
资料来源: 长城证券研究所

(1) 2010 年, 买入返售票据业务兴起, 宁波银行买入返售票据资产从 2009 年的 54 亿元增长至 2010 年的 767 亿。

(2) 2011-2015 年, 非标投资模式开始接力, 宁波银行的非标资产占比也是从 2011 年的 5% 左右, 一直提升至 2015 年最高的 35%, 同时又在金融去杠杆开始之前提前控制了非标的比例, 业务嗅觉可谓灵敏。

(3) 2017 年, 货币市场基金收益率一路上扬, 最高接近 5%, 由于货币基金免税, 税前收益更是最高可达到 6.7%, 远高于一般债券收益率, 在此背景下宁波银行加大了对货币基金的配置, 仅半年时间货基投资规模从几乎为零上升到千亿左右。

图 20: 买入返售金融资产结构



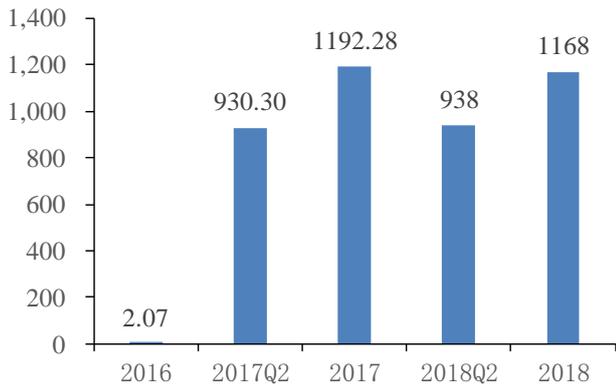
资料来源: 长城证券研究所, 公司年报

图 21: 非标资产占生息资产比例



资料来源: 长城证券研究所, 公司年报

图 22: 货币基金投资规模 (亿)



资料来源: 长城证券研究所, 公司年报

图 23: 货币基金 7 日年化收益率 (%)

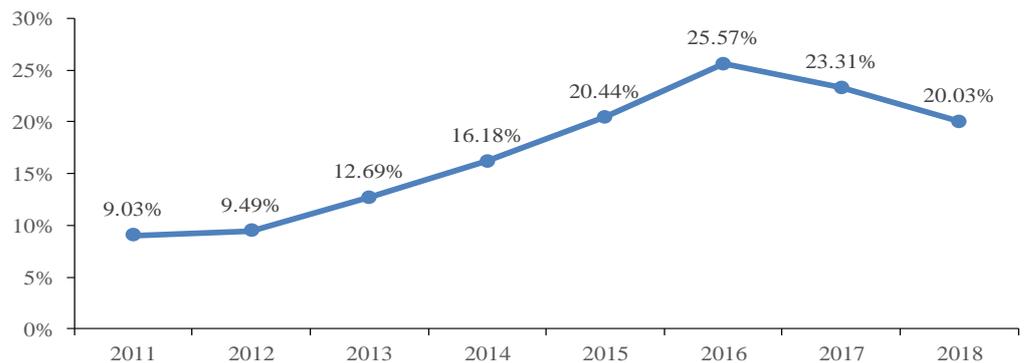


资料来源: WIND, 长城证券研究所

3.3 中间业务: 体量大, 代理和银行卡贡献最多

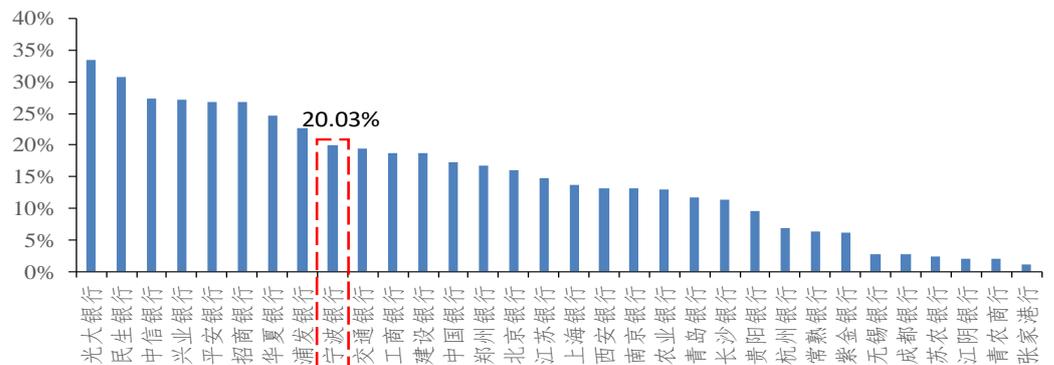
宁波银行非息收入占营业收入的比例不断提升, 主要是中间业务的快速发展贡献。2018 年宁波银行手续费净收入占营业收入比例为 20%, 在城商行中排名第一。

图 24: 宁波银行手续费收入占营业收入比例



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

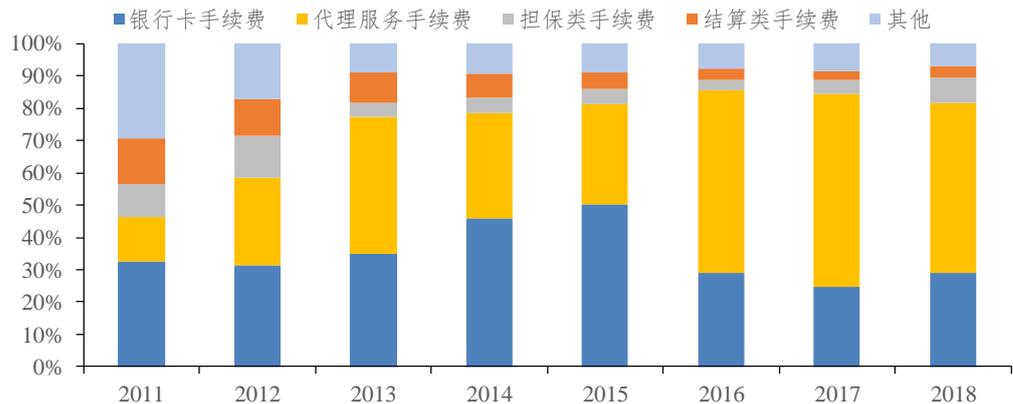
图 25: 宁波银行手续费占比在城商行中最高



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

从结构上来看，宁波银行的手续费收入的大头由代理和银行卡贡献，两者合计占比在80%以上。（1）2014-2015年，公司银行卡手续费收入以接近翻番的速度增长，银行卡收入占比从2013年的35%快速提高至2015年的50%，这与公司发力个人消费信贷的时点一致，信用卡分期（如万利金）是主要的动力。（2）2016-2017年，代理服务手续费实现了占比的快速提升，从2015年的31%提升到了2016年的56%，这主要来自于理财及非银产品代销的快速增长。

图 26：宁波银行手续费收入结构



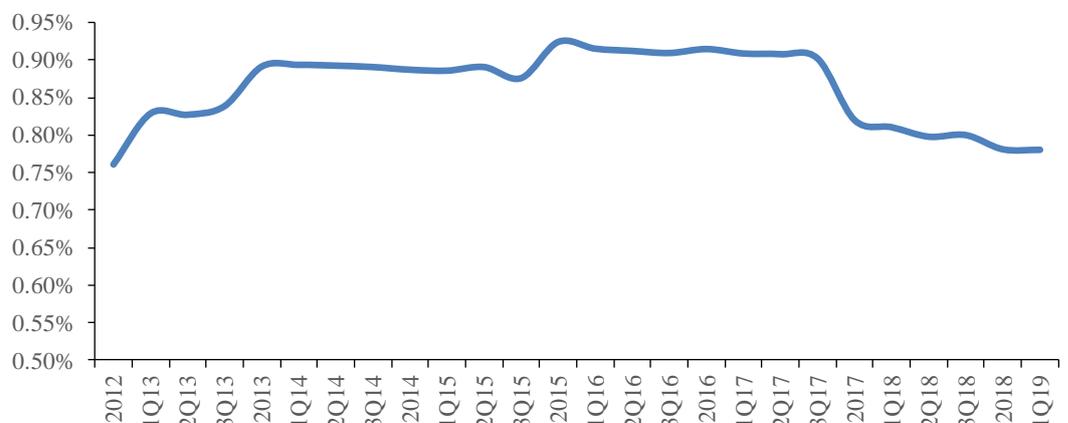
资料来源：公司年报，长城证券研究所

4. 资产质量维持行业最优

4.1 不良率持续改善，拨备充足

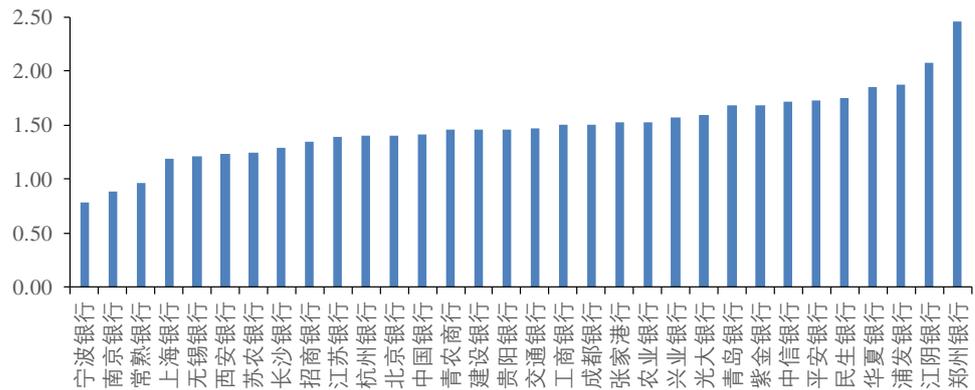
控制风险就是减少成本，宁波银行在资产管理方面一直在行业中处于前列。即便在2014-2016年银行不良暴露阶段，宁波银行的不不良率都始终控制在1%以内，同时在2017年的复苏周期中资产质量率先改善，不良率由0.90%进一步下降至0.78%。

图 27：宁波银行不良贷款率



资料来源：公司年报，长城证券研究所

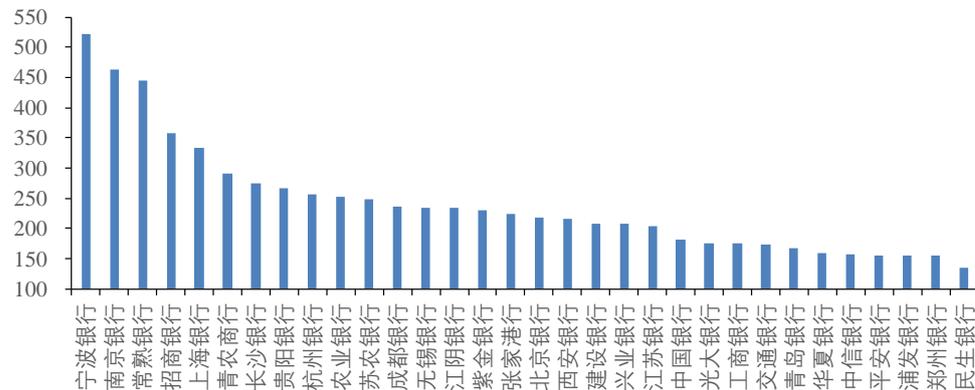
图 28: 2019 年一季度上市银行不良贷款率 (%)



资料来源: 公司季报, 长城证券研究所

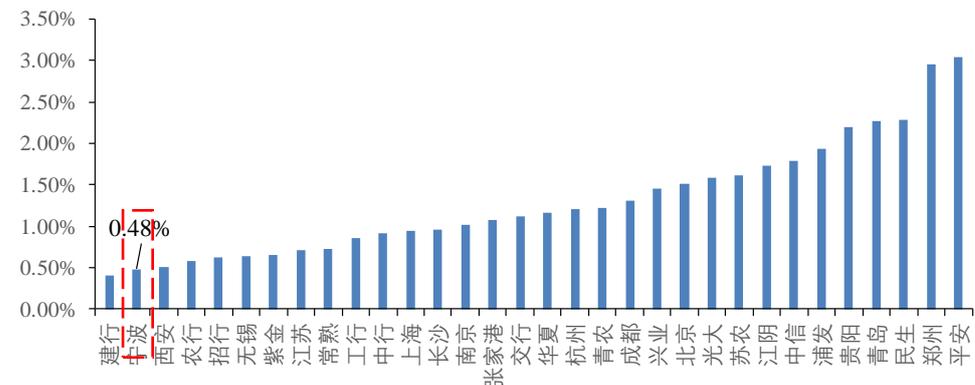
2018 年还原核销的不良生成率极低, 贷款及非标资产拨备都已计提充分。2018 年宁波银行的不良净生成率仅为 0.48%, 这在上市银行中是非常低的水平。从拨备的夯实程度来看, 2018 年末公司拨备覆盖率达到 522%, 是上市银行中最高的; 非标资产的拨备在 2018 年也得到了充分计提, 2018 年末非标拨贷比达到 2.61%, 已达到参照一般贷款管理的最低拨备标准。

图 29: 2019 年一季度上市银行拨备覆盖率 (%)



资料来源: 公司季报, 长城证券研究所

图 30: 2018 年上市银行不良净生成率



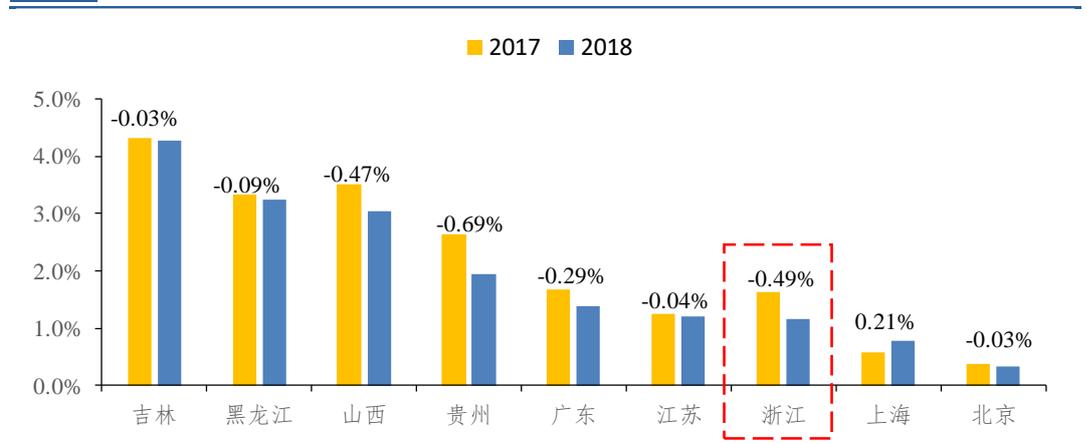
资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

4.2 资产质量良好表现的背后原因

4.2.1 外部因素：区域经济率先企稳

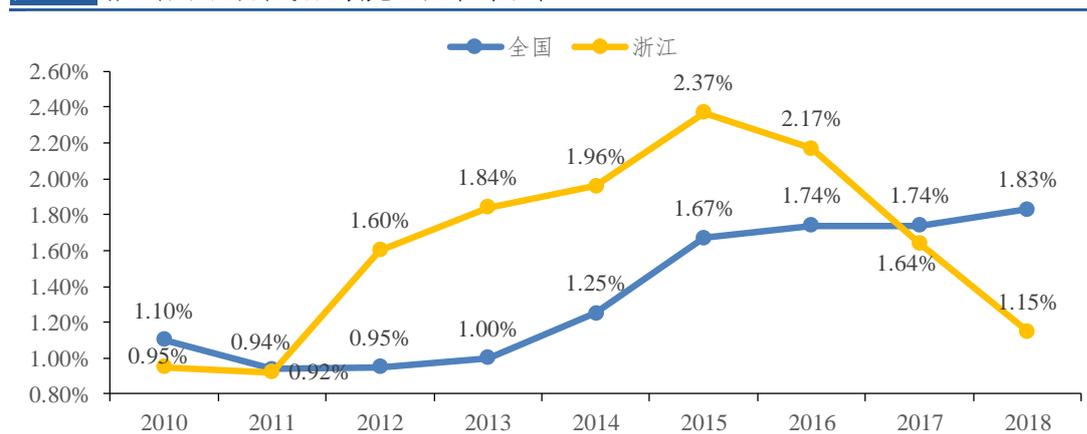
浙江省不良周期变化领先全国，2016年后先于全国开始改善。曾经深受不良贷款困扰的浙江银行业，在上轮危机过后，民间借贷乱象得以治理，且金融机构间建立了有效的联合授信机制，如今资产质量已经恢复到近5年来最好的时候。2011年温州中小企业流动性危机爆发，而后蔓延至浙江全省；2016年浙江省不良率开始见顶回落，到2018年末浙江省不良率已经回落至1.15%，较上年降低0.49个百分点，低于全国银行业1.83%的不良率。

图 31: 浙江省 2018 年不良率降低 0.49 个百分点至 1.15%



资料来源：各省市银保监局网站，长城证券研究所

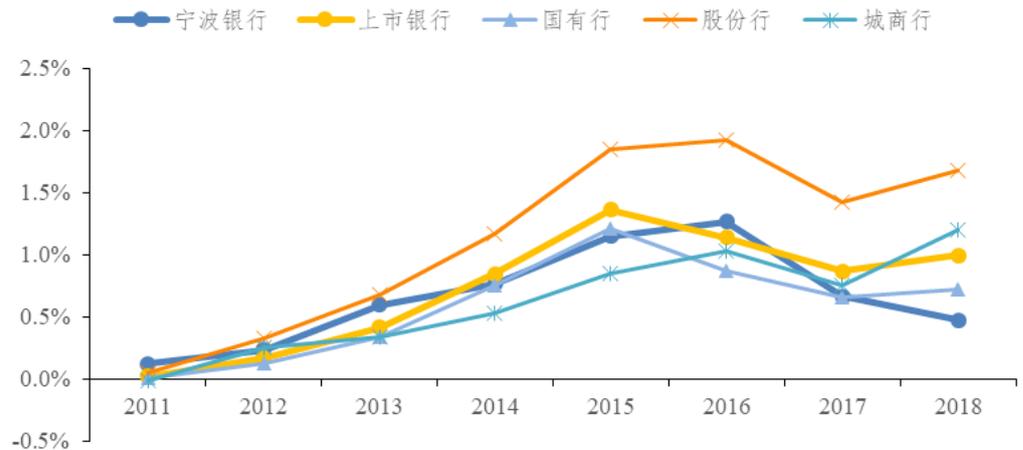
图 32: 浙江省不良改善状况领先全国平均水平



资料来源：银保监会，长城证券研究所

上一轮衰退-复苏的经济周期中，宁波银行资产质量表现优异，经受住了洗礼。2011-2015年浙江省不良快速恶化的阶段，宁波银行的不良生成率基本与上市银行同步，并没有显著高于银行业整体，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，不熟悉的客户不碰；2016-2018年浙江省不良率先改善的阶段，宁波银行又同步于浙江，不良生成率显著低于其他上市银行。

图 33: 宁波银行不良净生成率与行业对比



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

4.2.1 自身因素: 业务定位准确, 风控体系完备

首先是客群定位和做法, 同样的业务在不同的银行, 其结果可能会千差万别。以小企业业务为例, 宁波银行的不良率就远低于行业, 一个是因为宁波银行对不熟悉的地方和客群不做, 另一个宁波银行长期耕耘小企业业务形成了自己一套独特的方法; 再以消费贷款为例, 宁波银行白领通不良率极低, 也是找准了细分的客群, 然后率先抢占最优质的客户。

(1) 小企业: 第一, 营销人员、客户经理分离, 避免操作风险, 降低和企业串通骗贷的风险; 第二, 不看企业提供的所谓财务报表, 报表可能造假, 最好的模型算出来的结果也没用; 而是看第三方、实在的东西——水费、电费、报税单, 如果企业不正常经营了, 水费、电费都会有异常变动。

(2) 白领通: 第一, 客群上, 从职业上进行初选, 优选公务员、大中型企业白领员工等; 第二, 偿付能力上, 通过收入证明、挂钩公积金等确保有足够的收入还款, 有房、车等资产更佳; 第三, 抓住客户心理, 白领通的客户常不愿冒着被银行打官司的风险而恶性违约, 违约的结果可能是职业饭碗受到影响。

其次是完善的风险治理架构和机制, 从六大方面覆盖了从贷前到贷后各个环节的风险监测机制。(1) 从顶层设计出发, 建立以系统为主, 人工为辅的风险扎口管理; (2) 审批权限集中在总行, 但由专业的审批官执行统一授信标准的审批官制度; (3) 通过系统长期监测各类舆情事件的风险预警体系, 并且还重塑了个人预警, 统一监测个人客户名下的所有产品; (4) 不断优化的大数据平台建设, 收集各类基础数据, 多维度地诊断客户异常信息; (5) 差异化的贷后制度以及针对不同企业面临的不同风险进行专项排查; (6) 对于列入清收名单的风险贷款, 实施“一户一策”的推进措施, 确保完成目标。

图 34: 宁波银行信用风险管理体系



资料来源: 长城证券研究所

5. 投资建议和风险提示

投资建议: 宁波银行是 A 股上市银行中不可多得的成长股, 我们测算公司有足够的财务余地支撑未来 20% 的复合增长, 预计 2019-2021 年净利润增速分别为 19.6%、18.8%、20.5%。公司目前估值对应 1.6x19PB, 首次覆盖, 给予强烈推荐评级。

风险提示: 经济下行超预期; 资产质量超预期恶化; 金融监管趋严超预期

5.1 附：盈利预测表

利润表 (亿)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	增长指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	164	191	229	253	298	收入增长					
手续费及佣金	59	58	57	60	64	净利润增速	19.5%	19.9%	19.6%	18.8%	20.5%
其他收入	30	40	47	57	68	拨备前利润增速	8.7%	15.0%	19.4%	11.3%	16.2%
营业收入	253	289	334	370	430	税前利润增速	5.3%	13.1%	28.9%	15.7%	20.5%
营业税及附加	(2)	(2)	(3)	(4)	(4)	净利息收入增速	7.0%	14.2%	18.9%	11.0%	16.1%
业务管理费	(88)	(100)	(114)	(126)	(146)	手续费及佣金增速	-6.7%	16.7%	20.0%	10.4%	17.6%
拨备前利润	163	187	217	241	280	营业费用增速	4.0%	12.8%	18.0%	11.5%	16.2%
计提拨备	(61)	(72)	(75)	(77)	(82)	规模增长					
税前利润	102	115	142	164	197	生息资产增速	13.8%	9.7%	11.7%	13.9%	14.2%
所得税	(8)	(3)	(4)	(5)	(6)	贷款增速	14.4%	23.9%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	93	112	137	158	191	同业资产增速	-24.8%	-53.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表					(亿)	证券投资增速	21.7%	6.7%	5.7%	7.3%	6.9%
贷款总额	3,462	4,291	5,235	6,387	7,792	其他资产增速	5.5%	4.1%	5.2%	5.2%	5.2%
同业资产	327	154	154	154	154	计息负债增速	14.5%	7.2%	13.6%	13.9%	14.1%
证券投资	5,206	5,553	5,867	6,298	6,731	存款增速	10.5%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
生息资产	9,757	10,708	11,957	13,615	15,543	同业负债增速	1.5%	-31.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非生息资产	564	457	656	747	853	股东权益增速	13.5%	42.0%	13.6%	13.8%	14.6%
总资产	10,320	11,164	12,613	14,362	16,396	结构指标					
客户存款	5,653	6,467	7,373	8,405	9,581	存款结构					
其他计息负债	3,419	3,260	3,677	4,177	4,778	活期	52.6%	46.5%	47.0%	47.0%	47.0%
非计息负债	677	624	643	732	836	定期	47.4%	53.5%	53.0%	53.0%	53.0%
总负债	9,748	10,352	11,693	13,314	15,195	其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	572	812	920	1,047	1,201	贷款结构					
财务指标						企业贷款(不含贴现)	62.5%	57.6%	60.0%	61.0%	62.0%
每股指标						个人贷款	30.5%	31.9%	32.5%	33.0%	33.5%
每股净利润(元)	1.84	2.15	2.57	3.05	3.68	其他指标					
每股拨备前利润(元)	3.21	3.59	4.29	4.77	5.55	资产质量					
每股净资产(元)	9.94	12.41	14.47	16.91	19.85	不良贷款率	0.82%	0.78%	0.79%	0.78%	0.77%
每股总资产(元)	203.57	214.34	242.15	275.74	314.79	正常	98.50%	98.67%			
P/E	12.4	10.6	8.9	7.5	6.2	关注	0.68%	0.55%			
P/B	2.3	1.8	1.6	1.4	1.2	次级	0.30%	0.33%			
P/PPOP	7.1	6.4	5.3	4.8	4.1	可疑	0.37%	0.30%			
利率指标						损失	0.15%	0.15%			
净息差(NIM)	1.79%	1.87%	2.02%	1.98%	2.04%	拨备覆盖率	493.26%	521.83%	532.32%	550.83%	549.45%
净利差(Spread)	1.62%	1.66%	1.82%	1.79%	1.85%	资本状况					
贷款利率	5.26%	5.41%	5.37%	5.40%	5.47%	资本充足率	13.58%	14.86%	16.14%	15.76%	15.48%
存款利率	1.75%	1.88%	1.88%	1.93%	1.97%	一级资本充足率	9.41%	11.22%	12.26%	12.06%	11.90%
生息资产收益率	3.99%	4.19%	4.23%	4.32%	4.42%	核心一级资本充足	8.61%	9.16%	0.00%	0.00%	0.00%
计息负债成本率	2.37%	2.53%	2.41%	2.54%	2.57%	其他数据					
盈利能力						分支机构数量	317	338			
ROAA	0.97%	1.04%	1.13%	1.18%	1.25%	员工数量	12317	13893			
ROAE	19.48	19.45	19.11	19.46	20.01	总股本(亿)	50.70	52.09	52.09	52.09	52.09
拨备前利润率	1.70%	1.74%	1.88%	1.84%	1.88%						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>