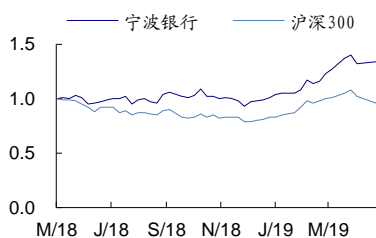


**证券研究报告—深度报告**
**金融**
**银行**
**宁波银行(002142)**
**买入**

合理估值: 24~30 元 昨收盘: 22.31 元

(维持评级)

2019年05月21日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	5,209/4,631
总市值/流通(百万元)	116,204/103,314
上证综指/深圳成指	2,871/8,916
12个月最高/最低(元)	24.59/15.20

**相关研究报告:**

《宁波银行-002142-2019年一季报点评: ROA 继续改善》——2019-04-29  
 《宁波银行-002142-2018年报点评: 存贷利差大幅走阔》——2019-03-31  
 《宁波银行-002142-2018年三季报点评: 净息差上行, 关注贷款占比增加》——2018-10-30  
 《宁波银行-002142-2018年中报点评: 存款增长强劲, 存贷利差走阔》——2018-08-22  
 《宁波银行-002142-2018年半年度业绩快报点评: 资产结构优化, 盈利能力回升》——2018-07-26

**证券分析师: 王剑**

电话: 021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

**证券分析师: 陈俊良**

电话: 021-60933163  
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 机制取胜

**● 发展沿革与同业差别不大**

从历史发展沿革上看, 宁波银行与其他大部分城商行并无很大差异。换言之, 当时几乎所有银行完成改制后, 都具备了公司治理机制之“形”。但是, 宁波银行的独特之处体现在, 其不但具备了公司治理机制之“形”, 更具备了其“神”。

**● 但公司治理机制优势突出**

公司真正实现现代公司治理, 体制优势明显。这有利于其纯粹按照商业规则开展经营活动, 没有像有些银行一样, 承担很多为地方项目融资的任务。

高管持股比例高, 激励效果明显。IPO 前, 宁波银行内部员工持股比例高达 19.4%, 即便上市后经历过减持, 但到 2018 年末, 部分董事和高管的持股市值依然非常大。

**● 战略定位长期如一, 业务方法科学得当**

从商业模式来讲, 要在战略和战术两个层面都正确, 才能保证最后的成功。从战略来讲, 由于宁波乃至浙江全省中小微企业活跃, 融资需求旺盛; 而作为一家中小银行, 宁波银行在大型企业贷款中发挥不了优势, 因此将客群瞄准中小微企业。在战术方面, 经过长期的精细化管理, 再结合自身管理半径比大型银行短的优势, 宁波银行在中小微企业贷款上实现了“较高收益、较低风险”的组合。

**● 全行财务表现: 资产制胜, 资本用足**

从宁波银行整体财务数据来看, 其在出色完成存贷款业务的基础上, 再通过金融市场业务加杠杆扩大盈利, 最终体现为较高的 ROE。通过加大资本使用效率提升盈利能力, 一方面体现出管理层争取价值最大化的敬业精神, 另一方面也体现出在金融市场业务上的专业性。

**● 维持“推荐”评级**

通过多角度估值, 得出公司合理估值区间 24~30 元, 相对目前股价有 10%-35% 的溢价空间。我们维持“买入”评级。

**● 风险提示**

多种因素变化可能会对我们的判断产生影响, 详见正文。

**盈利预测和财务指标**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,314	28,930	31,792	34,266	37,662
(+/-%)	7.1%	14.3%	9.9%	7.8%	9.9%
净利润(百万元)	9,356	11,221	13,224	15,326	17,637
(+/-%)	19.6%	19.9%	17.9%	15.9%	15.1%
摊薄每股收益(元)	1.75	2.10	2.49	2.89	3.34
EBIT Margin	0.99%	1.04%	1.11%	1.14%	1.16%
净资产收益率(ROE)	17.5%	16.9%	15.3%	15.6%	15.7%
市盈率(PE)	12.8	10.6	9.0	7.7	6.7
P/PPoP	7.1	6.2	5.7	5.3	4.8
市净率(PB)	2.3	1.8	1.5	1.3	1.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

综合绝对估值与相对估值方法，我们认为公司股票价值在 24~30 元之间，2019 年动态 PB 为 1.6~2.0 倍，相对于公司目前股价有 10%-35% 的溢价空间。我们认为，公司具有很好的体制机制和优秀的管理层，亦有很厚的拨备保障未来业绩增长的确定性，维持“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，公司真正实现现代公司治理，体制优势明显；高管持股比例高，激励效果明显；战略上定位长期如一，战术上业务方法科学得当；

第二，在出色完成存贷款业务的基础上，再通过金融市场业务加杠杆扩大盈利，进一步提升 ROE。

### 与市场的差异之处

市场对宁波银行的认识往往限于 ROE 高、资产质量好，但未能深入分析公司能够取得优异业绩、维持良好资产质量背后的真实驱动因素。我们分析认为，其核心的竞争优势来自多方因素的合力，包括公司治理机制、战略选择和战术执行，而并非单一因素作用的结果。

### 股价变化的催化因素

从 2018 年以来情况来看，银行业普遍面临资产质量下行压力。作为风控优异、拨备厚实，经历过不良周期检验的银行，公司可能在较长时期内得到市场青睐。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，短期内政策性因素导致大型银行加大中小企业贷款投放力度，导致公司主营业务竞争加剧；

第二，宏观经济下行压力增加导致资产质量下行超预期。

## 内容目录

估值与投资建议.....	5
绝对估值: 24~30 元.....	5
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值 25~27 元.....	6
投资建议.....	7
发展沿革与同业差别不大.....	8
公司治理机制优势突出.....	9
真正实现现代公司治理, 体制优势明显.....	9
高管持股比例高, 激励效果明显.....	10
战略定位长期如一, 业务方法科学得当.....	10
贷款业务实现了“较高收益、较低风险”.....	12
存贷款业务坚守“汇一存一贷”的本源思路.....	12
贷款收益率高, 存贷利差居于同业前列.....	13
贷款实现“较高收益、较低风险”的组合.....	14
全行财务表现: 资产制胜, 资本用足.....	15
盈利预测.....	19
假设前提.....	19
未来三年盈利预测.....	19
盈利预测的敏感性分析.....	20
风险提示.....	20
附表: 财务预测与估值.....	23
国信证券投资评级.....	24
分析师承诺.....	24
风险提示.....	24
证券投资咨询业务的说明.....	24

## 图表目录

图 1: 宁波银行拨备覆盖率遥遥领先 .....	7
图 2: 宁波银行股东结构 .....	8
图 3: 宁波银行贷款区域分布 .....	9
图 4: 宁波地区乃至浙江省中小微企业活跃 .....	11
图 5: 宁波银行对公活期存款占比高于行业 .....	12
图 6: 宁波银行消费贷投放量较大 .....	13
图 7: 宁波银行存款成本跟行业整体相比没有明显优势, 但比其他中小行有优势 .....	13
图 8: 宁波银行存贷款利差位居行业前列 .....	14
图 9: 宁波银行不良贷款率一直很低 .....	14
图 10: 宁波银行不良生成率长期来看略低于行业 .....	15
图 11: 宁波银行拨备覆盖率远远领先行业 .....	15
图 12: 宁波银行通过同业融资加杠杆 .....	18
图 13: 宁波银行加杠杆资金用于投资, 主要是非标、基金等 .....	18
表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元) .....	6
表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	6
表 3: 上市银行估值比较 .....	7
表 4: 宁波银行持股董事和高管一览 .....	10
表 5: 上市银行杜邦分析 (2018 年) .....	16
表 6: 上市银行杜邦分析排名 (2018 年) .....	17
表 7: 盈利预测结果 .....	20
表 8: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析 .....	20
表 9: 估值表 .....	22

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：24~30 元

我们对宁波银行的优势分析如下，我们认为：

- 宁波银行的独特之处体现在，其不但具备了公司治理机制之“形”，更具备了其“神”。公司真正实现现代公司治理，体制优势明显。这有利于其纯粹按照商业规则开展经营活动，没有像有些银行一样，承担很多为地方项目融资的任务；高管持股比例高，激励效果明显。IPO 前，宁波银行内部员工持股比例高达 19.4%，即便上市后经历过减持，但到 2018 年末，部分董事和高管的持股市值依然非常大。
- 战略定位长期如一，业务方法科学得当。从战略来讲，由于宁波乃至浙江全省中小微企业活跃，融资需求旺盛。而作为一家中小银行，宁波银行在大型企业贷款中发挥不了优势，因此将客群瞄准中小微企业。在战术方面，经过长期的精细化管理，再结合自身管理半径比大型银行短的优势，宁波银行在中小微企业贷款上实现了“较高收益、较低风险”的组合。整体来看，我们认为宁波银行是中小银行的一个典型代表，其在资产端获得了超额收益，而且资产负债管理良好，属于一家经营十分成功的中小银行。
- 提高资本运用效率，提升盈利能力。从宁波银行整体财务数据来看，其在出色完成存贷款业务的基础上，再通过金融市场业务加杠杆扩大盈利，最终体现为较高的 ROE。通过加大资本使用效率提升盈利能力，一方面体现出管理层争取价值最大化的敬业精神，另一方面也体现出在金融市场业务上的专业性。

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），接下来 10 年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定估值假设：

- 我们假设折现率为 10%，主要是考虑到全市场长期回报率可能维持在这一水平附近。比如美国标普 500 指数 1927 年以来的长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 10.7%，道琼斯工业指数平均为 10.6%；国内上证综指长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 6.0%，深证综指平均为 11.2%，这两个数字平均为 8.6%；
- 假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%。对于 ROE 的假设主要是考虑到银行业作为竞争较为充分的行业，在准入退出机制有效运作的情况下，供需平衡将导致行业投资回报率向全市场平均水平收敛；长期利润增长率则假设与名义 GDP 增速近似，我们进一步假设长期名义 GDP 增速在 5% 左右（作为一个参考，美国 1929-2017 年的名义 GDP 复合增长率是 6.1%，1999-2017 是 3.9%）；
- 考虑到宁波银行所具备的公司优势，其盈利能力有望长期高于行业，我们认为其第二、三阶段 ROE 仍将超过行业平均水平，分别假设为 12%、11%。其中第三阶段 ROE 下降主要是考虑到长远来看，随着公司规模扩大，系统重要性水平将有所提升，公司可能很难继续保持很高的权益乘数；

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 24~30 元。

**表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元)**

	第一阶段				第二阶段	永续期
	2018A	2019E	2020E	2021E	(2022-2031)	
净息差	1.88%	1.91%	1.86%	1.85%	1.85%	1.85%
非息收入占比	34%	32%	31%	29%	30%	30%
营业成本/营业收入	35%	35%	36%	36%	36%	36%
资产减值损失/总资产	0.65%	0.55%	0.44%	0.38%	0.70%	0.70%
所得税率	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
生息资产/总资产	95%	95%	95%	95%	97%	97%
权益乘数	16	14	14	14	13	12
股利支付率	19%	19%	19%	19%	45%	55%
ROA	1.04%	1.11%	1.14%	1.16%	0.92%	0.92%
ROE	16.9%	15.3%	15.6%	15.7%	12.0%	11.0%
净利润增速	19.9%	17.9%	15.9%	15.1%	6.7%	5.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感, 下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

**表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		折现率								
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续增长率	6.5%	62.9	47.5	38.3	32.1	27.6	24.3	21.7	19.6	17.9
	6.0%	54.3	43.4	36.2	31.0	27.1	24.1	21.7	19.7	18.1
	5.5%	49.1	40.7	34.7	30.2	26.8	24.0	21.7	19.8	18.2
	5.0%	45.6	38.7	33.6	29.6	26.4	23.9	21.7	19.9	18.3
	4.5%	43.1	37.3	32.7	29.1	26.2	23.8	21.7	20.0	18.4
	4.0%	41.3	36.2	32.1	28.7	26.0	23.7	21.7	20.0	18.5
	3.5%	39.9	35.2	31.5	28.4	25.8	23.6	21.7	20.1	18.6

资料来源: 国信证券经济研究所分析

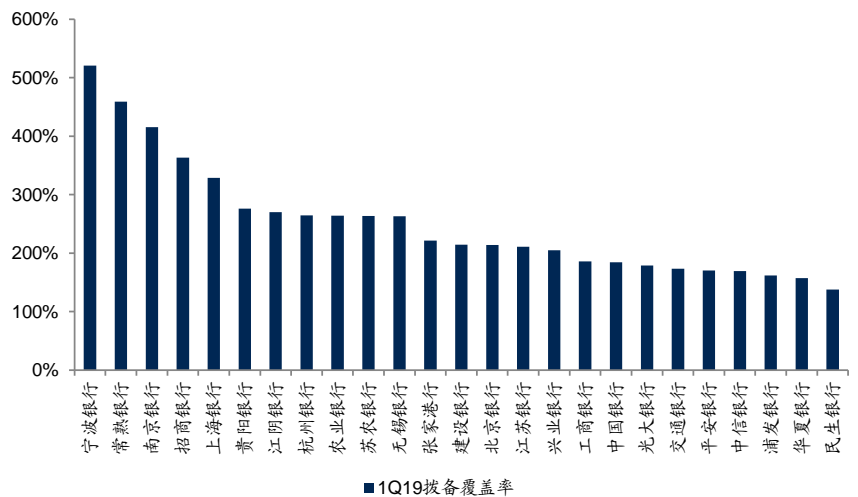
### 相对法估值 25~27 元

我们将全部上市银行放在一起进行比较, 从全部上市银行的关键财务数据及估值来看, 宁波银行虽然 PB 已经是上市银行最高水平, 但考虑到 ROE 远高于上市银行平均水平, 且利润增速也更高, 而且宁波银行具有远高于行业平均水平的拨备覆盖率, 为未来业绩构筑了充足安全垫。综合比较各公司的当前 PB 值以及 ROE、业绩增速, 我们认为给予公司 1.7~1.8 倍动态 PB 是合理的, 2019 年的合理价格区间为 25~27 元。

**表 3: 上市银行估值比较**

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601288.SH	农业银行	3.65	13.4%	12.4%	11.9%	5.1%	4.4%	4.5%	0.80	0.74	0.68	6.4	6.2	5.9
601988.SH	中国银行	3.82	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.74	0.69	0.63	6.5	6.3	6.0
600036.SH	招商银行	33.28	16.6%	16.7%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.66	1.47	1.29	10.6	9.3	8.1
601166.SH	兴业银行	18.21	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.86	0.77	0.70	6.4	5.9	5.4
600016.SH	民生银行	6.11	13.0%	12.3%	11.1%	1.0%	3.9%	4.8%	0.65	0.60	0.55	5.2	5.0	4.7
600000.SH	浦发银行	11.34	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.9%	0.75	0.68	0.61	6.1	5.5	5.2
601998.SH	中信银行	5.81	11.2%	10.6%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.71	0.65	0.60	6.6	6.3	6.1
000001.SZ	平安银行	12.38	11.4%	11.1%	10.8%	7.0%	6.9%	7.1%	0.97	0.87	0.79	8.9	8.3	7.7
601818.SH	光大银行	3.88	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.70	0.64	0.59	6.3	6.0	5.6
600015.SH	华夏银行	7.49	12.3%	9.8%	8.5%	5.2%	3.3%	3.5%	0.58	0.47	0.44	5.8	5.6	5.4
601169.SH	北京银行	5.91	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.72	0.66	0.61	6.5	6.1	5.7
601009.SH	南京银行	7.98	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.00	0.88	0.78	6.4	5.6	4.9
<b>002142.SZ</b>	<b>宁波银行</b>	<b>22.31</b>	<b>19.0%</b>	<b>18.5%</b>	<b>18.4%</b>	<b>19.9%</b>	<b>17.9%</b>	<b>15.9%</b>	<b>1.76</b>	<b>1.51</b>	<b>1.30</b>	<b>10.6</b>	<b>9.0</b>	<b>7.7</b>
600919.SH	江苏银行	7.16	12.4%	12.7%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.81	0.74	0.67	6.9	6.1	5.5
601128.SH	常熟银行	7.26	13.3%	12.4%	12.4%	17.5%	18.4%	19.3%	1.55	1.23	1.12	13.4	11.3	9.5
<b>平均</b>			<b>13.4%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.5%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>0.93</b>	<b>0.83</b>	<b>0.75</b>	<b>7.4</b>	<b>6.7</b>	<b>6.2</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 1: 宁波银行拨备覆盖率遥遥领先**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票价值在 24~30 元之间,2019 年动态 PB 为 1.6~2.0 倍,相对于公司目前股价有 10%-35% 的溢价空间。我们认为,公司具有很好的体制机制和优秀的管理层,亦有很厚的拨备保障未来业绩增长的确性,维持“买入”评级。

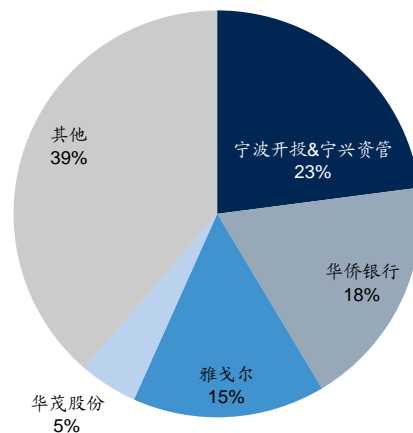
宁波银行于 2007 年上市，在 2008 年大熊市中下跌，然后在 2011-2014 年的经济结构调整的背景下，股价调整多年。但自 2014 年底启动行情以来，宁波银行涨幅居于行业首位。目前，宁波银行 2019 年动态 PB 在 1.5 倍左右，在行业中高居首位（次新股除外），可见其优异基本面得到了市场的认可。本报告尝试回答：宁波银行的基本面到底优异在什么地方，以及其未来前景是否足够支撑现有估值。

## 发展沿革与同业差别不大

从历史发展沿革上看，宁波银行与其他大部分城商行并无很大差异：

- ✓ 和其他大部分城商行一样，宁波银行也是在当地城信社基础上组建而来。1997 年，宁波银行在 17 家城市信用社、1 家城市信用合作社联合社及 4 个办事处的基础上，由宁波市地方财政和宁波经济技术开发区财务公司（以现金出资）、364 家企业法人和 2421 名个人（以原城信社股份出资），共同以发起设立，这种股东结构也和大部分城商行一致。
- ✓ 公司于 2006 年引进境外战略投资者新加坡华侨银行，2007 年 5 月在上海开设异地分行，并于 2007 年 7 月在深圳证券交易所中小板上市。这样的“引战、跨区、上市”三步曲是当时国内大部分银行改革过程中的共同策略（全国性银行则少一步跨区），也不构成宁波银行的特殊之处。
- ✓ 截止最新，宁波银行股东结构较为分散，无绝对控股的股东。合并一致行动人后，排名靠前的大股东为宁波国资委（地方国资）、新加坡华侨银行（外资）、雅戈尔（民资）等，股东类型多元。这种股权结构在很多城商行中也都存在，并非宁波银行特有。

图 2：宁波银行股东结构



资料来源：宁波银行 2019 年一季报，国信证券经济研究所整理

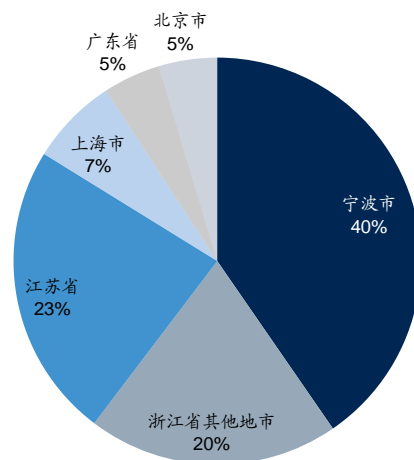
- ✓ 宁波银行早年便实施了员工持股计划。首批员工持股是信用社转制成商业银行时的原始个人股，截止 2004 年末有 232 名员工，共持有 245.35 万股。2004 年，宁波银行以 1 元/股的价格向 999 名在编员工发行了 3.6 亿股股份，占当时股本总额的 20%。这 3.6 亿股中，预留了 6030 万股用于施行员工激励计划的股份，再加上之后离职员工出让的 440 万股股份，共 6470 万股，在 2005 年分两次转让给在编的 116 名员工（包括新进员工、一级



支行副行长以上高管)。2006年,老股东宁波银行股东宁波特克轴承有限公司、宁波彬彬文具有限公司因自身原因转让宁波银行股份,向宁波银行高管转让股份。2007年IPO时,宁波银行因高达19.4%的内部员工持股而受到舆论关注,但这也并非宁波银行的特殊之处,而是当时城商行的通行做法。不过宁波银行的高管持股数量之多,确实超过大部分银行。

- ✓ 截止最新,宁波银行在本省各地已基本布局了分行(仅剩两市未开分行),也在上海、北京、深圳、南京、苏州、无锡等地开设有异地分行,形成了以长三角为主体、以环渤海珠三角为两翼的机构布局。此外,宁波银行旗下设有永赢基金、永赢金融租赁,理财子公司正在申请筹办过程中,因此也已有初步的综合化布局。这种区域化、综合的扩张模式也是很多大型城商行的通行做法。

图3: 宁波银行贷款区域分布



资料来源: 宁波银行 2018 年报, 国信证券经济研究所整理

综上,宁波银行的组建、改制、发展、扩张之路,并未体现出非常特别之处,大部分是当时城商行的通行之路。换言之,当时几乎所有银行完成改制后,都具备了公司治理机制之“形”。但是,宁波银行的独特之处体现在“看不见的地方”,最为核心的是不但具备了公司治理机制之“形”,更具备了其“神”。

## 公司治理机制优势突出

宁波银行的发展沿革与大部分城商行并无太大差别,但最后形成了非常完善的公司治理机制,也成为其核心制胜点。银行最理想的公司治理机制,是让全行上下几乎达到“感觉是在用自己的钱放贷款,赚了利息是自己的,亏了坏账也是自己的”的激励约束效果,而这需要非常完善的现代公司治理等体制保障。宁波银行可能是A股上市银行中最接近上述效果的银行。

### 真正实现现代公司治理,体制优势明显

宁波银行组建之初并无显著特殊性,和其他同类银行一样,由地方政府、地方企业、自然人共同发起成立,地方政府是最大股东并选派主要负责人。完成组建时,地方财政是宁波银行的最大股东,并选派了当时的行长,即现任董事长陆华裕先生(来宁波银行任职前是财政局副局长)。

但宁波区域经济环境有助于企业形成现代公司治理。宁波是浙江省最早引进、实施、推广股份制的地方，在全省各地多由家族企业主导的背景下，宁波已开始推行符合现代意义的股份制。宁波早在 1993 年对全市乡镇企业进行全面改制，1998 年对全市国有企业进行全面改制，陆续建立了规范的股份制、股份合作制等现代企业制度，具备了各种所有制成分公平竞争的体制优势。在这样的背景下，宁波银行行长虽为大股东于 2000 年选派，但选派后即行政关系脱钩，不属于市管干部，成为完全意义上的职业经理人。2006 年引进华侨银行后，也进一步完善了公司治理和内控。而地方财政和其他股东一样，不具体介入企业具体经营事务，只管资本，仅履行出资人义务，也不给予特殊照顾。

因此，宁波银行较早形成了真正意义的现代公司治理机制，有利于其纯粹按照商业规则开展经营活动，没有像有些银行一样，承担很多为地方项目融资的任务，当然，也不会得到地方政府特别的业务支持。

### 高管持股比例高，激励效果明显

IPO 前，宁波银行内部员工持股比例高达 19.4%，即便上市后经历过减持，但到 2018 年末，部分董事和高管的持股市值依然非常大。

表 4: 宁波银行持股董事和高管一览

姓名	职务	2018 年薪酬总额/万元	持股数量/万股	持股市值（按 2019.5.15 收盘价计算）/万元
陆华裕	董事长	280	125	2822
罗孟波	副董事长、行长	280	192	4337
罗维开	董事、副行长、财务负责人	252	242	5474
王勇杰	副行长	252	24	546

资料来源：宁波银行 2018 年报，国信证券经济研究所整理

宁波银行的员工持股取得非常好的效果，全行上下表现得极为敬业、进取，完全按照价值最大化的经济规律进行经营决策。在这一点上，宁波银行全行有一些与浙江当地的其他民营银行较为类似的经营风格特征，少有所谓的“大企业病”，考核激励也较为到位。通过设置科学的考核指标，绑定员工的利益，激发员工积极性。并且管理层团队长期稳定，有利于既定战略、战术的长期坚持。

### 战略定位长期如一，业务方法科学得当

良好的体制机制属于执行保障，但良好的商业模式也是不可或缺的，否则大方向出现偏差，执行越到位，就会错得越离谱。从商业模式来讲，要在战略和战术两个层面都基本正确，才能保证最后的成功。

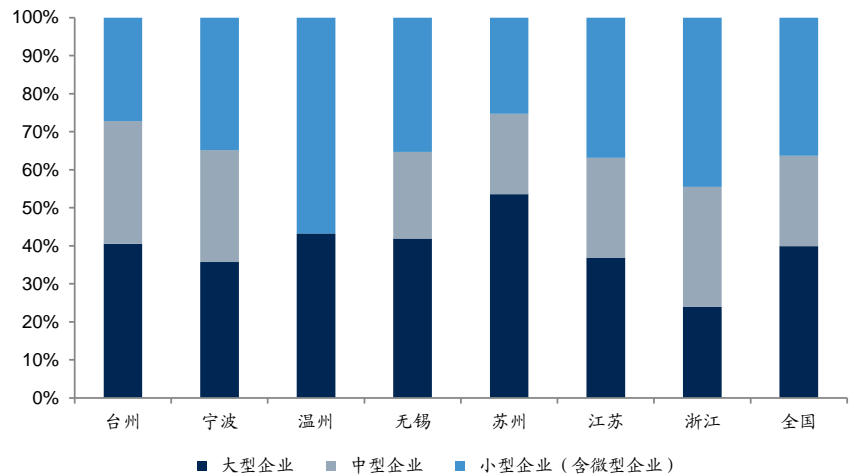
首先是“做什么”的问题。我国各地的城信社主要开办于 1980 年代，当时正值改革开放初期，全国各地崛起的乡镇企业、民营企业、个体户（即目前统称的中小微企业）面临融资渠道不足的局面（当时的大型银行尚未完成商业化转型，服务意识淡薄，无法服务这些新兴中小微企业），因此国家允许民间资本开办城信社，组织动员民间闲置资金，投放给中小微企业。在随后的经济腾空中，城信社的试验取得了较好效果，有力支持了民营企业的发展，也和中小微企业、本地居民建立了良好的业务关系，积累了客户基础，成为其业务本源。

但各地城信社陆续组建成城商行后，部分城商行偏离这一本源，开始追逐地方政府项目、当地大型国企等。但宁波银行结合当地经济情况，认为坚守中小企业、本地居民的本源是最为符合该行利益的。

首先，宁波乃至浙江全省，中小微企业活跃，金融服务需求旺盛，有业务空间

(内地某地区中小微企业欠不发达, 无此业务空间); 其次, 大型企业贷款收益率低, 宁波银行以价值最大化为决策导向, 认为参与其中发挥不了特别优势, 甚至无利可图。

图 4: 宁波地区乃至浙江省中小微企业活跃



资料来源: 各地统计年鉴(2017年)规上工业数据, 国信证券经济研究所整理(温州数据未区分大中型企业)

然后是“怎么做”的问题。长期以来, 宁波银行和浙江本土的其他中小银行一样, 探索、掌握了一整套成熟的中小微企业信贷业务方法。(1) 客户定位上, 宁波银行选取经营前景良好、主业清晰的企业, 并且以制造业为主, 其生产经营活动“摸得见看得着”, 且经营现金流稳定, 注重第一还款来源(即经营产生的现金流, 而不是第二还款来源, 即担保抵押等。过度注重第二还款来源的, 是银行业务“典当化”倾向)。(2) 通过客户经理深度调研、侧面验证、细致服务等, 收集各种财务数据之外的综合信息(即非书面化的“软信息”), 紧密跟踪客户经营生产情况, 成为其实现风险控制的核心。再到后来借助各种新兴信息技术, 但原理不变, 依然是实现紧密跟踪之目的。(3) 客户经理挖掘了信贷客户后, 信贷审批统一由总行集中进行(总行的部分审批官驻分行, 跟随分行一起调研企业), 分支机构没有一分钱的信贷审批权限, 分支机构队伍基本上是以营销为主。

通过这些手段, 宁波银行在中小微企业这一风险水平最高的客群中, 遴选出最优质的客户, 体现出一种“业务进取”但“风控保守”的组合, 并且也获得了超过行业一般水平的信贷收益率, 但其风险水平却低于当地其他银行, 实现了“较高收益、较低风险”的惊艳组合。这完全得益于其科学的业务方法。但事实上, 这些业务方法在浙江当地银行业也不是“独门绝技”, 很多体制完善的中小银行都已娴熟使用, 效果普遍较好。但大中型银行普遍用不了, 主要还是管理半径过长, 委托代理成本过高, 体制不够完善, 对员工的管理无法做到足够细致, 因此达不到“感觉是在用自己的钱放贷款”的效果。从这一角度而言, 宁波银行的核心优势仍然是体制, 并因此找到了自己的差异化战略定位, 避免了与大中型银行恶性竞争, 并坚定执行。

宁波银行所谓的“坚守”并不是“愚忠”, 也会跟踪形势灵活调整。比如 2011 年开始浙江中小企业流动性危机, 他们也在某些风险偏高的地区收缩了业务。再比如在苏南、北京等地区, 经济结构与浙江不一样, 属于“强政府”地区, 那么他们也会积极参与政府项目, 即“入乡随俗”。这体现出一种务实、灵活的

性格特点。

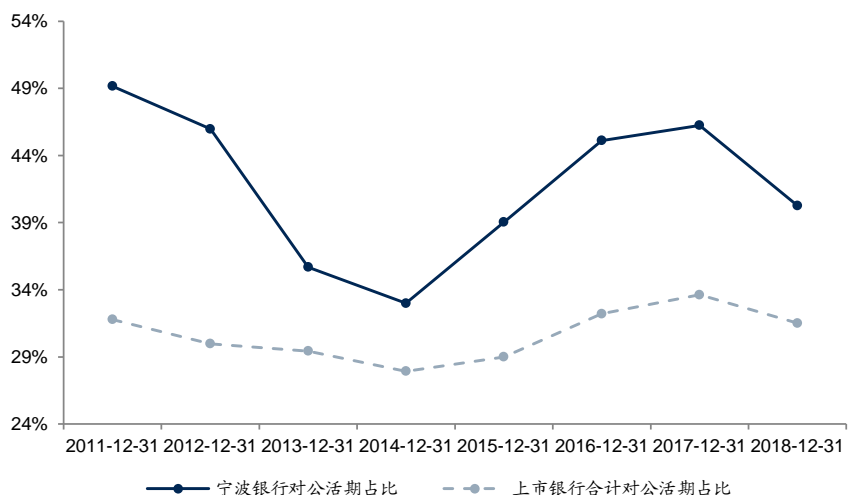
## 贷款业务实现了“较高收益、较低风险”

我们接下来先分析宁波银行的存贷款业务，后面一节再分析全行整体财务数据。之所以这么做，是因为作为一家经营极端灵活的中小银行，凭借敏锐的商业嗅觉，宁波银行会灵活调整业务，不放弃短暂出现的一些业务机会，参与其中。这导致其资产负债结构整体上大开大合，整体财务数据时有起落，很多财务指标极不稳定。比如，发现同业业务存在无风险利差，就大幅介入，这会迅速把全行的息差水平拉低。或者，一旦发现市场上收益率较高，就灵活调整资产配置，大举买入货币市场基金，这也导致利息收益率下降（目前货币市场基金收益不作为利息，而计入投资收益）。这种资产负债的灵活调整导致其息差等某些指标大起大落，并无长期跟踪意义。

### 存贷款业务坚守“汇一存一贷”的本源思路

宁波银行的存贷款业务坚守了“汇一存一贷”的本源思路，非常科学。所谓“汇一存一贷”，是指以各种中间业务、综合服务（统称为“汇”）作为先锋，吸引目标客群成为自己的忠实客户。比如，面向中小企业，宁波银行重点打造“三个专家”：区域性进出口贸易金融专家、中型企业现金管理专家、中小企业电子金融服务专家，均不是直接从存款、贷款切入，而是花心思去解决中小企业日常经营中的实际需求，推出实用的产品，争取客户的基本户，吸引客户前来开户交易。然后，在此基础上，客户的基本户有资金进进出出，最后沉淀下来资金，便形成了结算存款，成本相对较低。然后，在这样的服务过程中，还加深了对客户业务的了解，从而为最终的放贷提供依据。这便是所谓的“汇一存一贷”一体的思路，这样能够增加客户粘性，降低存款成本（因为是以结算存款为主），改善贷款风控（因为对业务足够了解，且能够控制账户）。因此，宁波银行企业活期存款占比较高，也不用过度依赖价格手段。

图 5：宁波银行对公活期存款占比高于行业



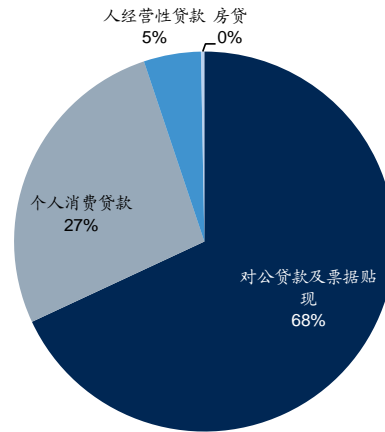
资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

相比之下，有些银行因种种原因（很多是考核过于简单粗暴的原因，比如每年就是考核存贷款规模），脱离了“汇一存一贷”思路，营销客户时以贷款、存款单兵突进，虽然短期有效果，但容易导致长期乏力，或者陷入价格战。

### 贷款收益率高，存贷利差居于同业前列

宁波银行的贷款收益率在上市银行中居于前列。除上述中小企业贷款利率高的原因之外，宁波银行还有较高比例的贷款投向个人消费贷，收益率也较高。对于收益率较低的个人按揭、大型企业贷款等，宁波银行参与较少。

图 6：宁波银行消费贷投放量较大

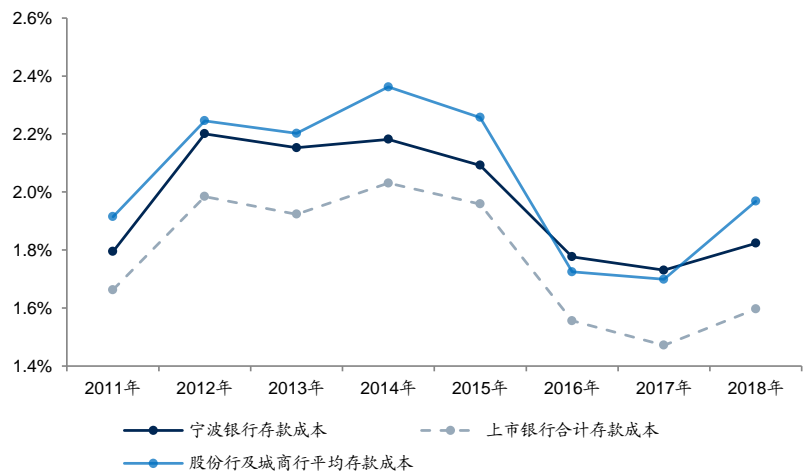


资料来源：宁波银行 2018 年报，国信证券经济研究所整理

如前文所述，宁波银行的存款基础较好，主要受益于长期以来服务企业获取的基本户，从而获得较高的对公活期存款占比，这是其控制存款成本的主要手段。但就对公活期存款单一品种的成本而言，宁波银行相比行业也无特别优势，不排除也是主动提高价格协助营销客户。可见，宁波银行是以“服务+价格”双管齐下的方式，获取较大比例对公活期存款，以此来降低整体存款成本。

另外，和大部分中小银行一样，宁波银行的个人存款并无优势，而个人存款是大型银行降低存款成本的主要手段。综合上述几点优劣势之后，宁波银行整体存款利率与全行业的差异不是很明显，不过跟其他中小银行相比，宁波银行的存款成本还是有优势的。

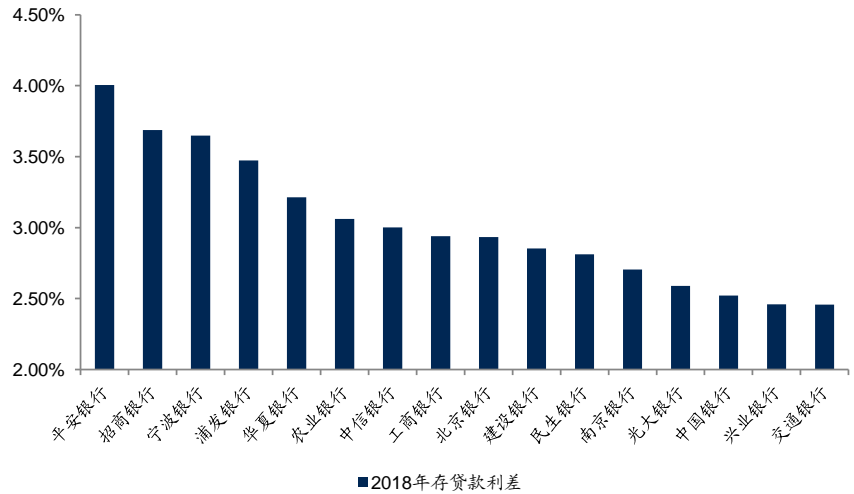
图 7：宁波银行存款成本跟行业整体相比没有明显优势，但比其他中小行有优势



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

由于贷款利率可观，结合上述存贷款两方面，观察其存贷利差，宁波银行仍然居于行业前列。

图 8：宁波银行存贷款利差位居行业前列



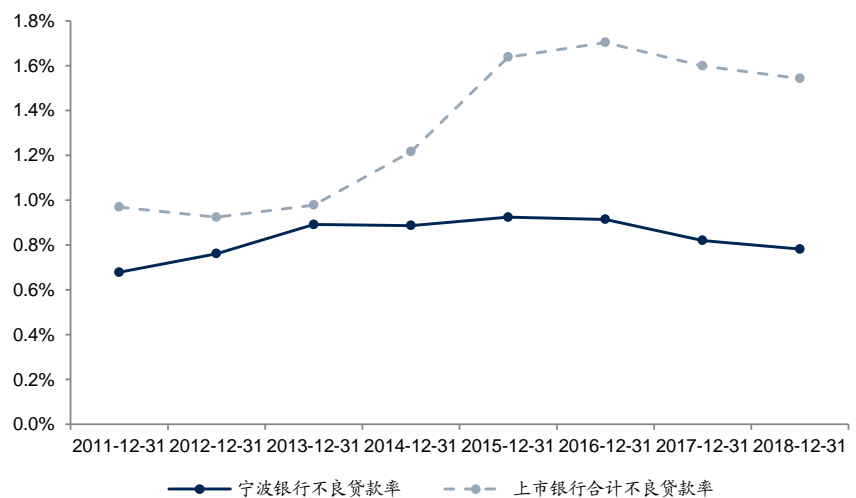
资料来源：上市银行 2018 年报，国信证券经济研究所整理

### 贷款实现“较高收益、较低风险”的组合

贷款收益率还需要与资产质量结合来看，因为某些银行是通过介入更高风险客群来博取更高的贷款收益率，这会导致其贷款呈现出“较高收益、较高风险”特征。但从宁波银行数据来看：

- ✓ 一方面其不良率持续居于行业极低水平。即使在浙江省发生中小企业流动性危机的时候，其不良率也未上行至 1% 以上。浙江中小企业流动性危机发端于 2011 年的温州，2012-2013 年席卷全省，2016 年前后开始启稳。宁波银行的不良资产周期与其大致同步，但这一周期变化领先于全国。

图 9：宁波银行不良贷款率一直很低

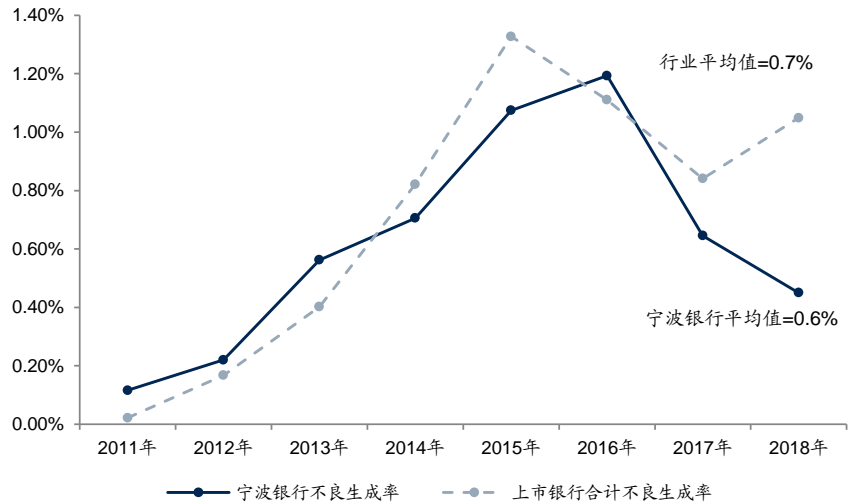


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

- ✓ 再观察每年的不良生成率。宁波银行的不良生成率时高时低，拉长时间来

看，比行业平均水平略低一些。在承担较低风险的情况下，宁波银行获得了更高的贷款收益率，显然是获得了超额收益。

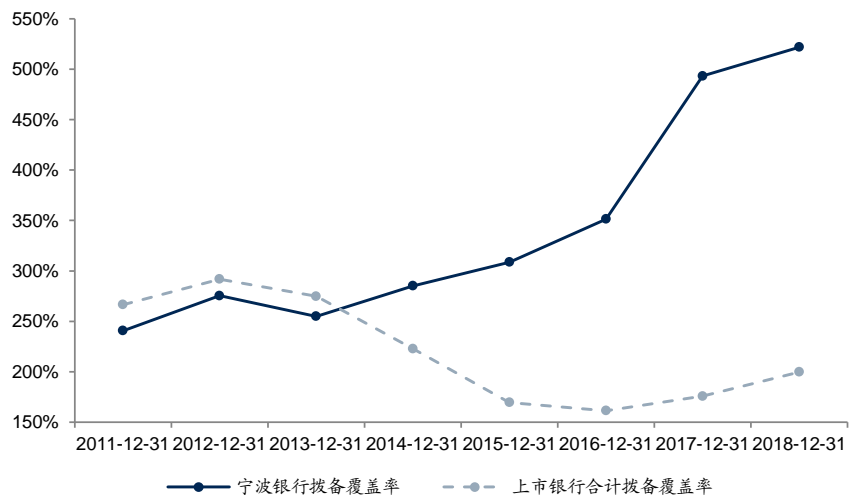
图 10: 宁波银行不良生成率长期来看略低于行业



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

- ✓ 此外，宁波银行近几年逐步将拨备覆盖率提升至 500%以上，为今后的审慎经营提供了充足的安全垫。

图 11: 宁波银行拨备覆盖率远远领先行业



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

因此，宁波银行的存贷款业务是经历了周期考验，以差异化的客群定位、完善的机制和科学的方法，实现了较高收益和较低风险的完美组合。

## 全行财务表现：资产制胜，资本用足

我们接下来看宁波银行的整体财务数据。分析后发现，宁波银行在出色完成存贷款业务的基础上，再通过其他业务加杠杆的方式，扩大盈利，最终体现为较

高水平的 ROE。

2018 年，宁波银行 ROE 高达 16.9%，在上市银行中仅次于贵阳银行，居于第二名。而且，宁波银行的 ROA、权益乘数均居于行业前列，并且是完全来自于市场化竞争的成果，因此受到了市场的高度认可，体现为较高的估值。

以下为杜邦分解表，通过这种分解，可以把绝对金额的利润表“翻译”成相对比率的利润表，从而实现不同规模银行的横比。

**表 5: 上市银行杜邦分析 (2018 年)**

	利息收入/平均资产	利息支出/平均资产	利息净收入/平均资产	手续费净收入/平均资产	业务及管理费/平均资产	资产减值损失/平均资产	所得税/平均资产	其他因素	ROA	平均权益乘数	ROE
工商银行	3.49%	-1.38%	2.11%	0.54%	-0.68%	-0.60%	-0.27%	0.00%	<b>1.10%</b>	12.2	13.4%
建设银行	3.61%	-1.42%	2.19%	0.54%	-0.73%	-0.66%	-0.23%	0.01%	<b>1.12%</b>	12.1	13.5%
农业银行	3.62%	-1.40%	2.23%	0.36%	-0.85%	-0.62%	-0.22%	0.04%	<b>0.92%</b>	14.1	13.0%
中国银行	3.41%	-1.61%	1.81%	0.43%	-0.69%	-0.49%	-0.18%	0.07%	<b>0.94%</b>	12.5	11.8%
交通银行	3.85%	-2.34%	1.51%	0.44%	-0.69%	-0.47%	-0.13%	0.13%	<b>0.80%</b>	13.7	10.9%
招商银行	4.34%	-1.71%	2.63%	1.03%	-1.19%	-0.94%	-0.40%	0.12%	<b>1.25%</b>	12.6	15.8%
兴业银行	4.25%	-2.68%	1.57%	0.66%	-0.64%	-0.71%	-0.10%	0.17%	<b>0.94%</b>	14.6	13.7%
民生银行	4.31%	-2.65%	1.66%	0.80%	-0.79%	-0.77%	-0.14%	0.08%	<b>0.84%</b>	14.6	12.3%
浦发银行	4.57%	-2.53%	2.03%	0.63%	-0.70%	-0.98%	-0.14%	0.08%	<b>0.92%</b>	13.6	12.5%
中信银行	4.27%	-2.22%	2.05%	0.78%	-0.87%	-1.00%	-0.15%	-0.02%	<b>0.78%</b>	13.5	10.6%
平安银行	5.09%	-2.64%	2.46%	0.94%	-1.06%	-1.43%	-0.22%	0.06%	<b>0.74%</b>	14.6	10.8%
光大银行	4.26%	-2.53%	1.73%	0.87%	-0.75%	-0.84%	-0.17%	-0.04%	<b>0.79%</b>	13.7	10.8%
华夏银行	4.49%	-2.50%	2.00%	0.69%	-0.91%	-0.82%	-0.22%	0.08%	<b>0.81%</b>	14.0	11.4%
北京银行	4.32%	-2.47%	1.85%	0.36%	-0.57%	-0.71%	-0.14%	0.02%	<b>0.82%</b>	13.3	10.9%
南京银行	4.48%	-2.67%	1.80%	0.30%	-0.66%	-0.54%	-0.12%	0.15%	<b>0.94%</b>	16.3	15.2%
宁波银行	4.41%	-2.21%	2.20%	0.54%	-0.93%	-0.67%	-0.03%	-0.08%	<b>1.04%</b>	16.2	16.9%
江苏银行	4.56%	-3.03%	1.53%	0.28%	-0.54%	-0.55%	-0.05%	0.05%	<b>0.71%</b>	15.7	11.2%
贵阳银行	4.85%	-2.54%	2.31%	0.25%	-0.70%	-0.75%	-0.07%	0.05%	<b>1.09%</b>	16.4	17.9%
上海银行	4.35%	-2.41%	1.95%	0.31%	-0.47%	-0.80%	-0.06%	0.02%	<b>0.95%</b>	12.4	11.7%
杭州银行	4.23%	-2.61%	1.62%	0.14%	-0.59%	-0.69%	-0.04%	0.20%	<b>0.63%</b>	15.8	9.9%
江阴银行	4.77%	-2.08%	2.68%	0.06%	-0.91%	-1.28%	0.16%	-0.01%	<b>0.69%</b>	11.2	7.8%
苏农银行	4.32%	-1.78%	2.54%	0.07%	-1.02%	-1.08%	-0.08%	0.34%	<b>0.77%</b>	11.8	9.0%
无锡银行	4.24%	-2.15%	2.08%	0.06%	-0.65%	-0.64%	-0.15%	0.05%	<b>0.75%</b>	13.9	10.4%
张家港行	4.49%	-1.90%	2.59%	0.03%	-1.01%	-1.02%	-0.03%	0.22%	<b>0.78%</b>	11.6	9.1%
常熟银行	5.44%	-2.22%	3.22%	0.23%	-1.34%	-1.06%	-0.25%	0.20%	<b>1.00%</b>	12.8	12.8%

资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

我们再将上表转换为名次，这样更加方便观察。从排名来看，宁波银行是典型的靠资产制胜，通过较高的净息差获得较高的 ROA（这里需要注意的是，宁波银行所得税/平均资产远远低于同业，是因为免税收入多，因此在税收还原后，会进一步拉高净息差。所以我们将所得税/平均资产低，可以理解为净息差高）。



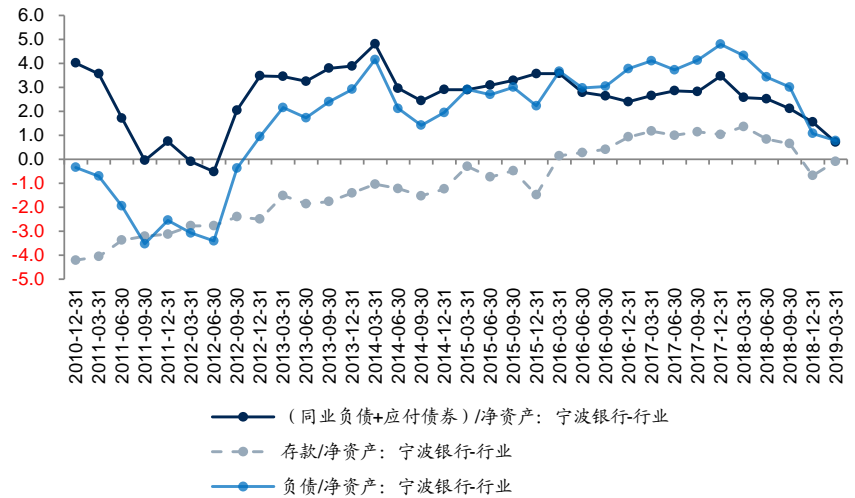
**表 6: 上市银行杜邦分析排名 (2018 年)**

	利息收入/平 均资产	利息支出/平 均资产	利息净收入/ 平均资产	手续费净收入 /平均资产	业务及管理费 /平均资产	资产减值损失 /平均资产	所得税/平均 资产	其他因素	ROA	平均权益 乘数	ROE
工商银行	24	1	11	11	8	5	24	21	3	21	7
建设银行	23	3	10	10	13	8	22	20	2	22	6
农业银行	22	2	8	15	16	6	20	17	11	9	8
中国银行	25	4	18	13	10	2	18	12	8	19	12
交通银行	21	13	25	12	9	1	11	7	16	13	16
招商银行	12	5	3	1	24	18	25	8	1	18	3
兴业银行	18	24	23	7	5	12	9	5	9	7	5
民生银行	15	22	21	4	15	14	13	10	13	6	11
浦发银行	5	18	14	8	11	19	14	11	12	14	10
中信银行	16	11	13	5	17	20	15	23	18	15	20
平安银行	2	21	6	2	23	25	19	13	22	8	19
光大银行	17	17	20	3	14	17	17	24	17	12	18
华夏银行	8	16	15	6	19	16	21	9	15	10	14
北京银行	13	15	17	14	3	11	12	19	14	16	17
南京银行	9	23	19	17	7	3	10	6	10	2	4
宁波银行	10	10	9	9	20	9	2	25	5	3	2
江苏银行	6	25	24	18	2	4	5	14	23	5	15
贵阳银行	3	19	7	19	12	13	7	15	4	1	1
上海银行	11	14	16	16	1	15	6	18	7	20	13
杭州银行	20	20	22	21	4	10	4	3	25	4	22
江阴银行	4	8	2	24	18	24	1	22	24	25	25
苏农银行	14	6	5	22	22	23	8	1	20	23	24
无锡银行	19	9	12	23	6	7	16	16	21	11	21
张家港行	7	7	4	25	21	21	3	2	19	24	23
常熟银行	1	12	1	20	25	22	23	4	6	17	9

资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

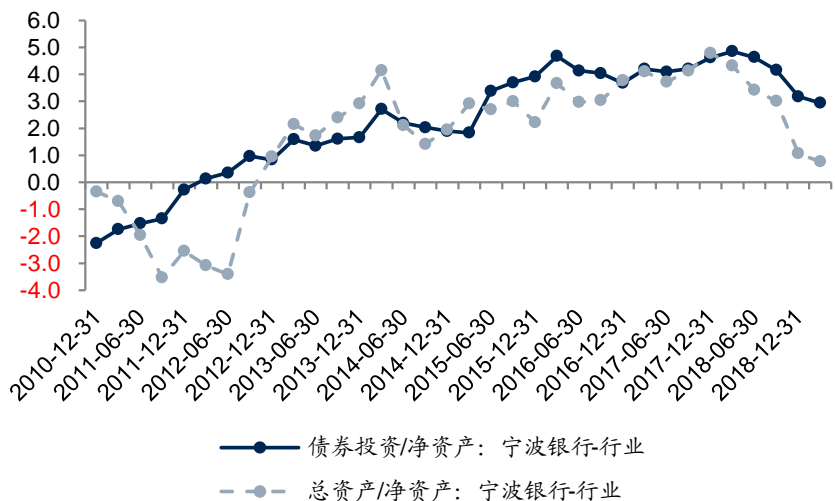
此外, 宁波银行权益乘数也很高, 一定程度上也是通过加杠杆获取了更高回报。在完成存贷款业务之后, 在资本充足率等各项监管指标允许的情况下, 宁波银行还会将杠杆空间尽可能用足。比如, 早几年是吸收同业负债或发行同业存单[体现为宁波银行的“(同业负债+应付债券)/净资产”指标高于行业水平], 投放于其他资产, 比如非标、基金等。

图 12: 宁波银行通过同业融资加杠杆



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 13: 宁波银行加杠杆资金用于投资，主要是非标、基金等



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

宁波银行之所以通过加杠杆的方式扩大收益，背景是作为地方性中小银行，其信贷额度受到央行各种名义的管制。早年是信贷额度，后来是合意信贷额度，其背后的计算方法略有差异，但最后的结果是一样的：就是每月领到的信贷额度非常有限（这也客观上导致了中小银行贷款营销任务相对轻，可以精挑细选最好的客户准入）。但由于宁波银行存款基础良好，吸收了大量的资金，但缺信贷额度，因此形成了较低存贷比，多余资金用于其他投资。

因此，从全行的资产负债配置来看，宁波银行就是在信贷额度受限的背景下，“带着镣铐跳舞”，完成了既定额度的信贷投放后，先用足存款资金，投资于非信贷资产，再想方设法扩大负债，用于非信贷资产的配置，从而尽可能增加全行盈利。这一方面体现出管理层争取价值最大化的不懈努力与敬业精神，另一方面在多种监管限制的条件下找到这么多风险较低、盈利稳定的资产，显示高

度专业性。但展望未来，受资本充足率限制，这种加杠杆的空间也是有限的。综上，宁波银行表现出巨大的机制优势，采用科学的方法从事存贷款业务，业绩优良。但信贷额度受管控，无法满足其信贷需求，只能通过金融市场业务加杠杆扩张，赚取更多盈利。这体现的是为了股东价值最大化而努力的敬业、专业精神，但也是信贷额度管控下的无奈之举。

## 盈利预测

### 假设前提

我们对宁波银行盈利增长的关键驱动因素假设如下：

- 总资产增长率：考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配，我们预计未来几年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动，从 Wind 一致预测的名义 GDP 增速来看，大致在 8.5% 上下。考虑到宁波银行在 2017 年底发行可转债补充资本，我们认为随着资本使用效率提升，其资产增速将高于全行业。我们假设 2019-2021 年宁波银行总资产同比增速分别为 13.0%/13.1%/13.1%，使得其权益乘数逐渐企稳；
- 净息差：我们在未来利率保持稳定的假设下，通过资产负债到期日结构数据测算未来净息差变化。我们预计宁波银行 2019-2021 年净息差为 1.91%/1.86%/1.85%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，以及重定价未考虑新投放资产收益率及新增负债付息率情况，可能存在较大误差，我们在下表中对净息差做了敏感性分析；
- 资产质量：宁波银行资产质量长期保持在优异水平，但我们在此处处于谨慎考虑，仍然适当提高了对其不良生成率的假设，主要是考虑到 2018 年以来工业企业偿债能力下滑，对银行不良生成率有一定影响，目前这种下滑趋势未见明显改善。我们认为公司资产质量与同业相比仍然优异，但难免受到行业整体下行压力影响。我们假设公司 2019-2021 年不良生成率稳定在 0.65%，比 2018 年高出 20bps；考虑到公司的不良贷款率已经非常低，难以继续下降，我们假设 2019-2021 年不良贷款率稳定在 0.78%（这实际上隐含了不良核销转出率的增加）；由于不良生成率增加，我们假设公司拨备覆盖率有所下降，2019-2021 年分别为 501%/472%/446%；
- 分红率：假设未来分红率跟 2018 年一样，为 18.6%。公司近三年分红率为 17.5%/21.7%/18.6%，考虑到公司 2017 年底完成可转债发行，假设分红率保持跟 2018 年一致亦比较合理。

### 未来三年盈利预测

在上述关键假设下，我们预计公司 2019-2021 年净利润同比增长 17.9%/15.9%/15.1%，归母净利润同比增长增速跟净利润增速相同；2019-2021 年 ROE 为 15.3%/15.6%/15.7%。

**表 7: 盈利预测结果**

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业净收入	28,930	31,792	34,266	37,662
(+/-%)	14.3%	9.9%	7.8%	9.9%
其中: 净利息收入	19,120	21,591	23,705	26,774
手续费净收入	5,794	6,186	6,545	6,872
营业成本	10,177	11,283	12,177	13,387
其中: 资产减值损失	7,207	6,911	6,336	6,154
利润总额	11,498	13,550	15,705	18,073
减: 所得税	277	326	378	435
净利润	11,221	13,224	15,326	17,637
(+/-%)	19.9%	17.9%	15.9%	15.1%
摊薄每股收益(元)	2.10	2.49	2.89	3.34
总资产收益率(ROA)	1.04%	1.11%	1.14%	1.16%
净资产收益率(ROE)	16.9%	15.3%	15.6%	15.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁, 因此净息差对预测影响不确定性最大, 我们进行如下敏感性分析:

**表 8: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析**

	净利润同比			ROE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
净息差 (+5bps)	22.8%	20.6%	19.7%	15.8%	16.2%	16.3%
基准情形	17.9%	15.9%	15.1%	15.3%	15.6%	15.7%
净息差 (-5bps)	12.9%	11.2%	10.5%	14.7%	15.0%	15.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 24~30 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司折现率的假设和永续期 ROE、永续增长率的假定, 及其和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

(1) 我们尽可能拉取了较长时间的回报率, 以此作为我们所认为的大盘长期投资收益率合理假设值。但市场上投资者众多, 不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致, 因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值, 这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析, 但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值;

(2) 我们假定公司在第二阶段、第三阶段的 ROE 比行业平均水平高出 2%、1%, 考虑到目前公司 ROE 高出行业水平约 3 个多百分点, 因此该假设审慎地反映了公司的竞争优势。但该假设所基于的前提, 是全行业长期 ROE 在 10% 左右, 而

这一假设又进一步基于行业竞争充分，存在高效的准入和退出机制。但现实情况是，目前行业准入难度较高，推出壁垒也很高。虽然监管当局推动民营银行成立、研究银行业破产相关法律法规等有助于增强行业准入退出效率，但未来行业能否实现高效的准入和退出机制在时间上存在不确定性。较高的退出壁垒可能导致行业竞争过度，从而拉低公司估值水平；

(3) 我们假设公司永续增长率将收敛于长期名义 GDP 增速，但对名义 GDP 增速的假设比较主观。虽然有美国长达 90 年的名义 GDP 增速作为参考，但依然存在不确定性。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(4) 相对估值时我们选取了全部上市银行进行比较，选取了可比公司 2019 年平均动态 PB 做为相对估值的参考，同时考虑公司盈利能力、公司成长性、公司较高的拨备覆盖率，对行业平均动态 PB 进行修正，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。

### 盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，尤其是宁波银行资产负债表中有相当大比例的利率敏感性资产和负债，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。

对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了偏向保守的假设（宁波银行 2018 年不良生成率相较于 2017 年是下降的，但我们仍然假设其未来不良生成率再次回升）。

### 政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响，正面和负面影响都有可能。

### 经营风险

一般来讲，中小银行在服务中小企业方面具备优势，主要是因为他们规模较小、管理难度相对较低，随着公司规模扩大，可能会加大管理难度，从而有可能会对业绩产生影响。

### 财务风险

公司权益乘数超过 13 倍且未来有可能进一步提高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

### 市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

### 其它风险

公司于上月披露了股票增发预案，预计发行不超过 80 亿元股票。增发可能导致原有股东即期收益被摊薄。

**表 9: 估值表**

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601288.SH	农业银行	3.65	13.4%	12.4%	11.9%	5.1%	4.4%	4.5%	0.80	0.74	0.68	6.4	6.2	5.9
601988.SH	中国银行	3.82	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.74	0.69	0.63	6.5	6.3	6.0
600036.SH	招商银行	33.28	16.6%	16.7%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.66	1.47	1.29	10.6	9.3	8.1
601166.SH	兴业银行	18.21	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.86	0.77	0.70	6.4	5.9	5.4
600016.SH	民生银行	6.11	13.0%	12.3%	11.1%	1.0%	3.9%	4.8%	0.65	0.60	0.55	5.2	5.0	4.7
600000.SH	浦发银行	11.34	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.9%	0.75	0.68	0.61	6.1	5.5	5.2
601998.SH	中信银行	5.81	11.2%	10.6%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.71	0.65	0.60	6.6	6.3	6.1
000001.SZ	平安银行	12.38	11.4%	11.1%	10.8%	7.0%	6.9%	7.1%	0.97	0.87	0.79	8.9	8.3	7.7
601818.SH	光大银行	3.88	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.70	0.64	0.59	6.3	6.0	5.6
600015.SH	华夏银行	7.49	12.3%	9.8%	8.5%	5.2%	3.3%	3.5%	0.58	0.47	0.44	5.8	5.6	5.4
601169.SH	北京银行	5.91	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.72	0.66	0.61	6.5	6.1	5.7
601009.SH	南京银行	7.98	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.00	0.88	0.78	6.4	5.6	4.9
002142.SZ	宁波银行	22.31	19.0%	18.5%	18.4%	19.9%	17.9%	15.9%	1.76	1.51	1.30	10.6	9.0	7.7
600919.SH	江苏银行	7.16	12.4%	12.7%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.81	0.74	0.67	6.9	6.1	5.5
601128.SH	常熟银行	7.26	13.3%	12.4%	12.4%	17.5%	18.4%	19.3%	1.55	1.23	1.12	13.4	11.3	9.5
<b>平均</b>			<b>13.4%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.5%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>0.93</b>	<b>0.83</b>	<b>0.75</b>	<b>7.4</b>	<b>6.7</b>	<b>6.2</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032