

长期增长逻辑清晰，估值底部弹性凸显

——宁波银行首次覆盖报告

核心观点

- 立足区域禀赋，打造业务特色。**浙江民营经济发达，居民富裕程度高，宁波港出口数据边际改善，在出口地区多元化和产品结构优化的支持下，预计中长期保持较强韧性。宁波银行贷款投向主要为制造业、商贸业和消费贷，契合当地资源禀赋。
- 股权结构稳定多元，治理机制高度市场化。**宁波银行前十大股东涵盖国资、外资和民间资本，较早建立现代公司治理机制，经营决策拥有较高自主性，管理层均拥有多年行内工作经历，持股市值居 A 股上市城商行之首，利好战略的长期稳定执行。
- ROE 领先同业，盈利能力兼具高水平 and 稳健性。**宁波银行长期保持行业领先的 ROE 水平，2022 年、2023Q3 年化 ROE 在 A 股上市城商行中排名第二、第四位，盈利能力历经周期检验，核心驱动因素有望保持，继续支撑高估值溢价。
- 贯彻差异化打法，造就城商行标杆。**1) 对公深耕中小企业，产品体系完备，客户粘性高、议价能力强带来了稳定的低成本负债；2) 零售贷款以消费贷为主，支撑高收益率，需求回暖和消金公司业务开展有望带动增速回升，经营贷、按揭贷具备增长空间；3) 息差优势仍存，存款成本率为行业最低，负债成本优势牢固。资产端或受益于消费贷增速的改善，且受存量按揭重定价影响较小；4) 零售 AUM 持续扩张，强渠道能力和中高端客群优势凸显，财富管理潜力大，中收修复态势有望延续。
- 风控模范，资产质量穿越周期。**低成本负债的保障、强大的风控能力和资产风险定价能力，塑造了稳健优异的资产质量，上市以来宁波银行不良率始终低于 1%，2023Q3 为 A 股上市城商行次低水平，不良前瞻指标维持低位。拨备覆盖率领先行业，信用成本低位下行，反哺利润空间充足。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 2023/24/25 年归母净利润同比增速分别为 13.9%/15.0%/16.8%，BVPS 为 26.61/30.61/35.30 元，当前 A 股股价对应 0.74/0.64/0.56 倍 PB。宁波银行在公司治理、差异化竞争力、风控和资产质量、ROE 等方面的优势稳固，估值有望受益于实体经济修复进程，采用历史估值法，参考近三年 PB (FY1) 中枢 1.4 倍给予 35% 折价，对应 24 年 0.90 倍 PB，目标价 27.55 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 经济复苏及居民收入修复不及预期；资本市场波动超预期；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 52,774 | 57,879 | 62,611 | 69,108 | 77,488 |
| 同比增长(%) | 28.4% | 9.7% | 8.2% | 10.4% | 12.1% |
| 营业利润(百万元) | 20,507 | 25,399 | 28,773 | 33,086 | 38,633 |
| 同比增长(%) | 24.3% | 23.9% | 13.3% | 15.0% | 16.8% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 19,546 | 23,075 | 26,291 | 30,243 | 35,329 |
| 同比增长(%) | 29.9% | 18.1% | 13.9% | 15.0% | 16.8% |
| 每股收益(元) | 3.13 | 3.38 | 3.87 | 4.46 | 5.23 |
| 每股净资产(元) | 20.38 | 23.14 | 26.61 | 30.61 | 35.30 |
| 总资产收益率(%) | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 平均净资产收益率(%) | 16.6% | 15.6% | 15.5% | 15.6% | 15.9% |
| 市盈率 | 6.28 | 5.82 | 5.09 | 4.41 | 3.76 |
| 市净率 | 0.97 | 0.85 | 0.74 | 0.64 | 0.56 |

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

| 投资评级 | 买入 (首次) |
|------------------|------------------|
| 股价 (2024年01月11日) | 19.67 元 |
| 目标价格 | 27.55 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 34.15/18.8 元 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 660,359/652,376 |
| A 股市值 (百万元) | 129,893 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 银行 |
| 报告发布日期 | 2024 年 01 月 11 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|---------|-------|-------|--------|--------|
| 绝对表现% | 3.09 | -5.7 | -26.02 | -40.43 |
| 相对表现% | 4.63 | -2.08 | -15.88 | -22.62 |
| 沪深 300% | -1.54 | -3.62 | -10.14 | -17.81 |



证券分析师

屈俊 qujun@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860523060001

联系人

于博文 yubowen1@orientsec.com.cn
王霄鸿 wangxiaohong@orientsec.com.cn

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 一、立足区域禀赋，打造业务特色 | 5 |
| 1.1 民营经济发达，居民财富水平领先 | 5 |
| 1.2 地区和产业结构支撑下，出口具备较强韧性 | 7 |
| 1.3 立足浙江布局全国，业务特色契合地方禀赋 | 9 |
| 二、股权结构稳定多元，治理机制高度市场化 | 10 |
| 2.1 国资、外资、民间资本三方持股，主要股东多次增持 | 10 |
| 2.2 较早形成现代公司治理机制，管理层稳定且经验丰富 | 11 |
| 三、ROE 领先同业，盈利能力兼具高水平和稳健性 | 12 |
| 四、贯彻差异化打法，造就城商行标杆 | 14 |
| 4.1 对公：深耕中小企业，形成稳定的低成本存款来源 | 14 |
| 4.2 零售：抢先布局消费贷支撑高收益，后续增长仍可期 | 16 |
| 4.3 高收益资产、低成本负债共助力，息差优势仍存 | 18 |
| 4.4 财富管理潜力巨大，AUM 总量结构持续向好 | 20 |
| 五、风控模范，资产质量穿越周期 | 23 |
| 六、盈利预测与投资建议 | 24 |
| 6.1 盈利预测 | 24 |
| 6.2 投资建议 | 26 |
| 七、风险提示 | 27 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 截至 2023 年 11 月, 浙江注册资本在 1000 万以下的企业占比约 85% (单位: 万家) | 5 |
| 图 2: 浙江居民富裕程度较高, 2022 年人均可支配收入超 6 万元 | 6 |
| 图 3: 2022 年以来浙江消费修复情况整体好于全国水平 | 6 |
| 图 4: 2022 年以来浙江住户贷款同比增速多快于全国水平 | 6 |
| 图 5: 宁波舟山港为全国货物吞吐量第一大港 | 7 |
| 图 6: 宁波港货物和集装箱吞吐量同比持续改善 | 7 |
| 图 7: 我国对部分国家和地区出口金额占比 | 8 |
| 图 8: 2023 年 1-11 月宁波港对部分国家和地区累计出口金额 | 8 |
| 图 9: 2023 年 1-11 月宁波港累计出口金额前十大商品 | 8 |
| 图 10: 宁波银行分支机构区域分布 | 9 |
| 图 11: 宁波银行贷款投向区域分布 | 9 |
| 图 12: 宁波银行对公贷款主要投向制造业和商贸业 | 10 |
| 图 13: 宁波银行零售贷款以消费贷为主 | 10 |
| 图 14: 宁波出口表现与宁波银行营收存在一定相关性, 与归母净利润相关性较低 | 10 |
| 图 15: 2023Q3 十大股东涵盖国资、外资和民间资本 | 11 |
| 图 16: 上市以来宁波银行大股东多次增持 | 11 |
| 图 17: 截至 2023 年 6 月底, 宁波银行高管持股市值高于其余上市城商行 | 12 |
| 图 18: 宁波银行 ROE 保持可比同业较高水平 | 12 |
| 图 19: 宁波银行估值溢价处于上市银行前列 | 13 |
| 图 20: 宁波银行 ROE 长期稳定在较高水平 | 13 |
| 图 21: 宁波银行对公业务立足中小企业, 客户数量持续增长 | 14 |
| 图 22: 宁波银行零售公司业务存贷款余额及同比增速 | 14 |
| 图 23: 宁波银行公司银行业务存贷款余额及同比增速 | 14 |
| 图 24: 宁波银行对公贷款余额占比及同比增速 | 15 |
| 图 25: 宁波银行对公活期和定期存款余额占比 | 15 |
| 图 26: 宁波银行对公存款及计息负债成本率整体呈下降走势 | 16 |
| 图 27: 2023H1 上市城商行及国有行对公存款成本率 | 16 |
| 图 28: 宁波银行个贷结构以消费贷为主 | 17 |
| 图 29: 2023H1 上市城商行零售贷款收益率 | 17 |
| 图 30: 宁波银行消费贷 ABS 历年发行规模和平均票息 | 17 |
| 图 31: 全国及宁波银行消费贷余额同比增速 | 17 |
| 图 32: 宁波银行净息差走势 | 18 |
| 图 33: 宁波银行净息差收窄幅度相对可控 | 18 |
| 图 34: 宁波银行存款八成左右为对公存款 | 19 |

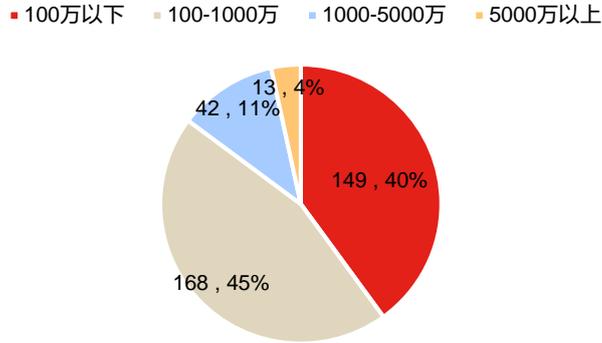
| | |
|--|----|
| 图 35: 宁波银行存款成本率保持可比同业中最低 | 19 |
| 图 36: 宁波银行存款成本率细分走势 | 19 |
| 图 37: 宁波银行贷款收益率保持可比同业前列 | 20 |
| 图 38: 2023H1 上市银行按揭贷余额及占比 | 20 |
| 图 39: 宁波银行中收规模及占比处于行业较高水平 | 20 |
| 图 40: 2023H1 宁波银行中收同比增速回正 | 20 |
| 图 41: 宁波银行零售和私行 AUM 规模持续扩张 | 21 |
| 图 42: 宁波银行私行客户数量迅速增长 | 21 |
| 图 43: 2023H1 部分上市银行零售 AUM 结构 | 21 |
| 图 44: 2023H1 宁波银行代销基金只数为所有银行之首，大幅领先其余城商行 | 22 |
| 图 45: 宁波银行资产质量保持优异，不良率稳定低于行业 | 23 |
| 图 46: 2023Q3 宁波银行不良贷款率继续领先上市城商行 | 23 |
| 图 47: 宁波银行关注类和预期贷款占比较低，不良认定严格 | 23 |
| 图 48: 2023Q3 宁波银行测算不良净生成率低位下行 | 23 |
| 图 49: 宁波银行拨备覆盖率大幅领先城商行整体水平 | 24 |
| 图 50: 宁波银行测算信用成本率低位下行 | 24 |
| 图 51: 宁波银行 PB (FY1) Band | 26 |
| 图 52: 宁波银行、上市银行及上市城商行 PB (LF) 走势 | 26 |
| | |
| 表 1: 2023 年 7 月以来民营经济利好政策频繁出台 | 5 |
| 表 2: 2023 年浙江省政府出台多项举措支持港口建设和外贸发展 | 7 |
| 表 3: 2023Q3 宁波银行十大股东持股明细 | 11 |
| 表 4: 宁波银行“五管二宝”产品介绍 | 15 |
| 表 5: 宁波银行零售贷款产品介绍 | 16 |
| 表 6: 2023H1 部分股份行和城商行中收占比、理财及储蓄存款同比增速 | 22 |
| 表 7: 宁波银行核心指标假设 | 25 |
| 表 8: 宁波银行收入分类预测表 | 25 |

一、立足区域禀赋，打造业务特色

1.1 民营经济发达，居民财富水平领先

浙江为我国民营经济最为发达的地区之一，民营企业“量”“质”齐优。2022年，浙江民营经济增加值占全省GDP的比重为67%，规模以上工业中民营企业贡献增加值超1.5万亿元，同比增长5.2%；截至2023年11月底，注册资本在1000万以下的企业数量约317万家，同比增长7.4%，占全省企业数量的85%。浙江民营经济在取得较高规模和增速的同时，质量也十分突出。2022年浙江共有107家企业入围民营500强，数量连续二十余年领跑全国；截至2023年12月25日，A股上市的699家浙江企业中，民营企业共563家，占比80.5%（全国整体比例为63.7%），其中宁波民营上市企业达70家。

图 1：截至 2023 年 11 月，浙江注册资本在 1000 万以下的企业占比约 85%（单位：万家）



数据来源：Wind，东方证券研究所

中央时隔四年再发民营经济“顶格文件”，浙江经济发展有望受益于政策支持。7月19日，中共中央、国务院出台《关于促进民营经济发展壮大的意见》，围绕持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度等方面提出31条措施，一周后的政治局会议强调“切实优化民营企业发展环境”，随后发改委、央行、国家税务总局、国家市场监督管理总局等部门纷纷推出具体落地举措，利好政策频繁出台，浙江作为民营经济大省，经济发展质量和效率有望再上台阶。

表 1：2023 年 7 月以来民营经济利好政策频繁出台

| 时间 | 名称 | 相关部门 | 主要举措 |
|-----------|-------------------------|----------|---|
| 2023/7/19 | 《关于促进民营经济发展壮大的意见》 | 中共中央、国务院 | 将民营经济定位为“推动中国式现代化的生力军”，围绕持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度等八个方面提出31条措施 |
| 2023/7/24 | 政治局会议 | - | 切实优化民营企业发展环境，坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题，建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场 |
| 2023/8/1 | 《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》 | 发改委等八部门 | 围绕促进公平准入、强化要素支持、加强法治保障、优化涉企服务、营造良好氛围五个方面提出28条具体举措，推动破解民营经济发展中面临的突出问题 |
| 2023/8/3 | 金融支持民营企业发展座谈会 | 中国人民银行 | 提升民营企业贷款稳定性，扩大小微企业授信覆盖面，支持民营企业债券承销发行，加大民营企业债券融资支持工具服务民营企业力度 |

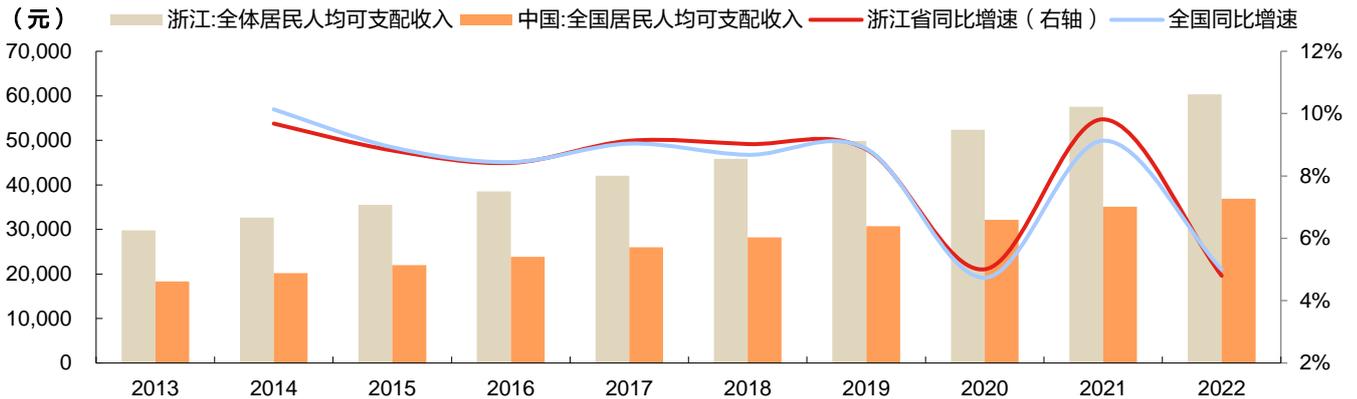
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | | |
|------------|---|------------|---|
| 2023/8/6 | 《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》 | 国家税务总局 | 作为今年第五批便民办税缴费服务举措，聚焦民营企业，出台了一批专门服务小微企业和个体工商户的政策措施 |
| 2023/9/22 | 《市场监管部门促进民营经济发展的若干举措》 | 国家市场监督管理总局 | 围绕优化发展环境、加大政策支持、强化法制保障、着力推动高质量发展、及时推广经验做法等五个方面提出 22 条举措 |
| 2023/11/25 | 《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》 | 央行等八部门 | 提出金融支持民营经济的 25 条具体举措，明确金融服务民营企业目标和重点，着力畅通信贷、债券、股权等多元化融资渠道 |

数据来源：中国政府网，东方证券研究所

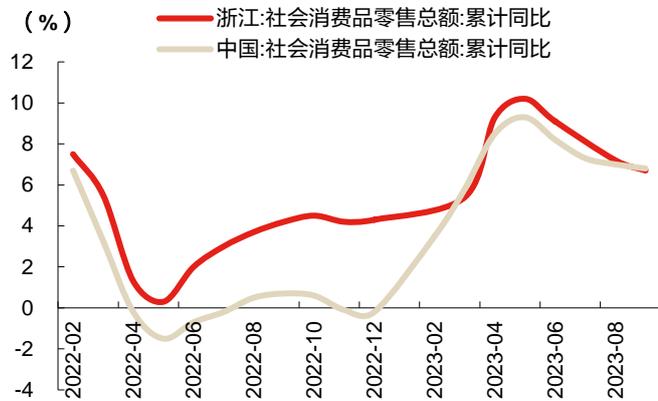
浙江也是“民富”的代表性区域，居民借贷意愿和负债能力较强。2022 年浙江人均可支配收入突破 6 万元，仅次于北京和上海，良好的居民财富水平为消费和借贷行为奠定了基础。在疫情期间以及今年以来的经济修复过程中，浙江社会消费品零售总额同比增速整体快于全国，显示其居民消费能力具备较强的韧性，住户贷款同比增速相对于全国水平也保持领先。

图 2：浙江居民富裕程度较高，2022 年人均可支配收入超 6 万元



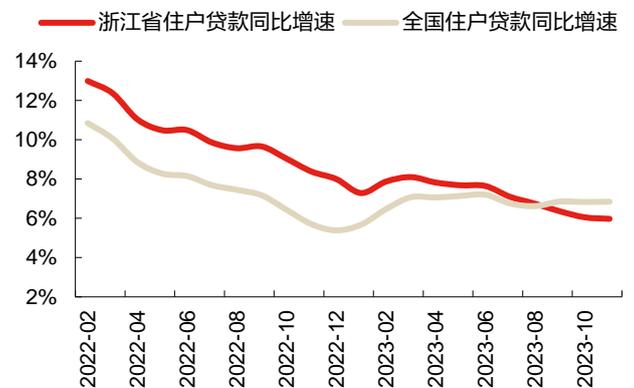
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2022 年以来浙江消费修复情况整体好于全国水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2022 年以来浙江住户贷款同比增速多快于全国水平



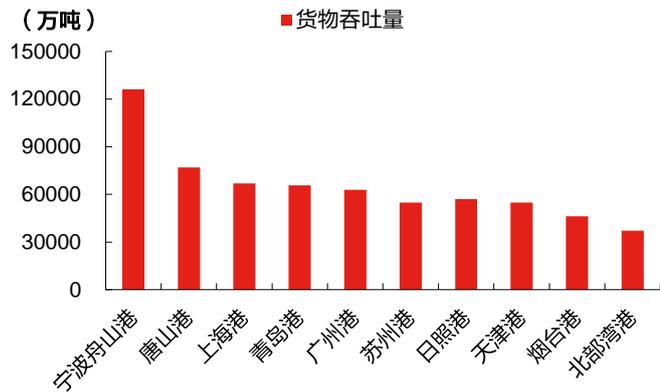
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 地区和产业结构支撑下，出口具备较强韧性

宁波舟山港货物吞吐量连续多年位居全球第一。宁波舟山港由宁波港和舟山港合并而来，拥有 19 个港区、620 多座生产泊位，是自然条件优越的深水良港，2022 年完成货物吞吐量约 12.6 亿吨，远超国内其他港口，连续 14 年位居全球第一，外贸在宁波经济中的重要性较高。

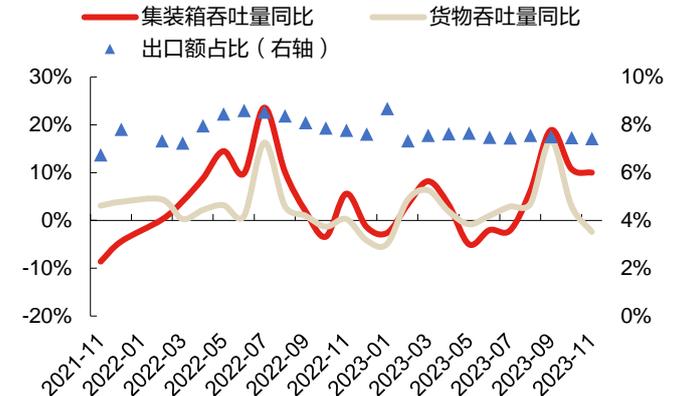
国内出口数据边际好转，政策发力、外需修复带动宁波港吞吐量同比增速明显改善。2023 年 2 月，浙江省政府印发《关于推动经济高质量发展若干政策的通知》，围绕港口建设和对外开放出台多项举措，目标为确保 2023 年出口占全国份额的 14.5% 左右，支持外贸发展意图明确。伴随政策发力、外需企稳和高基数效应的逐渐消退，三季度宁波港货物和集装箱吞吐量同比增速改善明显。国内整体出口数据也有所好转，11 月出口金额同比增长 0.5%，为今年 5 月以来首次转正，虽有低基数影响，但也指向外需的修复，预计出口回暖态势有望延续。

图 5：宁波舟山港为全国货物吞吐量第一大港



数据来源：交通运输部，东方证券研究所

图 6：宁波港货物和集装箱吞吐量同比持续改善



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：2023 年浙江省政府出台多项举措支持港口建设和外贸发展

| 领域 | 举措 | 核心内容 |
|--------------|--------------|---|
| 世界一流交通强省建设政策 | 增强财政要素保障能力 | 围绕支持轨道交通、现代公路网、世界一流强港、国际航空枢纽建设，省财政 2023 年预算安排 166.36 亿元 |
| | 支持多式联运发展 | 对通过嘉兴港从事浙北集装箱海河联运业务的内河港航企业，统筹安排专项资金给予补贴，引导集装箱海河联运发展；鼓励宁波市等地安排专项资金，支持海铁联运发展 |
| | 便利货运车船通行 | 加快提升船闸通过能力，力争平均待闸时间缩短至 24 小时（极端天气除外） |
| | 便利交通运输从业人员 | 推进沿海运输船舶多证联办，力争审批时间提速 80% 以上 |
| 扩大内需和对外开放 | 强化财政资金支持 | 开展杭嘉湖内河船舶营运检验省内通检互认试点工作 省财政 2023 年预算安排 25 亿元，包括自由贸易试验区激励资金 1 亿元、国际新开航线奖补资金 2.06 亿元、新能源汽车推广应用奖补资金 2 亿元等 |
| | 加大外贸支持力度 | 实施“千团万企”拓市场攻坚行动； 政策性外贸产业专项贷款增长 10% 以上； 对材料齐全的出口信用保险限额批复办结率不低于 90%； 对短期出口信用保险保费扶持比例不低于 60%、单家企业最高不超过 500 万元补助经费 |
| | 支持外贸新业态新模式发展 | 省级重点培育数字贸易项目 20 个； 加大对跨境电子商务综合试验区的政策支持力度； 复评和新评省级公共海外仓 20 个以上 |

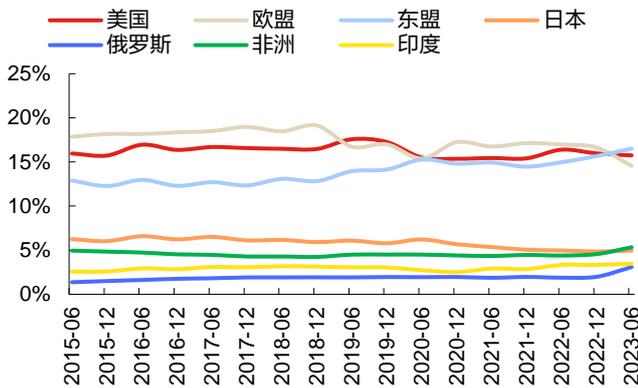
数据来源：浙江省人民政府，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

中长期来看，宁波港出口预计保持较强韧性：

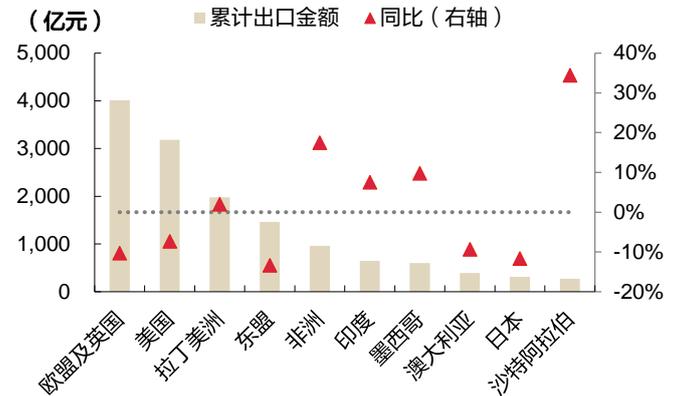
- 1) 从出口地区来看，近年海外发达经济体如欧洲、日本需求有所回落，但美国韧性相对较强，同时东盟、印度、非洲等新兴经济体份额有所上升，为我国出口增长带来了新的动力。截至2023年6月底，宁波港已布局国际航线249条，其中一带一路航线125条，对拉美、东盟、非洲等地区的出口份额已有一定体量，并且2023年1-11月对拉美、非洲、印度、墨西哥、沙特等新兴经济体的累计出口金额取得同比正增长，预计将继续支撑出口增速。
- 2) 从产品结构来看，宁波拥有雄厚的制造业基础，汽车及零部件、绿色石化、新材料、高端装备等为其传统优势产业，2023年1-11月的累计出口金额中，机电产品占比过半，高新技术产品占比近10%，低附加值的劳动密集型产品占比相对较低，出口结构良好，在我国产业结构升级和全球产业布局调整进程中有望保持优势。

图 7：我国对部分国家和地区出口金额占比



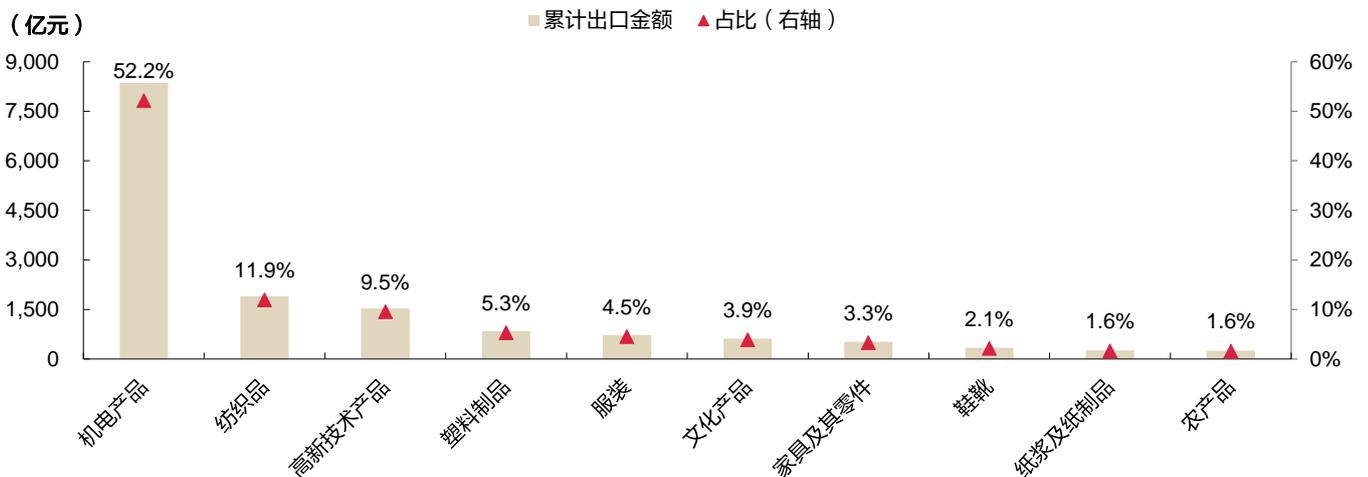
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：2023 年 1-11 月宁波港对部分国家和地区累计出口金额



数据来源：宁波海关，东方证券研究所

图 9：2023 年 1-11 月宁波港累计出口金额前十大商品

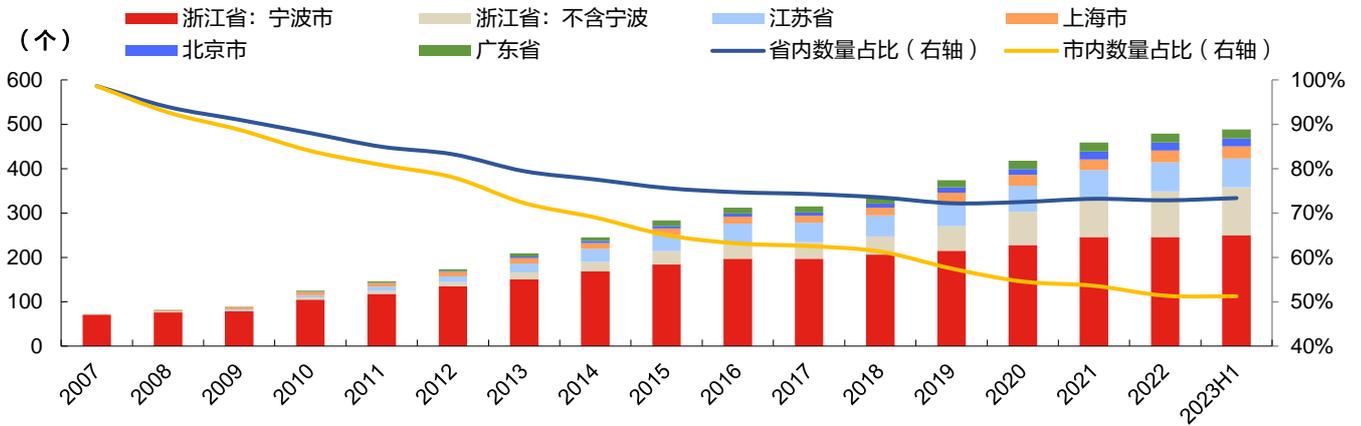


数据来源：宁波海关，东方证券研究所

1.3 立足浙江布局全国，业务特色契合地方禀赋

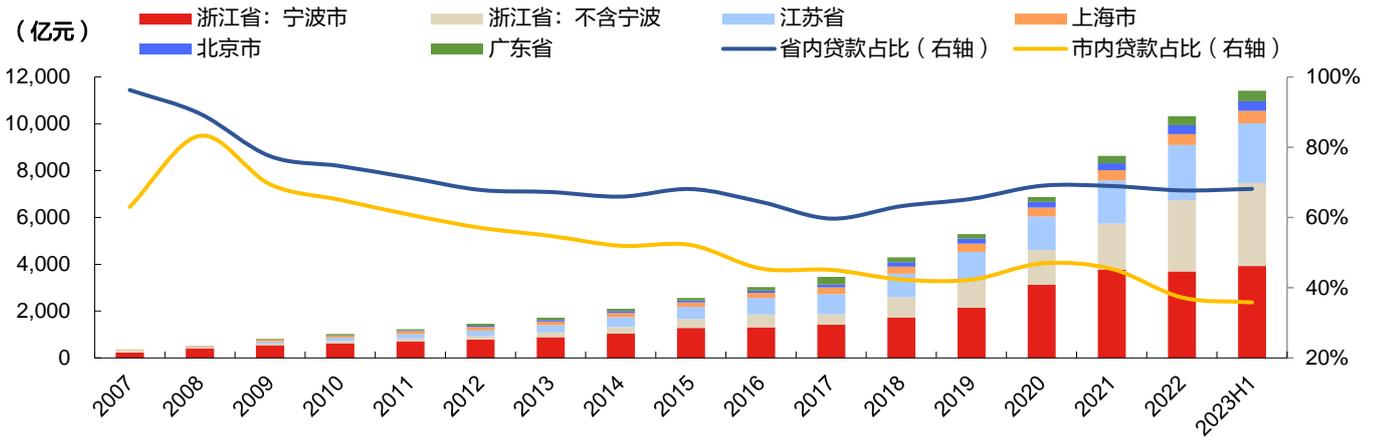
已形成“一体两翼”布局。宁波银行成立于 1997 年，2007 年在深圳证券交易所上市，经过多年经营建立了以长三角为主体，以珠三角、环渤海湾为两翼的“一体两翼”布局。截至 2023 年 6 月底，公司在浙江省内的分支机构和贷款投放占比均在七成左右，其中在宁波的贷款投放量占全市贷款余额的 10.2%，本地竞争优势稳固。与此同时，公司自 2007 年起陆续在北上深等省外地区设立了支行，前瞻性异地布局为其奠定了较大的长期成长空间。

图 10：宁波银行分支机构区域分布



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：宁波银行贷款投向区域分布

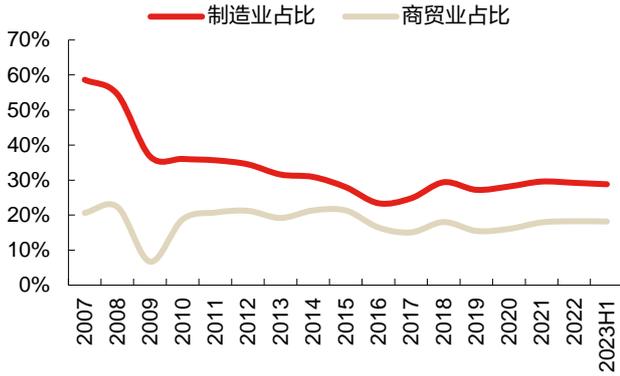


数据来源：公司公告，东方证券研究所

对公贷款主要投向制造业和商贸业，受当地出口状况影响可控。受益于当地发达的民营经济和对外贸易，对公贷款主要投向制造业和商贸业，占对公贷款余额的比例合计达到半数左右。从较长时间段内宁波海关出口金额与公司营收、归母净利润同比增速的关系来看，由于从事进出口业务客户较多，公司营收增速与出口存在一定相关性，但近年来波动有所减弱，而归母净利润增速相对稳健，受出口影响较小。整体而言，当地出口状况对公司业绩表现的影响较为有限。

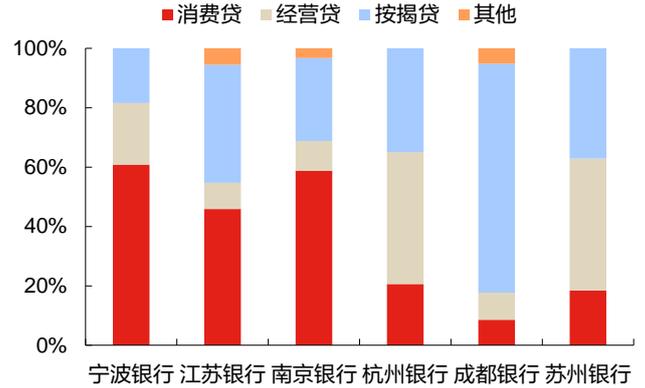
零售方面，消费贷和财富管理业务表现亮眼。基于当地居民富裕程度较高的特点，公司较早发力消费贷产品，形成了独具特色的个贷结构。截至2023年6月底，消费贷在零售贷款中占比六成，明显高于可比同业，而按揭贷占比相对较低。此外，公司于2014年即推出“大零售”转型战略，财富管理业务的发展带来了较高的中收规模和占比。

图 12：宁波银行对公贷款主要投向制造业和商贸业



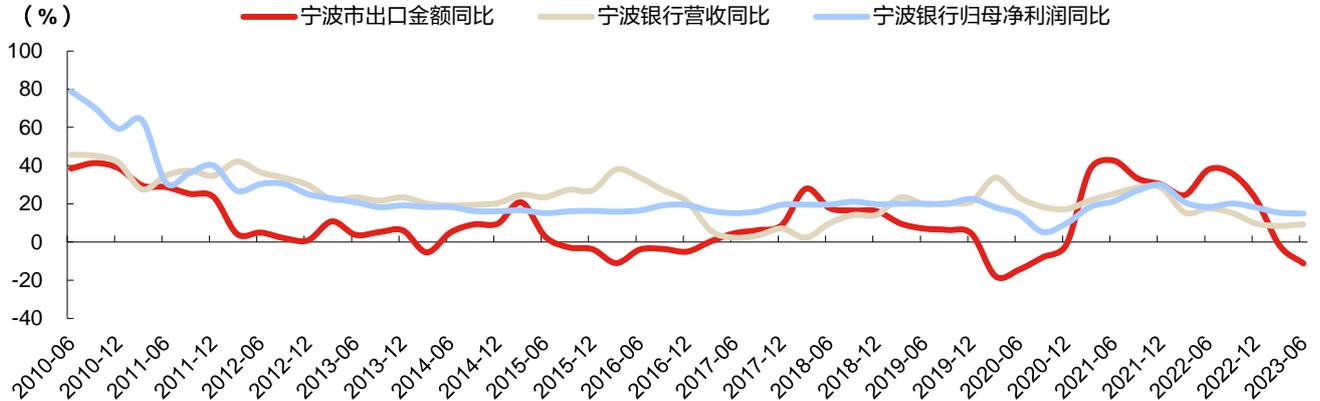
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：宁波银行零售贷款以消费贷为主



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：宁波出口表现与宁波银行营收存在一定相关性，与归母净利润相关性较低



数据来源：Wind，东方证券研究所

二、股权结构稳定多元，治理机制高度市场化

2.1 国资、外资、民间资本三方持股，主要股东多次增持

前十大股东当中，国资、外资和民间资本均持有一定份额。截至2023年9月底，前十大股东中：1) 宁波市国资委合计持有22.4%的股份；2) 外资合计持股25.5%，核心为公司2006年引入的战略投资者新加坡华侨银行；3) 民间资本合计持股12.9%，包括雅戈尔、富邦控股和华茂集团三家宁波本土企业。

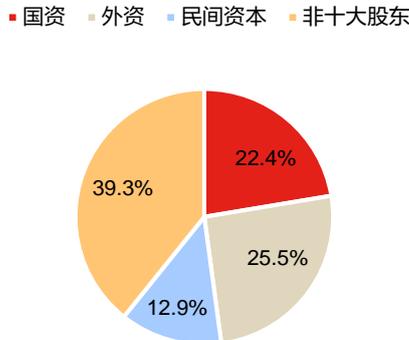
表 3：2023Q3 宁波银行十大股东持股明细

| 股东名称 | 性质 | 持股数量（万股） | 持股比例（%） |
|-------------------|------|----------------------|--------------|
| 宁波开发投资集团有限公司 | 国资 | 1,237,489,845 | 18.74 |
| 新加坡华侨银行有限公司 | 外资 | 1,233,993,375 | 18.69 |
| 雅戈尔集团股份有限公司 | 民间资本 | 565,074,403 | 8.56 |
| 香港中央结算有限公司 | 外资 | 362,181,254 | 5.48 |
| 华茂集团股份有限公司 | 民间资本 | 163,417,509 | 2.47 |
| 宁波富邦控股集团有限公司 | 民间资本 | 120,493,979 | 1.82 |
| 新加坡华侨银行有限公司（QFII） | 外资 | 87,770,208 | 1.33 |
| 宁兴（宁波）资产管理有限公司 | 国资 | 85,348,203 | 1.29 |
| 宁波市轨道交通集团有限公司 | 国资 | 78,310,394 | 1.19 |
| 中央汇金资产管理有限责任公司 | 国资 | 75,496,366 | 1.14 |
| 合计 | | 4,042,430,322 | 60.71 |

数据来源：Wind，东方证券研究所

主要股东积极增持并开展战略合作，彰显了对公司长远发展的信心。宁波银行分别于 2010 年、2014 年和 2020 年完成了三轮定增，国资、外资和民间资本主要持股方均参与认购。其中新加坡华侨银行作为战略投资者，不仅多次增持股份，并且在公司早期发展阶段给予了人力培训、技术协助、业务运营等方面的指导，2013 年双方共同出资设立永赢基金，2017 年续签十年战略合作协议，体现了主要股东对公司发展的鼎力支持。

图 15：2023Q3 十大股东涵盖国资、外资和民间资本



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：上市以来宁波银行大股东多次增持

| 时间 | 股东名称 | 认购数量（万股） |
|-----------|-----------------|----------|
| 2020/5/1 | 新加坡华侨银行有限公司 | 7,582 |
| | 宁波市轨道交通集团有限公司 | 7,463 |
| 2014/9/1 | 新加坡华侨银行有限公司 | 20,755 |
| | 宁波开发投资集团有限公司 | 15,846 |
| 2010/10/1 | 新加坡华侨银行有限公司 | 14,632 |
| | 雅戈尔集团股份有限公司 | 7,050 |
| | 宁波富邦控股集团有限公司 | 7,050 |
| | 华茂集团股份有限公司 | 7,050 |
| | 宁波市电力开发公司（市财政局） | 2,600 |

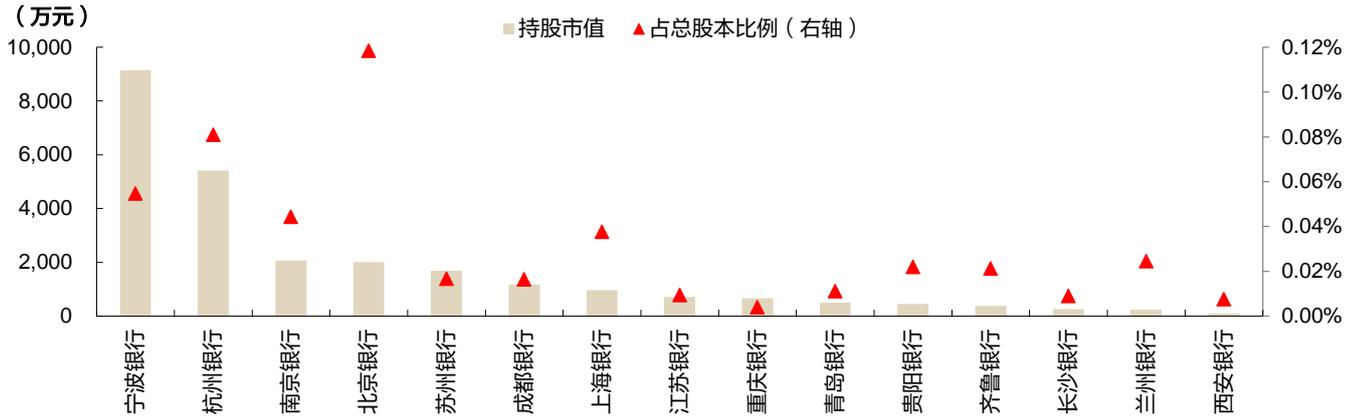
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 较早形成现代公司治理机制，管理层稳定且经验丰富

现代公司治理机制奠定市场化基因。宁波银行成立于宁波市推行国有企业改制之际，董事长陆华裕先生历任宁波市财政税务局局长助理兼国有资产管理局副局长、宁波市财政税务局副局长等职，2000 年被选任为行长后即与原有行政关系脱钩，不再担任市管干部，使得公司较早建立了现代公司治理机制，经营决策拥有较高自主性，与地方财政的关系相对独立。

管理层拥有多年行业内工作经历，与公司利益深度绑定。包括现任董事长、行长在内的公司管理层均在行内任职多年，从年龄梯队上看，涵盖 50 后、60 后、70 后三个年龄层，有利于公司战略的长期稳定传承。截至 2023 年 6 月底，管理层合计持股约 361 万股，对应总市值 0.9 亿元，显著高于其他 A 股上市城商行，激励充分且与公司利益深度绑定。

图 17：截至 2023 年 6 月底，宁波银行高管持股市值高于其余上市城商行

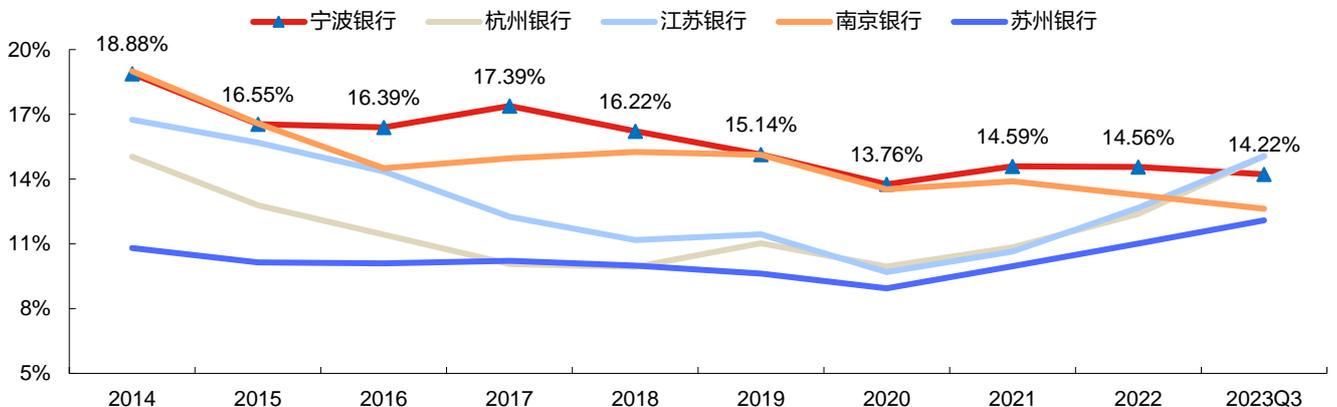


数据来源：Wind，东方证券研究所

三、ROE 领先同业，盈利能力兼具高水平 and 稳健性

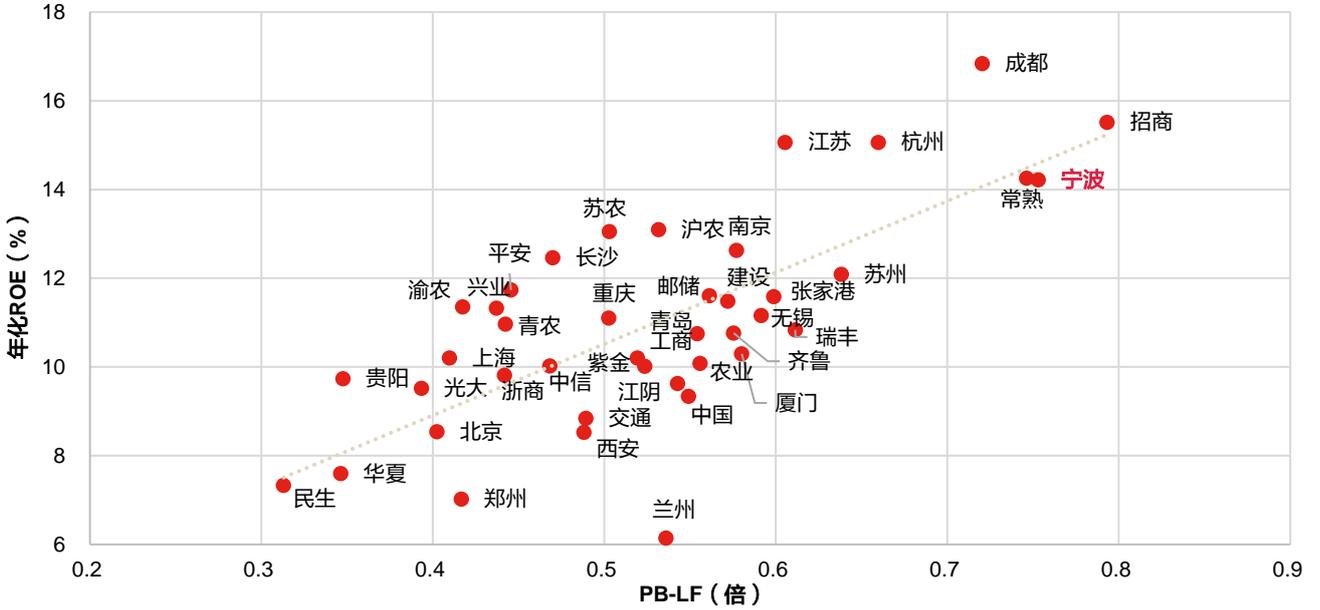
上市以来保持较高的 ROE 水平，为估值溢价奠定基础。2022 年、2023Q3 宁波银行的年化 ROE 分别为 14.56%、14.22%，在 17 家 A 股上市城商行中排名第二、第四位。纵向来看，公司盈利能力历经周期检验保持较高水平，支撑其估值水平维持行业前列。截至 2024 年 1 月 11 日，宁波银行 PB (LF) 为 0.76 倍，在上市银行中仅次于招商银行，长期享有高估值溢价。

图 18：宁波银行 ROE 保持可比同业较高水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

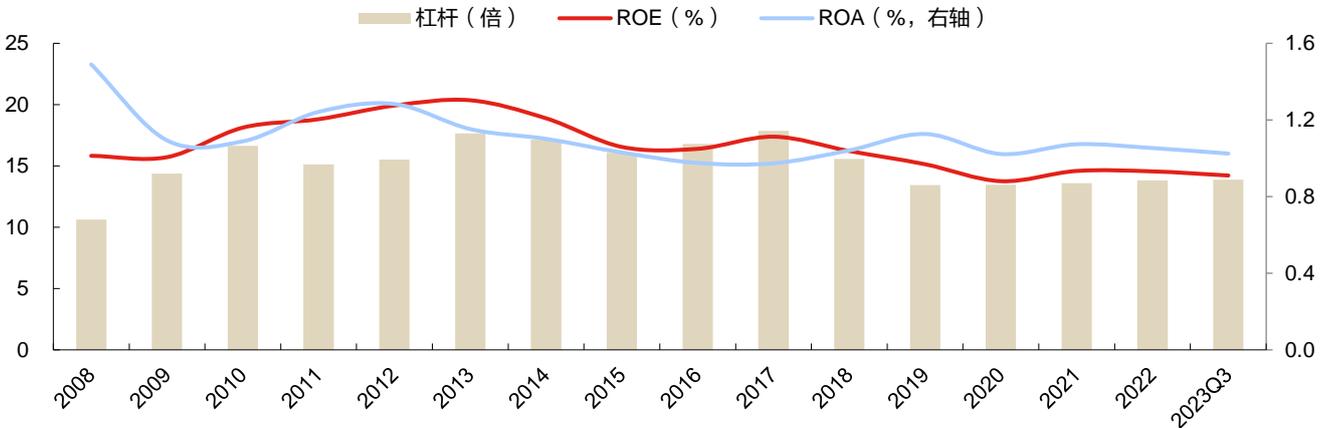
图 19：宁波银行估值溢价处于上市银行前列



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：PB 数据截至 2024 年 1 月 11 日，ROE 数据截至 2023 年 9 月 30 日

ROE 支撑因素有望保持，2024 年相对收益或进一步凸显。宁波银行的高 ROE 得益于已经形成的核心竞争力：1) 中小企业和消费贷为主的贷款投向为收益率提供支撑，负债成本尤其是对公存款成本率显著低于同业，息差空间充足；2) 财富管理等轻资本业务产生的中间收入领先同业，投资收益也处于行业较优水平；3) 受益于出色的风控能力，资产质量长期优异，叠加低税收成本，最终形成高盈利能力。后续来看，上述驱动因素有望继续保持。此外，宁波银行的贷款投放增速一定程度上受到央行信贷额度的约束，但近期中央金融工作会议、货政报告等相关表述倾向于适度淡化明年信贷总量增速、熨平波动，有利于宁波银行相对收益的进一步凸显。

图 20：宁波银行 ROE 长期稳定在较高水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

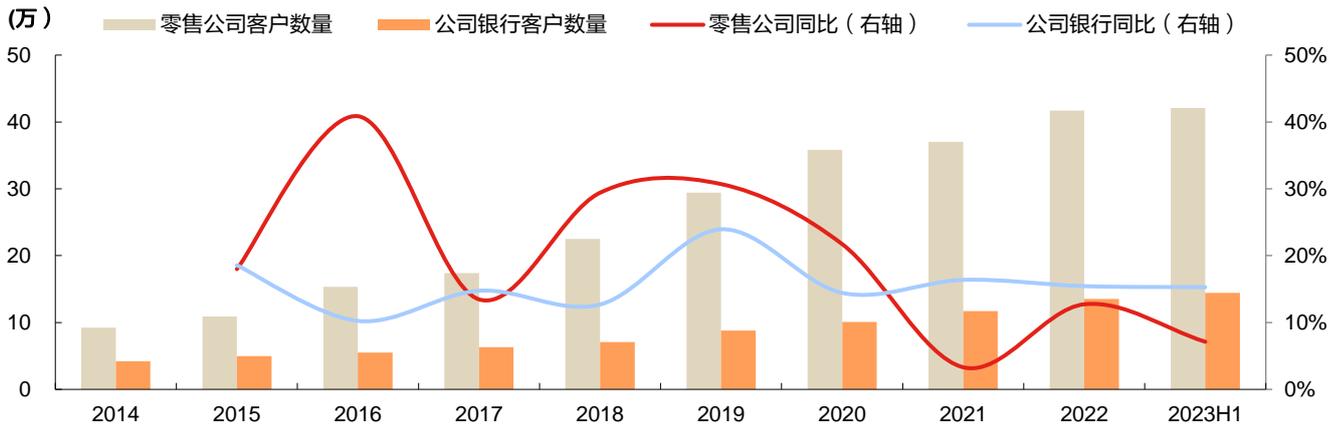
四、贯彻差异化打法，造就城商行标杆

4.1 对公：深耕中小企业，形成稳定的低成本存款来源

基于当地民营经济发达、中小企业众多的特点，宁波银行早在上市之前便将目标客户群体界定为中小企业，并立足这一定位精细化运营。宁波银行定位“专注于中小企业的商业银行”，2006年成立零售公司部，与公司银行部分别负责小型企业和中型企业客户；2018年推出“211”工程，计划用三年时间，实现每家支行服务2000户个人银行客户、1000户零售公司客户、100户公司银行客户；2019年又提出“123”目标，计划用三到五年时间，做到每家分行个人银行实现本地户籍人口数10%覆盖、零售公司实现小微企业目标客户20%覆盖、公司银行实现规上企业30%覆盖；2021年新设机构业务部，作为一级部门专门面向机构客户提供金融服务。

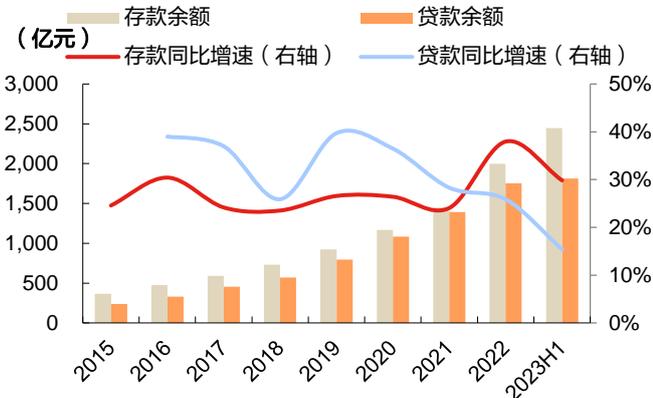
客户粘性高，客户数量和存贷款余额持续增长。截至2023年6月底，零售公司、公司银行客户数量分别达到42.1、14.4万家，存贷款余额均保持10%以上的同比增速；机构业务存款余额为2270亿元，较年初增加359亿元。

图 21：宁波银行对公业务立足中小企业，客户数量持续增长



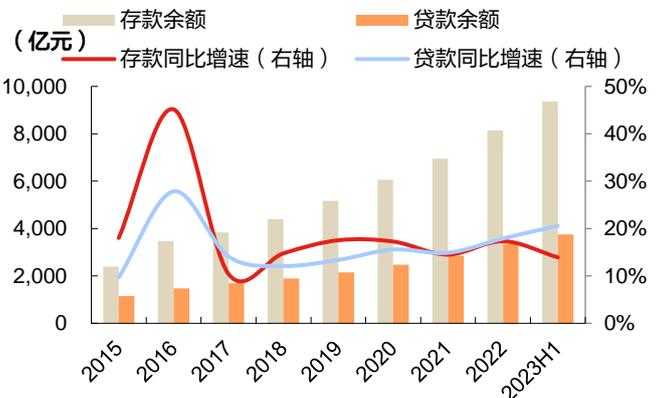
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：宁波银行零售公司业务存贷款余额及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 23：宁波银行公司银行业务存贷款余额及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

完备且不断迭代的产品体系，是高效获客和留存的基础。客户规模持续增长的关键在于从企业日常经营的场景出发，推出能够解决其痛点的产品，让产品使用过程中的资金流动沉淀为存贷款。以进出口企业结汇场景为例，宁波银行的“速汇盈”接口可与企业内部系统直联，员工可通过企业系统直接发起汇款，以此吸引客户选择通过宁波银行结算，进而带动外币存款规模不断增长。目前，宁波银行已经建立了“五管二宝”的对公产品体系，充分涵盖各类客群的不同应用场景，为公司存贷款规模扩张奠定了基础。

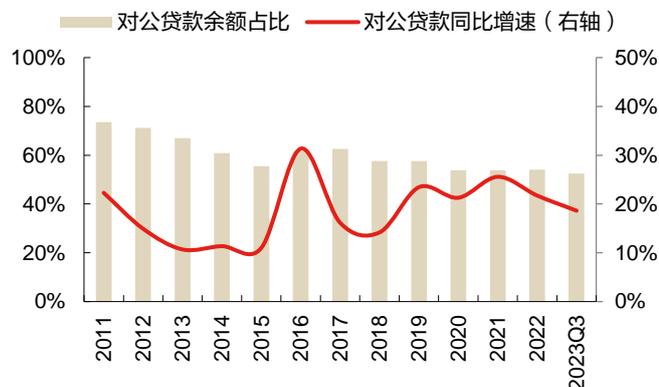
表 4：宁波银行“五管二宝”产品介绍

| 产品名称 | 目标客户 | 功能介绍 |
|-------|----------------------|---|
| 财资大管家 | 政府机构和集团企业 | 顺应数字化经营需要，以开放融合为核心，围绕场景化应用、数字化生态、移动化办公和全天候运维推出的财资管理平台，提供账户管理、收付管理、票据管理、融资管理、薪酬管理等核心功能，以及预算管理、报销管理、采购报销等增值服务 |
| 外汇金管家 | 进出口企业 | 专业化线上外汇平台，为企业提供全周期、移动化、开放化的外汇服务，主要包括外汇结算、融资、交易、避险等 |
| 投行智管家 | 发债客户 | 市场首创，为发债客户量身打造的投行业务信息系统，具备一键查询、一键对标、一键注册、一键发行、一键兑付、一键信披六大功能，帮助企业实现发债业务的智能化管理目标 |
| 票据好管家 | 企业 | 以票据生命周期为主线，以资产统筹管理为核心，为企业提供一揽子票据金融服务和企业资产管理方案，主推产品包括智能电票、资产池、集团资产池 |
| 政务新管家 | 党政机构、事业单位以及社会组织等机构客户 | “管家式”综合性金融服务方案，针对不同部门的需求分为智慧财政、智慧国资、智慧住建、智慧政采、智慧教培、智慧医疗以及智慧高校 |
| 易收宝 | 小额高频收款行业 | 通过银行卡受理终端，网络支付接口、条码支付技术等方式，为特约商户提供收单服务 |
| 易托管 | 资产托管客户 | 为不同类型客户量身定制版本，拥有线上开户、电子指令、数据查询、投后管理等优势功能 |

数据来源：公司官网，东方证券研究所

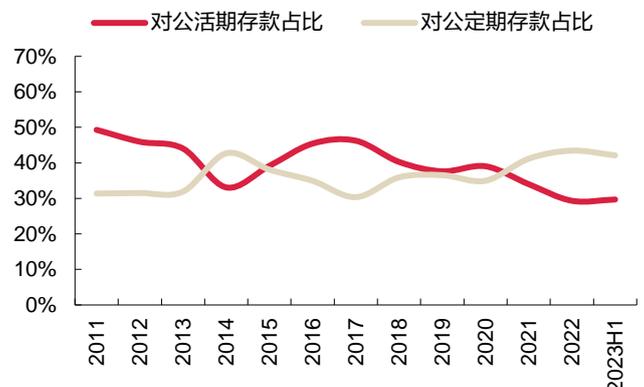
凭借清晰的定位、不断拓展的客户基础以及突出的产品力，对公存贷款规模持续扩张。贷款端，宁波银行对公贷款占贷款总额的比重略超半数，相比于同业偏低，但近年保持 20%左右的同比增速，增长态势良好；存款端，对公存款占比稳定在七成以上，且活期占比较高，有利于控制成本。

图 24：宁波银行对公贷款余额占比及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：宁波银行对公活期和定期存款余额占比

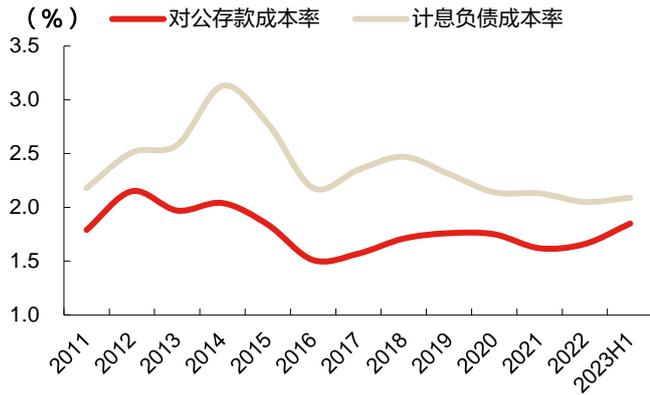


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

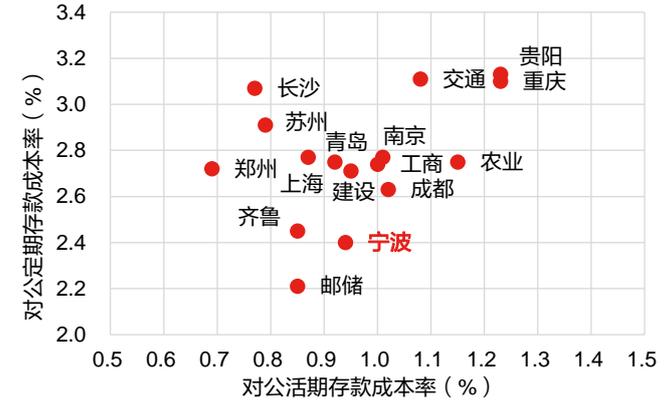
强议价能力助力负债成本压降，对公存款尤其是定期存款成本率显著低于同业。对中小企业客群的强议价能力，结合完备的产品体系带来了大量低成本存款沉淀，宁波银行的对公存款成本率整体呈下降趋势，并有效带动了计息负债成本的压降，其中，对公定期存款成本优势突出，不仅为上市城商行最低水平，也低于多数国有大行。

图 26：宁波银行对公存款及计息负债成本率整体呈下降走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：2023H1 上市城商行及国有行对公存款成本率



数据来源：Wind，东方证券研究所

4.2 零售：抢先布局消费贷支撑高收益，后续增长仍可期

基于当地居民富裕程度较高的优势，宁波银行较早确定了以中高端个人客户和个体私营业主为目标客户的经营路线，依托明星产品占领市场。2005 年推出的“白领通”“贷易通”为个贷拳头产品，其中“白领通”为面向中高端个人客户的纯信用消费贷，“贷易通”为面向个人客户尤其是个体私营业主、以房产为抵押的消费和经营贷，在行业内推出时间较早，已形成品牌影响力。

表 5：宁波银行零售贷款产品介绍

| 产品名称 | 目标客户 | 功能介绍 |
|--------|---------------------------|--|
| 白领通 | 优质企事业单位在职工工 | 无抵押、无担保的纯信用个人消费贷款，随借随还，最高授信 50 万，最长授信期限 3 年，支持在线申请，最快 3 分钟获得信用贷款额度 |
| 贷易通 | 有房产的企业主、个体工商户、优质企事业单位在职工工 | 以房产为抵押，用途可为消费或经营，随借随还，支持在线申请，最快当天获得信用贷款额度 |
| 路路通 | 村民、个体工商户、本地自有普通住宅客户 | 面向村民、个体工商户等打造的一款贷款产品，可选择多种还款方式，支持在线申请，最快当天获得授信额度 |
| 按揭贷款 | 有购房需求和偿还能力的自然人 | 用于购买上市交易的住宅或商品用房，并以该房产作为抵押物的个人贷款，分期付款，最长期限 30 年 |
| 白领 e 贷 | 特定存量客户 | 无抵押、无担保的纯信用小额个人消费贷款，随借随还，最高授信 10 万，最长授信期限 3 年，支持在线申请，最快 3 分钟获得信用贷款额度 |
| 直接贷 | 20-55 周岁个人客户 | 纯信用消费信贷产品，可选分期，最高授信 20 万，年化利率（单利）3.98-17.8% |

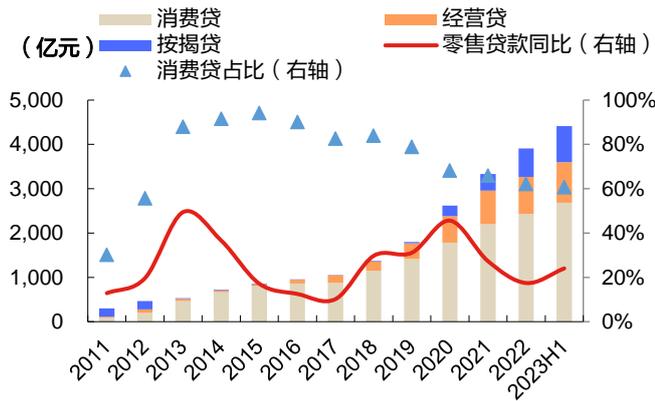
数据来源：公司官网，东方证券研究所

零售贷款占比近四成，增速边际回升。近年宁波银行零售贷款占比接近四成，截至 2023 年 6 月底，零售贷款余额为 4410 亿元，同比增长 24.0%，增速较 2022 年末回升 6.6pcts，也领先对公贷款 6.8pcts，在居民资产负债表承压的背景下实现逆势增长。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

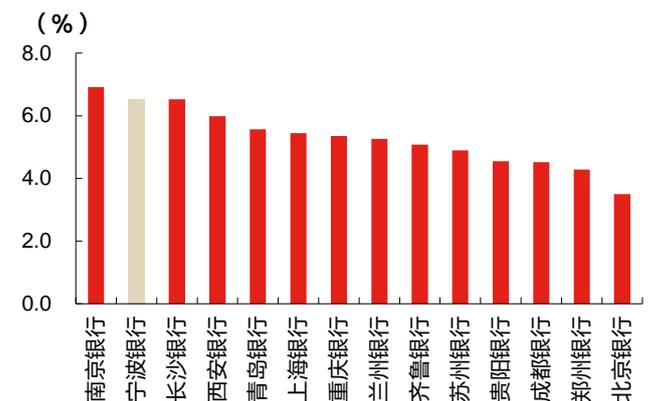
零售贷款当中消费贷占比最高，带来领先的收益率。受益于抢先布局和过硬的产品力，消费贷为零售贷款的主要构成部分，占比一度超过九成，近几年由于增速相对放缓而有所下降，截至 2023 年 6 月底占比 60.8%；其次为经营贷，占比 20.8%；按揭贷近年增速边际提升，但占比依然不足 20%。由于消费贷在个贷产品中利率相对较高，宁波银行个贷收益率常年领先同业，2023H1 为 6.53%，而多数城商行位于 4.5%-5.5%之间。

图 28：宁波银行个贷结构以消费贷为主



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 29：2023H1 上市城商行零售贷款收益率



数据来源：Wind，东方证券研究所

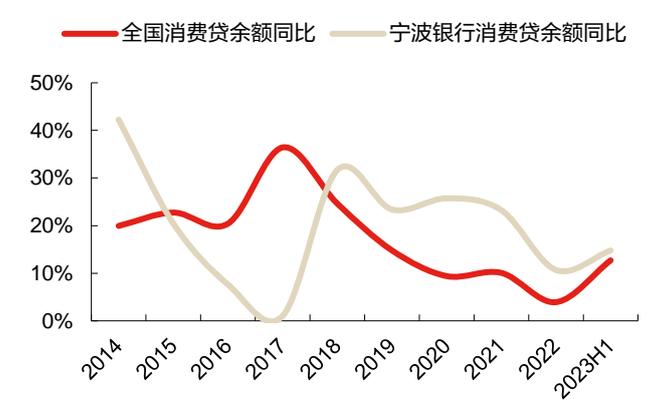
促消费政策密集出台，需求修复有望带动贷款增速回升。近年来宁波银行消费贷同比增速边际趋缓，部分是公司为腾挪更多信贷空间，将部分消费贷款作为底层资产，发行资产证券化产品出表所致，也与整体需求的疲弱有关。2023 年政策端促消费力度明显，多部门围绕汽车、电子产品、餐饮、文旅等领域推出支持措施，7 月 28 日发改委《关于恢复和扩大消费的措施》明确提到“推动合理增加消费信贷”，上半年全国消费贷余额同比增速已明显回升，公司消费贷余额同比增长 14.8%，较 2022 年末回升 4.1pcts，修复态势有望延续。

图 30：宁波银行消费贷 ABS 历年发行规模和平均票息



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：全国及宁波银行消费贷余额同比增速



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

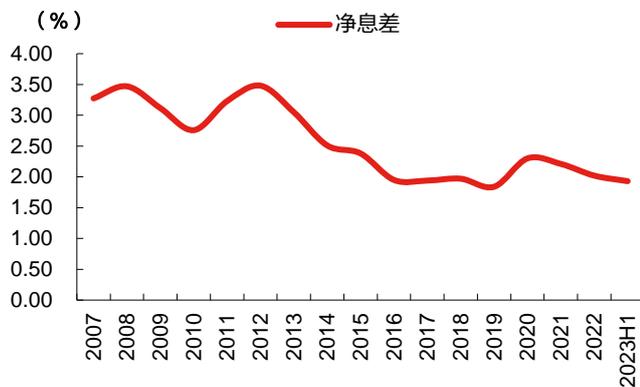
消金牌照加持，带来更大展业空间。2022年5月，宁波银行正式完成对华融消金70%股权的收购，接手消金牌照。目前宁银消金的主力产品为纯信用个人消费贷款“白领融”，利率在3.65%-15%，客群定位与母行零售业务的“白领通”具有一致性，以优质企事业单位员工为主，在提升收益的同时秉承了宁波银行严风控的传统，避免了客户资质的过度下沉。消金公司的另一优势在于不受展业区域限制，将为消费贷的未来增量带来更多想象空间。2023年上半年，宁银消金实现营收7.26亿元、净利润0.91亿元（2022年全年并表后为0.26亿元），已取得良好突破，有望迎来业绩的快速增长。

经营贷、按揭贷预计继续贡献增量。2016年以来多数年份，经营贷同比增速超过50%，占个贷比例从个位数提升至20%以上，浙江民营经济发达且公司深耕个体私营业主客群，未来仍有增长潜力；按揭贷增速和占比自2020年以来迅速提升，公司发力按揭贷业务较晚，增长空间充足，当前主要在北上深以及杭州、苏州、南京等强二线城市的一类分行开展业务，区域房价相对可控且贷款价格较高，按揭贷款仍为优质的低风险资产，预计继续推动个贷规模增长。

4.3 高收益资产、低成本负债共助力，息差优势仍存

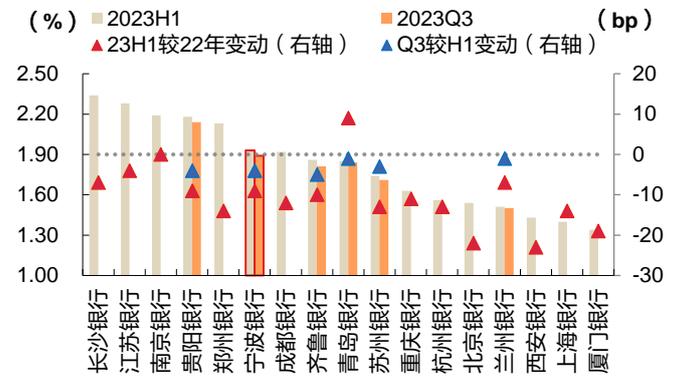
净息差保持行业较高水平，收窄幅度相对可控。2022年以来银行让利以支持实体经济，行业整体净息差持续收窄。公司2023H1净息差为1.93%，高出行业均值12bp，相比2022年收窄9bp，但幅度已小于多数上市城商行；2023Q3较H1收窄幅度进一步缩小至4bp，表现出一定的韧性。

图 32：宁波银行净息差走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 33：宁波银行净息差收窄幅度相对可控



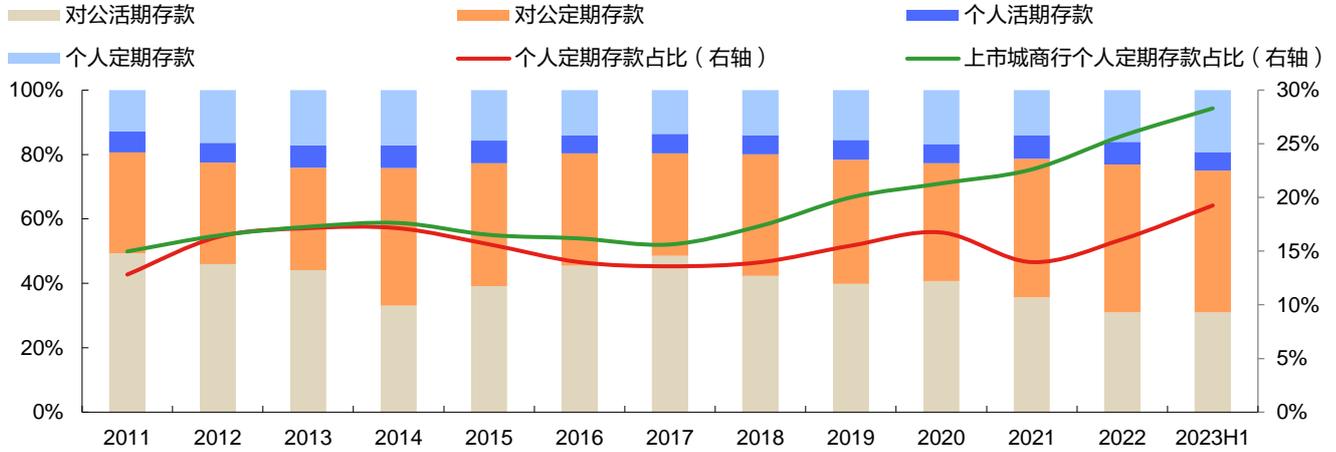
数据来源：Wind，东方证券研究所

成本优势突出，存款成本率为上市城商行最低。从结构来看，对公存款尤其是成本优势突出的对公活期存款占比高，个人定期存款占比较低且近年抬升幅度可控。从价格来看，2023H1存款成本率有所上行，主要受对公定期存款成本率抬升22bp影响，而个人活期、定期存款成本率分别下降4bp、25bp，整体存款成本率保持在上市城商行最低水平。

负债端优势有望保持。后续来看，强议价能力带来的对公存款成本优势较为稳定，同时在银行业息差持续承压的背景下，2023年内存款利率累计三次下调，且二季度央行货币政策报告明确提出商业银行“需保持合理利润和净息差水平”，预计明年仍有下调可能，对负债成本压力的缓解效果将持续显现，宁波银行负债端优势有望不断巩固。

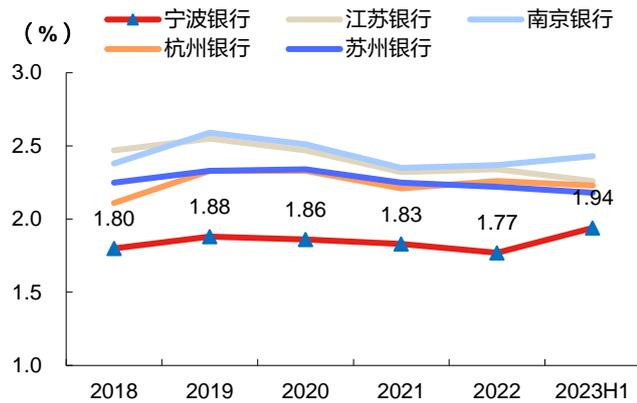
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34：宁波银行存款八成左右为对公存款



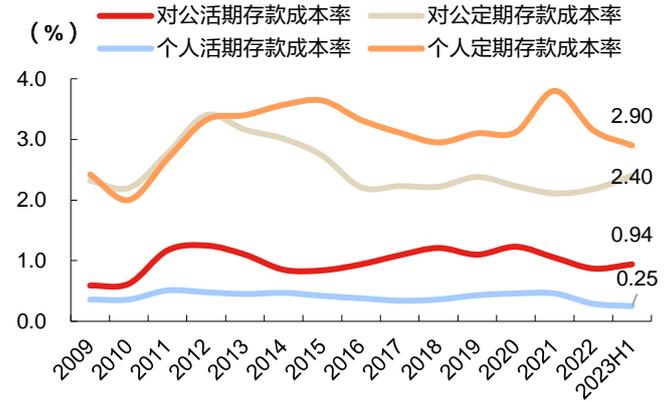
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 35：宁波银行存款成本率保持可比同业中最低



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 36：宁波银行存款成本率细分走势

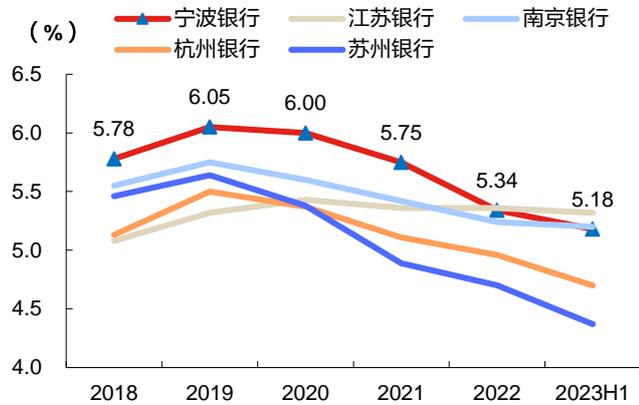


数据来源：Wind，东方证券研究所

贷款收益率保持行业前列。2023H1，宁波银行贷款收益率为 5.34%，排在上市城商行第四位，除 LPR 调降、市场需求偏弱等因素的影响外，消费贷定价受市场竞争影响有所下行，且规模增速不及经营贷和按揭贷款，导致个贷收益率下行幅度相对较大。

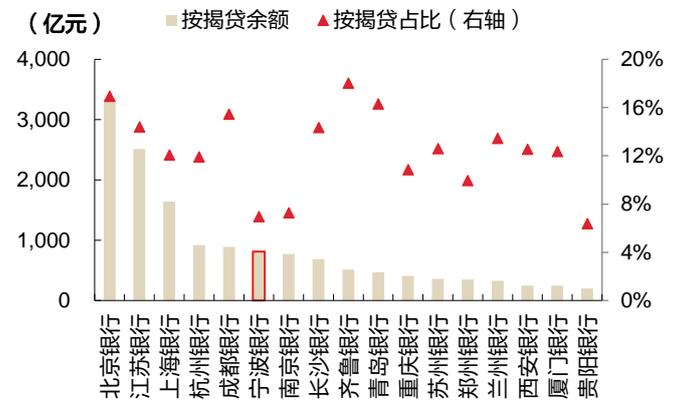
高消费贷、低按揭贷占比的贷款结构，预计继续带来竞争优势。消费贷定价调整对息差的影响已经基本释放完毕，伴随消费信贷需求的修复以及消金公司业务的开展，消费贷增速有望延续回升态势。此外，宁波银行按揭贷款占比显著低于同业且集中投向一二线城市，受存量按揭贷款利率下调的影响相对更小，贷款收益率有望维持行业领先水平。

图 37：宁波银行贷款收益率保持可比同业前列



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：2023H1 上市银行按揭贷余额及占比

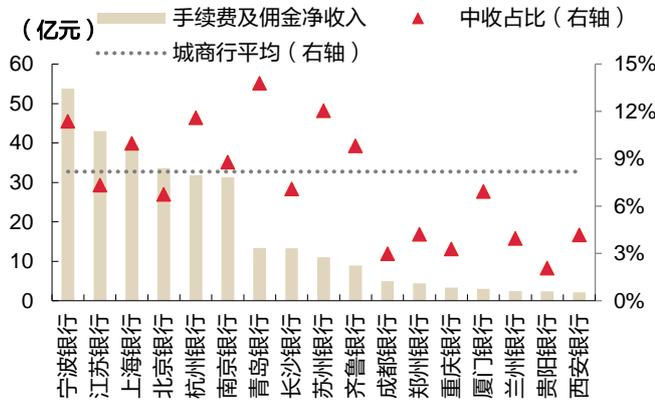


数据来源：Wind，东方证券研究所

4.4 财富管理潜力巨大，AUM 总量结构持续向好

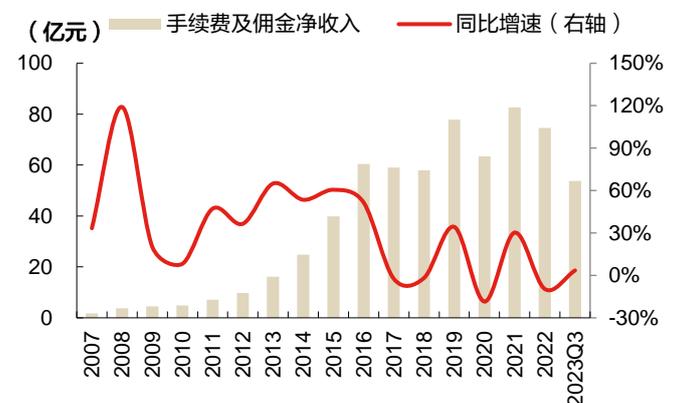
中收规模及占比处于行业较高水平。截至 2023 年 9 月底，宁波银行实现手续费及佣金净收入 54 亿元，规模为城商行首位，占营收比例达 11.4%，也高于行业平均水平。中收主要来自财富管理业务产生的代理类收入，占比在八成以上，2022 年受资本市场波动特别是四季度理财赎回潮影响，财富管理收入下滑导致中收出现负增长，2023Q3 增速回到 3.5%，修复态势有望延续。

图 39：宁波银行中收规模及占比处于行业较高水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 40：2023H1 宁波银行中收同比增速回正

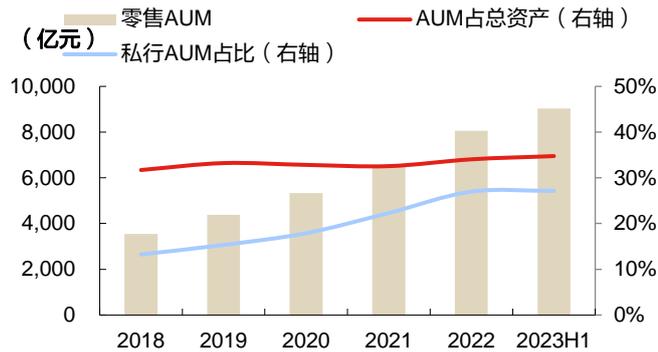


数据来源：Wind，东方证券研究所

发展战略、客户优势与区域禀赋相结合，财富管理业务大有可为。浙江居民收入水平高、理财需求旺盛，奠定了宁波银行发展财富管理业务的先天优势；零售业务较早锁定中高端人群，深耕多年也积累了大量优质客户基础。长期以来，宁波银行对财富管理业务重视程度较高，早在 2007 年就提出“大力推广和发展财富管理产品”，近年来更将财富管理业务作为“大零售”转型的重要战略方向持续投入，2019 年将财富管理部、私人银行部从个人银行业务中拆分出来，构建了独立的利润中心，财富管理业务战略地位凸显。

零售 AUM 持续增长，其中私行 AUM 增速相对更快。截至 2023 年 6 月底，宁波银行零售 AUM 为 9036 亿元，规模排在上市城商行第四位，2018 以来零售 AUM 复合增长率达 18.6%，占总资产比重提升 3.1pcts 至 34.8%。其中，私行 AUM 复合增长率高达 35.1%，占零售 AUM 的比重从 13.3% 快速上行至 27.1%，客户数量由 0.4 万增长至 2.2 万，中高端客群优势逐渐显现。

图 41：宁波银行零售和私行 AUM 规模持续扩张



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

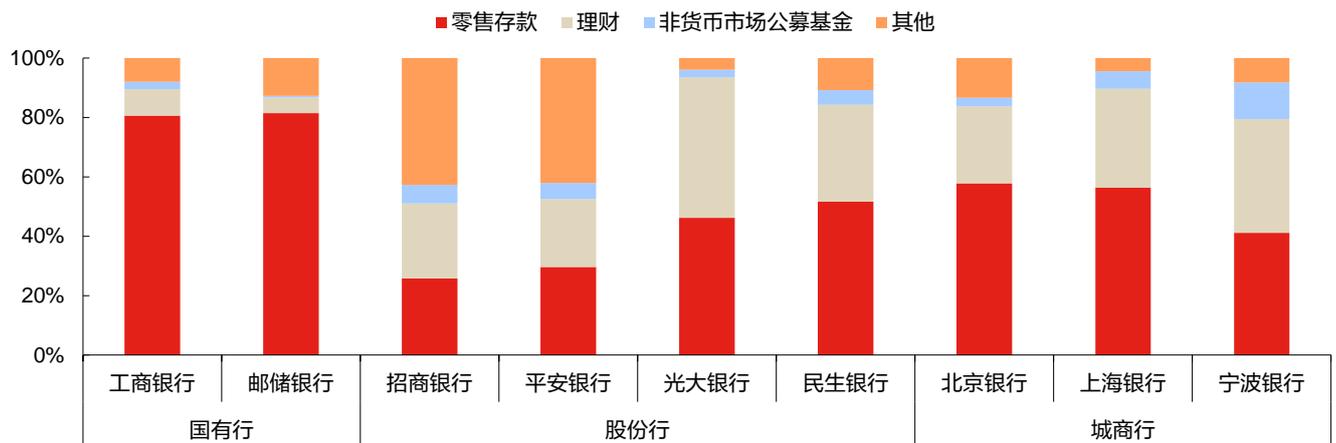
图 42：宁波银行私行客户数量迅速增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

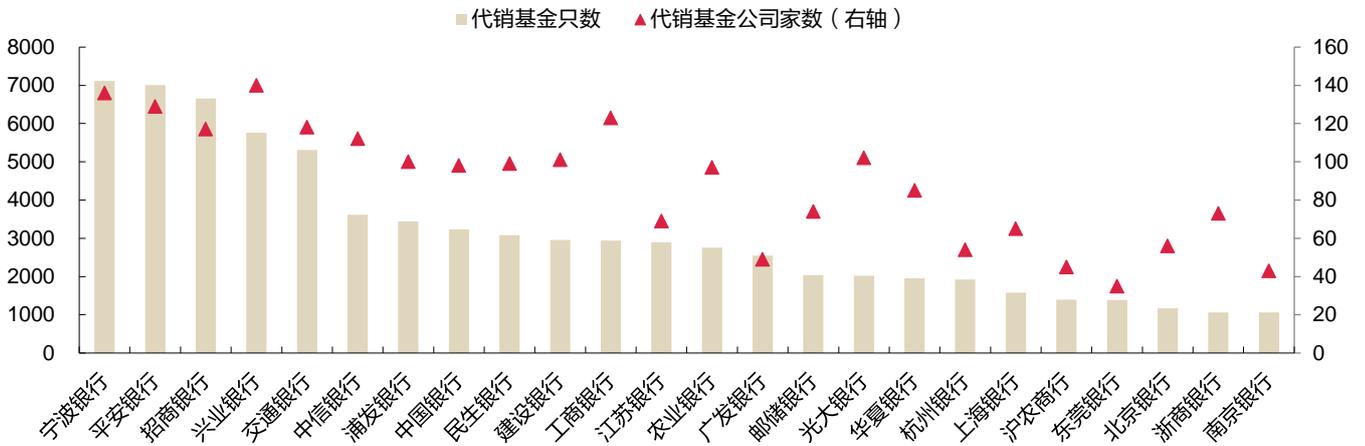
非货币基金占比领跑上市银行，渠道能力出众。宁波银行零售 AUM 结构优势较为突出。对比 2023H1 零售 AUM 规模较大的各类上市银行，宁波银行在其中零售存款占比比较低（41.2%），非货币市场公募基金占比最高（12.3%），而多数银行非货币基金占比不足 5%。截至 2023 年 6 月底，宁波银行代销基金产品共 7114 只，保持所有银行系代销机构首位，而城商行中的第二名江苏银行代销数量不足 3000 只，充分印证公司领先同业的渠道端能力。伴随活跃资本市场的政策不断推进，公司强基金代销能力有望受益于资本市场的持续发展。

图 43：2023H1 部分上市银行零售 AUM 结构



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 44：2023H1 宁波银行代销基金只数为所有银行之首，大幅领先其余城商行



数据来源：Wind，东方证券研究所

零售客户粘性高，零售 AUM 增长可持续性较强。2022 年四季度理财破净引发投资者风险偏好下降，理财到期赎回后可能更倾向于将资金投向储蓄存款。我们选取部分城商行和股份行进行比较，发现 2023 年上半年各行理财余额同比普遍减少，但财富管理业务相对出色、中收占比高的银行储蓄存款同比增速明显更快，这意味着在市场波动时期，财富管理业务收入可能受到冲击，但客户资金仍可作为储蓄存款留存行内。截至 2023 年 6 月底，宁波银行储蓄存款同比大幅增长 54.8%，一定程度上也来自财富管理业务资金的转化，因此公司零售 AUM 的扩张具备较强的可持续性。

表 6：2023H1 部分股份行和城商行中收占比、理财及储蓄存款同比增速

| | 中收占比 | 理财余额同比增速 | 储蓄存款同比增速 |
|------|-------|----------|----------|
| 招商银行 | 26.4% | -3.4% | 28.1% |
| 平安银行 | 18.5% | -6.7% | 32.1% |
| 苏州银行 | 13.4% | -3.0% | 32.2% |
| 杭州银行 | 12.8% | -5.5% | 37.3% |
| 宁波银行 | 11.2% | -11.5% | 54.8% |
| 上海银行 | 10.9% | -26.9% | 23.2% |
| 浙商银行 | 8.9% | -27.0% | 39.9% |
| 华夏银行 | 7.7% | -19.6% | 14.5% |
| 郑州银行 | 4.7% | -11.5% | 24.0% |
| 兰州银行 | 4.5% | 24.1% | 8.0% |
| 西安银行 | 4.2% | -51.2% | 25.6% |
| 成都银行 | 3.1% | 6.5% | 29.5% |

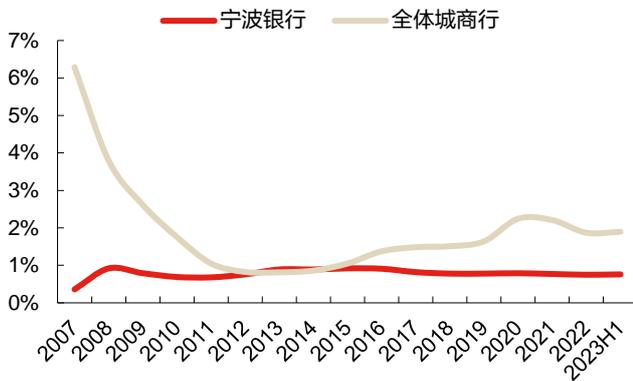
数据来源：Wind，东方证券研究所

五、风控模范，资产质量穿越周期

优异的资产质量穿越周期。上市以来宁波银行不良贷款率始终低于 1%，几乎不受行业波动影响，2023Q3 不良率为 0.76%，为 A 股上市城商行次低水平。高资产质量得益于资产负债两端的共同塑造：

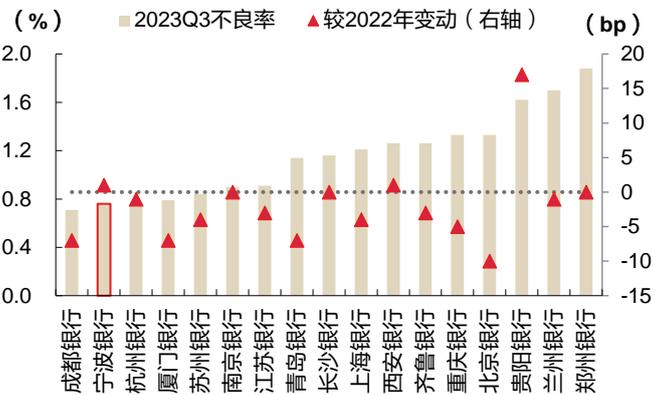
- 1) **负债端**，客户粘性强、对公存款成本低、定期存款占比较低且抬升趋势可控，使得公司拥有稳定的低成本负债，无需过度追求高风险资产便可保证充足的息差空间，而良好的资产质量又带来了低信用成本，形成良性循环；
- 2) **资产端**，强大的风控能力，是宁波银行又一难以复制的竞争优势。公司主要经营中小企业和消费贷产品，结合风控机制设计、客户资质筛选以及数字化手段，在获得较高收益的同时有效控制了潜在风险，不良率历经周期检验稳定在较低水平，充分证明其资产风险定价能力。

图 45：宁波银行资产质量保持优异，不良率稳定低于行业



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

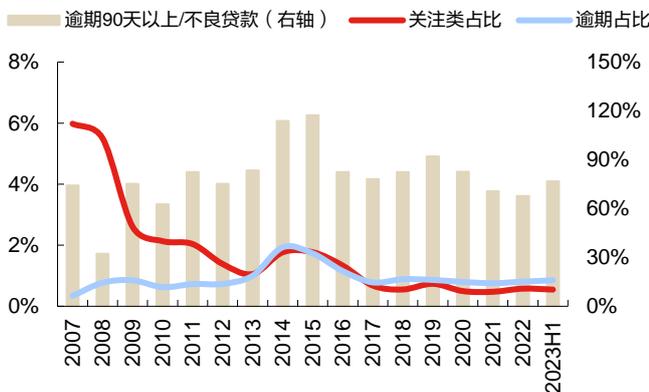
图 46：2023Q3 宁波银行不良贷款率继续领先上市城商行



数据来源：Wind，东方证券研究所

不良前瞻指标维持低位，资产质量有望保持向好。2017 年以来宁波银行关注类贷款、逾期贷款占比始终低于 1%，2023H1 逾期 90 天以上贷款与不良贷款的比值提升至近 80%，不良认定较为严格。我们测算 2023Q3 年化不良净生成率下行至 0.82%，预计继续保持优于同业的资产质量。

图 47：宁波银行关注类和预期贷款占比较低，不良认定严格



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 48：2023Q3 宁波银行测算不良净生成率低位下行

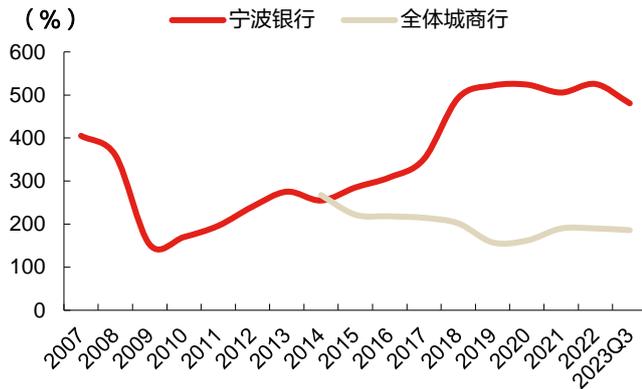


数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

拨备覆盖率长期充足，反哺利润空间可观。2018 年以来公司加大计提力度，拨备覆盖率提升至 500%左右，而城商行平均水平不足 200%，2023Q3 拨备覆盖率边际下降，主要受新收购的消金公司拨备覆盖率偏低影响，我们测算得到年化信用成本率为 0.96%，相比于 2022 年低位进一步下行 10bp。优秀的风控能力叠加厚实的拨备，赋予了公司较强的风险抵御能力和反哺利润空间。

图 49: 宁波银行拨备覆盖率大幅领先城商行整体水平



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 50: 宁波银行测算信用成本率低位下行



数据来源: Wind, 东方证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设:

- 规模增速:** 资产端, 公司客户基础深厚, 产品竞争力稳固, 经营区域信贷需求旺盛, 预计 2023-2025 年贷款同比增速分别为 14.00%、12.00%、12.00%, 生息资产同比增速分别为 11.95%、11.36%、11.34%; 负债端, 对公产品和服务体系持续带来存款沉淀, 居民储蓄意愿较强, 预计 2023-2025 年存款同比增速分别为 19.00%、19.00%、18.00%, 计息负债同比增速分别为 10.41%、14.47%、14.15%
- 净息差:** 资产端, 行业整体继续面临收益率下行压力, 但公司受按揭贷款重定价和化债影响较小, 消费贷增速的回升也有望为收益率提供一定支撑; 负债端, 低对公存款成本率有望保持, 叠加存款挂牌利率下调, 综合来看净息差可能逐渐企稳。预计 2023-2025 年净息差 (测算值) 分别为 1.92%、1.90%、1.89%。
- 非息收入:** 公司零售 AUM 稳步增长, 财富管理业务对收入的贡献将逐步显现, 预计 2023-2025 年净手续费收入同比增速分别为 8%、10%、15%; 投资类资产配置灵活且流动性较好, 其他非息收入有望受益于资本市场的逐步回暖, 预计 2023-2025 年净其他非息收入同比增速分别为 10%、10%、15%。

- 4) **资产质量**：公司风控能力出色，资产质量长期优异，不良类、关注类和逾期贷款占比维持在 1%以下的较低水平，不良净生成率边际下行，拨备反哺利润空间较充足，预计 2023-2025 年拨备支出/平均贷款分别为 0.96%、0.86%、0.78%，不良贷款净生成率分别为 0.85%、0.82%、0.80%。

表 7：宁波银行核心指标假设

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利息业务 | | | | | |
| 贷款增速 | 25.45% | 21.25% | 14.00% | 12.00% | 12.00% |
| 存款增速 | 13.84% | 23.34% | 19.00% | 19.00% | 18.00% |
| 生息资产增速 | 25.68% | 18.64% | 11.95% | 11.36% | 11.34% |
| 计息负债增速 | 25.75% | 19.40% | 10.41% | 14.47% | 14.15% |
| 平均生息资产收益率 | 3.82% | 4.37% | 4.14% | 4.11% | 4.11% |
| 平均计息负债付息率 | 2.20% | 2.12% | 2.09% | 2.07% | 2.02% |
| 净息差-测算值 | 1.84% | 2.08% | 1.92% | 1.90% | 1.89% |
| 净利差-测算值 | 1.62% | 2.25% | 2.05% | 2.05% | 2.09% |
| 非息业务 | | | | | |
| 净手续费收入增速 | 30.27% | -9.63% | 8.00% | 10.00% | 15.00% |
| 净其他非息收入增速 | 70.98% | 9.12% | 10.00% | 10.00% | 15.00% |
| 资产质量 | | | | | |
| 拨备支出/平均贷款 | 1.59% | 1.09% | 0.96% | 0.86% | 0.78% |
| 不良贷款净生成率 | 0.71% | 1.00% | 0.85% | 0.82% | 0.80% |
| 其他 | | | | | |
| 成本收入比 | 36.95% | 37.29% | 36.00% | 35.50% | 35.00% |
| 实际所得税率 | 4.09% | 8.50% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| 风险资产增速 | 21.57% | 17.61% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

数据来源：Wind，东方证券研究所测算

表 8：宁波银行收入分类预测表

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 规模（百万元） | | | | | |
| 净利息收入 | 32,697 | 37,521 | 40,367 | 44,639 | 49,348 |
| 利息收入 | 67,762 | 78,731 | 86,946 | 96,426 | 107,227 |
| 利息支出 | 35,065 | 41,210 | 46,579 | 51,787 | 57,879 |
| 手续费及佣金净收入 | 8,262 | 7,466 | 8,063 | 8,870 | 10,200 |
| 净其他非息收入 | 4,717 | 5,401 | 6,482 | 7,130 | 7,486 |
| 营业收入 | 52,774 | 57,879 | 62,611 | 69,108 | 77,488 |
| 同比增速 | | | | | |
| 净利息收入 | 17.37% | 14.75% | 7.58% | 10.58% | 10.55% |
| 利息收入 | 14.07% | 12.93% | 9.87% | 9.34% | 10.06% |
| 利息支出 | 18.12% | 16.18% | 12.31% | 9.83% | 9.11% |
| 手续费及佣金净收入 | 30.27% | -9.63% | 8.00% | 10.00% | 15.00% |
| 净其他非息收入 | 70.98% | 9.12% | 10.00% | 10.00% | 15.00% |
| 营业收入 | 28.37% | 9.67% | 8.18% | 10.38% | 12.13% |
| 占营收比重 | | | | | |
| 净利息收入 | 61.96% | 64.83% | 64.47% | 64.59% | 63.69% |
| 手续费及佣金净收入 | 15.66% | 12.90% | 12.88% | 12.83% | 13.16% |
| 净其他非息收入 | 8.94% | 9.33% | 10.35% | 10.32% | 9.66% |

数据来源：Wind，东方证券研究所测算

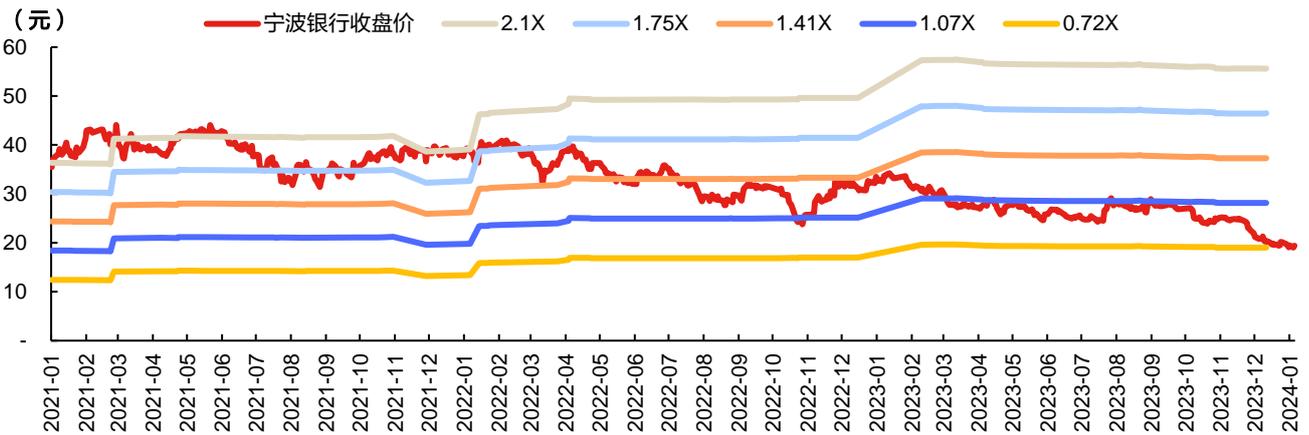
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

6.2 投资建议

宁波银行治理机制市场化，对公业务深耕中小企业，带来低成本负债，零售贷款以消费贷为主，收益率领先行业，非息收入有望逐步提升，风控能力出色，资产质量长期优异，拨备反哺利润空间充足，ROE 有望继续保持同业领先水平。预计公司 2023/24/25 年归母净利润同比增速分别为 13.9%/15.0%/16.8%，BVPS 分别为 26.61/30.61/35.30 元，当前 A 股股价对应 0.74/0.64/0.56 倍 PB。

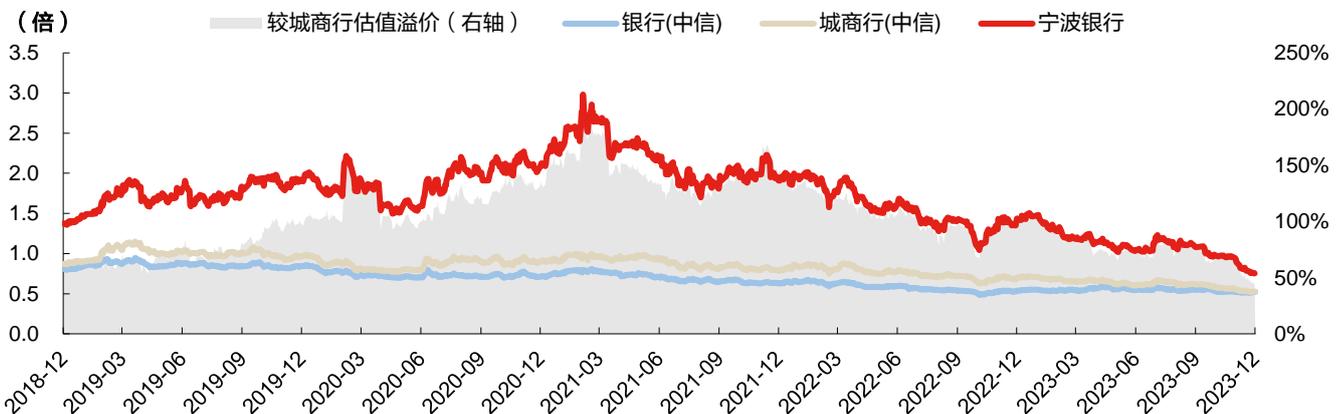
我们采用历史估值法对宁波银行进行估值。宁波银行 PB 估值水平长期领跑上市城商行，但疫情结束后行业需求格局变化明显，估值整体下行，且零售侧需求和定价的下行压力相对较大，当前公司估值已来到近年低位。我们认为短期内公司或面临一定经营压力，但其在公司治理、差异化竞争力、风控能力和资产质量、ROE 等方面的优势较为稳固，叠加 2024 年财政发力节奏或前置，估值有望受益于实体经济修复进程，但修复至近年中枢水平仍需时间。我们参考近三年 PB (FY1) 中枢 1.4 倍给予 35%折价，对应 24 年 0.90 倍 PB，目标价 27.55 元 /股，首次覆盖给予“买入”评级。

图 51: 宁波银行 PB (FY1) Band



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 52: 宁波银行、上市银行及上市城商行 PB (LF) 走势



数据来源: Wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

七、风险提示

经济复苏以及居民收入修复不及预期。若经济复苏不及预期，实体信贷需求不足、风险暴露增加可能影响公司业绩增速和资产质量。此外公司资产投放中消费贷占比较高，若居民收入修复不及预期，可能对公司消费贷的增速和价格造成不利影响。

资本市场波动超预期。公司资产结构中投资类资产占比较高，受资本市场波动影响较大。若债券和权益市场出现大幅波动，投资收益和公允价值变动损益减少可能拖累营收。此外理财产品收益下降、居民风险偏好降低也会对中收带来一定扰动。

假设条件变化影响测算结果。报告中的测算以假设条件为前提，若假设条件发生变化，可能对测算结果产生一定影响。

附表：财务报表预测与比率分析

| 利润表 | | | | | | 主要财务指标 | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 核心假设 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净利息收入 | 32,697 | 37,521 | 40,367 | 44,639 | 49,348 | 贷款增速 | 25.45% | 21.25% | 14.00% | 12.00% | 12.00% |
| 利息收入 | 67,762 | 78,731 | 86,946 | 96,426 | 107,227 | 存款增速 | 13.84% | 23.34% | 19.00% | 19.00% | 18.00% |
| 利息支出 | 35,065 | 41,210 | 46,579 | 51,787 | 57,879 | 生息资产增速 | 25.68% | 18.64% | 11.95% | 11.36% | 11.34% |
| 净手续费收入 | 8,262 | 7,466 | 8,063 | 8,870 | 10,200 | 计息负债增速 | 25.75% | 19.40% | 10.41% | 14.47% | 14.15% |
| 营业收入 | 52,774 | 57,879 | 62,611 | 69,108 | 77,488 | 平均生息资产收益率 | 3.82% | 4.37% | 4.14% | 4.11% | 4.11% |
| 营业支出 | 32,267 | 32,480 | 33,838 | 36,022 | 38,855 | 平均计息负债付息率 | 2.20% | 2.12% | 2.09% | 2.07% | 2.02% |
| 税金及附加 | 413 | 467 | 554 | 618 | 692 | 净息差-测算值 | 1.84% | 2.08% | 1.92% | 1.90% | 1.89% |
| 业务及管理费 | 19,500 | 21,582 | 22,540 | 24,533 | 27,121 | 净利差-测算值 | 1.62% | 2.25% | 2.05% | 2.05% | 2.09% |
| 资产减值损失 | 12,354 | 10,431 | 10,745 | 10,870 | 11,042 | 净手续费收入增速 | 30.27% | -9.63% | 8.00% | 10.00% | 15.00% |
| 营业利润 | 20,507 | 25,399 | 28,773 | 33,086 | 38,633 | 净其他非息收入增速 | 70.98% | 9.12% | 10.00% | 10.00% | 15.00% |
| 利润总额 | 20,445 | 25,280 | 28,648 | 32,955 | 38,495 | 拨备支出/平均贷款 | 1.59% | 1.09% | 0.96% | 0.86% | 0.78% |
| 所得税 | 836 | 2,148 | 2,292 | 2,636 | 3,080 | 不良贷款净生成率 | 0.71% | 1.00% | 0.85% | 0.82% | 0.80% |
| 净利润 | 19,609 | 5,717 | 11,279 | 17,220 | 23,132 | 成本收入比 | 36.95% | 37.29% | 36.00% | 35.50% | 35.00% |
| 归母净利润 | 19,546 | 23,075 | 26,291 | 30,243 | 35,329 | 实际所得税率 | 4.09% | 8.50% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| | | | | | | 风险资产增速 | 21.57% | 17.61% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

| 资产负债表 | | | | | | 业绩增长率 | | | | | |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 贷款总额 | 862,709 | 1,046,002 | 1,192,442 | 1,335,535 | 1,495,800 | 净利息收入 | 17.37% | 14.75% | 7.58% | 10.58% | 10.55% |
| 贷款减值准备 | 34,784 | 39,614 | 42,514 | 44,493 | 45,464 | 营业收入 | 28.37% | 9.67% | 8.18% | 10.38% | 12.13% |
| 贷款净额 | 832,443 | 1,010,817 | 1,149,928 | 1,291,042 | 1,450,335 | 拨备前利润 | 30.56% | 8.88% | 10.31% | 11.25% | 13.03% |
| 投资类资产 | 967,463 | 1,119,012 | 1,230,913 | 1,354,005 | 1,489,405 | 归母净利润 | 29.87% | 18.05% | 13.94% | 15.03% | 16.81% |
| 存放央行 | 97,596 | 117,044 | 132,537 | 157,719 | 186,109 | 盈利能力 | | | | | |
| 同业资产 | 49,255 | 63,563 | 69,919 | 76,911 | 84,602 | ROAA | 1.07% | 1.05% | 1.06% | 1.08% | 1.10% |
| 其他资产 | 68,850 | 55,661 | 78,829 | 90,200 | 102,966 | ROAE | 16.63% | 15.56% | 15.54% | 15.60% | 15.89% |
| 生息资产 | 1,977,023 | 2,345,621 | 2,625,812 | 2,924,171 | 3,255,916 | RORWA | 1.63% | 1.61% | 1.62% | 1.69% | 1.80% |
| 资产合计 | 2,015,607 | 2,366,097 | 2,627,618 | 3,006,661 | 3,432,204 | 资本状况 | | | | | |
| 存款 | 1,062,328 | 1,310,305 | 1,559,263 | 1,855,523 | 2,189,517 | 资本充足率 | 15.44% | 15.18% | 16.10% | 17.05% | 18.06% |
| 向央行借款 | 81,742 | 65,435 | 65,435 | 65,435 | 65,435 | 一级资本充足率 | 11.29% | 10.71% | 11.86% | 13.02% | 14.20% |
| 同业负债 | 247,535 | 305,451 | 320,724 | 343,174 | 367,196 | 核心一级资本充足率 | 10.16% | 9.75% | 10.22% | 10.70% | 11.24% |
| 发行债券 | 382,364 | 436,845 | 393,161 | 412,819 | 433,459 | 资产质量 | | | | | |
| 计息负债 | 1,773,969 | 2,118,036 | 2,338,582 | 2,676,951 | 3,055,608 | 不良贷款率 | 0.77% | 0.75% | 0.75% | 0.73% | 0.69% |
| 负债合计 | 1,865,607 | 2,197,571 | 2,436,023 | 2,788,490 | 3,182,925 | 拨贷比 | 4.03% | 3.79% | 3.57% | 3.33% | 3.04% |
| 股本 | 6,604 | 6,604 | 6,604 | 6,604 | 6,604 | 拨备覆盖率 | 524% | 505% | 478% | 455% | 438% |
| 其他权益工具 | 14,810 | 14,810 | 14,810 | 14,810 | 14,810 | 估值和每股指标 | | | | | |
| 资本公积 | 37,695 | 37,666 | 37,666 | 37,666 | 37,666 | P/E (倍) | 6.28 | 5.82 | 5.09 | 4.41 | 3.76 |
| 盈余公积 | 10,418 | 12,458 | 14,955 | 17,828 | 21,184 | P/B (倍) | 0.97 | 0.85 | 0.74 | 0.64 | 0.56 |
| 未分配利润 | 58,693 | 71,493 | 91,824 | 113,266 | 138,525 | EPS (元) | 3.13 | 3.38 | 3.87 | 4.46 | 5.23 |
| 股东权益合计 | 150,000 | 168,526 | 191,595 | 218,171 | 249,279 | BVPS (元) | 20.38 | 23.14 | 26.61 | 30.61 | 35.30 |
| 负债和股东权益合计 | 2,015,607 | 2,366,097 | 2,627,618 | 3,006,661 | 3,432,204 | | | | | | |

资料来源: Wind, 东方证券研究所测算

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。