

2021年04月25日

# 收入增速显著超预期，净息差跃升 买入(维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

事件: 宁波银行 2021 年一季度营业收入 132.26 亿元, 同比增长 21.80%; 归属于母公司股东净利润 47.35 亿元, 同比增长 18.32%, 对应 EPS 为 0.79 元/股; 期末总资产 1.72 万亿, 较期初增长 5.90%, 归属于母公司普通股股东净资产 1084.19 亿元, 较期初增长 4.58%, 对应 BVPS 为 18.05 元/股。宁波银行一季度收入增速显著超出市场及我们的预期, 净利润增速优于预期。

## 投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 宁波银行一季度的核心亮点是净息差跳升, 带动净利息收入高增长 32.1%, 源自零售贷款占比不断提升, 及负债成本持续回落。今年继续看好“大零售战略”开花结果, 零售信贷、财富管理收入延续高增长, 资产质量保持上市银行最优。我们上调公司 2021、2022 年归母净利润增速至 20.0% (+0.1%)、+19.6% (+0.2%), 目前估值 14.10x2021PE、2.06x2021PB, 作为核心零售银行重点推荐, 维持“买入”评级。

■ **资产&负债:** 零售贷款推动, 资产规模继续高歌猛进, 存款高增长 12.1%。

资产端, 宁波银行一季度总资产较期初增长 5.9%, 主要由贷款和金融投资拉动, 一季度贷款总额较期初增长 7.1%, 占总资产比例提升至 42.8%。此外, 金融投资较期初增长 7.1%, 同业资产则下滑 18.2%。总体上, 宁波银行一季度规模仍保持高速扩张, 因此核心一级资本充足率下滑至 9.39%, 不过公司近期将启动新一轮配股再融资, 以继续支撑高成长扩张步伐。

贷款结构中, 对公与零售贷款分别较期初增长 8.8%和 9.4%, 往常一季度更侧重于对公贷款投放, 但今年零售增速超过对公, 反映出大零售战略继续深化。零售贷款延续了 2020 年下半年以来持续高速扩张的态势, 虽然未披露明细, 但我们预计住房按揭贷款和个人经营性贷款都实现高增长。一季度末, 零售贷款在贷款中的占比提升至 2015 年以来的新高 38.9%。

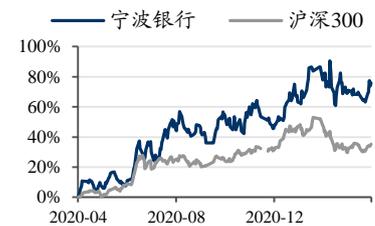
负债端, 一季度末总负债较期初增长 6.1%, 主要由存款增长支撑。i) 存款总额较期初高增长 12.1%, 存款增长延续往年季节性趋势, 预计一季度加大存款营销力度, 其中, 公司存款和零售存款分别增长 11.7%和 13.6%。ii) 一季度同业负债、债券较期初的增速分别为-12.5%和+1.3%。

■ **净息差: 较 2020 年全年跃升 25BP! 预计资产收益率上行+负债成本降低。**

新口径下宁波银行一季度净息差 2.55%, 环比 2020 年全年大幅跳升 25BP, 上行幅度超预期。净息差的强劲反弹推动一季度利息净收入同口径高增长 32.1%, 这也是总收入高增长的核心支撑。其中, 利息收入增长 17%, 我们推算生息资产收益率 4.84%, 较 2020 年全年的 4.68%强劲反弹, 我们判断一方面源于贷款利率回升, 另一方面源于去年下半年以来持续发力零售, 零售贷款高速扩张后, 结构变化推升了一季度资产端收益率。此外, 一季度末贷款总额占总资产的比重提升至 2012 年 6 月以来的新高 42.8%, 资产摆布的变化也有利于收益率提升。

进一步测算, 负债成本率约 2.03%, 而 2020 年全年为 2.14%, 我们判断负债成本的降低预计源于高成本存款严监管, 及公司持续沉淀活期存款。由于“大零售战略”深化, 公司一季度末个人存款较期初增长 13.57%, 同时对公存款也增长 11.71%。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	40.71
一年最低/最高价	22.80/44.58
市净率(倍)	2.26
流通 A 股市值(百万元)	241339.36

## 基础数据

每股净资产(元)	18.05
资产负债率(%)	92.82
总股本(百万股)	6008.02
流通 A 股(百万股)	5928.26

## 相关研究

- 1、《宁波银行(002142): 2020 年年报点评: 独树一帜! 净息差如何逆势扩张?》2021-04-11
- 2、《宁波银行(002142): 2020 年业绩快报点评: 贷款增速十年新高, 零售银行成长龙头》2021-02-27
- 3、《宁波银行(002142): 2020 年三季报点评: 零售强劲复苏! 真实业绩卓越》2020-10-29

■ **中收：手续费及佣金支出的上升短期拖累中收增速，但财富管理保持高增长。**

宁波银行一季度非利息收入总体增长 7.1%。其中，手续费及佣金净收入同比仅增长 2.4%，但手续费及佣金收入同比增速仍高达 16.2%，尤其财富管理收入同比大幅增长 65.0%，我们预计代销基金、理财、保险等收入增长显著。不过，一季度手续费及佣金支出同比大幅增长 205.5%，拖累中收增长。我们预计可能源自公司在零售业务方面加大资源投入。其他非利息收入同比增长 10.1%，受衍生工具公允价值变动的影响，一季度公允价值变动损益同比大幅下滑 50.1%。

■ **支出：成本收入比上行，信用减值计提力度明显加大压制了净利润增速。**

宁波银行一季度成本收入比 34.29%，同比上行 0.61pct，位于历史同期较高水准，我们预计源自公司强化零售战略而加大资源投入。更关键的是，一季度信用减值计提 34.8 亿元，同比增长 19.5%（2020 年全年同比增长 16.2%），与多数同业银行不同，宁波银行在今年一季度反而加大了信用减值计提力度，体现出资产质量最优质的银行，逆周期管理信用风险的能力。因此，归母净利润增速略低于收入及 PPOP 增速，一季度增长 18.32%。

■ **资产质量：保持上市银行最低不良率 0.79%，及最雄厚拨备覆盖率 508.57%。**

宁波银行一季度末不良率 0.79%，与 2020 年末持平，拨备覆盖率较上年末提升 2.98pct 至 508.57%，资产质量仍然领跑行业。从资产质量内核指标来看，我们测算“加回核销后的不良贷款净生成率”为 0.68%，相比 2019 年的 0.79% 回落，表明动态资产质量仍保持在非常优异的水平。因此，一季度 34.80 亿元信用减值中仅 21.36 亿元用于表内贷款的减值，其余金额预计用于表外资产，进一步全方位夯实表内外的综合资产质量。

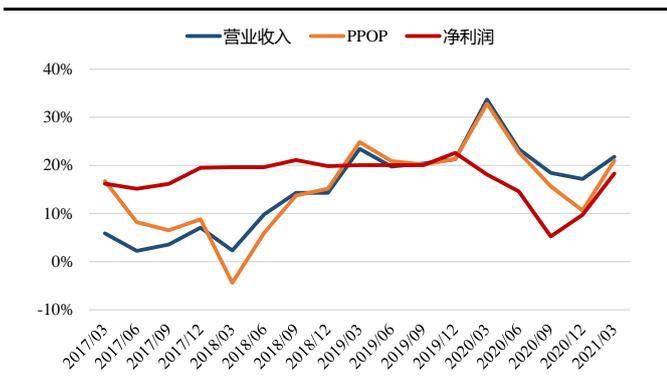
■ **风险提示：1) 净息差未来超预期收窄；2) 不良率快速上行；3) 外贸、民营制造业等领域的融资需求大幅下滑。**

表 1: 2017/03~2021/03 资产&负债主要品种的环比增速及零售贷款占比

资产&负债	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03
总资产环比增速	3.9%	3.5%	4.0%	9.2%	5.9%
贷款总额环比增速	3.7%	4.0%	3.6%	10.6%	7.1%
公司贷款	8.0%	4.4%	6.9%	9.0%	8.8%
票据贴现	-14.9%	-22.1%	10.1%	50.6%	-14.5%
零售贷款	-0.8%	9.2%	-4.4%	3.3%	9.4%
零售贷款/贷款总额	30.3%	32.0%	29.5%	31.7%	38.9%
总负债环比增速	4.0%	3.4%	3.8%	9.5%	6.1%
存款总额环比增速	5.8%	12.1%	15.5%	20.5%	12.1%
公司客户	3.4%	10.9%	13.2%	20.8%	11.7%
个人客户	15.8%	17.1%	25.5%	19.4%	13.6%

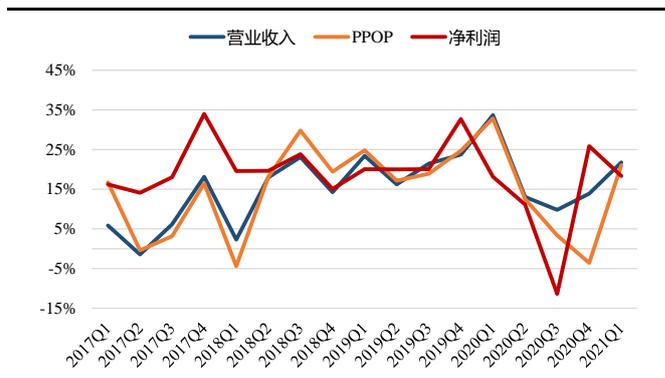
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 1: 2017/03~2021/03 宁波银行累计业绩同比增速



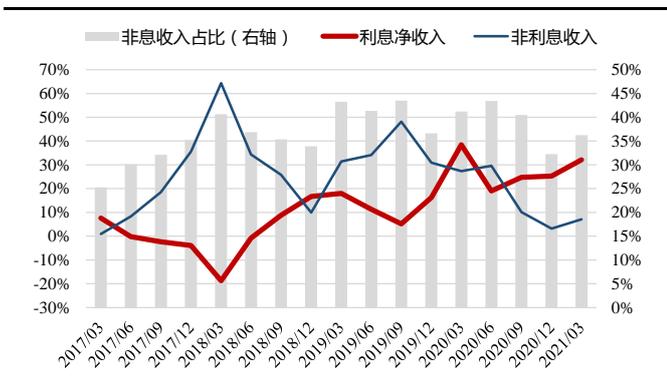
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2017Q1~2021Q1 宁波银行单季度业绩同比增速



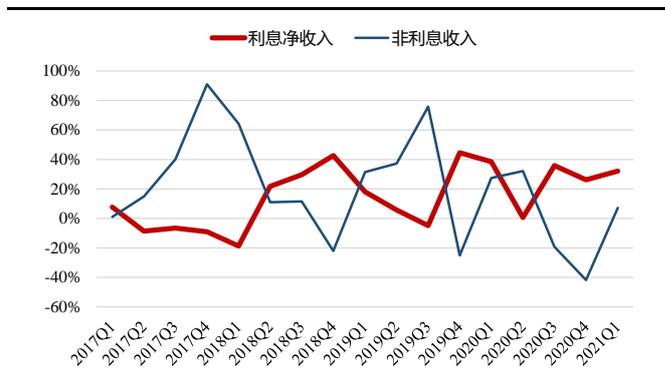
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2017/03~2021/03 宁波银行利息净收入及非利息净收入同比增速和结构



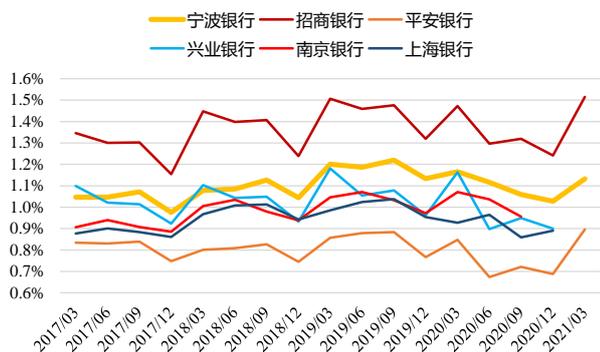
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2017Q1~2021Q1 宁波银行单季度利息净收入及非利息净收入同比增速



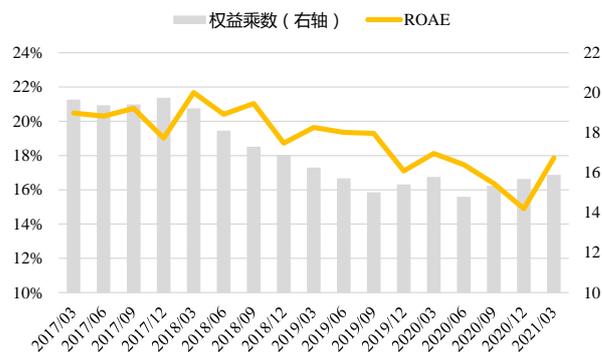
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2017/03~2021/03 宁波银行及可比银行 ROAA



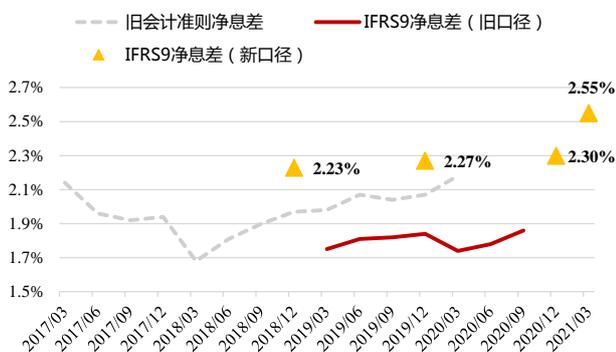
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2017/03~2021/03 宁波银行 ROAE 及权益乘数



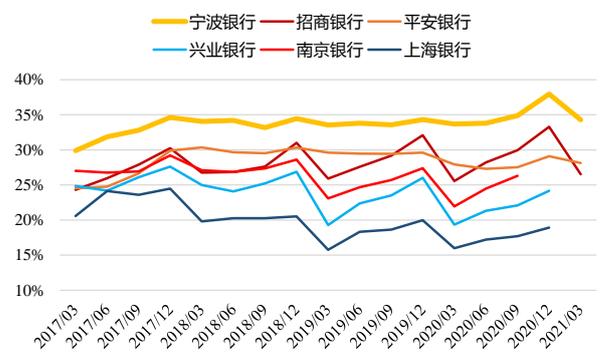
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 7: 2017/03~2021/03 宁波银行累计净息差



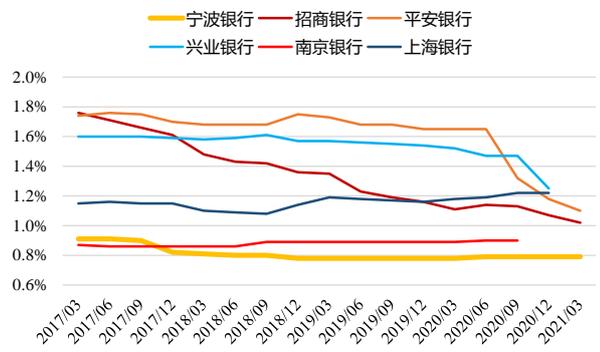
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所  
备注: 2020 年净息差财务口径调整, 同时追溯调整 2018、2019 年原数据

图 8: 2017/03~2021/03 宁波银行及可比银行成本收入比



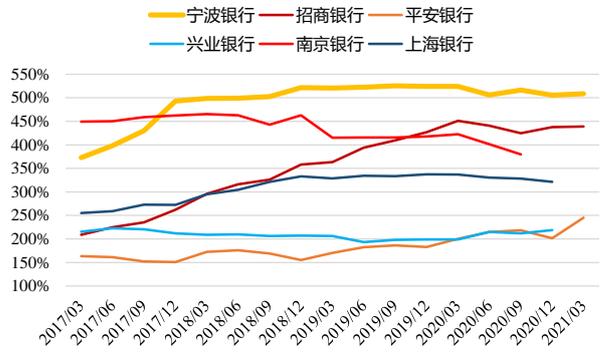
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 9: 2017/03~2021/03 宁波银行及可比银行不良率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 10: 2017/03~2021/03 宁波银行拨备覆盖率显著领先可比银行



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

宁波银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>资产总计</b>	<b>1,317,717</b>	<b>1,626,749</b>	<b>1,911,430</b>	<b>2,226,816</b>	<b>2,605,375</b>	营业收入	35,082	41,111	50,155	60,187	71,321
现金及存放中央银行款项	93,556	102,498	124,243	144,743	169,349	利息净收入	22,238	27,859	37,122	43,815	51,731
发放贷款及垫款	510,039	663,447	787,509	921,902	1,083,836	手续费及佣金净收入	5,110	6,342	6,723	7,529	8,659
金融投资	659,471	716,210	879,258	1,031,016	1,214,105	投资收益等其他业务收入	7,734	6,910	6,311	8,843	10,931
FVTPL 金融投资	248,892	305,630	344,057	405,281	476,784	营业支出	19,792	24,611	30,120	35,961	42,406
以摊余成本计量的金融投资	183,392	216,399	258,043	302,847	356,936	业务及管理费	12,038	15,609	19,310	22,991	27,102
FVTOCI 金融投资	197,247	236,823	277,157	322,888	380,385	信用减值损失	7,461	8,667	10,400	12,480	14,727
存放同业及其他金融机构款项	15,409	20,040	19,114	22,268	26,054	营业利润	15,290	16,500	20,035	24,225	28,915
拆出资金	3,596	3,300	3,823	4,454	5,211	税前利润	15,219	16,455	19,955	24,128	28,799
买入返售金融资产	17,259	626	5,734	6,680	7,816	净利润	13,792	15,136	18,159	21,716	25,919
贵金属	12,516	23,171	19,114	22,268	26,054	<b>归属于母公司股东净利润</b>	<b>13,715</b>	<b>15,050</b>	<b>18,056</b>	<b>21,592</b>	<b>25,772</b>
其他资产合计	5,872	97,457	72,634	73,485	72,950	<b>财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1,216,981</b>	<b>1,507,756</b>	<b>1,777,147</b>	<b>2,074,747</b>	<b>2,433,072</b>	资产总计增速	18.0%	23.5%	17.5%	16.5%	17.0%
向中央银行借款	30,491	83,623	98,564	115,069	134,943	发放贷款及垫款增速	23.9%	30.1%	18.7%	17.1%	17.6%
同业及其他金融机构存放款项	35,697	108,073	124,400	145,232	182,480	负债总计增速	17.6%	23.9%	17.9%	16.7%	17.3%
拆入资金	35,962	68,434	76,417	93,364	111,921	吸收存款增速	20.5%	19.8%	18.0%	16.5%	17.0%
交易性金融负债	10,881	19,092	17,771	20,747	24,331	营业收入增速	21.3%	17.2%	22.0%	20.0%	18.5%
衍生金融负债	20,368	36,257	35,543	41,495	48,661	利息净收入增速	16.3%	25.3%	33.2%	18.0%	18.1%
卖出回购款项	62,694	29,924	35,543	41,495	48,661	手续费及佣金净收入增速	-11.8%	24.1%	6.0%	12.0%	15.0%
应交税费	3,324	3,970	1,777	2,075	2,433	成本收入比	34.3%	38.0%	38.5%	38.2%	38.0%
客户存款	779,224	933,164	1,101,134	1,282,821	1,500,900	所得税率	9%	8%	9%	10%	10%
应付债券	212,886	187,443	231,029	290,465	340,630	<b>归属于母公司股东净利润增速</b>	<b>22.9%</b>	<b>9.7%</b>	<b>20.0%</b>	<b>19.6%</b>	<b>19.4%</b>
其他负债合计	25,454	37,776	54,968	41,985	38,111	EPS	2.41	2.43	2.88	3.47	4.16
<b>股东权益总计</b>	<b>100,736</b>	<b>118,993</b>	<b>134,283</b>	<b>152,069</b>	<b>172,302</b>	BVPS	15.19	17.26	19.79	22.73	26.08
股本	5,628	6,008	6,008	6,008	6,008	ROAE	17.10%	14.90%	15.55%	16.32%	17.06%
其他权益工具	14,810	14,810	14,810	14,810	14,810	ROAA	1.13%	1.02%	1.03%	1.05%	1.07%
资本公积	18,785	26,403	26,403	26,403	26,403	<b>净利息收益率</b>	<b>2.27%</b>	<b>2.30%</b>	<b>2.55%</b>	<b>2.57%</b>	<b>2.58%</b>
其他综合收益	2,220	1,100	2,000	2,500	2,000	不良贷款率	0.78%	0.79%	0.78%	0.78%	0.77%
盈余公积	7,250	8,632	10,347	12,399	14,847	拨备覆盖率	524.08%	505.59%	505.20%	507.00%	510.00%
一般风险准备	10,921	13,608	16,316	19,555	23,421	分红比例	23.2%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
未分配利润	40,695	47,919	57,794	69,710	84,038	<b>估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
归属于母公司股东的权益	100,309	118,480	133,679	151,384	171,527	P/E	16.9	16.8	14.1	11.7	9.8
少数股东权益	427	513	604	684	775	P/B	2.68	2.36	2.06	1.79	1.56
<b>归属于母公司普通股股东权益</b>	<b>85,499</b>	<b>103,670</b>	<b>118,869</b>	<b>136,574</b>	<b>156,717</b>	股息率	1.31%	1.23%	1.49%	1.79%	2.15%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>