

宁波银行(002142.SZ)

坚持中小企业立行特色，享受出口转暖

——宁波银行投资价值报告

张继袖

86-22-28451849

zhjxnk@hotmail.com

核心观点:

- 出口转暖预期增强
- 信贷需求旺盛
- 坚持中小企业立行特色
- 买入评级

投资要点:

● 出口好转预期增强，经济重回景气区间

根据国家统计局宁波调查队的调查数据，2009年二季度宁波企业家信心指数和企业景气指数站上百点大关，重回景气区间，显示宁波经济企稳回升迹象明显。宁波经济也呈现出回暖的迹象：二季度宁波市产品订货景气指数为97.7，比上季度上升30点，仍然运行在景气区间下方，比去年同期减少19.4点。

● 信贷增速加快，下半年有望保持高增速

截至9月30日，贷款总额达到796.06亿元，三季度新增153.57亿元，而上半年新增150.93亿元。异地分行贷款占比上升较快，上海分行增加2.09%，南京和苏州分行增加8.17%，深圳分行增加2.70%。存款增长37.5%，达到1048亿元。

● 坚持中小企业立行特色

宁波银行有着与其他银行不同的业务特色——重点发展中小企业贷款业务。公司对中小企业客户有严格的准入制度，细分客户群，开业两年以上的客户才会成为潜在的客户。对潜在客户的贷款审批，不仅关注财务指标，更看着比如水电费、报关单等非财务指标，同时关注企业主的嗜好。

● 投资建议

我们预计公司09年净利润将实现9%的增长，净利润14.52亿元，EPS0.58元/股，2010年净利润增长41.2%，20.50亿元，每股收益0.71元（摊薄后），对应的PE为19.03X，PB为2.52X，维持买入评级。

1. 主要财务指标

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2244	3404	3925	5479	7174
EBITDA(百万元)	1253	1615	1816	2471	2952
净利润	951	1332	1452	2050	2494
摊薄 EPS(元)	0.38	0.53	0.58	0.71	0.86
BVPS(元)	3.21	3.52	3.90	5.36	5.90
PE(X)	35.57	25.40	23.30	19.03	15.65
PB(X)	4.22	3.84	3.47	2.52	2.29
P/POP(X)	26.38	18.71	16.23	13.41	10.24
市值/总资产	44.79%	32.76%	24.61%	22.16%	17.69%

评级: 买入

上次评级: 买入

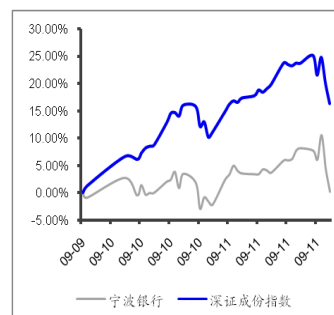
目标价格: ¥18.32

上次预测:

当前价格: ¥14.54

2009.11.30

近两个月股价走势

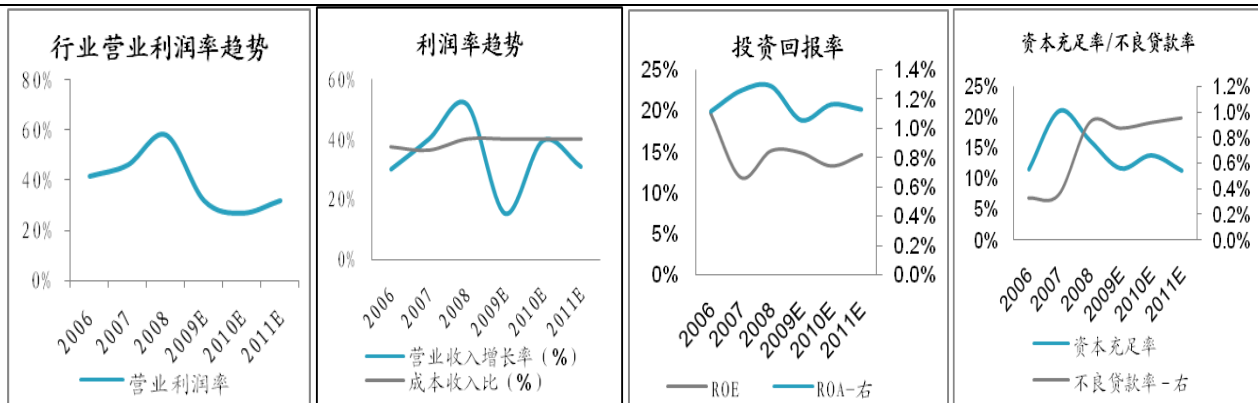


单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.14
2Q/2009	0.28
3Q/2009	0.44
4Q/2009	0.58

相关报告

2. 三大表 (百万)

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及存放央行	12376	13347	18019	23115	29088	净利息收入	2062	2891	3272	4581	6051
存放同业和其它	2391	6444	8700	11161	14045	手续费及佣金净收入	171	375	523	765	989
拆出资金	0	880	1188	1524	1918	其他净收入	7	137	129	132	133
证券投资	17227	16792	19016	19742	19080	营业收入合计	2241	3403	3924	5478	7173
买入返售金融资产	4258	9718	13120	16831	21181	营业税金及附加	140	227	261	365	478
衍生金融资产	28	226	262	287	298	业务及管理费	818	1369	1579	2204	2886
发放贷款及垫款	36034	48466	68516	93978	125219	资产减值损失	99	257	395	569	951
固定资产	673	836	1009	1058	1081	营业支出合计	1057	1853	2235	3138	4314
递延所得税资产	43	107	125	137	142	营业利润	1183	1551	1689	2341	2859
无形资产	20	86	80	65	48	营业外收支净额	1	-28	-29	-30	-31
其他资产合计	2263	6163	7155	7906	8246	拨备前利润	1282	1807	2085	2910	3811
资产合计	75511	103263	137420	176057	220607	利润总额	1185	1523	1660	2311	2829
同业和其它金融机构存放	1689	594	805	1061	1349	减：所得税	234	191	208	261	336
拆入资金	702	133	180	238	302	净利润	951	1332	1452	2050	2494
卖出回购金融资产款	6990	10621	14385	18973	24116	归属于母公司的净利润	951	1332	1452	2050	2494
吸收存款	55514	76222	103232	136156	173067	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.38	0.53	0.58	0.71	0.86
其他负债合计	2594	6888	9061	4173	4760	稀释每股收益	0.38	0.53	0.58	0.71	0.86
负债合计	67488	94458	127663	160600	203593	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
股本	2500	2500	2500	2884	2884	成长性					
资本公积金	3968	3919	3919	7954	7954	营收增长率	40.2%	51.7%	15.3%	39.6%	30.9%
盈余公积金	243	376	521	726	976	EBIT 增长率	45.5%	28.5%	9.0%	39.2%	22.4%
未分配利润	1241	1621	2428	3503	4811	净利润增长率	50.5%	40.0%	9.0%	41.2%	21.6%
一般风险准备	71	389	389	389	389	盈利性					
少数股东权益	0	0	0	0	0	ROA	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.1%
股东权益合计	8022	8805	9757	15457	17014	ROE	11.9%	15.1%	14.9%	13.3%	14.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT 率	52.8%	44.7%	42.3%	42.2%	39.4%
净利润	951	1332	1452	2050	2494	净息差	2.98%	3.63%	3.08%	3.27%	3.38%
EBIT	1185	1523	1660	2311	2829	成本收入比	36.5%	40.2%	40.2%	40.2%	40.2%
NOPLAT	951	1332	1452	2050	2494	估值倍数					
资产准备	99	257	395	569	951	PE	35.57	25.40	23.30	19.03	15.65
折旧与摊销	68	92	155	160	123	P/S	15.07	9.94	8.62	7.12	5.44
来源	14138	26970	33205	32937	42993	P/B	4.22	3.84	3.47	2.52	2.29
运用	18965	27752	34157	38637	44550	股息收益率	0.00%	1.48%	1.48%	1.97%	2.40%
自由现金流	-3807	642	655	-3489	1060	EV/EBITDA	26.99	20.93	18.62	15.78	13.21



目 录

1. 投资建议	5
1.1 推荐思路理由	5
1.2 业绩预测和投资建议	5
2. 公司简介、股权结构、大小非	5
2.1 公司简介	5
2.2 股权结构	5
2.3 限售股	5
3. 盈利路线	6
3.1 行业盈利路线	6
3.2 高成长性和高议价能力保证利息净收入	7
3.3 加大资金业务管理，非息收入增长前景可观	10
3.4 高费用收入比压制利润上升	11
3.5 有效税率下降，净利润稳定增长	12
4. 资产负债分析和规模扩张	12
4.1 资产质量持续改善	12
4.2 资本充足状况	13
4.3 异地分行开设情况	14
5. 行业分析	14
5.1 银行业的生命周期	14
5.2 银行业前景：延续较快发展趋势	15
5.3 经济稳步复苏，通胀预期增强	16
5.4 人民币升值提升银行战略价值	16
6. 风险因素	16
7. 盈利预测、估值与投资建议	16
7.1 盈利预测	16
7.2 DDM 模型估值：每股 21.98 元	17
7.3 DCF 估值：每股价值 25.83 元	18
7.4 相对估值：每股 17.75-21.3 元	18

图目录

图 1：银行业利润提升路径	7
图 2：宁波银行利息净收入单季度环比增长	10
图 3：宁波银行手续费及佣金净收入单季度环比增长	10
图 4：行业生命周期	15
图 5：金融机构贷款增速与 GDP 增速	15
图 6：人民币升值趋势	16
图 7：宁波银行近上市以来估值走势	18
图 8：宁波银行近估值区间	19

表目录

表 1：宁波银行最新股本结构	6
表 2：有限售条件股份可上市交易时间	6
表 3：上市银行利息净收入变化	8

表 4: 上市银行生息资产规模变化	8
表 5: 上市银行贷款规模变化	9
表 6: 上市银行净息差走势	9
表 7: 上市银行手续费净收入增长情况	11
表 8: 上市银行成本收入比变化	11
表 9: 上市银行净利润增速	12
表 10: 宁波银行不良贷款历史对比	13
表 11: 宁波银行不良净形成率	13
表 12: 上市银行资本充足率	13
表 13: 上市银行核心资本充足率	14
表 14: 宁波银行盈利预测	17
表 15: DDM 模型参数	17
表 16: 宁波银行 DCF 估值敏感性分析	18
表 17: 宁波银行历史估值情况	18

1. 投资建议

1.1 推荐思路理由

行业依然处于成长阶段，作为小股本的上市银行，宁波银行的高成长性值得期待；

出口转暖，资金需求旺盛，信贷高增长且资产质量持续改善；

坚持中小企业立行特色，充分享受政府对中小企业信贷的税收优惠，利于净利润提升。

1.2 业绩预测和投资建议

我们微调公司 09 年和 2010 年盈利预测，预计 09 年净利润将实现 9% 的增长，净利润 14.52 亿元，EPS0.58 元/股，2010 年净利润增长 41.2%，达到 20.50 亿元，每股收益 0.71 元（摊薄后）。采用 DCF 折现，公司的价值是 25.83 元/股；采用 DDM 估值模型，公司的股价是 21.98 元/股；采用相对估值，2010 年 25-30 倍 PE，每股价值区间 17.75-21.30 元，维持买入评级。

2. 公司简介、股权结构、大小非

2.1 公司简介

公司是一家具有独立法人资格的地方性股份制商业银行，截至 09 年 6 月底公司下辖 84 个分支机构，员工数 3157 人，在宁波市建立了比较强大的品牌知名度和客户忠诚度。截至 09 年 9 月底，全行总资产 1444.67 亿元，各项存款 1048.12 亿元，各项贷款 785.9 亿元，资本充足率 11.25%，核心资本充足率 10.02%，不良贷款率为 0.76%，净资产收益率 11.75%，是中国不良贷款最低、盈利能力强、资本充足率最高的银行之一。2007 年 7 月宁波银行在深圳证券交易所上市，股票代码为 002142。

2.2 股权结构

截止 2009 年 06 月 30 日，宁波银行股本总数为 25 亿股，其中：有限售条件股份为 14.46 亿股，占股份总数的 57.86%，无限售条件股份为 10.54 亿股，占股份总数的 42.14%。

09 年 10 月份宁波银行向持股 5% 以上的股东非公开发行股份 3.8382 亿股，发行后总股本 28.8382 亿股，具体情况见表 1。

2.3 限售股

截至 2009 年 6 月 30 日，公司存在有限售条件股份。从下表我们发现，公司的主要股东所持有的股票在 2010 年才可以解禁，目前，限售股问题对公司的影响不大。新发行的股份要在发行之日起 36 个月才可以解禁。

表 1: 宁波银行最新股本结构

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	认购数量 (万 股)	发行后持股数量 (万股)	占本次发行 (%)	发行后持股比例 (%)
宁波市财政局	27000	10.8		27000		9.36
华侨银行	25000	10	14632	39632	38.12	13.74
华茂集团股份有限公司	17900	7.16	7050	24950	18.37	8.65
宁波市电力开发公司	17900	7.16	2600	20500	6.77	7.11
宁波富邦控股集团有限公司	17900	7.16	7050	24950	18.37	8.65
宁波杉杉股份有限公司	17900	7.16		17900		6.21
雅戈尔集团股份有限公司	17900	7.16	7050	24950	18.37	8.65
其他	108500	43.4		108500		37.62
合计	250000	100	38382	288382	100	100

注：其他股东中包括华侨银行通过 QFII 持有的 46,099,471 股，考虑这部分关联股份，华侨银行实际持有宁波银行 4.4242 亿股，占发行后股本的 15.34%；宁波市财政局和宁波市电力开发公司是一致行动人。

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 2: 有限售条件股份可上市交易时间

(百万股)	限售股	限售原因	解除限售日期	新发行股份	新发股份限售期
宁波市财政局	270.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日		
华侨银行	250.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日	146.32	自发行之日起 36 个月
宁波杉杉股份有限公司	179.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日		
雅戈尔集团股份有限公司	179.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日	70.5	自发行之日起 36 个月
宁波富邦控股集团有限公司	179.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日	70.5	自发行之日起 36 个月
宁波市电力开发公司	179.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日	26	自发行之日起 36 个月
华茂集团股份有限公司	179.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日	70.5	自发行之日起 36 个月
高管持股	31.41	高管股份	在任董事、监事高级管理人员一年内最多转让持有股份的 25%		
合计	1,446.41				

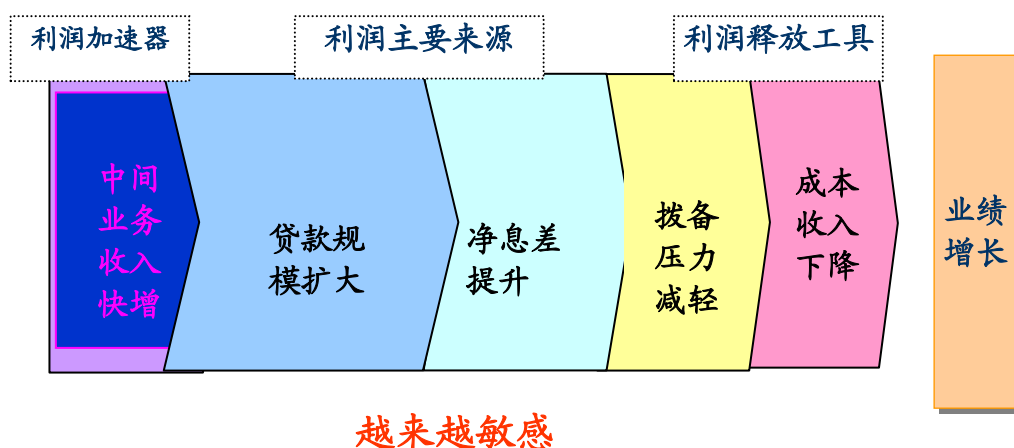
资料来源：公司公告，渤海证券研究所

3. 盈利路线

3.1 行业盈利路线

从国际银行业发展来看，银行业的盈利主要来自以下几方面：获取存贷利差、中间业务收入和其他业务收入。获取存贷利差收入是银行业的传统业务，即银行的净利息收入，等于利息收入与利息支出的差。净利息差是描述和衡量净利息收入水平的指标，它等于生息资产的收益率与计息负债的成本率之差。净利息收入是绝对银行经营业绩的关键因素，是银行进行绩效评价时的考察重点。

图 1：银行业利润提升路径



资料来源：渤海证券研究所

3.2 高成长性和高议价能力保证利息净收入

宁波银行的利息净收入增速在去年四季度见底，今年前三季度单季度增速持续反弹，远超过行业平均反弹水平。

宁波银行利息净收入的大幅反弹受益于高成长性和高议价能力。

截至 9 月 30 日，宁波银行的生息资产规模达到 1366 亿，比年初增长 42.83%，对前三季度净利润增长贡献 38.81 个百分点。宁波银行 9 月底的贷款规模 786 亿元，比年初增长了 62.04%，充分体现了高成长性。

宁波银行的议价能力是比较强的，尤其是对中小企业贷款方面，贷款利率一般溢价都 20%，保证了公司净息差是 14 家上市银行中最高的，09 年三季度年化净息差达到 2.86%，同比下降 60 个 BP，比中报时收窄。三季度 NIM（年化）2.87%，环比微降 2 个 BP。

我们可以判断公司净息差已经见底，由于净息差下降幅度不是很大，反弹速度也会比较缓慢，由于公司贷款以小企业贷款为主，项目贷款很少，因此贷款久期仅有 8 个月，同时由于公司以活期存款为主，因此降息对公司影响很大，当然未来升息对公司的正面影响也较大。

表 3: 上市银行利息净收入变化

%	08Q1 环比	08Q2 环比	08Q3 环比	08Q4 环比	09Q1 环比	09Q2 环比	09Q3 环比	09Q1 同比	09H 同比	09Q1-Q3 同比
深发展 A	17.83	0.38	0.60	-1.80	0.06	-7.12	4.32	4.89	0.97	0.86
宁波银行	10.08	7.00	10.27	-6.14	0.02	9.33	11.04	13.26	14.53	15.26
浦发银行	7.89	1.61	7.76	-2.68	-0.10	9.56	11.81	-4.33	-0.56	2.11
华夏银行	2.82	5.36	-2.90	-13.91	-0.14	17.12	17.82	-24.34	-20.01	-12.68
民生银行	0.36	22.73	0.15	-6.60	-0.10	4.37	22.68	3.45	-5.08	-0.51
招商银行	12.67	3.19	-4.71	-5.05	-0.14	-3.58	13.59	-20.15	-22.81	-18.97
南京银行	12.81	1.34	-3.01	12.47	-0.06	15.06	9.03	3.58	10.63	17.70
兴业银行	7.22	6.55	-1.77	-4.19	-0.07	3.36	17.36	-6.67	-8.11	-2.64
北京银行	10.17	1.32	9.29	-1.63	-0.12	1.93	9.68	-3.78	-3.49	-3.26
交通银行	-39.01	0.81	3.97	-9.67	-0.06	4.46	14.67	-11.47	-9.86	-6.07
工商银行	2.36	-1.19	-1.09	2.61	-0.13	0.94	6.73	-12.88	-11.95	-9.32
建设银行	1.80	4.06	0.79	-0.60	-0.10	1.43	2.93	-6.55	-7.75	-7.49
中国银行	-3.22	-0.26	0.05	-0.10	-0.09	2.84	7.93	-9.74	-8.34	-5.43
中信银行	10.34	6.55	0.02	-10.07	-0.14	7.61	18.07	-18.05	-17.63	-12.42
合计	-2.23	2.06	0.23	-1.49	-0.11	2.32	8.52	-10.08	-9.96	-7.41

资料来源: 渤海证券研究所

表 4: 上市银行生息资产规模变化

%	09 年三季度 比年初	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
深发展 A	16.33	6.98	0.14	7.69	10.14	3.28	2.27
宁波银行	42.83	5.23	13.77	1.43	14.41	10.14	13.35
浦发银行	21.66	5.39	10.11	19.16	15.90	7.00	-1.89
华夏银行	12.79	5.17	3.82	12.47	3.62	5.78	2.89
民生银行	32.39	6.05	-0.39	-0.80	10.07	21.59	-1.07
招商银行	29.12	1.61	9.50	1.51	14.90	9.79	2.36
南京银行	56.91	1.01	5.17	1.63	19.95	15.33	13.43
兴业银行	24.31	5.35	0.87	10.67	7.48	10.94	4.26
北京银行	20.42	0.39	11.63	3.54	6.22	8.31	4.67
交通银行	23.27	7.35	2.35	11.64	13.36	8.69	0.05
工商银行	19.91	3.27	-0.08	4.18	12.85	4.23	1.94
建设银行	24.29	2.72	3.81	3.28	15.13	5.18	2.64
中国银行	20.88	2.41	1.61	5.92	14.61	3.89	1.52
中信银行	20.99	3.80	-2.57	9.01	6.07	11.75	2.07
合计	22.31	3.47	2.21	5.61	13.17	6.14	1.82

资料来源: 渤海证券研究所

表 5: 上市银行贷款规模变化

亿, %	2008	2009Q1	2009H	2009Q3	09Q3 比 08 增长	09Q1 比 08 增长	09Q2 比 09Q1 增长	09Q3 比 09Q2 增长
深发展 A	2817	3169	3391	3569	26.69%	12.50%	7.01%	5.25%
宁波银行	485	529	634	786	62.04%	9.07%	19.85%	23.96%
浦发银行	6813	8543	9204	8857	30.00%	25.39%	7.74%	-3.77%
华夏银行	3457	3971	4158	4203	21.58%	14.87%	4.71%	1.08%
民生银行	6465	7286	8907	8800	36.12%	12.70%	22.25%	-1.20%
招商银行	8528	9738	11282	11459	34.37%	14.19%	15.86%	1.57%
南京银行	391	502	587	625	59.77%	28.39%	16.93%	6.43%
兴业银行	4900	5754	6316	6842	39.63%	17.43%	9.77%	8.32%
北京银行	1877	2131	2441	2629	40.09%	13.53%	14.55%	7.72%
交通银行	12988	15752	16972	17724	36.46%	21.28%	7.75%	4.43%
工商银行	44360	50729	53001	54417	22.67%	14.36%	4.48%	2.67%
建设银行	36836	42043	44092	45632	23.88%	14.14%	4.87%	3.49%
中国银行	31897	36996	42058	45923	43.97%	15.99%	13.68%	9.19%
中信银行	6514	8221	9741	9760	49.83%	26.21%	18.49%	0.19%
合计	168324	195364	212783	221225	31.43%	16.06%	8.92%	3.97%

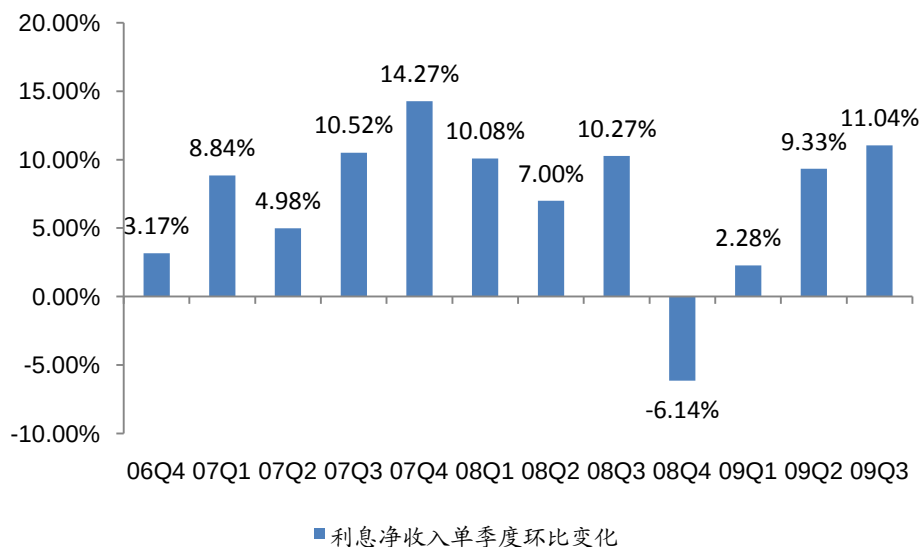
资料来源: 渤海证券研究所

表 6: 上市银行净息差走势

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q1 环比	09Q2 环比	09Q3 环比	09Q1 同比	09Q2 同比	09Q3 同比
深发展 A	3.40%	3.06%	2.98%	2.81%	2.73%	2.37%	2.41%	-0.08%	-0.36%	0.04%	-0.67%	-0.69%	-0.57%
宁波银行	3.56%	3.56%	3.58%	3.13%	2.96%	2.89%	2.87%	-0.17%	-0.07%	-0.02%	-0.60%	-0.67%	-0.71%
浦发银行	3.35%	3.25%	3.25%	2.75%	2.12%	2.07%	2.26%	-0.63%	-0.05%	0.19%	-1.23%	-1.18%	-0.99%
华夏银行	2.35%	2.40%	2.23%	1.77%	1.41%	1.58%	1.78%	-0.36%	0.17%	0.20%	-0.94%	-0.82%	-0.45%
民生银行	2.83%	3.23%	3.15%	2.96%	2.54%	2.28%	2.57%	-0.41%	-0.26%	0.29%	-0.29%	-0.95%	-0.58%
招商银行	3.64%	3.65%	3.29%	2.96%	2.33%	2.00%	2.15%	-0.63%	-0.33%	0.15%	-1.31%	-1.65%	-1.14%
南京银行	3.27%	3.11%	2.92%	3.18%	2.68%	2.63%	2.51%	-0.50%	-0.05%	-0.12%	-0.59%	-0.48%	-0.41%
兴业银行	3.05%	3.13%	2.99%	2.70%	2.30%	2.18%	2.38%	-0.40%	-0.12%	0.20%	-0.75%	-0.95%	-0.61%
北京银行	3.05%	3.04%	3.14%	2.87%	2.42%	2.29%	2.37%	-0.46%	-0.13%	0.08%	-0.63%	-0.75%	-0.77%
交通银行	3.22%	3.03%	3.00%	2.53%	2.10%	1.98%	2.18%	-0.43%	-0.12%	0.20%	-1.12%	-1.05%	-0.82%
工商银行	3.10%	2.95%	2.87%	2.88%	2.30%	2.14%	2.22%	-0.58%	-0.16%	0.08%	-0.80%	-0.81%	-0.65%
建设银行	3.35%	3.38%	3.29%	3.16%	2.59%	2.39%	2.37%	-0.57%	-0.20%	-0.02%	-0.76%	-0.99%	-0.92%
中国银行	2.83%	2.71%	2.66%	2.56%	2.10%	1.98%	2.08%	-0.46%	-0.12%	0.10%	-0.73%	-0.73%	-0.58%
中信银行	3.49%	3.54%	3.52%	3.07%	2.43%	2.40%	2.66%	-0.63%	-0.03%	0.26%	-1.06%	-1.14%	-0.86%

资料来源: 渤海证券研究所

图 2: 宁波银行利息净收入单季度环比增长

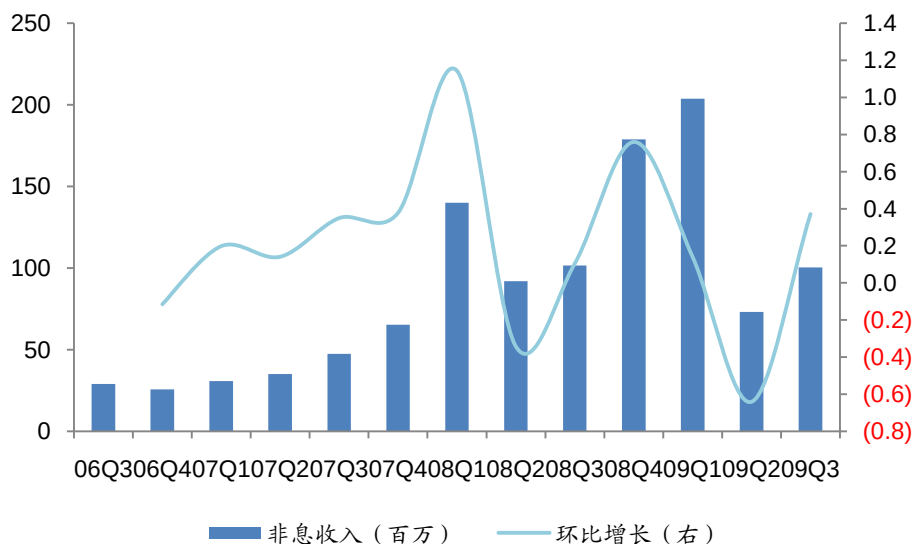


资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.3 加大资金业务管理，非息收入增长前景可观

09年前三季度宁波银行实现非息收入3.77亿元，同比增长13.04%，其中手续费净收入3.19亿元，同比增长1.74%，其他非息收入增长1.92倍，为0.58亿元。但是我们发现宁波银行的手续费净收入进入09年出现了增长瓶颈，主要是交易类中间业务手续费大幅减少。目前宁波银行的中间业务占营业收入比重较高。公司非常重视中间业务发展，在今年的考核中把中间业务收入与分支行人员的绩效挂钩。

图 3: 宁波银行手续费及佣金净收入单季度环比增长



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 7: 上市银行手续费净收入增长情况

	2008H 同比	2008Q1-Q3 同比	2008 同比	2009Q1 同比	2009H 同比	2009Q1-Q3 同比
深发展 A	81.63	106.60	63.50	30.23	25.63	17.53
宁波银行	160.43	178.53	119.11	12.88	21.58	1.74
浦发银行	99.06	84.36	58.89	25.37	18.47	16.29
华夏银行	71.54	70.95	82.34	43.19	48.34	45.15
民生银行	211.78	137.21	86.55	-31.96	-25.20	-17.05
招商银行	53.68	33.56	20.27	-9.91	-1.27	5.46
南京银行	155.69	274.53	235.40	216.10	129.10	68.11
兴业银行	180.65	118.39	72.87	-19.45	-6.32	2.33
北京银行	92.26	73.00	65.03	23.84	29.64	31.11
交通银行	50.19	32.70	22.94	17.24	17.69	25.23
工商银行	64.65	42.41	27.97	12.37	13.33	18.73
建设银行	59.30	28.99	22.78	10.43	16.13	20.94
中国银行	90.11	68.27	45.33	19.13	2.64	8.39
中信银行	128.26	106.36	46.39	24.03	20.06	19.36
合计	73.59	48.46	33.11	11.28	9.50	14.89

资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.4 高费用收入比压制利润上升

08年宁波银行的费用收入比40.23%，远高于同属城商行板块的北京银行（23.4%）和南京银行（25.36%）。09年前三季度的费用收入比为40.35%，与08年基本持平，低于中报和一季报水平。较高的成本收入比压制了利润上升。

公司认为高费用比是走特色银行必需承受的痛，主要有三方面原因：新开设分支行购买办公用房等支出；业务转型和新开设分支行引进人才；IT投入较大，IT系统在城商行中处于先进水平（宁波银行计划每年IT投入1个亿，但具体还要考虑各年的收益状况，例如今年的IT投入可能就不到1个亿）。我们认为公司未来3-5年内会基本维持在40%。

表 8: 上市银行成本收入比变化

	2007H	2007Q1-Q3	2007	2008Q1	2008H	2008Q1-Q3	2008	2009Q1	2009H	2009Q1-Q3
深发展 A	38.00	37.82	38.93	36.90	35.03	34.82	35.99	38.97	39.29	39.99
宁波银行	36.80	37.04	36.48	40.93	37.25	35.79	40.23	46.87	41.81	40.35
浦发银行	30.69	33.71	36.86	33.70	34.45	35.18	36.69	25.08	25.56	32.33
华夏银行	37.33	36.58	40.39	38.69	37.24	38.35	41.41	45.59	44.41	43.57
民生银行	43.22	42.81	46.26	41.84	36.53	37.07	42.55	40.29	33.47	38.36
招商银行	33.83	35.05	35.05	30.40	30.22	31.50	36.78	41.57	42.24	43.02
南京银行	33.53	30.30	30.24	20.38	24.52	24.26	25.36	23.40	26.45	28.01
兴业银行	35.48	34.86	36.30	34.18	31.96	33.98	34.83	33.36	34.29	34.64
北京银行	22.19	22.08	25.03	21.00	21.33	21.19	23.40	18.53	19.79	22.79
交通银行	31.07	32.10	32.43	26.59	28.55	28.94	31.34	26.71	27.18	29.32
工商银行	31.00	31.22	34.48	25.34	28.24	27.68	29.54	25.63	29.69	30.92
建设银行	31.55	30.07	35.92	27.60	28.08	28.46	30.71	28.33	28.93	29.33
中国银行	37.41	40.16	46.61	41.58	27.74	29.49	31.52	31.80	31.42	31.97
中信银行	35.79	34.59	34.89	31.76	31.50	32.00	32.98	34.54	30.75	31.12
合计	33.36	33.74	37.69	31.03	29.04	29.56	31.80	29.71	30.70	31.87

3.5 有效税率下降, 净利润稳定增长

宁波银行的净利润在 2007 年中期实现了同比 50.5% 的增长, 2008 年中期同比增长 90.6%。宁波银行的净利润增长处于行业平均水平, 无论在加息周期中, 还是在降息周期中。今年前三季度, 宁波银行实现净利润 11.03 亿元, 同比依然下降。

但是, 宁波银行顺应政策、坚持中小企业贷款却对三季度净利润产生积极影响。三季度宁波银行实际税率下降较多, 这主要是因为实行了财政部的新文件所致, 财政部针对银行投放的中小企业贷款, 提取的准备金可以税前列支, 公司前三季度的实际税率下降到 9.7%, 三季度单季度的税率下降到 4.82%, 对净利润环比增长 12.77% 贡献了 7.79%, 而这种情况在其他银行比较少。

我们认为随着四季度出口数据的进一步好转, 以及三季度的大量新增贷款在四季度产生贡献, 利润增速在四季度会“转正”。

表 9: 上市银行净利润增速

%	2008H 同比	2008Q1-Q3 同比	2008 同比	2009Q1 同比	2009H 同比	2009Q1-Q3 同比
深发展 A	90.74	77.04	-76.83	11.74	7.82	9.66
宁波银行	90.59	76.60	40.02	4.82	-3.22	-2.08
浦发银行	149.62	150.92	127.61	5.29	6.38	4.54
华夏银行	90.88	90.32	46.15	-14.54	-13.61	-14.93
民生银行	114.29	101.13	24.59	1.54	22.05	17.75
招商银行	116.42	90.56	37.41	-33.41	-37.62	-31.16
南京银行	125.63	87.49	60.10	0.61	1.58	0.93
兴业银行	79.65	56.49	32.60	-4.75	-4.90	1.54
北京银行	121.48	80.19	61.78	-5.86	0.71	0.07
交通银行	73.62	53.89	38.17	0.81	0.27	0.86
工商银行	57.48	45.70	35.57	6.03	2.67	7.90
建设银行	71.34	47.58	33.99	-18.22	-4.86	2.25
中国银行	35.98	23.62	4.93	-16.12	-2.85	5.32
中信银行	162.62	137.30	60.68	-22.94	-16.28	-8.48
合计	66.66	50.34	30.46	-8.88	-3.16	2.31

资料来源: wind, 渤海证券研究所

4. 资产负债分析和规模扩张

4.1 资产质量持续改善

受金融危机影响, 宁波银行的不良贷款有所增加, 公司 09 年三季度时不良率为 0.76%, 比中报时减少 9 个基点, 不良余额 6.05 亿元, 比中报时增加 0.61 亿元。但是由于不良贷款以抵押贷款较多, 并未形成损失, 因此无法进行核销。公司去年四季度就开始每季度对授信超过 500 万以上的客户进行排查。而且公司信贷的五级分类是由系统直接分类, 导致关注类贷款增加较多, 这是由于公司审慎划分的结果。宁波银行不良贷款迁徙率低, 同时贷款抵押率达到 60%, 处于较高水平, 而且由于没有损失, 因此无法计提相应的拨备。管理层预计, 未来宁波银行的信贷成本将逐季回落。

宁波银行的组合计提是按照财政部要求进行计提的, 实际情况来看, 公司认为并不需要计提这么多组合拨备。目前公司拨备计提政策为正常类贷款为计提 1%, 关注类贷款为计提 2%, 后三类则逐笔计提。

表 10: 宁波银行不良贷款历史对比

百万	历史对比				占总贷款的比重			
	2007	1H2008	2008	2009H	2007	1H2008	2008	2009H
正常	34,189	41,635	45,999	61,091	93.66%	94.89%	93.58%	95.09%
关注	2,183	2,067	2,705	2,613	5.98%	4.71%	5.50%	4.07%
次级	46	76	281	286.57	0.13%	0.17%	0.57%	0.45%
可疑	15	22	95	151.62	0.04%	0.05%	0.19%	0.24%
损失	68	76	77	105.75	0.19%	0.17%	0.16%	0.16%
不良贷款合计	130	174	452	543.94	0.36%	0.40%	0.92%	0.85%
贷款合计	36,502	43,876	49,156	64,249	100%	100%	100%	100%

资料来源: 渤海证券研究所

表 11: 宁波银行不良净形成率

百万	2007	1H2008	2008	2009H
不良余额变化	38.14	44	278	91.94
核销	2	0	36	0
新增不良 (除核销) / 贷款平均余额	0.14%	0.11%	0.65%	0.16%
新增不良 (含核销) / 贷款平均余额	0.15%	0.11%	0.73%	0.16%
新增不良 (除核销) / 上年新增贷款	0.31%	0.60%	2.20%	0.61%
新增不良 (含核销) / 上年新增贷款	0.32%	0.60%	2.48%	0.61%
拨备覆盖率 %	359.94	323.44	152.5	160.41

资料来源: 渤海证券研究所

4.2 资本充足状况

截至 9 月底, 宁波银行的资本充足率和核心资本充足率分别是 11.25% 和 10.02%。银监会下一阶段可能提高商业银行的资本充足率和核心充足率到 10% 和 6-7% 左右。公司在 10 月公告对持股 5% 以上的大股东定向增发, 每股价格 11.63 亿元, 锁定期 3 年, 计划募集资大约 44 亿元, 进一步补充了核心资本, 也显示了大非看好公司前景, 同时, 体现了公司未雨绸缪的战略部署, 为进一步扩大业务规模提供了资本保证。

表 12: 上市银行资本充足率

	2007	2008H	2008	2009H	2009 前三季度
深发展 A	5.77	8.53	8.58	8.62	8.6
宁波银行	21	17.02	16.15	12.84	11.25
浦发银行	9.15	8.66	9.06	8.11	10.16
华夏银行	8.27	8.22	11.4	10.36	
民生银行	10.73	9.21	9.22	8.48	
招商银行	10.67	10.41	11.34	10.63	10.54
南京银行	30.67	25.59	24.12	15.2	13.21
兴业银行	11.73	10.85	11.24	9.21	10.63
北京银行	20.11	19.14	19.66	16.12	
交通银行	14.44	14.06	13.47	12.57	12.52
工商银行	13.09	12.46	13.06	12.09	12.6
建设银行	12.58	12.06	12.16	11.97	12.11
中国银行	13.34	13.78	13.43	11.53	11.63
中信银行	15.27	14.28	14.32	12.04	11.24

资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 13: 上市银行核心资本充足率

	2007	2008H	2008	2009H	2009 前三季度
深发展 A	5.77	6.15	5.27	5.08	5.2
宁波银行	18.99	15.5	14.6	11.56	10.02
浦发银行	5.01	4.95	5.03	4.68	6.76
华夏银行	4.3	4.51	7.46	6.84	
民生银行	7.4	6.57	6.6	5.9	
招商银行	9.02	8.83	6.56	6.5	6.61
南京银行	27.38	22.56	20.68	13.31	11.63
兴业银行	8.83	8.49	8.94	7.41	7.5
北京银行	17.47	16.18	16.42	13.48	
交通银行	10.27	9.98	9.54	8.81	8.08
工商银行	10.99	10.33	10.75	9.97	9.86
建设银行	10.37	10.08	10.17	9.3	9.57
中国银行	10.67	10.85	10.81	9.43	9.37
中信银行	13.14	12.34	12.32	10.45	9.84

资料来源: wind, 渤海证券研究所

4.3 异地分行开设情况

宁波银行是比较低调的银行,在新设异地分行上也是谨慎为先。目前,公司只有上海、南京、苏州、杭州和深圳5家异地分行。公司对异地分行第一和第二年是不考核的(有考核制度),目的是希望分行建设团队、做业务、打基础,同时总行对分行的资金转移价格也是同业拆借利率,基本上扶持的态度。在存贷款增量中,异地分行的总体贡献比宁波本部要大,新增贷款中上海分行增长较多,南京、苏州和杭州势头较好。

公司对分行的选址也是非常慎重的,主要是在经济基础扎实的长三角和珠三角等经济发达地区。

宁波银行苏州分行开业后,管理层原本计划加快网点设立速度。但是由于,第一,公司今年的盈利压力较大,而新增网点在开设初期,很可能会出现短期亏损的情况,因此没有在息差下降,盈利压力较大的情况下继续开设分支机构;第二,异地分支机构的开设也需要有相应人才的支持。因此今年公司向监管机构申报几家分行,但何时开业仍需视宁波银行的实际情况而定。未来宁波银行的异地分行开设仍将实行“一体两翼”的策略,以长三角为主要据点,同时兼顾两翼——珠三角和环渤海湾地区。未来不管“两翼”怎样发展,宁波银行的重心仍在长三角,明年的新设分行都会集中在长三角。同时异地分行开设后,公司还会在当地开设支行,比如上海已开设松江和闵行支行,而南京也将开设江宁支行,杭州将开设余杭支行,而苏州分支接下来将在常熟和昆山开设支行。

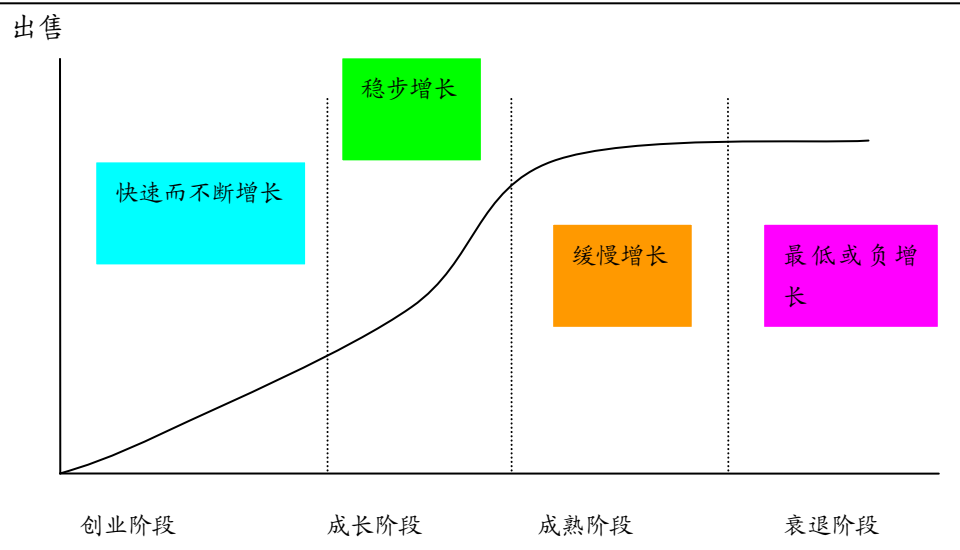
5. 行业分析

5.1 银行业的生命周期

一个行业的成熟过程包括公司竞争环境的变化。根据生命周期理论,典型的行业生命周期应有四个阶段:创业阶段,这时具有较高的发展速度;成长阶段,其发展速度已经降低,但仍高于经济的整体发展速度;成熟阶段,其发展速度与整体经济一致;衰

退阶段，其发展速度以及慢于经济中的其他行业，或者以及慢慢萎缩。

图 4：行业生命周期



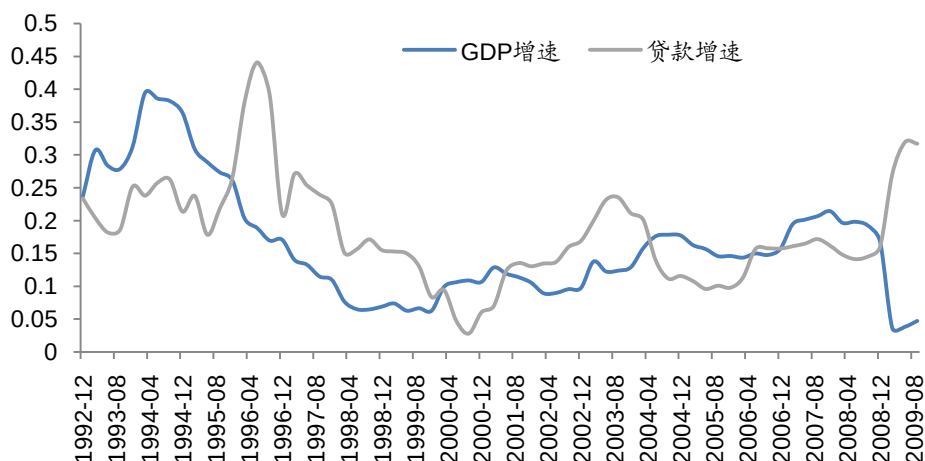
资料来源：Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. Investments (4th Edition), China Machine Press, 2000.

5.2 银行业前景：延续较快发展趋势

我国银行业已经进入稳定发展的新时期，各方面的因素都表明我国银行业发展正面临较大的机遇。综合考虑，我们认为未来 3 年银行业的贷款增速将维持在 20% 左右，中间业务发展迅速，净利差见底后稳步回升，因此未来 3 年银行业的净利润复合增长率将达到 25% 的水平。

我国银行业目前的增长速度较快，正处于成长期，具有良好的发展潜力。从 1992 年 - 2007 年的数据分析，我们发现金融机构的贷款增长率只在 2000 年和 2005 年是低于 GDP 增速的，贷款平均增长率是 GDP 增速的 1.6 倍，存款增长率每年都高于 GDP 增速，平均增长率是 GDP 的 2 倍，充分说明银行业处于成长阶段，高于经济整体发展速度，尤其是在经济低迷时期，银行业将发挥逆周期的功能，以大量新增贷款拉动经济增长。

图 5：金融机构贷款增速与 GDP 增速



资料来源：wind，渤海证券研究所

5.3 经济稳步复苏，通胀预期增强

2009 年以来，在全球经济见底背景下，中国经济率先走出低谷，代表企业经济活力的 M1 增速已经显著超过 M2 增速，实体经济 EBIT 快速反弹，保证了银行业作为最大债权人的利益。同时，宽松货币政策会维持一段时间，银行业贷款增速超预期，净息差见底反弹，信贷成本下降，重回盈利通道。

宽松的货币政策也引发了人们对通货膨胀的担心。在中长期通货膨胀前景的经营环境下，中国银行业的信用风险将持续加大，但从盈利角度看将呈现前高后低的特征。持续的通货膨胀将导致居民金融资产的重新配置行为持续存在，并迫使银行平均存款成本持续上升；由于风险溢价的提高，贷款价格至少会以同样的速度持续上升；这将带来手续费收入的增长和利差的扩大。

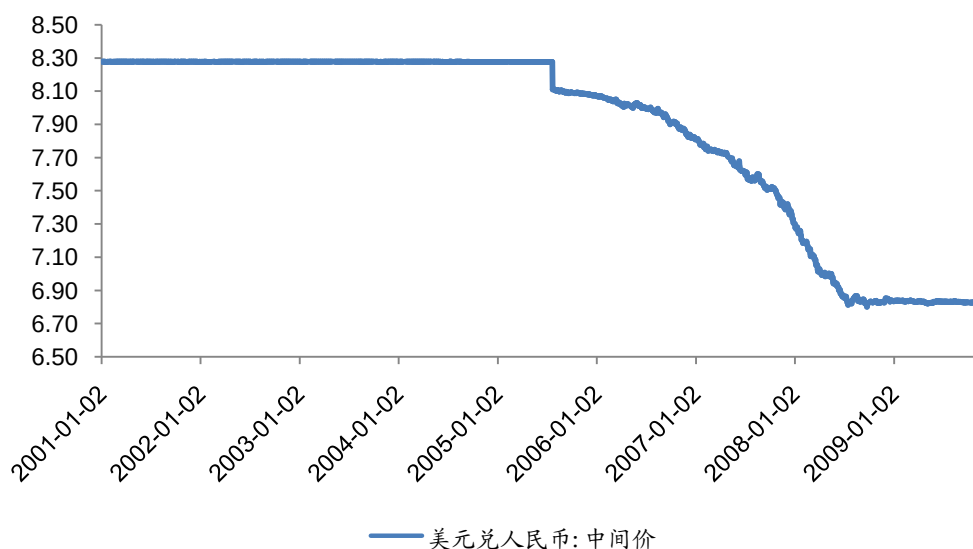
在通货膨胀引起的利率上升期内，存款的不完全重新定价和贷款的完全重新定价行为也将导致利差的扩大。

所以，在未来 2-3 年内，只要还处在通胀消退期之前，银行业的盈利依然可以保持增长。

5.4 人民币升值提升银行战略价值

2005 年汇改直至 2007 年，人民币就一直保持小幅渐进式升值的步伐，2007 年-2008 年人民币有加速升值的迹象。目前，人民币升值压力非常大，人民币的持续快速升值将增强银行的实际盈利能力、致使资产在重估中升值，进而推高银行股的估值水平。

图 6：人民币升值趋势



资料来源：中国人民银行

6. 风险因素

货币政策转向，出口未见明显好转，贷款产生大量不良

7. 盈利预测、估值与投资建议

7.1 盈利预测

我们假设宁波银行未来 9 年的贷款平均增长率 28.81%，存款增值率 23.08%，生息资产增长率 22.94%，不良率在 1.01% 以内，拨备覆盖率维持在 160-180%，平均成本收入比 40.23%，平均所得税率 12.6%，信贷成本维持在 0.4-0.8% 之间，我们得到宁波银行 2009 年将实现净利润 14.52 亿元，EPS 为 0.58 元，2010 年实现净利润 20.50 亿元，EPS 为 0.71 元（摊薄后），2011 年实现净利润 24.94 亿元，EPS 为 0.86 元。宁波银行未来三年的利润表如下：

表 14：宁波银行盈利预测

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
净利息收入	206182.65	289073.78	327228.56	458087.10	605129.98
(YOY)	39.02%	40.20%	13.97%	38.59%	30.88%
净手续费及佣金收入	17129.76	37532.77	52288.30	76544.40	98924.97
(YOY)	52.79%	119.11%	39.31%	46.39%	29.24%
其他净收入	746.37	13734.60	12898.84	13181.63	13253.63
(YOY)	52.69%	1740.19%	-6.09%	2.19%	0.55%
营业收入合计	224378.58	340379.43	392459.84	547874.76	717389.28
(YOY)	40.17%	51.70%	15.30%	39.60%	30.94%
营业支出	105724.90	185251.37	223532.18	313754.47	431380.97
(YOY)	38.85%	75.22%	20.66%	40.36%	37.49%
营业利润	118333.88	155089.78	168927.67	234120.29	286008.31
(YOY)	41.09%	31.06%	8.92%	38.59%	22.16%
拨备前利润	128233.12	180747.60	208468.07	291021.87	381065.13
(YOY)	42.74%	40.95%	15.34%	39.60%	30.94%
营业外收支净额	146.53	-2801.45	-2901.45	-3001.45	-3101.45
(YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	118480.41	152288.33	166026.22	231118.84	282906.86
(YOY)	45.52%	28.53%	9.02%	39.21%	22.41%
所得税费用	23373.14	19114.59	20838.91	26108.16	33556.27
(YOY)	28.35%	-18.22%	9.02%	25.29%	28.53%
净利润	95107.28	133173.74	145187.31	205010.69	249350.59
(YOY)	50.47%	40.02%	9.02%	41.20%	21.63%
归属于母公司股东的净利润	95107.28	133173.74	145187.31	205010.69	249350.59
YOY	50.47%	40.02%	9.02%	41.20%	21.63%

资料来源：渤海证券研究所

7.2 DDM 模型估值：每股 21.98 元

在我们的预测模型中，宁波银行的永续成长率取为 1%。我们假定未来银行分红率维持在 37.54% 的水平，得到 DDM 估值结果每股价值 21.98 元。

表 15：DDM 模型参数

无风险收益率	2%
市场风险溢价	6%
BETA	0.9722
股权成本	5.9%

资料来源：渤海证券研究所

7.3 DCF 估值：每股价值 25.83 元

根据 DCF-Ke 方法，宁波银行的估值为 25.83 元/股，其敏感性分析见下表。

表 16: 宁波银行 DCF 估值敏感性分析

		永续增长率 g				
25.83		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
股权成本 Ke	4.40%	31.82	35.47	40.20	46.57	55.58
	4.90%	27.84	30.64	34.16	38.71	44.83
	5.40%	24.62	26.82	29.51	32.90	37.28
	5.90%	21.97	23.73	25.84	28.43	31.69
	6.40%	19.75	21.18	22.87	24.90	27.40
	6.90%	17.87	19.04	20.42	22.04	24.00
	7.40%	16.26	17.23	18.36	19.68	21.25

资料来源：渤海证券研究所

7.4 相对估值：每股 17.75-21.3 元

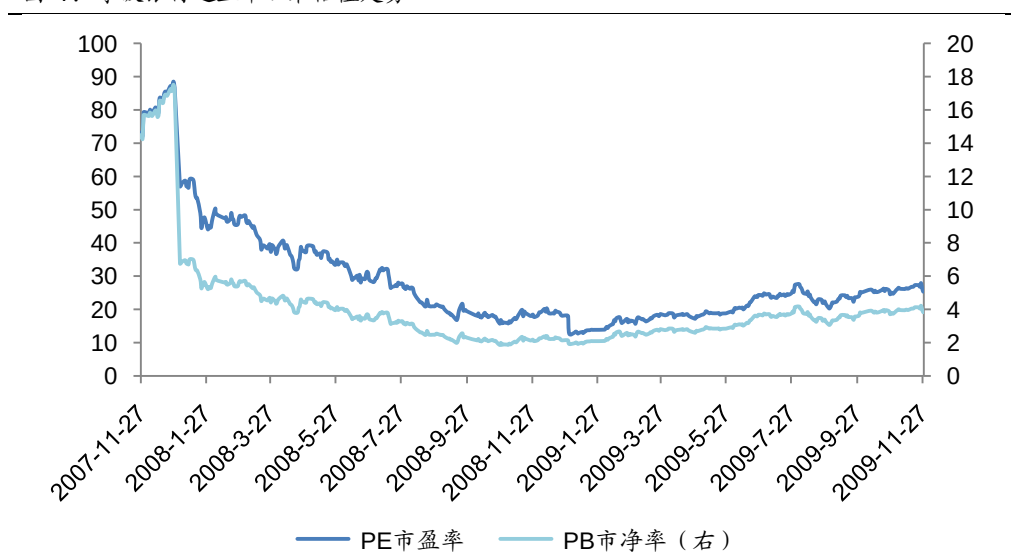
宁波银行自上市以来的平均 PE 运行于 12.77-88.56 之间，平均值在 28.9 倍，目前的 PE 为 25.4 倍，基本上处于合理区间。考虑到募集资金后业绩的提升、整个银行业基本面好转以及宁波银行享受的超过其他小银行的溢价水平，2010 年 25 - 30 倍 PE 是合理估值水平，价格区间 17.75 - 21.3 元。

表 17: 宁波银行历史估值情况

	PE	PB
平均值	28.9	4.05
最小值	12.77	1.87
最大值	88.56	17.53
中位数	24.07	3.41

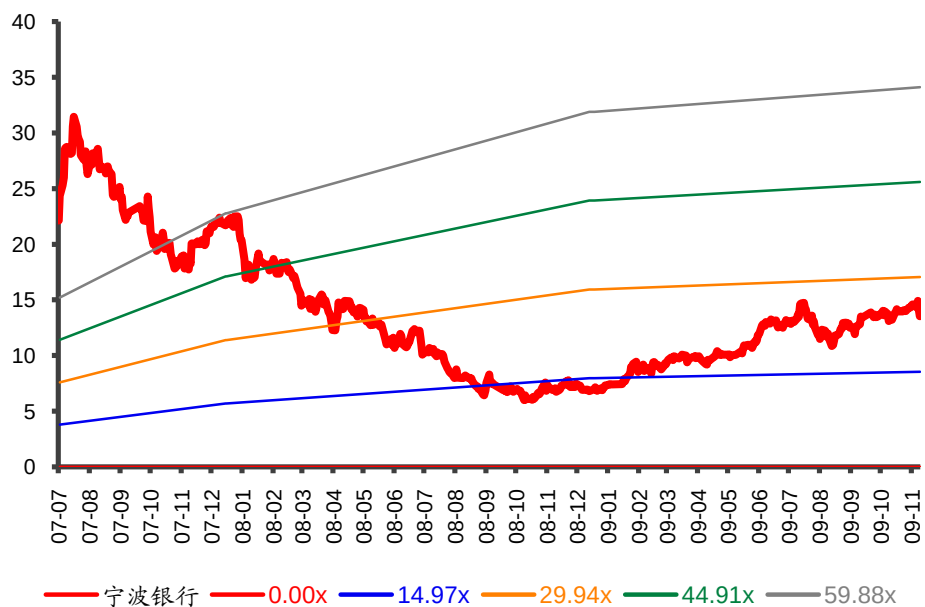
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 7: 宁波银行近上市以来估值走势



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 8: 宁波银行近估值区间



资料来源: wind, 渤海证券研究所

投资建议: 买入

分析师覆盖的股票范围

张继袖：银行业分析师

重点覆盖上市公司：工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、浦发银行、北京银行、南京银行、宁波银行、中信银行、兴业银行

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

石油石化行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

IT 行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

宏观策略研究员
黄锋
+86 22 2845 1131

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

宏观策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

金融策略与创新、证券理论
研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

资本市场制度创新研究
张超博士
+86 22 8837 0826

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
Nkyaling@sina.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn