

高成长，高估值

报告关键点：

- 我们认为高PE可以用高出行业平均的增速来解释；
- 在印度和美国的银行都能找到同类案例。

报告摘要：

➤ 2010年推荐宁波银行的理由：

- 1、规模增长进入加速轨道
- 2、异地分行达到盈亏平衡，并即将进入高增长
- 3、资产质量和信用成本进入稳定阶段
- 4、费用的规模效应开始体现
- 5、税率的一次性降低

➤ 高估值的国际案例：

- 目前，市场普遍担心宁波银行的高估值。
- 之前的A股市场从未出现过小银行估值和增长严重高出行业平均的情况（02年前后民生银行一度跑出独立行情，但当时市场上同类银行的规模和结构差异不大），我们认为高成长应当获得高估值，也相信会得到市场的印证。
- 我们参考了国际市场的类似案例，无论在发展中国家（印度）还是在成熟市场（美国），增速超出平均的小银行在他们的高速成长期，都得到过一个高出银行平均或者指数的估值水平。

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： 20.88 元

期限： 6 个月 上次预测： 16.50 元

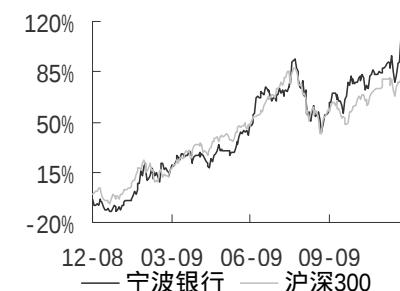
现价： 15.85 元

报告日期： 2009-12-23

市场数据

总市值(百万元)	38,375.00
流通市值(百万元)	16,172.55
总股本(百万股)	2,500.00
流通股本(百万股)	1,053.59
12 个月最高/最低	6.79/16.31 元
十大流通股东(%)	29.73%
股东户数	121,157

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.51	10.88	31.97
绝对收益	9.96	23.26	101.52

研究员

高源	高级行业分析师
021-68765372	gaoyuan@essence.com.cn
柳世庆	行业分析师
010-66581630	liusq@essence.com.cn

前期研究成果

宁波银行：基本面拐点预示投资机会的出现

2009-11-30

宁波银行：信贷维持高增长，负债压力提高

2009-10-30

宁波银行：增发时机早于预期，但增发本身合理

2009-10-13

目 录

1. 为何在此刻推荐宁波银行	5
1.1. 规模增长进入加速轨道	5
1.2. 异地分行达到盈亏平衡	5
1.3. 资产质量和信用成本进入稳定阶段	6
1.4. 费用的规模效应开始体现	7
1.5. 税率的一次性降低	8
2. 高成长背后的支持：资本与存款	9
2.1. 资本不是问题	9
2.2. 以产品吸存款	10
3. 宁波银行业务特点分析	11
3.1. 异地分行经营特色：以特色产品为切入点	11
3.2. 坚持以中小企业客户为主要目标群	12
3.3. 资产业务：对公贷款近年发展较快	13
3.4. 负债业务：以对公活期结算存款为主	13
4. 高成长银行案例分析	15
4.1. 印度：KMB 银行与 AXIS 银行（2002 年-2007 年）	16
4.1.1. KMB 银行	16
4.1.2. AXIS 银行	17
4.2. 美国保富银行：从社区银行到区域银行	19
5. 宁波银行盈利预测	21
6. 附录 1：宁波银行历史回顾	21
6.1. 上市前	21
6.2. 上市后至今	21
7. 附录 2：KMB 银行、AXIS 银行及保富银行背景介绍	23
7.1. 印度：KMB 银行与 AXIS 银行（2002 年-2007 年）	23
7.1.1. KMB 银行	24
7.1.2. AXIS 银行	24
7.2. 美国保富银行：从社区银行到区域银行	25

图 表 目 录

图 1：金融机构及宁波银行贷款增速	5
图 2：宁波银行贷款市场份额	5
图 3：宁波银行信用成本（年化）	6
图 4：宁波银行不良毛生成率（年化）	6
图 5：2009 年中期宁波银行贷款剩余期限结构	7
图 6：上市银行贷款剩余期限在 1 年以内占比比较	7
图 7：宁波银行成本收入比	7
图 8：宁波银行费用结构	8
图 9：宁波银行有效税率	8
图 10：免税收入抵税占按法定税率计算所得税比例	8
图 11：债券利息收入占利息收入比重	9
图 12：国债投资占债券投资的比重	9
图 13：宁波银行资本充足率及预测	10
图 14：上市银行 2009 年底资本充足率估计	10
图 15：宁波银行贷存比	10
图 16：2009 年中期上市银行贷存比	10
图 17：宁波银行新增贷款各地分布	12
图 18：2009 年 3 季度末宁波银行贷款地域分布	12
图 19：宁波银行小企业开户数目及半年度环比增速	12
图 20：零售公司业务存贷款余额（亿元）	12
图 21：零售公司业务存贷款余额占比	12
图 22：宁波银行生息资产结构	13
图 23：宁波银行贷款结构	13
图 24：宁波银行计息负债结构	14
图 25：宁波银行存款结构	14
图 26：宁波银行对公和对私存款中活期占比	14
图 27：上市银行 PB 和 ROE（12 月 23 日，摊薄后）	15
图 28：上市银行 PE 和利润增速（12 月 23 日，摊薄后）	15
图 27：KMB 银行网点数目	16
图 28：KMB 银行贷款及资产增速	16
图 29：KMB 银行贷款市场占有率	16
图 30：KMB 集团净利润增速	17
图 31：KMB 集团 ROE 和 ROA	17
图 32：KMB 股价与孟买指数以及银行业指数表现比较	17
图 33：KMB 相对孟买指数以及银行指数 PE	17
图 34：KMB 相对孟买指数以及孟买银行指数 PB	17
图 35：AXIS 银行网点数目和覆盖中心区域数目	18
图 36：AXIS 银行存贷款及资产增速	18
图 37：AXIS 银行贷款市场占有率	18
图 38：AXIS 公司净利润增速	18
图 39：AXIS 公司 ROE 和 ROA	18
图 40：AXIS 股价与孟买指数以及银行指数表现比较	19
图 41：AXIS 相对孟买指数以及孟买银行指数 PE	19
图 42：AXIS 相对孟买指数以及孟买银行指数 PB	19
图 43：保富银行利息收入占营业收入比重	19
图 44：2009 年中期保富银行贷款结构	19
图 45：保富银行存贷款及资产增速	20
图 46：保富银行贷款市场占有率	20
图 47：保富银行净利润增速	20
图 48：保富银行 ROA 和 ROE	20
图 49：保富银行股价与 S&P500 以及银行业指数表现比较	20

图 50：保富银行相对 S&P500 以及银行业指数 PE	21
图 51：保富银行相对 S&P500 以及银行业指数 PB	21
图 52：宁波银行贷款总额季度环比	22
图 53：上市后宁波银行不良率和拨备覆盖率	22
图 54：上市后宁波银行不良毛生成率（年化）	22
图 55：印度 GDP 增速	23
图 56：印度各类银行不良率	23
图 57：KMB 银行资产不良率	24
图 58：AXIS 银行资产不良率	25
图 59：保富银行网点分布	25
图 60：保富银行资产不良率	26
表 1：宁波银行各分行开业时间	5
表 2：宁波银行各地区经营状况	6
表 3：宁波银行各地区员工数目	8
表 4：宁波银行历年资本的来源和用途（百万元）	9
表 5：几类异地分行扩张模式	11
表 6：宁波银行部分特色产品	11
表 7：宁波银行各个分行贷款余额及占比	22
表 8：2009 年上半年宁波银行各地区经营状况	23
表 9：宁波银行贷款五级分类历史变化	23
表 10：宁波银行财务报表预测	27

1. 为何在此刻推荐宁波银行

站在经济逐步复苏的时点上，我们认为具有高成长性的银行应该是最值得关注的银行，而宁波银行恰恰处于高增长的起点上。

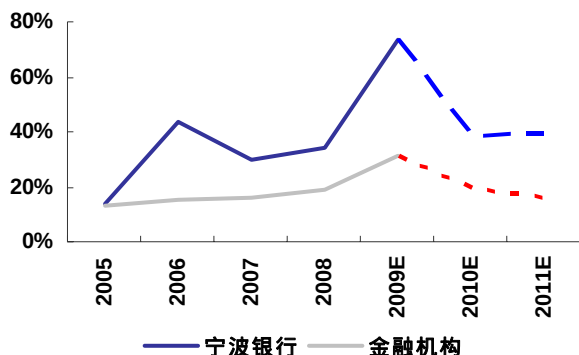
1.1. 规模增长进入加速轨道

07 年宁波银行上市后，恰逢经济危机，银行受到信贷需求和资产质量的困扰，发展并不突出。这种情况在 09 年中期前后开始好转，银行信贷在 2009 年 3 季度增长开始显著提升。

在完成本次定向增发后，考虑到银行异地分支网点开设速度的加快（银行在 09 年受到费用抑制而放缓了节奏）。我们预计宁波银行的资产增长将提速。

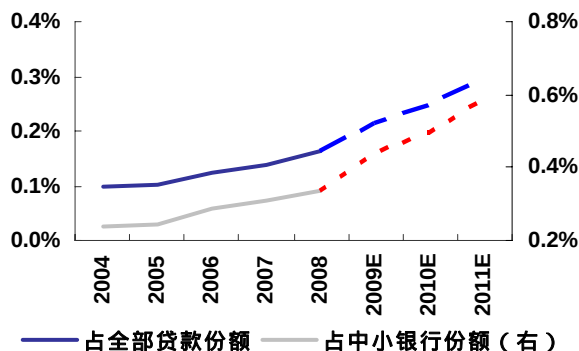
2010 年全行业贷款增长将回落到 18-20% 附近，2011 年可能进一步回落；即便保守预测宁波银行贷款复合增速保持在 35%----事实上这是过去几年的信贷复合增速----银行同期的资产和利润增速也将远远高于行业平均。

图 1：金融机构及宁波银行贷款增速



数据来源：公司数据，CEIC，安信证券研究中心

图 2：宁波银行贷款市场份额



数据来源：公司数据，CEIC，安信证券研究中心
注：中小银行为除五大国有银行以外的银行

1.2. 异地分行达到盈亏平衡

我们估计宁波银行异地分行业务将在 2009 年达到盈亏平衡，2010 年盈利开始高速增长。

从 2007 年上半年设立上海分行开始，迄今宁波银行已设立 5 家异地分行。根据 2009 年中报，仅上海分行从 2008 年开始盈利，所有的异地分行总和并未达到盈亏平衡。

表 1：宁波银行各分行开业时间

	上海分行	杭州分行	南京分行	深圳分行	苏州分行
开业时间	2007-5-18	2008-2-2	2008-6-27	2008-11-20	2009-3-27

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表 2：宁波银行各地区经营状况

百万元	宁波	上海	其他	合计
2009H1				
营业利润	837	20	-60	798
利润总额	842	20	-57	805
资产总额	95,192	16,259	18,427	129,878
ROA	1.77%	0.24%		1.24%
2008 年				
营业利润	1,574	40	-63	1,551
利润总额	1,547	40	-64	1,523
资产总额	84,145	11,751	7,367	103,263
ROA	1.84%	0.34%		1.47%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2009 年，由于受到收入降低的困扰，银行出于费用压制的考虑而减缓了第一分行的扩展速度，我们预计 2010 年开始异地分行将恢复到每年 2-3 家的开设步伐，并坚持“一体两翼”的方针（以长三角为主，以渤海湾、珠三角为辅）。

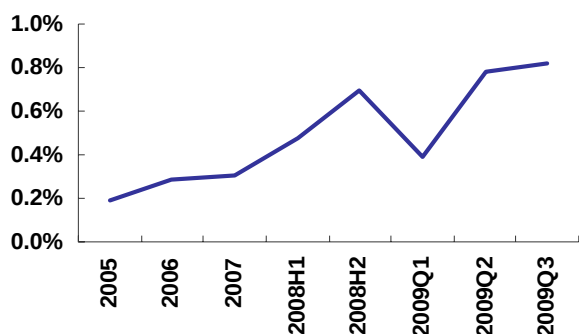
每一家异地分行开设当年消耗成本约 2000-4000 万元左右，假设在开业 18 个月左右开始盈利（参考上海分行的经验），则现存异地分行全部盈利超过 7000 万元左右可基本抵消新开 2-3 家分行的支出，这样计算今年应该在盈亏平衡线附近。而到 2010 年随着目前 5 家分行均开始盈利，即使考虑新开 2-3 家分行的费用，异地分行一共盈利也在 5000 万元以上。

1.3. 资产质量和信用成本进入稳定阶段

宁波上市初期恰逢经济危机，不良生成率有显著提高，但情况在 09 年中期前后开始好转。我们预计银行的不良生成率之后稳定在现有水平。

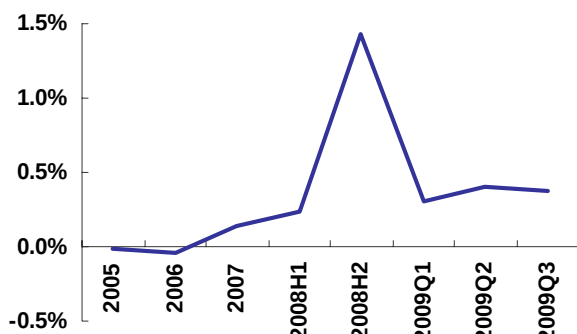
作为城商行，由于客户群体和贷款集中度的问题，银行的不良生成率可能会略高于行业平均。我们的模型中对银行的不良生成率做了很谨慎的假设，我们并不预期宁波银行的不良生成率在行业中保持绝对优势，但是显然风险最大的阶段已经过去，只要银行后期资产质量“可控”就足够了。

图 3：宁波银行信用成本（年化）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 4：宁波银行不良毛生成率（年化）

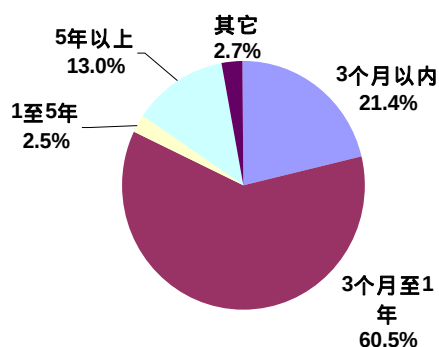


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

我们讲风险最大的时候已经过去，是因为：经济环境的改善、银行自身不良问题的暴露充分。关于后一点，由于城商行的贷款期限偏短，（目前宁波银行的贷款期限 82% 在一年期以内），意味着贷款的周转会很快，大多数坏账问题会在短期得到充分的暴露。

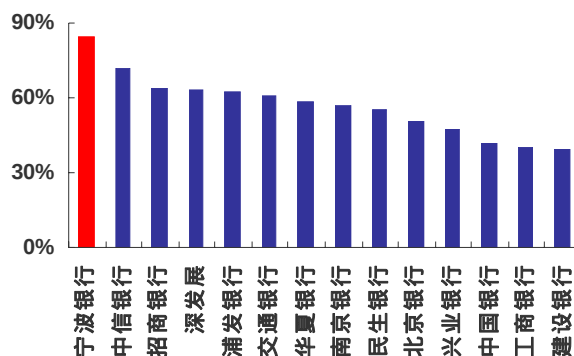
我们可以看到银行不良生成率最高的是 08 年末至 09 年 1 季度, 09 年 2 季度开始不良生成率趋向稳定, 这与实际的宏观经济情况相吻合。

图 5：2009 年中期宁波银行贷款剩余期限结构



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 6：上市银行贷款剩余期限在 1 年以内占比比较



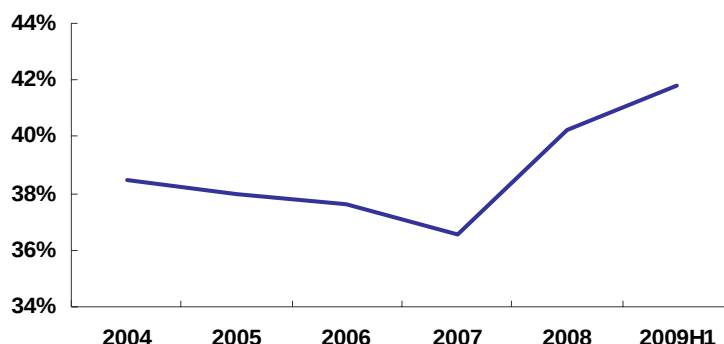
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：交通银行为 2008 年末数据，其它均为 2009 年中期数据

1.4. 费用的规模效应开始体现

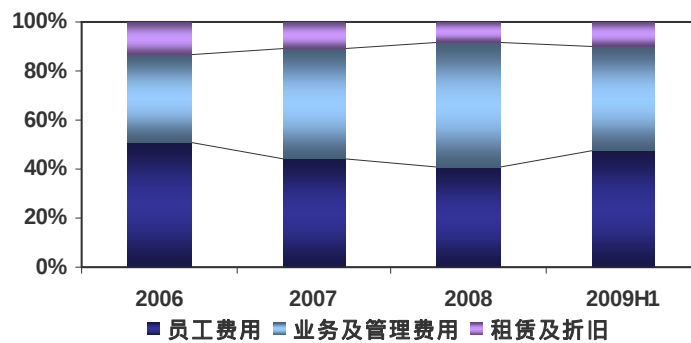
小银行往往面临费用率较高、规模效应不明显的情况。尤其宁波银行对于银行前期发展的投入较大（例如 IT 费用的投资每年都在 2 亿元以上等），对于这样一个目前年利润还不到 20 亿的银行，规模效应的体现对利润的影响也十分显著。随着公司规模的扩大，IT 投入的规模效应逐步显现，费用率将走过下降的拐点。

图 7：宁波银行成本收入比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

此外，公司的费用中有近一半来自员工费用，公司的异地扩张不可避免带来人员费用的快速增长。不过，从现有的分行情况看，开业半年以后，异地分行的人员扩张速度已经能稳定在与宁波当地人员扩张速度相当的水平。因此随着目前已开的异地分行的成熟和人员基数的扩大，未来新开分行带来的员工费用增长将趋于稳定。

图 8：宁波银行费用结构


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表 3：宁波银行各地区员工数目

	宁波本地	异地分行	上海分行	杭州分行	南京分行	深圳分行	苏州分行	合计
2009H1	2490	667	228	127	140	105	67	3157
2008	1988	481	195	108	113	65	0	2469
人员增加	502	186	33	19	27	40	67	688
环比增速	25.3%	38.7%	16.9%	17.6%	23.9%	61.5%	NA	27.9%

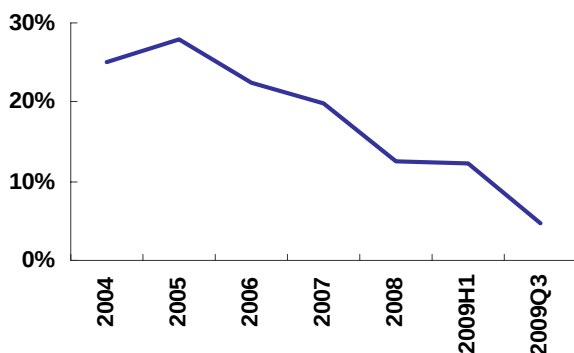
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

我们预计未来成本收入比将稳定在 40%附近

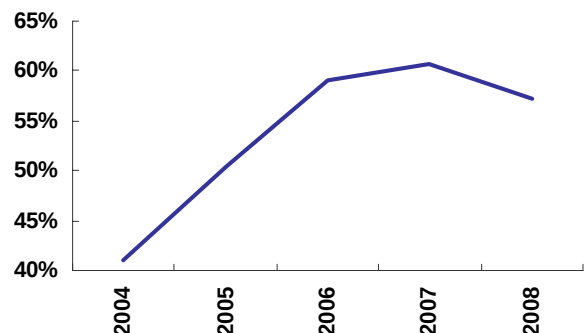
1.5. 税率的一次性降低

由于国债免税效应，银行的实际有效税率历年来一直大幅低于法定税率，这个情况随着近年国债投资比重的下降，可能会略有削弱。

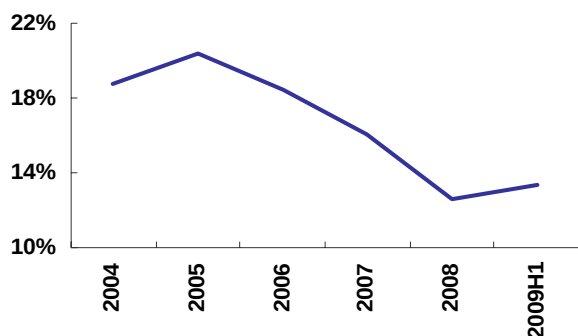
不过，2009 年中期前后财政部下发文件表示“对资产和年销售额不超过 2 亿元的中小企业贷款，允许银行将对应的贷款准备金进行税前列支”，这使得宁波银行的税率有一个一次性的降低（09 年 3 季度当季，银行有效税率降至 4.8%）。

图 9：宁波银行有效税率


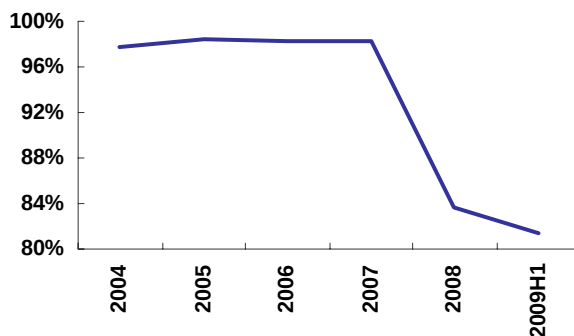
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 10：免税收入抵税占按法定税率计算所得税比例


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 11：债券利息收入占利息收入比重


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 12：国债投资占债券投资的比重


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2. 高成长背后的支持：资本与存款

以宁波银行现有的规模而言，市场并不是问题。

目前大中型银行对中小企业业务的支持很多停留在“雷声大、雨点小”的阶段，而竞争主要来自同等规模的小银行，而我们相信宁波银行在中小企业、零售客户方面的传统优势会保证其在同类竞争中处于上风。

另一方面，银行目前规模尚小，高增长需要抢占的实际市场份额有限，异地分行的开设更为银行提供了更多的切入点。

对于宁波银行，我们更需要担心的是资本与存款。

2.1. 资本不是问题

公司在 2007 年 IPO 后，资本充足曾高达 21%，但是由于公司规模扩张较快，其新增的资本主要用于资产的增长。公司到 2009 年中期，资本充足率已经降至 12.8%，公司目前正在进行的定向增发计划对于的未来发展尤为重要。

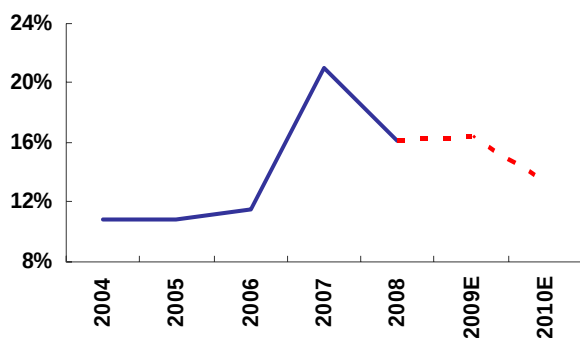
表 4：宁波银行历年资本的来源和用途（百万元）

资本来源：	分红后利润	股权融资	其它融资	其他	合计
2006	426	570	0	215	1,211
2007	451	4,027	0	351	4,829
2008	832	0	0	28	859
合计	1,709	4,597	0	594	6,900
资本用途：	资产变化	资本充足率变化	风险资产权重变化	其他	合计
2006	847	179	183	2	1,211
2007	1,686	3,408	-242	-22	4,829
2008	2,817	-2,370	430	-17	859
合计	5,349	1,217	371	-37	6,900

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

假设目前的融资在 2009 年底完成，则届时公司的资本充足率将为市场最高，到 2010 年底资本充足率仍在 13%以上。

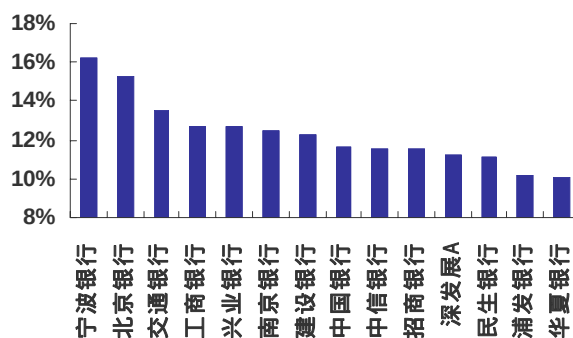
图 13：宁波银行资本充足率及预测



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：此处假设本次定向增发在 2009 年年底前完成。

图 14：上市银行 2009 年底资本充足率估计



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：假设所有已经公布的融资计划在年底前完成。

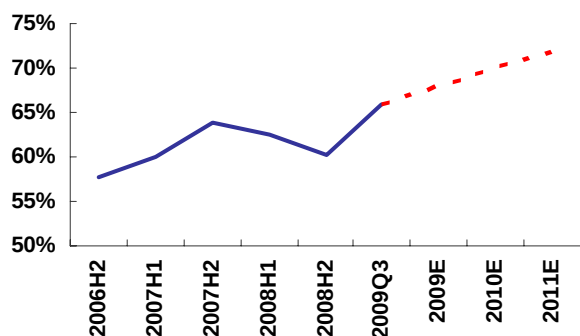
如果考虑持续三年的高速发展（到 2012 年底），预计银行需要依靠债权和股权融资约 50 亿元，我们粗略估计其中大约 40 亿元需要依靠次级债完成（银行目前没有发行过次级债），另需 10 亿的股权融资（假设届时银行资本充足率大于 12%，核心资本充足率大于 10%）。

值得一提的是，宁波的主要股东财力雄厚，且对宁波银行的发展一直给予充分支持，此次定向增发已经得到主要股东的认可。因此，我们认为公司未来将有充足的资本支持高速发展。

2.2. 以产品吸存款

2009 年 3 季度末，宁波银行贷存比 66%¹，在所有上市银行中偏低。未来两年，银行贷存比还有可上升的空间。

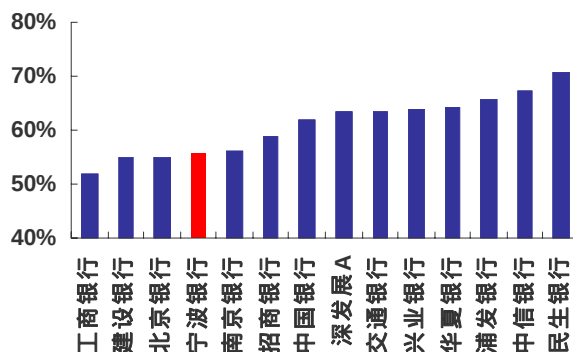
图 15：宁波银行贷存比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：此处贷款中扣除了贴现和金融债

图 16：2009 年中期上市银行贷存比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：此处贷款中扣除了贴现和金融债

从长期发展的角度看，银行的吸储能力非常关键。宁波银行主要依靠产品吸收存款，而不是依靠给员工进行任务摊派（银行考虑到任务摊派会造成成本上升，而且也不是小银行的强项，因此宁波银行的员工没有存款指标）。

宁波银行的对公和零售业务方面有多个产品，但其“以资产业务，带动负债业务”的理念（源自日本银行的无抵押贷款）是相同的，例如个人业务中“白领通”等贷款产品为宁波银行贡献了 60% 的储蓄存款，对异地分行的储蓄存款影响更加明显。宁波银行目前在宁波本地的储蓄存款市场占有率排进前四。

¹ 此处贷存比采用银监会口径，即扣除贴现和金融债影响。

对公存款的做法与零售业务类似，也是依靠产品拉动存款，同时依靠中小企业的基本账户带来活期结算资金。宁波银行的对公存款活期占比目前为 70%。

宁波银行这一系列特殊的负债产品目前在行业中独一无二，而且很难被大中型银行复制，原因是大中型银行如果采取这一产品，涉及到全行的系统和信贷政策调整，操作难度大。小银行复制该产品需要前期系统的大量投入（宁波银行过去几年的 IT 系统费用投入每年都在 1-2 亿，需要管理层的魄力和眼光。）

3. 宁波银行业务特点分析

3.1. 异地分行经营特色：以特色产品为切入点

表 5：几类异地分行扩张模式

	大中型银行	小银行（以产品切入，宁波银行模式）	小银行（依靠规模）
初期业务特点	前期以大型客户为主，资产业务为主；后期需要适当转型（零售业务占比上升），以银行资源为核心。	坚持以中小客户为目标群，以产品为核心。	前期以中小客户为主，后随着银行规模增大逐渐转向中型（甚至大型）客户。产品特点不突出，主要的发展优势是规模基数较小。
增速	前高后低	前期偏高但不极端，较高的增速会维持一段时间，在达到一定规模之后放缓。	前期增速冲高，后期显著放缓。
风险	整体来看资产风险都不大，后期稍有上升	前后比较稳定，银行的风险控制水平很关键。	风险偏大。
费用控制	费用率偏低	费用率前高后低（后期产生规模效应）	费用率前期可能非常高，后期随着增速放缓而降低。

数据来源：安信证券研究中心

公司一直以特色产品拓展不同业务线市场。针对公司业务、公司零售业务、个人业务等市场，公司分别推出了“金色池塘”、“汇通财富”、“白领通”等产品。业务涵盖了融资、担保、顾问咨询、理财等方面。借助有针对性的产品，吸引目标客户，拉动存贷款业务。

表 6：宁波银行部分特色产品

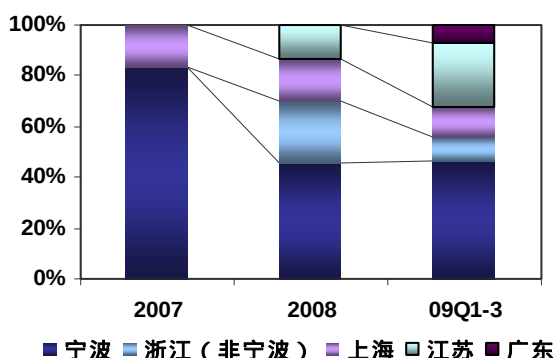
目标业务线	特色产品	涵盖业务及特点
公司银行	商盈有方	为企业提供国际和国内贸易供应链金融服务，包括一般贷款，贸易融资、担保承诺和融资顾问。此外提供企业账户管理、收付款管理服务。
	商盈理财	为企业提供避险和投资产品以及相关咨询服务。
零售公司	金色池塘	向中小企业提供全面的授信服务，涵盖固定资产投资贷款、票据贷款、贸易融资等业务，可采用抵押贷款、保证贷款、信用贷款方式。授信流程简化，部分产品授信可循环使用。
个人银行	白领通	针对白领阶层提供个人授信服务，一次授信循环使用，利率根据客户存款贡献最低可按基准下浮 10%。
	金算盘	为个人生产经营者提供现金管理服务，以及账户管理、授信便利、贷款利率等增值服务。
	汇通财富	为高端个人客户提供综合理财服务。

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

公司目前仍处在异地扩张的初期。自从 2007 年开设上海分行以来，公司目前拥有 5 家异地分行。除深圳分行外，业务主要集中于长三角地区。

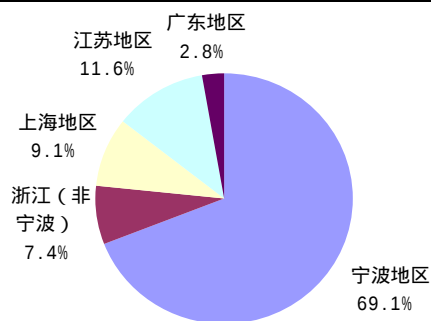
目前，异地贷款占公司贷款规模已达三成，异地扩张速度对公司成长的影响日显重要。

图 17：宁波银行新增贷款各地分布



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 18：2009 年 3 季度末宁波银行贷款地域分布



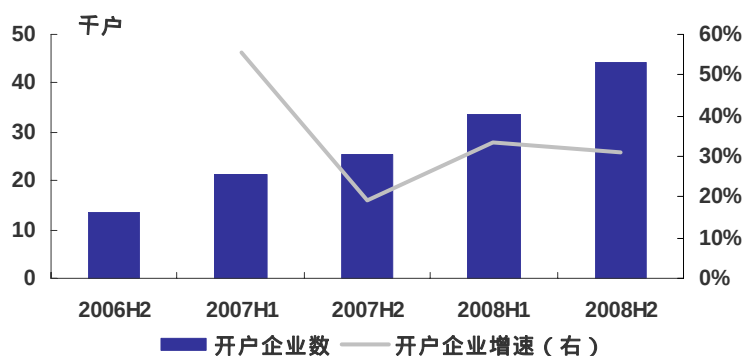
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

3.2. 坚持以中小企业客户为主要目标群

宁波银行自 05 年业务转型以来，结合本行特色，坚持以中小企业客户为主要业务对象。在上市之前，公司对中小企业贷款占比就已经占全行贷款 92.9%，其中，小企业贷款占全行贷款 72.6%（按《中小企业标准暂行规定》口径）。

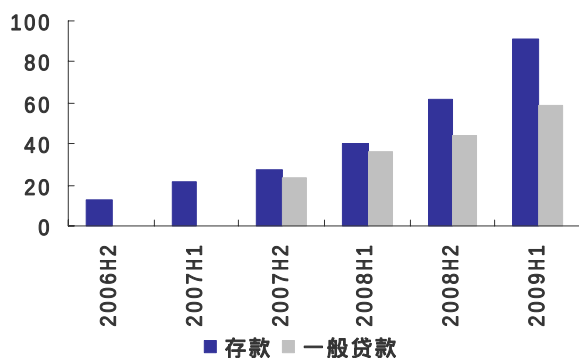
值得一提的是，公司将对小企业（划分口径与前述口径不一致）的业务单独分成零售公司业务线，并且推出“金色池塘”系列产品以吸引小企业客户存贷款业务。银行对零售公司的资源倾斜，使得小企业业务近年发展迅速。

图 19：宁波银行小企业开户数目及半年度环比增速



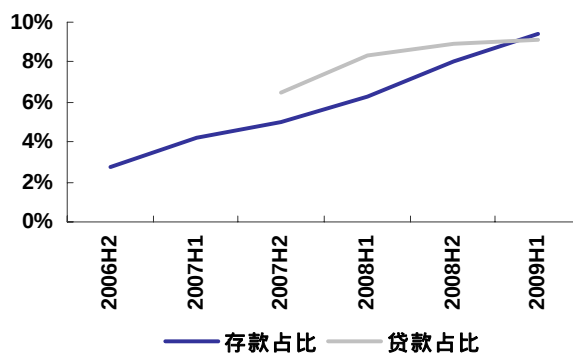
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 20：零售公司业务存贷款余额（亿元）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心
注：2007 年上半年以前的贷款数据未公布

图 21：零售公司业务存贷款余额占比

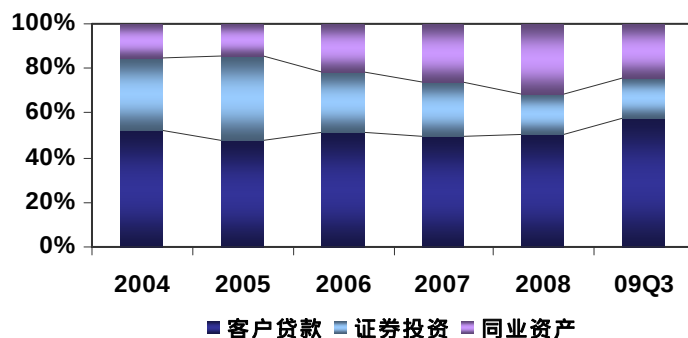


数据来源：公司数据，安信证券研究中心
注：2007 年上半年以前的贷款数据未公布

3.3. 资产业务：对公贷款近年发展较快

上市后，银行的证券投资业务受到压缩，银行经营中心转向贷款业务（08 年末同业业务的上升可能与当时特殊的宏观环境有关）。

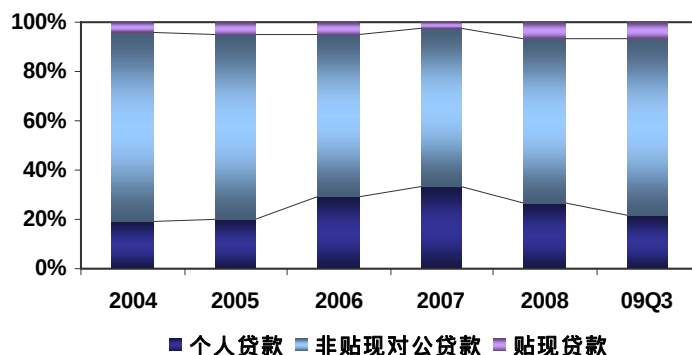
图 22：宁波银行生息资产结构



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

07 年末，银行的零售贷款余额占 34%，这个比例在同类城商行中是偏高的。之后零售贷款的占比有所降低，估计与异地分行的业务进程有关（异地分行的资产业务往往是对公启动较快）。由于银行强调五大利润中心的均衡发展，我们预计后期零售业务占比会稳定或缓慢上升。

图 23：宁波银行贷款结构

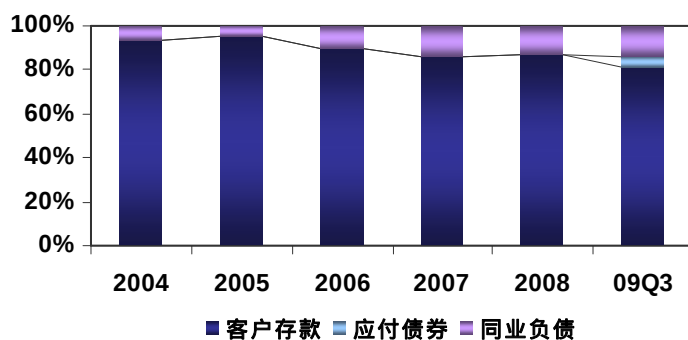


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

3.4. 负债业务：以对公活期结算存款为主

目前来看，银行的负债来源还是比较单一，大部分以存款吸收为主，银行在 09 年 3 季度第一次发放金融债。

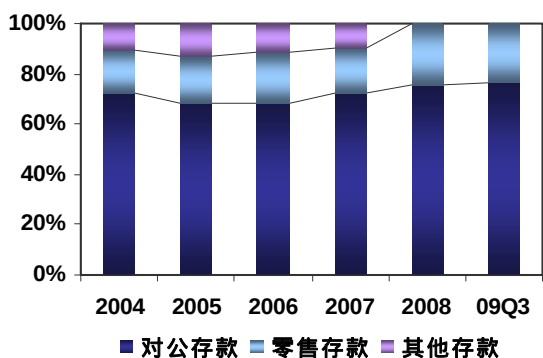
图 24：宁波银行计息负债结构



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

具体到存款，银行的零售存款占比偏低（这是小银行的普遍现象），对公存款占到存款来源的七成以上，其中活期结算资金占对公存款 70%左右。

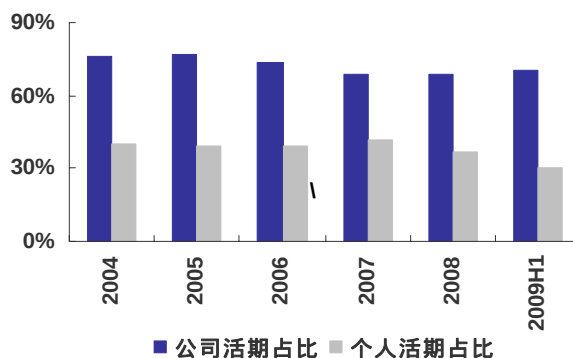
图 25：宁波银行存款结构



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：2008 年后，其他存款不单独公布，而是并入其他两类

图 26：宁波银行对公和对私存款中活期占比

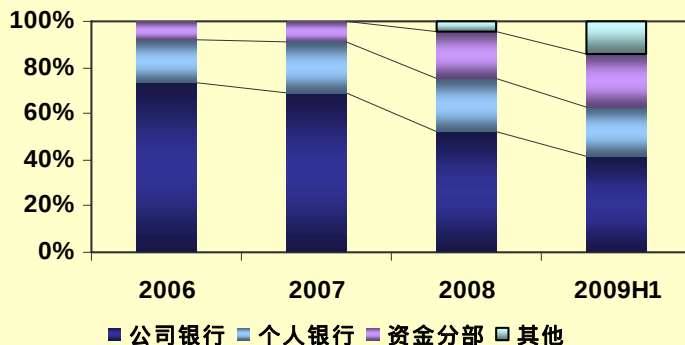


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

专题：打造五个利润中心

宁波银行之前利润以公司业务为主，到 2008 年，公司已经初步转型为以公司银行、零售公司、个人银行、信用卡以及金融市场业务为支撑的五个利润中心。

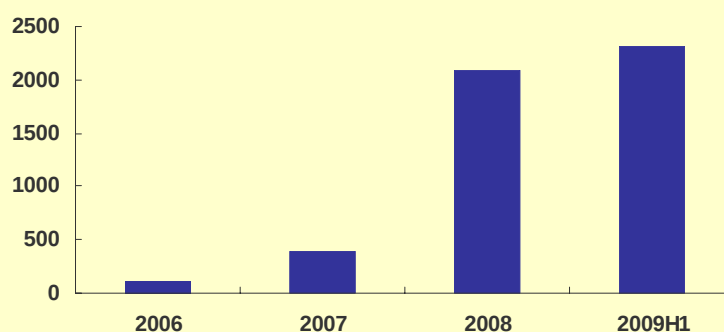
图 1：宁波银行各类业务利润占比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

其中，在 2008 年，公司的信用卡贷款出现爆发式增长。

图 2：信用卡贷款余额（百万元）

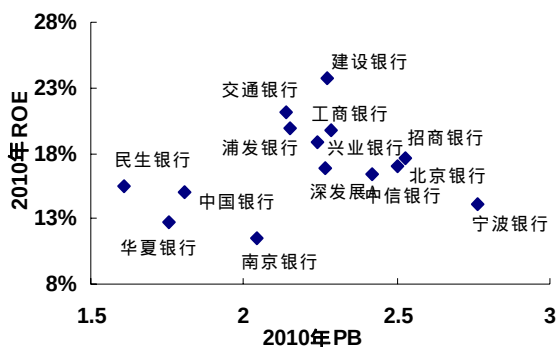


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

4. 高成长银行案例分析

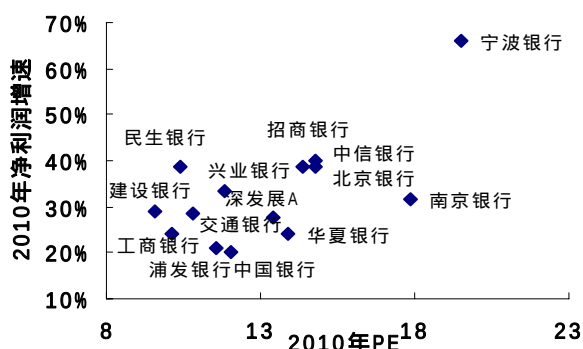
目前，市场普遍担心宁波银行的高估值。（具体盈利预测参见第 5 部分和表 10）

图 27：上市银行 PB 和 ROE（12 月 23 日，摊薄后）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 28：上市银行 PE 和利润增速（12 月 23 日，摊薄后）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

之前的 A 股市场从未出现过小银行估值和增长严重高出行业平均的情况(02 年前后民生银行一度跑出独立行情, 但当时市场上同类银行的规模和结构差异不大), 我们认为高成长应当获得高估值, 也相信会得到市场的印证。

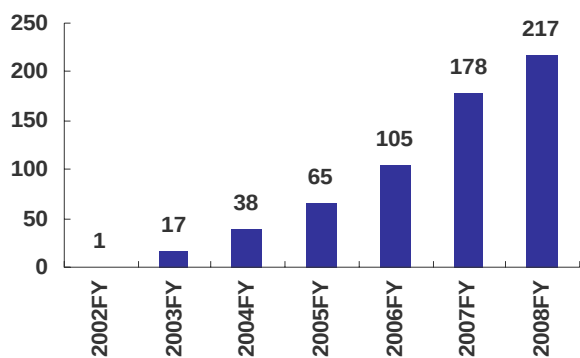
我们参考了国际市场的类似案例, 无论在发展中国家(印度) 还是在成熟市场(美国), 增速超出平均的小银行在他们的高速成长期, 都得到过一个高出同行业平均或者指数的估值水平。需要补充的是, 这样的估值溢价水平的能否扩大主要取决于公司盈利能力和增长能否进一步提升或者至少维持高位——从我们之前的分析看, 至少未来 3 年内, 宁波银行应该具有这样的能力。

4.1. 印度：KMB 银行与 AXIS 银行（2002 年-2007 年）

4.1.1. KMB 银行

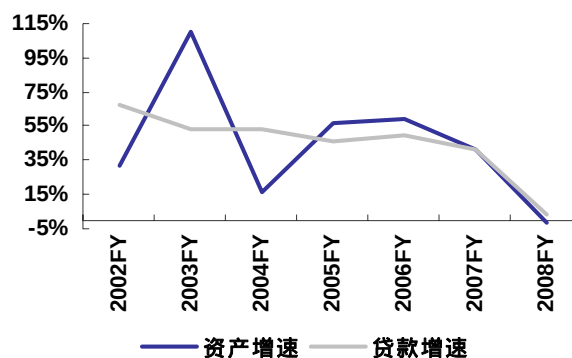
KMB 银行自从 2003 年开展银行业务以来, 通过网点扩张实现高速增长。网点数目和以及公司的规模均出现高速增长, 其市场占有率也大幅上升。

图 29：KMB 银行网点数目



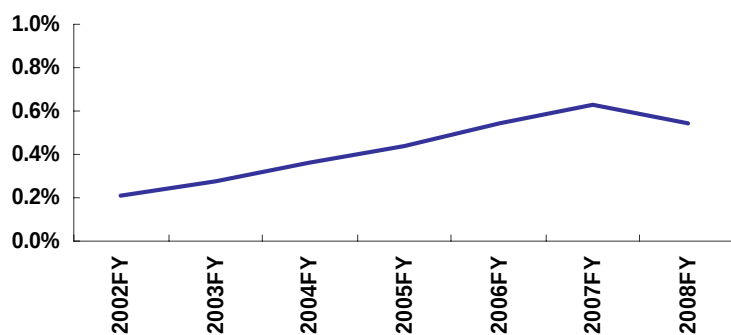
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 30：KMB 银行贷款及资产增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

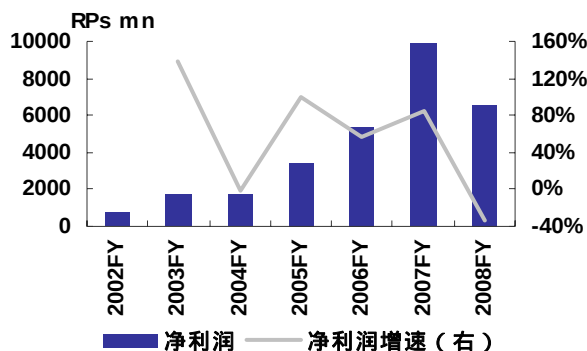
图 31：KMB 银行贷款市场占有率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

公司的高速扩张和稳定的资产质量随后带来盈利能力的大幅提升。从 2005 财年到 2007 财年, 公司均保持 80% 左右的净利润增速, ROE 水平高达 20%。

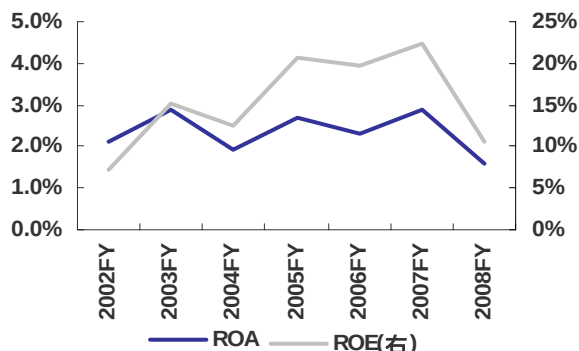
图 32：KMB 集团净利润增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：2004 财年利润负增长主要由于资产管理业务亏损

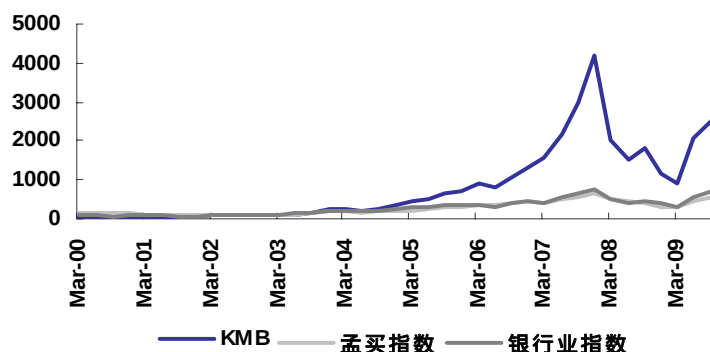
图 33：KMB 集团 ROE 和 ROA



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

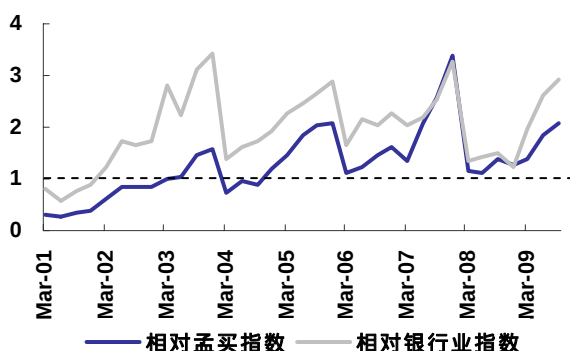
高成长使得公司的股价表现格外突出，从 2003 年初到 2007 年股价最高时，公司股价上涨了 42 倍，同期大盘和银行业指数分布上涨了 6.6 倍和 7.8 倍。由于盈利增长较快，在 2003 年之后的大部分时间，KMB 的 PE 和 PB 都高于孟买指数和银行指数的估值水平。且由于盈利增长稳定在高位，相对估值水平不断抬升，最高时 KMB 的 PE 分别是孟买指数和银行指数 PE 的 3.37 倍和 3.27 倍；PB 分别是孟买指数和银行指数的 PB 的 1.68 倍和 2.35 倍。

图 34：KMB 股价与孟买指数以及银行业指数表现比较



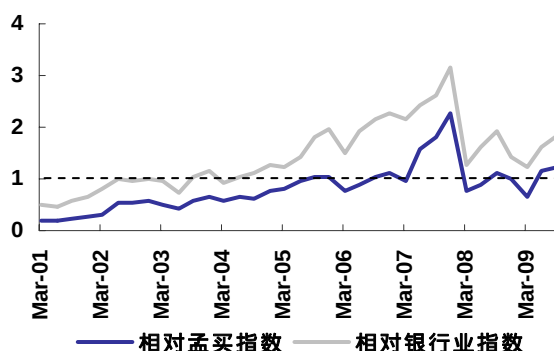
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 35：KMB 相对孟买指数以及银行指数 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 36：KMB 相对孟买指数以及孟买银行指数 PB

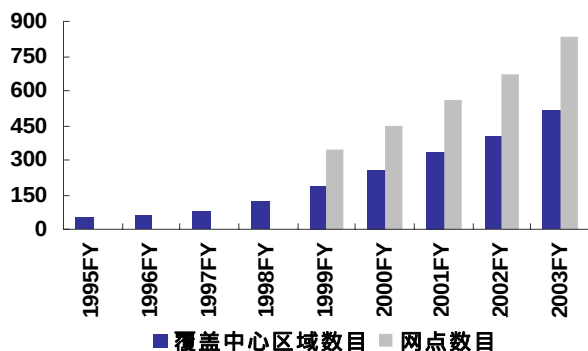


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

4.1.2. AXIS 银行

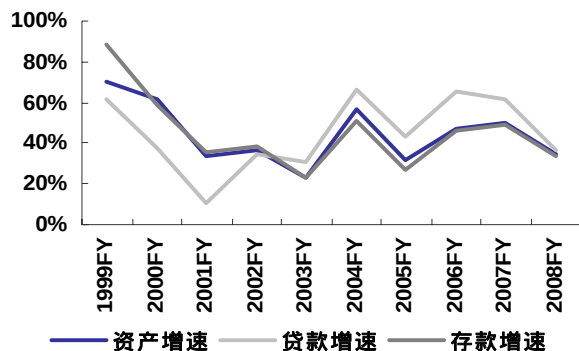
2002 年以来，AXIS 银行贷款加速增长，其市场份额也从 2003 年开始显著提高。

图 37：AXIS 银行网点数目和覆盖中心区域数目



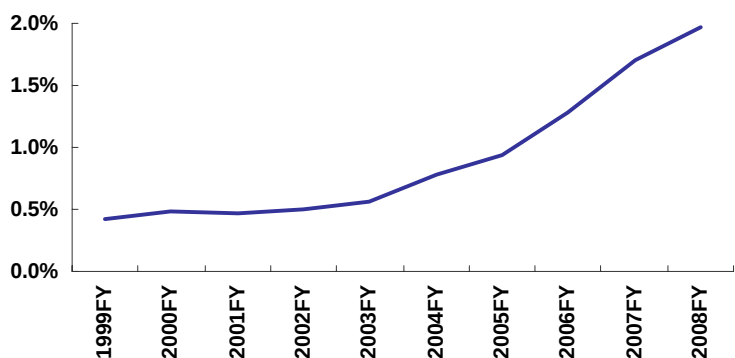
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 38：AXIS 银行存贷款及资产增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

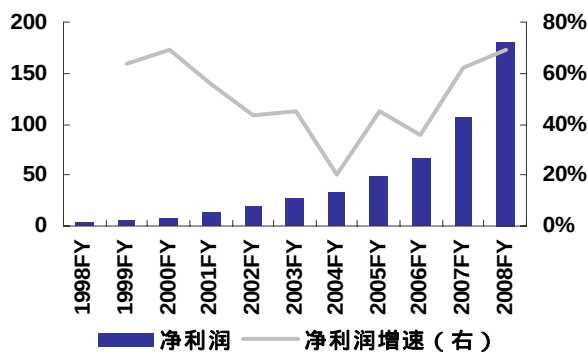
图 39：AXIS 银行贷款市场占有率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

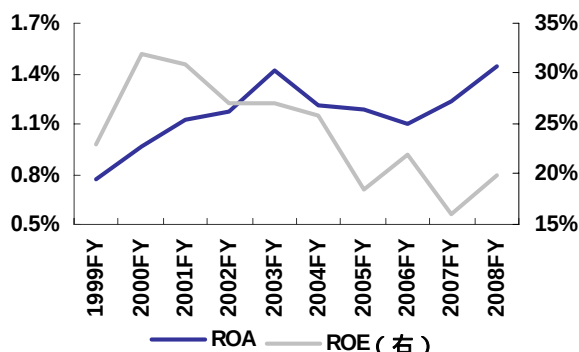
公司的盈利增长在 2005 年后始终维持在 30%以上的水平。

图 40：AXIS 公司净利润增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

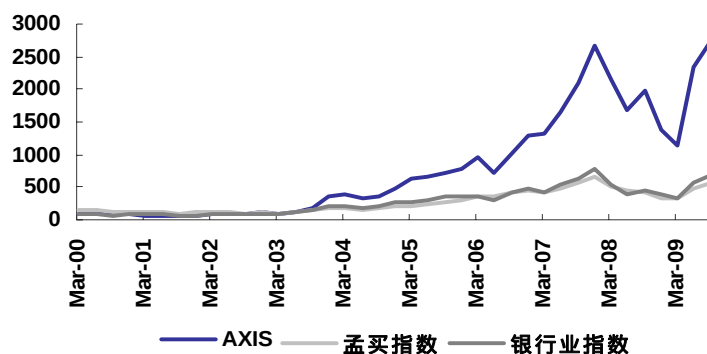
图 41：AXIS 公司 ROE 和 ROA



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

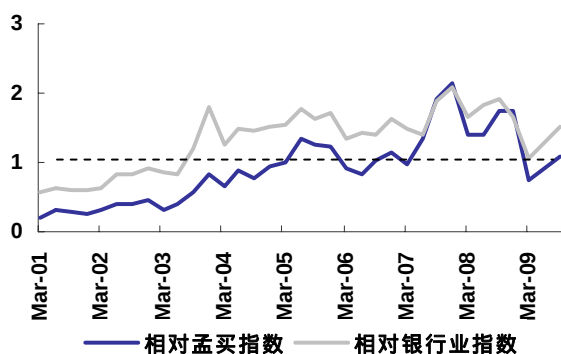
其股价从 2003 年开始到 2007 年末增长了大约 27 倍，同期，孟买指数和银行业指数分别上涨 6.6 倍和 7.8 倍。公司 PB 和 PE 在 2003 年之后基本均高于银行业指数，最高时也超越了孟买指数的估值水平。而且由于盈利增长不断加速，相对估值水平也不断抬升，2007 年底时，公司 PE 分别是孟买指数和银行指数估值水平的 2.15 倍和 2.09 倍；PB 分别是孟买指数和银行指数的 1.68 倍和 2.35 倍。

图 42：AXIS 股价与孟买指数以及银行指数表现比较



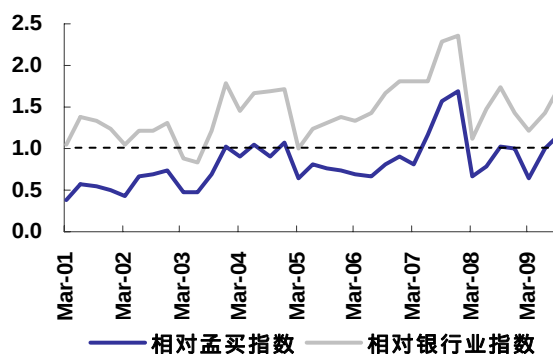
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 43：AXIS 相对孟买指数以及孟买银行指数 PE



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 44：AXIS 相对孟买指数以及孟买银行指数 PB

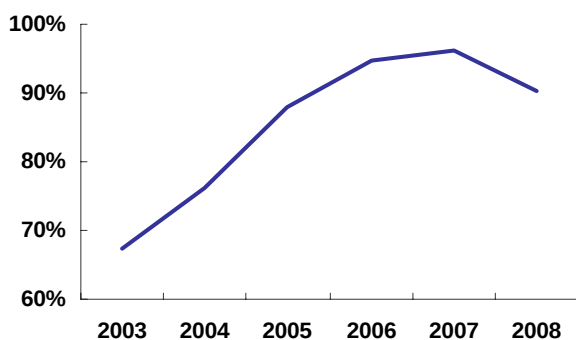


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

4.2. 美国保富银行：从社区银行到区域银行

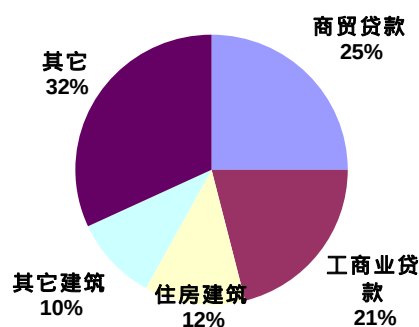
在 2004 年-2007 年间,保富银行的总资产增速一直维持在 20%左右,贷款增速除了 2008 年受到次贷危机的影响,2004-2008 年的增速均在 20%以上,2006 年达到 29.4%。目前,银行利润主要来自于利息收入;而贷款中,商贸贷款和工商业贷款业务占比较大。

图 45：保富银行利息收入占营业收入比重



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

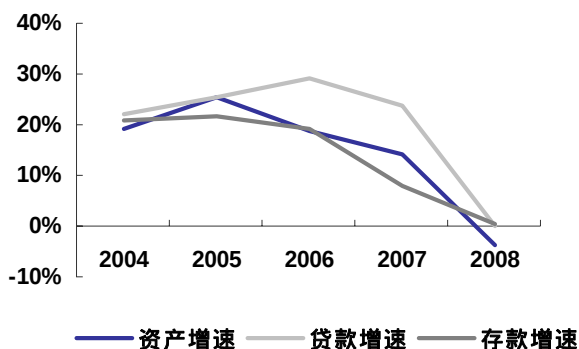
图 46：2009 年中期保富银行贷款结构



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

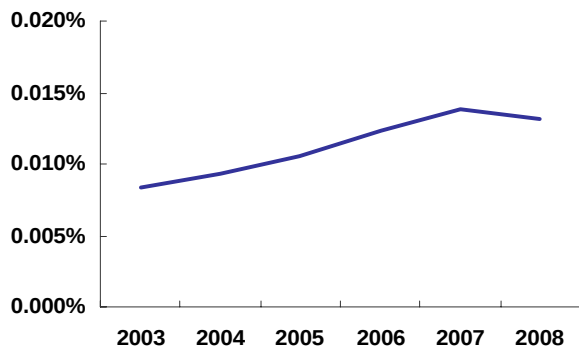
公司在 2003 年以来贷款市场占有率显著提高。

图 47：保富银行存贷款及资产增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

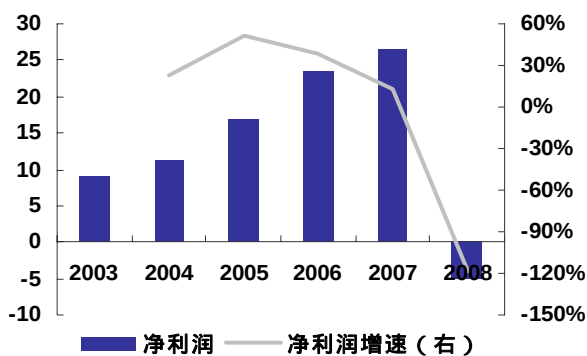
图 48：保富银行贷款市场占有率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

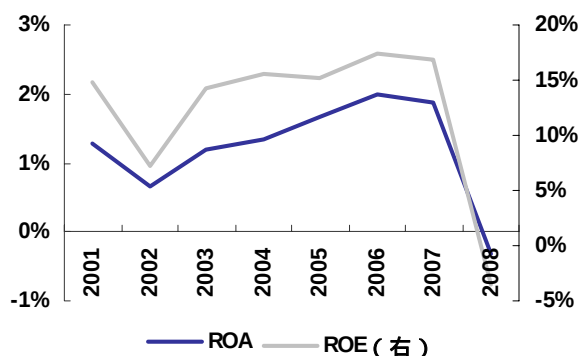
其盈利能力在 2003 年之后到金融危机前都保持较高水平。不过增速在 2006 年后有所回落。

图 49：保富银行净利润增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

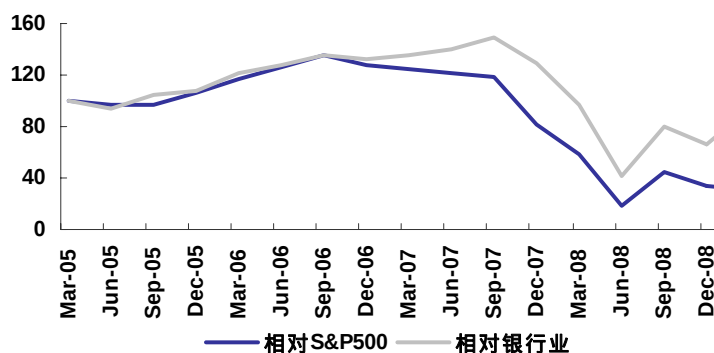
图 50：保富银行 ROA 和 ROE



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

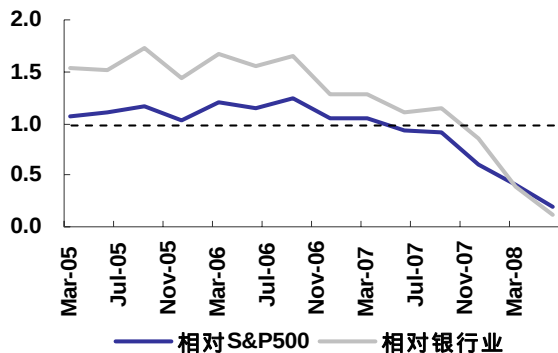
从 2005 年在纳斯达克上市 到 2007 年初 ,公司股价大约上涨大约 70% ,分别超越 S&P500 和银行业指数 45%和 55%。公司的估值水平也明显高于同行业（但是 PB 水平低于 S&P500，这应该主要是由于银行业估值水平系统性较低）。不过由于公司盈利增速从 2006 年开始就有所放缓，因此 PE 估值优势从 2006 年开始缩小，PB 估值优势扩大幅度有限。

图 51：保富银行股价与 S&P500 以及银行业指数表现比较



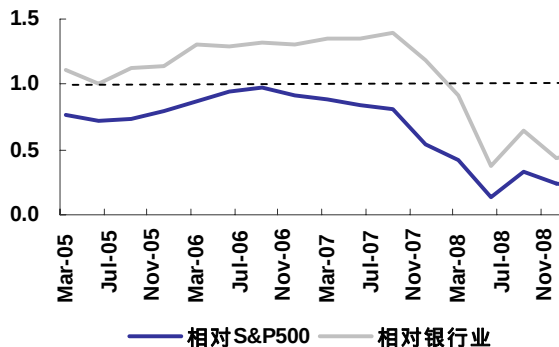
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 52：保富银行相对 S&P500 以及银行业指数 PE



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 53：保富银行相对 S&P500 以及银行业指数 PB



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

5. 宁波银行盈利预测

我们假设宁波银行未来几年以 35%左右的增速扩张（即在过去三年的复合增长率附近），同时不考虑加息等因素的影响，则预计公司在 2009-2011 年的 EPS（均为融资摊薄后）分别为 0.47 元，0.78 元和 1.07 元，对应的 PE 分别为 32.4 倍，19.5 倍和 14.2 倍；2009-2011 年摊薄后的 PB 分别为 3.02 倍，2.76 倍和 2.47 倍。我们维持公司“买入-B”的投资评级和 20.88 元（25 倍 PE）的目标价。

6. 附录 1：宁波银行历史回顾

6.1. 上市前

宁波银行成立于 1997 年 4 月，是在宁波市原有 17 家城市信用合作社、1 家城市信用合作社联合社及挂靠城市信用合作社联合社的 4 个办事处（简称“城市信用合作社及市联社”）的基础上组建而成。

公司在 2001 年前曾出现短暂的亏损，但 2004 年后经营好转。1997 年成立时，公司净资产 2.05 亿元，到 1999 年时，经审计的净资产为 2.58 亿元，但存在（经审计的）非信贷资产损失额 5.07 亿元、待处理财产损失、超额分红等 0.29 亿元，扣减后的净资产为-2.77 亿元。直到 2004 年，由于土地重估，净资产重新转正。

由于继承了信用社的不良资产，银行早期不良率较高（1999 年末，公司不良贷款余额 7.87 亿元，不良率高达 27.22%，贷款损失准备仅有 0.30 亿元）。银行一直致力于风险控制力度，此外依靠 2004 年的大量核销，到 2006 年，不良率降低到仅 0.33%，拨备覆盖率达到 405%。

上市前，公司刚刚开始实施异地扩张计划。到 2006 年末，公司业务主要集中在宁波，公司的贷款和存款余额分别为 278 亿元和 462 亿元，存贷业务在当地的市场份额仅次于四大行，具有较强的区域优势。2007 年上半年，公司获批成立上海分行，并开始申请成立杭州分行。到 2007 年 4 月底，公司共设有 69 家分支机构，其中营业部 1 家、分行 1 家（上海分行）、一级支行 22 家、二级支行 45 家。

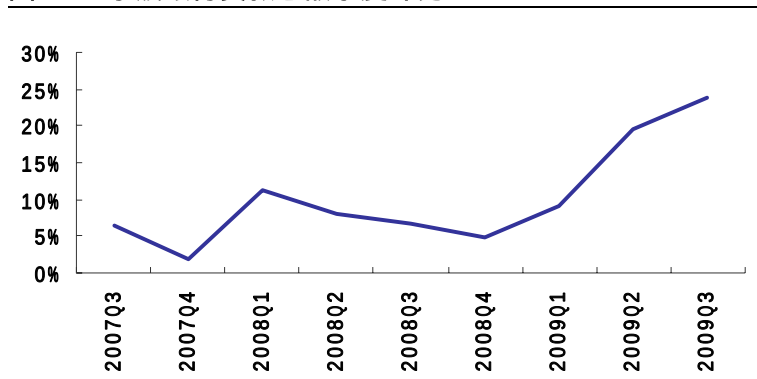
6.2. 上市后至今

经过 2007 年的上市，公司的资本充足率一跃而至 21%，具有充分的资本用于扩张。

然而由于恰逢金融危机，长三角地区的企业信贷需求和信贷质量都受到严重的考验。宁波银行上市后的一年多时间内，资产增速未较上市前有显著提速，银行不良生成率

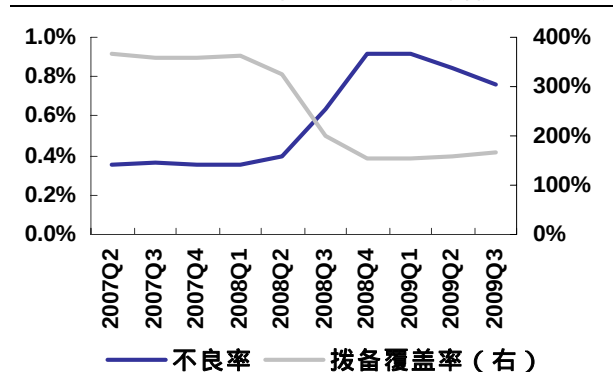
也一度提高，吞噬了部分拨备。

图 54：宁波银行贷款总额季度环比



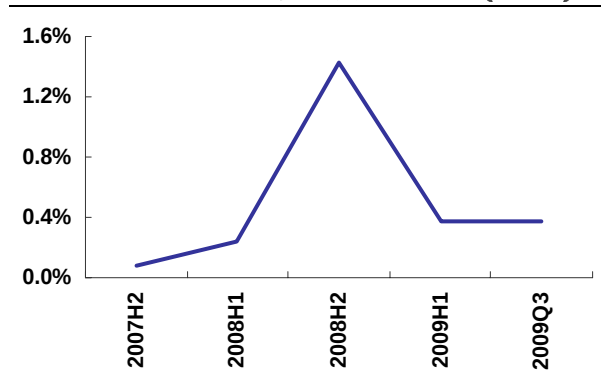
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 55：上市后宁波银行不良率和拨备覆盖率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 56：上市后宁波银行不良毛生成率（年化）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

09 年中期开始，经济进入 V 型反转，宁波银行的经营环境得到极大改善。银行信贷增长在 3 季度开始提速、不良生成率也趋于稳定。

异地分行方面，自 2007 年 5 月开设上海分行后，公司先后成立了杭州、南京、深圳和苏州分行。截止 2009 年年中，公司拥有 84 家分支机构，包括 1 家总行营业部、5 家分行和 78 家支行。宁波地区以外的贷款占公司贷款达 30%左右。但是，除了较早开业的上海分行外，其它分行到 09 年上半年依然未能实现盈利。

表 7：宁波银行各个分行贷款余额及占比

	2009H1		2009H1		2008	
	百万元	占比	百万元	占比	百万元	占比
宁波	55,012	69.11%	48,413.32	75.35%	40,887.51	83.18%
上海	7,259	9.12%	5,357.02	8.34%	3,455.31	7.03%
杭州	5,908	7.42%	3,580.76	5.57%	3,099.04	6.30%
江苏	9,223	11.59%	5,686.36	8.85%	1,682.06	3.42%
广东	2,203	2.77%	1,211.24	1.89%	32.04	0.07%
合计	79,606	100.00%	64,248.70	100.00%	49,155.97	100.00%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表 8：2009 年上半年宁波银行各地区经营状况

	宁波	上海	其它	合计
	百万元	百万元	百万元	百万元
营业收入	837.42	19.82	-59.64	797.61
利润总额	842.23	19.87	-57.49	804.61
资产总额	95,192.27	16,259.36	18,426.68	129,878.31
ROA	1.77%	0.24%	-0.62%	1.24%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

资产质量方面，受经济下滑和出口疲软的影响，2008 年下半年公司不良贷款明显上升。2008 年年底时，不良率最高达到 0.92%，拨备覆盖率最低降至 152%。直到今年上半年经济缓慢复苏，资产质量逐步稳定。

表 9：宁波银行贷款五级分类历史变化

	2009Q3		2008		2007	
	百万元	占比	百万元	占比	百万元	占比
正常	76,608	96.23%	45,999	93.58%	34,189	93.66%
关注	2,393	3.01%	2,705	5.50%	2,183	5.98%
次级	320	0.40%	281	0.57%	46	0.13%
可疑	159	0.20%	95	0.19%	15	0.04%
损失	126	0.16%	77	0.16%	68	0.19%
贷款总额	79,606	100.00%	49,156	100.00%	36,502	100.00%
不良贷款	605	0.76%	452	0.92%	130	0.36%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

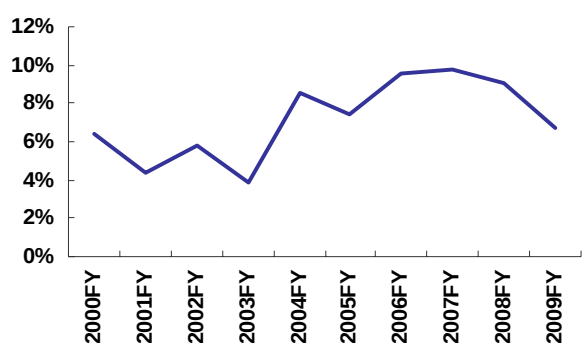
7. 附录 2：KMB 银行、AXIS 银行及保富银行背景介绍

7.1. 印度：KMB 银行与 AXIS 银行（2002 年-2007 年）

随着印度在上世纪末的金融改革的开展，私人银行的数量和市场份额开始扩大，银行的金融深度不断提高。此外，2000 年以后，印度经济的高速发展也为银行的健康发展提供了有利的宏观环境。在这样的背景下，一些中小银行在本世纪初出现了爆发式增长，其中，KMB 银行和 AXIS 银行是比较突出的例子。

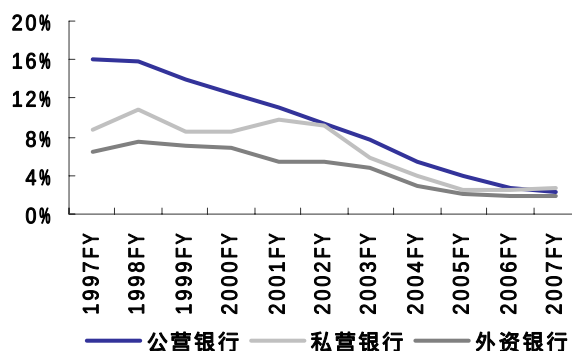
受益于 2003 年以后印度经济的高速发展，整个银行业资产质量持续改善。在 2007 年金融危机爆发之前，银行系统资产质量始终保持稳定。

图 57：印度 GDP 增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 58：印度各类银行不良率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

7.1.1. KMB 银行

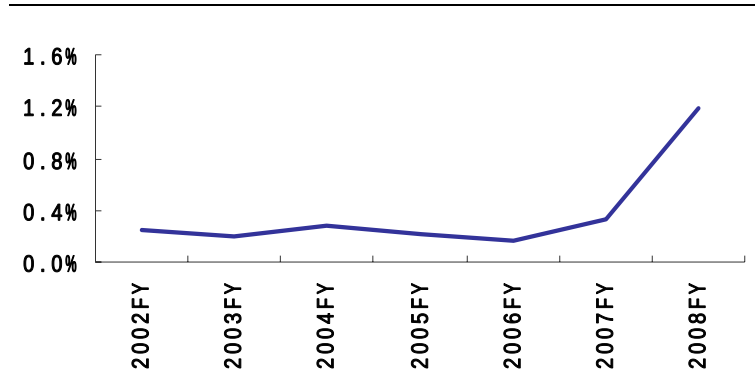
KMB 银行隶属于印度最大的金融集团之一——KMB 集团,前身是 KMB 金融公司,于 2003 年 3 月获准开展银行业务²。目前银行拥有 217 个网点,分布于 126 个不同的城镇,ATM 数量达 387 个。

KMB 银行专门为富商服务,强调重视个人和企业的全方位金融需求,特别是针对小企业来说,它为其流动资金贷款和长期资金需求提供全方位的产品和服务(KMB 银行广泛开展汽车贷款、零售贷款、公司金融和房地产融资等多方面业务)。

KMB 银行一直致力于增加中小客户基础,在小企业金融方面,通过扩张网点,为企业提供“服务到家”的银行业务(所有超过 5000 卢比的提款都提供送款到家服务)。同时,银行致力于发展贸易融资业务,为有相关融资需求的客户提供量身定做的结构性贸易融资方案。

在 2007 年金融危机爆发之前,KMB 银行维持了较低的不良率。

图 59 : KMB 银行资产不良率



数据来源:公司数据,安信证券研究中心

注:不良率=不良资产余额/贷款总额

7.1.2. AXIS 银行

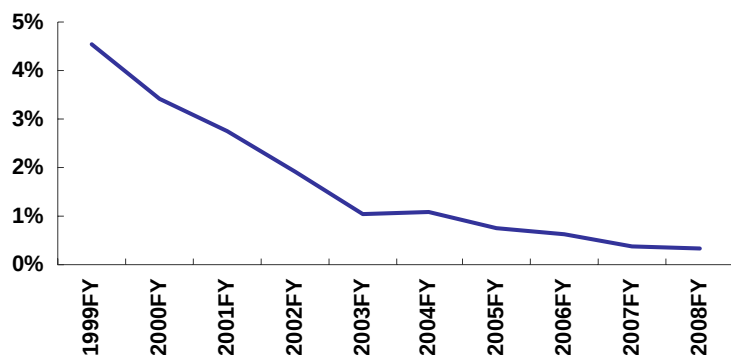
AXIS 私人银行成立于 1993 年,前身为 UTI 银行(2007 年改名为 AXIS 银行)。截止 2009 年 9 月底,该银行已有 905 多家分支机构,分布在印度 30 个州和 4 个中央直辖区,在零售银行和公司金融领域均表现非凡。

公司的发展策略之一就是持续推进网点建设,扩大在那些有增长潜力的地区的区域布局,包括在全国设立地区总部以及在二三线城市设立分支机构。2002 年以来,公司贷款加速增长,其市场份额也从 2003 年开始显著提高。

在高速发展的同时,其资产质量不断优化。

²科塔克集团(The Kotak Mahindra Group)是印度最大的金融集团之一。其旗舰公司——科塔克金融公司(Kotak Mahindra Finance Ltd)成立于 1985 年,并于 2003 年 3 月获得 RBI(The Reserve Bank of India)的许可,可以从事银行业务,自此科塔克金融公司转型为一家银行——科塔克私人银行,并且成为印度第一家转型为银行的公司,且目前是印度最大的银行之一。

图 60：AXIS 银行资产不良率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：不良率=不良资产余额/贷款总额

7.2. 美国保富银行：从社区银行到区域银行

美国社区银行作为区域银行，在其业务发展方面与中国的城市商业银行具有许多相似点。这里以保富银行作为例子。

保富银行成立于 1991 年，是一家典型的美国社区银行。银行目前总资产 14 亿美元，是加州历史上初始投资规模最大的州特许银行，如今在南加州已有十二家分支机构（其机构主要分布在南加州的洛杉矶、加利福尼亚以及这些城市周边的小城市），业务主要关注快速发展的中国移民市场和小企业市场，以及收入较高的个人业务。

由于南加州汇聚了众多的中小企业，贷款需求格外旺盛，保富银行作为地区性银行，更加熟悉所在地区小企业客户的资信和经营情况，与众多小企业客户建立了“关系型”投融资联系。通过为中小企业、房地产开发商、专家、富裕的个体消费者提供个性化的存款、房地产金融、商业贷款、贸易融资等服务，保富银行的业务得以持续发展。

图 61：保富银行网点分布

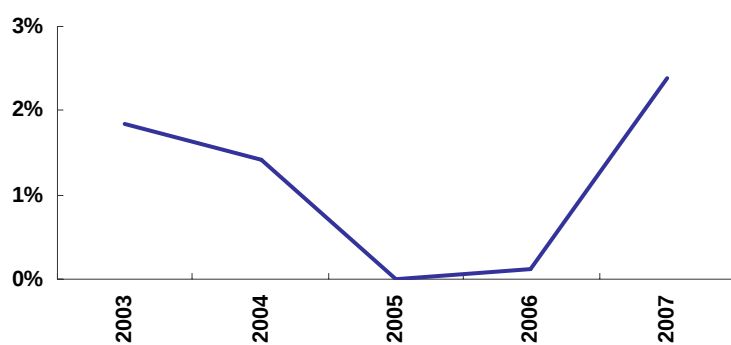


数据来源：公司网站，安信证券研究中心

保富银行的成长特点是完全属于自发式成长，没有通过任何兼并收购的方式来扩大规模，而且一直是定位于社区银行的形式，目前所有的分支网点都设在南加州。

公司在 2003 年以来贷款市场占有率显著提高。直到 2007 年金融危机之前，不良率处在不断下降的过程中。

图 62：保富银行资产不良率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：不良率=不良资产余额/贷款总额

表 10：宁波银行财务报表预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表（百万元）						
净利息收入	1,483	2,062	2,891	3,501	5,191	7,257
利息收入	2,219	3,121	4,959	5,234	7,833	10,903
利息支出	-736	-1,059	-2,068	-1,732	-2,642	-3,645
净手续费及佣金收入	112	171	375	488	610	762
手续费及佣金收入	128	193	429	558	698	872
手续费及佣金支出	-16	-21	-54	-70	-88	-110
其它净收入	5	7	137	-5	15	15
营业总收入	1,600	2,241	3,403	3,984	5,816	8,035
营业税费	-100	-140	-227	-259	-378	-522
经营费用	-602	-818	-1,369	-1,713	-2,268	-2,812
资产减值准备	-60	-99	-257	-420	-617	-1,198
税前利润	814	1,185	1,523	1,592	2,553	3,503
所得税	-182	-234	-191	-207	-255	-350
净利润	632	951	1,332	1,385	2,298	3,153
归属于母公司股东的净利润	632	951	1,332	1,385	2,298	3,153
资产负债表（百万元）						
客户贷款	27,763	36,034	48,466	84,157	116,521	162,367
证券投资	14,187	17,227	16,792	24,482	32,708	44,791
其他生息资产	11,836	19,025	30,390	36,723	44,973	61,587
其他资产	2,761	3,225	7,615	7,651	10,221	11,198
资产总额	56,546	75,511	103,263	153,012	204,422	279,943
客户存款	46,191	55,514	76,222	110,609	151,862	209,103
应付债券	0	0	0	5,088	7,138	10,455
其它计息负债	5,139	9,381	11,348	14,379	19,742	27,183
其他负债	2,020	2,594	6,888	8,066	9,432	15,062
负债总额	53,350	67,488	94,458	138,143	188,174	261,804
归属于母公司股东权益	3,196	8,022	8,805	14,869	16,248	18,139
股本	2,050	2,500	2,500	2,950	2,950	2,950
负债和股东权益合计	56,546	75,511	103,263	153,012	204,422	279,943

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

作者简介

高源，复旦大学财务金融系学士，伦敦政治经济学院（LSE）会计与金融系硕士，CFA。2005 年 10 月至 2007 年 4 月就职于光大证券研究所，先后从事石化、银行行业研究；2007 年 5 月加入安信证券研究中心。2006 年度“新财富最佳分析师石化行业”第三名，2008 年度“新财富最佳分析师银行行业”第六名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034