

2010年8月30日

宁波银行

非经常损益提升净利润

A
买入

002142.SZ - 人民币 12.50

目标价格: 人民币 14.34(▲13.61)

尹劲桦

(8621) 6860 4866 分机 8590

jinhua.yin@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210050006

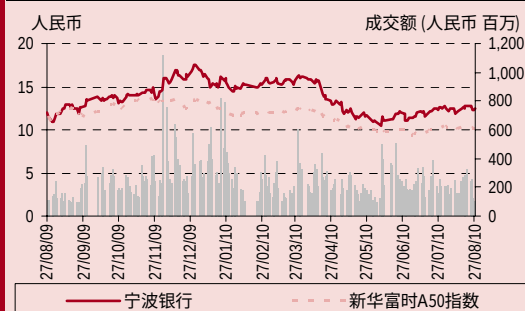
袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(29)	1	7	4
相对新华富时				
A50 指数 (%)	(4)	1	9	20

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	2,930
流通股 (%)	18
流通股市值 (人民币 百万)	6,593
3个月日均交易额 (人民币 百万)	219
主要股东(%)	
宁波市财政局	11

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

2010年上半年宁波银行实现净利润12.63亿元, 同比增长78.9%, 这主要是由于资产规模的高速扩张以及总行大楼拆迁带来的额外收益。宁波银行二季度贷款收益率已经触底回升, 但由于贷款占比的下降, 净息差仍然面临压力。从中长期看, 宁波银行独特的业务模式、高效的管理团队应当享受一定的估值溢价, 维持对宁波银行的买入评级, 并将目标价由13.61元上调至14.34元。

中报要点

- 伴随着信贷规模的超常扩张, 宁波银行的贷款收益率在2009年经历了较大幅度的下滑。二季度宁波银行的平均贷款收益率终于触底回升, 由一季度的5.75%上升至约5.98%。随着资金宽松局面的结束和重新定价的完成, 预计贷款收益率仍有进一步回升的空间。
- 由于信贷额度控制, 宁波银行上半年贷款在总资产中的占比下降, 同业资产大幅增长, 从而导致尽管宁波银行二季度贷款收益率已经开始回升, 但其息差仍然难以得到有效提升。
- 二季度资产质量进一步改善, 不良实现双降, 同时宁波银行政府融资平台贷款余额较低, 未来这方面的压力较小。
- 主要风险: 宏观经济恶化导致中小企业经营困难, 资产质量恶化。

估值

- 我们将宁波银行2010年和2011年的每股收益预测分别上调至0.78元和0.90元。经过前期股价的大幅调整之后, 目前宁波银行股价相当于约2.27倍融资后2010年市净率。维持对宁波银行的买入评级, 并将目标价由13.61元上调至14.34元, 相当于2.61倍2010年市净率。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入(人民币百万)	2,891	3,554	5,098	6,593	7,893
净利润(人民币百万)	1,332	1,457	2,284	2,637	2,872
全面摊薄每股收益(人民币)	0.53	0.58	0.78	0.90	0.98
市盈率(倍)	23.5	21.4	16.0	13.9	12.8
每股净资产值(人民币 元)	3.52	3.90	5.50	6.04	6.63
市净率(倍)	3.55	3.21	2.27	2.07	1.89
净资产收益率(%)	15.8	15.7	17.7	15.6	15.5
每股股息(人民币 元)	0.20	0.20	0.31	0.36	0.39
股息收益率(%)	1.6	1.6	2.5	2.9	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测, 10年预测基于增发后

中期业绩同比增长 79%

2010 年上半年宁波银行实现净利润 12.63 亿元，同比增长 78.9%，与其 7 月份公告的 70%-80%的业绩增幅一致。宁波银行业绩大幅增长的原因包括：

1. 资产规模的快速扩张。2009 年宁波银行资产规模超常扩张，贷款总额增长 67%，总资产增长 58%；2010 年，尽管贷款增长恢复正常，截至六月末贷款相比年初增长 14%，但宁波银行加强了对同业业务的投入，买入返售资产相比年初增长 328%，带动总资产相比增长 28%；
2. 总行大楼拆迁补偿在上半年贡献了约 1.58 亿元的净收入，如果剔除这部分收入的影响，宁波银行上半年净利润同比增长约 62%。未来总行大楼拆迁补偿仍将约有约 1.92 亿元的净收入待确认；
3. 拨备费用的下降。

从环比来看，宁波银行二季度净利润相比一季度也大幅增长 53.6%，这主要是来自于生息资产的扩张、营业费用的下降以及总部大楼拆迁收入的确认。如果剔除总行大楼拆迁收入的贡献，二季度净利润环比一季度增长约 30%。

图表 2. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 上半年	2010 上半年	同比变动(%)	季环比变动(%)
净利息收入	1,573	2,374	50.9	6.8
手续费收入	210	260	23.8	(20.7)
其他非息收入	66	63	(4.5)	(9.1)
营业收入	1,849	2,697	45.9	3.4
营业费用	(773)	(1,003)	29.8	(16.3)
拨备前营业利润	1,076	1,694	57.4	17.2
拨备费用	(164)	(130)	(20.7)	9.7
营业利润	912	1,564	71.5	17.8
营业税	(115)	(199)	73.0	7.3
非经常项目损益	7	156	2,128.6	—
税前利润	804	1,521	89.2	44.5
所得税	(98)	(258)	163.3	8.1
净利润	706	1,263	78.9	53.6
归属于母公司的净利润	706	1,263	78.9	53.6

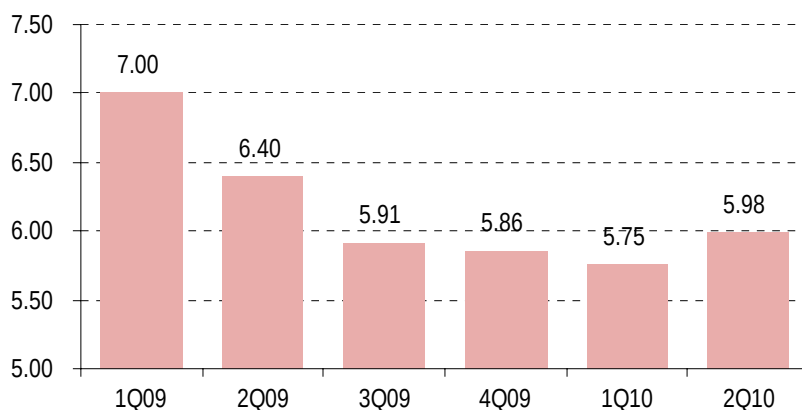
资料来源：公司数据，中银国际研究

中报亮点

1. 贷款收益率开始回升

伴随着信贷规模的超常扩张，宁波银行的贷款收益率在 2009 年经历了较大幅度的下滑。根据我们按日均余额的测算，宁波银行 2009 年一季度的平均贷款收益率为 7%，而到了 2010 年一季度，平均贷款收益率已经下滑至 5.75%。二季度，宁波银行的平均贷款收益率终于开始回升至约 5.98%。随着信贷增速回归正常，预计宁波银行未来将能逐渐提升其贷款议价能力，进一步提高贷款收益率水平。

图表 3. 宁波银行平均贷款收益率



资料来源：公司数据，中银国际研究估计

2. 资产质量进一步改善

宁波银行二季度不良实现双降，不良贷款率由一季度的 0.71% 下降至 0.62%，不良贷款余额由一季度的 6.18 亿元下降至 5.79 亿元。同时，拨备覆盖率由一季度的 187.5% 提升 205.7%。

此外，宁波银行的地方政府融资平台贷款余额较低，未来这方面的压力将会较小。

3. 总行大楼拆迁带来额外收入

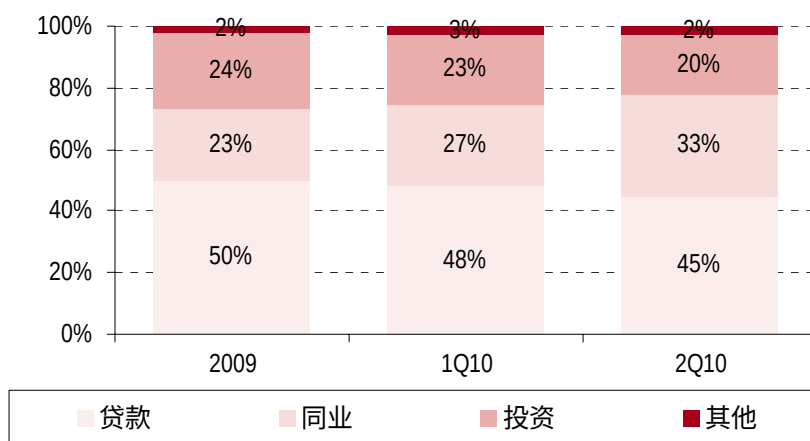
根据宁波银行公告，其总行大楼房屋、土地、装修、一次性经济补偿、提前搬迁奖励费等合计赔偿意向金额为 4.05 亿元，截至 2010 年一季度末，总行大楼账面价值约为 5,513 万元。总行大楼拆迁收入在上半年确认了约 1.58 亿元的净收入，估计未来仍将有约 1.92 亿元的净收入待确认。

中报弱势

1. 息差回升仍面临压力

宁波银行的资本充足率目前已经下降至 10.81%，再加上监管部门的信贷额度控制，导致宁波银行的贷款增长受到一定限制。在这种情况下，宁波银行加大了对低资本消耗的同业业务的投入，上半年其买入返售资产相比年初大幅增长了 328%。由于贷款在总资产中的占比不断下降，尽管宁波银行二季度贷款收益率已经开始回升，但其息差仍然难以得到有效提升。按照期初期末简单平均测算，宁波银行二季度净息差环比一季度继续下滑约 16 个基点。

图表 4. 宁波银行资产结构



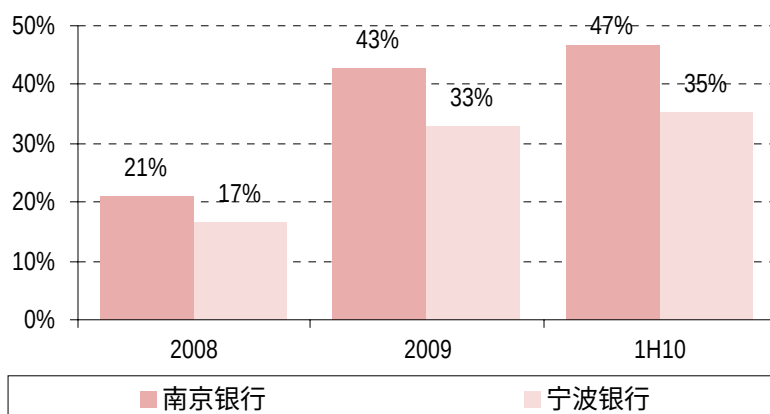
资料来源：公司数据、中银国际研究

2. 跨区扩张慢于南京银行

与南京银行相比，宁波银行的跨区扩张势头相对较慢。对发达地区的城商行来说，在其省内的周边城市扩张是最有效的方式。不同于南京银行在江苏省内的快速扩张，宁波银行作为计划单列市，在省内扩张的审批上也存在一定限制。目前，宁波银行异地分行贷款在余额和新增占比上都落后于南京银行。

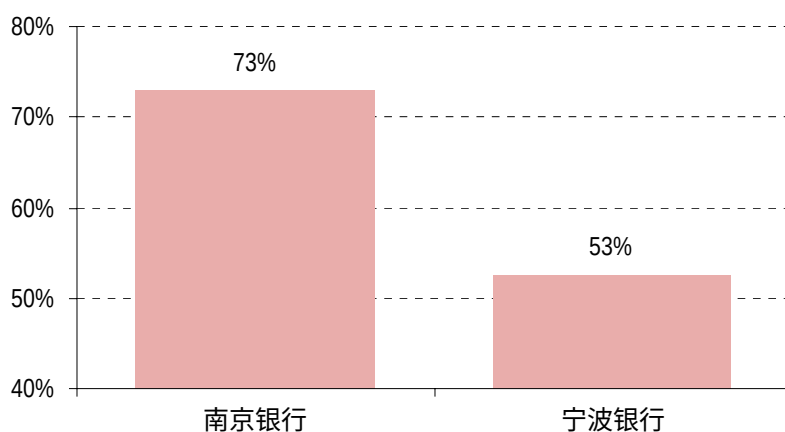
另一方面，我们认为对于宁波银行来说，相比跨区扩张的速度，未来更为重要的是在跨区扩张中能否保持中小企业和零售等业务特色，保证异地经营的盈利能力和资产质量。

图表 5. 宁波银行与南京银行异地分行贷款余额占比



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 6. 2010 年上半年宁波银行与南京银行异地分行新增贷款占比



资料来源：公司数据、中银国际研究

3. 手续费收入有所放缓

宁波银行上半年手续费净收入同比增长 24%，但二季度环比一季度却下降了 21%。上半年的手续费收入增长主要来自于代理业务，咨询顾问和清算结算业务，未来如果资本市场表现低迷，贷款增速有限，手续费收入能否继续保持快速增长存在不确定性。

未来机会

1. 贷款收益率逐步回升，推动收入和利润快速增长；
2. 零售公司业务稳步推进，成为新的利润增长点。

未来风险

宏观经济恶化导致中小企业经营困难，资产质量恶化。

上调盈利预测

考虑到宁波银行资产规模的快速扩张，我们将宁波银行 2010 年和 2011 年的每股收益预测分别上调至 0.78 元和 0.90 元。经过前期股价的大幅调整之后，目前宁波银行股价相当于约 2.27 倍融资后 2010 年市净率。尽管短期内宁波银行息差回升面临一定压力，但从中长期看，宁波银行独特的业务模式，高效的管理团队应当享受一定的估值溢价。维持对宁波银行的**买入**评级，并将目标价由 13.61 元上调至 14.34 元，相当于 2.61 倍 2010 年市净率。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	2,891	3,554	5,098	6,593	7,893
净手续费及佣金	375	452	574	724	884
其他非息收入	138	170	170	660	718
经营收入	3,404	4,176	5,841	7,977	9,495
经营费用	(1,369)	(1,729)	(2,381)	(3,135)	(3,772)
拨备前经营利润	2,035	2,447	3,460	4,842	5,724
贷款损失拨备	(257)	(422)	(758)	(1,288)	(1,793)
经营利润	1,778	2,025	2,701	3,554	3,931
非经常性项目	(28)	(3)	357	1	1
税前利润	1,750	2,022	3,068	3,565	3,942
营业税	(227)	(272)	(356)	(487)	(579)
所得税	(191)	(292)	(428)	(441)	(491)
税后利润	1,332	1,457	2,284	2,637	2,872
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,332	1,457	2,284	2,637	2,872
变动(%)	40	9	57	15	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
资产					
现金及等价物	441	454	463	477	491
同业和央行存放	29,948	38,236	80,424	96,291	115,496
交易性资产	225	1,030	1,133	1,246	1,371
客户贷款总额	49,156	81,864	99,187	120,991	146,884
减: 拨备	(690)	(1,096)	(1,553)	(2,342)	(3,634)
投资	16,793	39,800	42,065	44,340	46,759
联营公司权益	13	13	23	33	43
净固定资产	836	927	881	738	421
其他资产	6,541	2,125	3,236	4,306	5,340
总资产	103,263	163,352	225,859	266,080	313,171
负债及权益					
客户存款	76,222	110,752	135,873	165,742	201,211
同业资金	11,348	34,852	65,448	73,800	83,259
其他借款	0	4,971	4,971	4,971	4,971
总借款	87,570	150,576	206,292	244,513	289,441
其他负债	6,888	3,034	3,453	3,872	4,312
总负债	94,458	153,610	209,746	248,385	293,752
普通股股本(面值)	2,500	2,500	2,930	2,930	2,930
准备金(包括股本溢价)	4,684	4,978	10,005	10,533	11,107
留存收益	1,621	2,264	3,178	4,233	5,381
总股东权益	8,805	9,742	16,113	17,695	19,418
少数股东权益	0	0	0	0	0
已运用资本	8,805	9,742	16,113	17,695	19,418
总负债及权益	103,263	163,352	225,859	266,080	313,170

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,523	1,457	2,712	3,078	3,363
非现金项目	(279)	618	814	1,292	2,016
其他变动	(95)	(38)	100	100	100
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	4,963	14,505	29,229	10,348	12,045
经营产生的现金流	6,112	16,542	32,855	14,818	17,524
投资及融资回报	666	661	(200)	(200)	(200)
支付税金	(191)	0	(385)	(397)	(442)
总现金流	6,587	17,203	32,271	14,220	16,882
投资	(1,957)	(23,394)	(2,255)	(2,390)	(2,535)
自由现金流	4,630	(6,191)	30,015	11,831	14,347
投资者可用现金	4,630	(6,191)	30,010	11,826	14,342
融资活动产生的净现金	(500)	4,470	4,086	(1,055)	(1,149)
现金增(减)	4,107	(1,691)	34,096	10,771	13,193

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
生息资产收益率	5.89	4.21	4.30	4.54	4.64
资金成本	2.71	1.54	1.74	1.94	2.00
利差	3.18	2.67	2.56	2.60	2.64
净息差	3.43	2.78	2.67	2.73	2.77
其他收入总收入	15.07	14.89	12.73	17.35	16.87
成本收入比	40.2	41.4	40.8	39.3	39.7
有效税率	23.9	27.9	25.5	26.0	27.2
增长率					
贷款增长率	34.7	66.5	21.2	22.0	21.4
存款增长率	37.3	45.3	22.7	22.0	21.4
资产增长率	36.8	58.2	38.3	17.8	17.7
流动性					
贷存比	64.5	73.9	73.0	73.0	73.0
贷款资金比	56.1	54.4	48.1	49.5	50.7
贷款资产比	47.6	50.1	43.9	45.5	46.9
资产质量					
不良贷款率	0.92	0.79	0.72	1.08	1.70
一般拨备比率	29.9	147.9	164.8	112.0	71.5
特殊拨备覆盖率	122.7	22.2	52.6	67.3	73.9
总拨备覆盖率	152.7	170.1	217.4	179.3	145.4
信用成本	0.52	0.52	0.76	1.06	1.22
需特别关注贷款比例	5.50	2.60	4.39	5.39	6.39
资本充足率					
权益资产比率	8.5	6.0	7.1	6.7	6.2
盈余资本	7.3	2.8	5.6	4.7	3.8
总资本充足率	15.3	10.8	13.6	12.7	11.8
一级资本充足率	14.6	9.6	12.4	11.5	10.6
回报率					
资产收益率	1.5	1.1	1.2	1.1	1.0
净资产收益率	15.8	15.7	17.7	15.6	15.5
已运用资本收益率	15.8	15.7	17.7	15.6	15.5
结构性已运用资本收益率	34.1	23.6	25.9	24.5	22.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371