

宁波银行(002142.SZ)

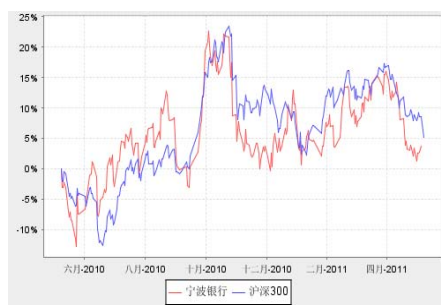
战略享溢价，成长双驱动

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **14.37-15.02**
 分析师: 程矫翼 分析师: 谢刚
 S0740510120019 S0740510120005
 021-20315179 金融小组
 chengjy@qlzq.com.cn
 2011年6月1日

基本状况

总股本(百万股)	2883.82
流通股本(百万股)	2500.00
市价(元)	12.40
市值(百万元)	35759.37
流通市值(百万元)	31000.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012	2013E
营业收入(千元)	4,175,506	5,911,919	7,816,953	9,710,729	11,642,762
营业收入增速	22.67%	41.59%	32.22%	24.23%	19.90%
净利润增长率	9.44%	59.32%	27.42%	19.02%	16.36%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.81	1.03	1.22	1.42
前次预测每股收益(元)	0.58	0.81	1.03	1.22	1.42
市场预测每股收益(元)	N.A.	A.	N.A.	N.A.	N.A.
偏差率(本次-市场/市场)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(倍)	20.14	14.58	11.44	9.61	8.26
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产(元)	3.90	5.51	6.53	7.75	9.17
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	15.72%	18.13%	17.05%	17.10%	16.79%
市净率	3.0	2.13	1.80	1.51	1.28
总股本(千股)	2,500,000	2,883,821	2,883,821	2,883,821	2,883,821

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 虽然城商行依靠异地扩张的快速发展暂时被停滞，但中长期看支持优质的城商行继续跨区域经营仍是政策的大方向，所以优质的城商行未来将获得更大的发展机遇。我们认为优质城商行能够在日益激烈的市场竞争中获得可持续发展的前提条件是：在异地扩张的过程中，城商行能够坚持服务小企业客户的战略目标，在业务上必须寻求专业化和差异化特色。
- 我们认为宁波银行因战略领先而应享受PB估值溢价，我们将公司的战略领先概括为三点：（1）2008年确立五大利润中心，零售公司条线独立凸显小企业战略；在异地扩张的过程中，零售公司和个人银行条线主要负责人均从总行派遣，并且在2年内对分行不考核利润，重在可持续发展；在针对小企业信贷融资的产品上形成了以“金色池塘”为品牌的一整套鲜明特色的系列化产品，产品系列仍在根据小企业的融资需求变化不断完善中。（2）个人业务上其“产品拉动存贷款协同增长”的模式具有市场竞争力，在向异地区域的推广中效果亦较好。（3）在信用卡和金融市场业务上也在积极寻求差异化。
- 宁波银行具有本地网点下沉+异地稳步扩张双驱动的成长性：（1）宁波下辖所有县（市）均入围全国县域经济百强县，其中慈溪和余姚还位列前10名，经济强镇很多。近两年宁波银行在宁波地区的部分网点逐步在往下辖的经济强镇迁移，充分抓住经济富有地区的特色产业集群带来的金融服务机遇。（2）异地扩张上，我们预计未来2-3年宁波银行的发展重点仍是长三角（重点开拓长三角经济活跃地区的二级分行和支行），两翼的发展速度仍会偏慢。我们预计未来2-3年内宁波银行的异地分行开立计划是每年1-2家，在经济活跃的地区下设支行的速度会比过去几年更快。（3）需要说明的是我们对宁波银行扩张模式的肯定并不代表对其他城商行扩张模式的否定，我们只是希望说明选择适合自己的发展模式是降低摸索成本、有效控制风险的基础。

- **盈利预测：**我们预计2011-2013年宁波银行的营业收入分别为78.2/97.1/116.4亿元，同比增长分别为32%/24%/20%；净利润分别为29.6/35.2/41.0亿元，同比增长分别为27%/19%/16%。剔除2010年和2011年利润中包含的总行拆迁款后的2011年和2012年的可比增长分别为28%/27%。
- **维持“买入”评级：**由于历史上宁波银行的PB估值和招商银行不相上下，故我们参考招行的目标估值，给予宁波银行2011年2.2-2.3XPB作为合理的估值区间，对应的目标价为14.37-15.02元，维持对宁波银行的“买入”评级。
- **可能的股价催化剂为银监会出台城商行异地扩张的新规：**解铃仍需系铃人，倘若银监会在第三季度或更早出台关于银监会异地扩张的新规，城商行的异地扩张将会重新回到正轨，有利于上市城商行估值的提升，而且我们认为监管越趋严格，优质银行的发展机遇会更大。

内容目录

硬币的另一面	- 4 -
战略领先理应享受 PB 估值溢价	- 5 -
小企业：领先于执行力+产品创新	- 5 -
个人业务：具有市场竞争力的“产品拉动存贷款协同增长”模式	- 7 -
信用卡和金融业务：努力寻求差异化	- 8 -
本地网点下沉+异地稳步扩张双驱动的成长性	- 9 -
宁波本地：网点向下辖经济强镇下沉	- 9 -
异地扩张：“一体”仍是未来重点，战略优势尽量复制	- 10 -
估值及投资建议	- 12 -
盈利预测	- 12 -
投资建议：维持“买入”评级	- 12 -
对宁波银行拨贷比偏低的认识	- 12 -
可能的催化剂：银监会出台城商行异地扩张的新规	- 13 -
风险提示	- 13 -

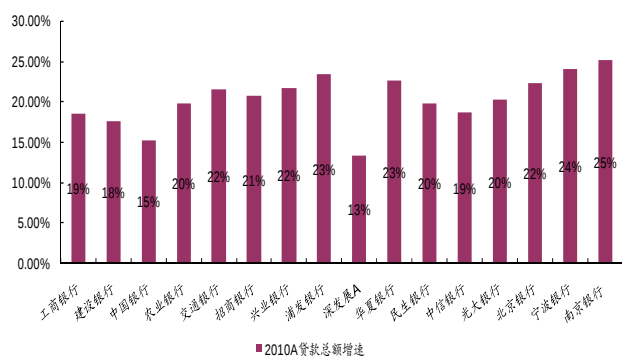
图表目录

图表 1: 2010A 上市银行贷款增长比较.....	- 4 -
图表 2: 2011Q1 上市银行贷款增长比较.....	- 4 -
图表 3: 宁波银行 2010 年五大利润中心贡献.....	- 6 -
图表 4: 宁波银行“金色池塘”品牌下系列产品	- 6 -
图表 5: 宁波银行存贷利差	- 6 -
图表 6: 宁波银行资产质量一览表.....	- 6 -
图表 7: 宁波银行部分特色产品对存款的拉动.....	- 7 -
图表 8: 宁波银行个人存款占比在中小银行中较高	- 8 -
图表 9: 宁波银行个人贷款占比在上市银行中较高	- 8 -
图表 10: 宁波银行活期存款占比高.....	- 8 -
图表 11: 宁波银行个人贷款结构的差异化	- 8 -
图表 12: 宁波银行金融市场业务范畴	- 9 -
图表 13: 宁波银行是城商行中唯一外汇市场做市商.....	- 9 -
图表 14: 宁波下辖县市均入围全国百强县.....	- 10 -
图表 15: 宁波银行对公贷款“三驾马车”	- 10 -
图表 16: 宁波银行异地扩张及贷款地区结构	- 11 -
图表 17: 宁波银行机构布局	- 11 -
图表 18: 宁波银行资金成本上升相对有限.....	- 11 -
图表 19: 宁波银行历史估值持续处于银行股最高水平	- 12 -
图表 20: 宁波银行财务预测表.....	- 14 -

硬币的另一面

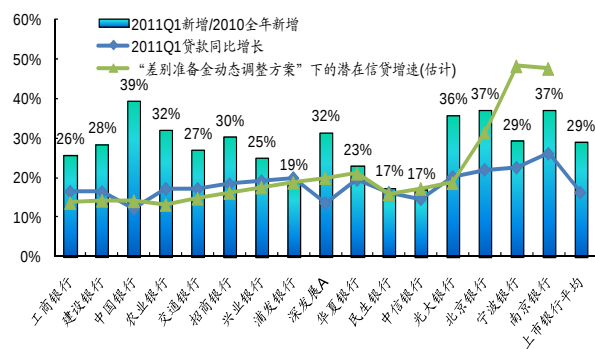
- 2011 年两会后，监管层暂停了城商行异地分行的审批，城商行依靠异地扩张的快速发展暂时被停滞，资本市场对此有所反映，三家城商行的股价表现明显落后于其他上市银行。
- 而我们认为硬币的另一面是：在当前信贷仍受到控制的背景下，暂停异地分行的开立，有利于保障现有分行的信贷资源配置，且费用支出相应减少缓解了城商行的财务压力。
- 实际上我们也看到积极的一面是：在今年资本决定信贷增速的监管模式下，城商行的信贷增速得到明显恢复。不同于去年信贷控制的一刀切模式，在今年以资本水平动态决定信贷增长的模式下，城商行的高资本充足率使得其贷款增速明显高于大中型银行，而且 2011Q1 的贷款新增量均高于 2010Q1 的增量。而在 2010 年，城商行在贷款增速上和中型股份制银行的差距并不明显。
- 上市城商行已有分行（包括新设支行）的信贷需求仍然旺盛，仍有较大发展潜力，是我们对其成长性仍持肯定态度的基础。
- 中长期看，支持优质的城商行继续跨区域经营仍是政策的大方向，所以我们预计监管层将会在重新梳理城商行的监管评级体系后，适时出台关于城商行异地扩张的规范制度（包括准入门槛和上市标准等）。
- 鉴于目前上市的三家城商行的 CAMEL 评级均处在城商行前列，相较于大多数城商行，充足的资本优势、稳健的财务表现及优良的公司质地使得三家上市城商行将迎来更大的发展机遇。
- 我们认为优质城商行能够在日益激烈的市场竞争中获得可持续发展的前提条件是：在异地扩张的过程中，城商行能够坚持服务小企业客户的战略目标，在业务上必须寻求专业化和差异化特色。

图表 1：2010A 上市银行贷款增长比较



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：2011Q1 上市银行贷款增长比较



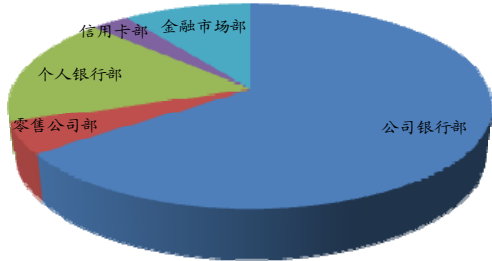
来源：齐鲁证券研究所

战略领先理应享受 PB 估值溢价

小企业：领先于执行力+产品创新

- **2008 年宁波银行确立了五大利润中心，零售公司条线独立凸显小企业战略。**业务条线上确立的 5 大利润中心具体为公司银行、零售公司、个人银行、信用卡和金融市场。其中将小企业业务从公司业务中独立出来，成立与公司银行部平级的零售公司部，独立进行会计核算。2009 年和 2010 年，五大利润中心在 FTP 内部资金转移定价后均实现盈利，其中零售公司部的利润贡献度为 5%（低于直观感受的原因在于 FTP 中存款的利润贡献度高于贷款一倍不止，零售公司部的存款贡献度尚低，故利润贡献度偏低）。
- **在异地扩张的过程中，零售公司和个人银行条线主要负责人均从总行派遣，并且在 2 年内对分行不考核利润，重在可持续发展。**宁波银行在异地扩张的过程中发现对公司银行业务各家银行的做法大同小异，但零售业务和个人业务却差异较大；为了统一各分行在这两块业务上能够传承总行的发展方向，零售公司和个人银行条线的主要负责人均尽量避免从其他银行挖角，尽量自己派人。异地分行开立 2 年内不考核利润，主要是为了防止分行追求利润而“傍大款”；前两年对分行的基本要求是“带好业务团队，积累客户基础”
- **宁波银行在针对小企业信贷融资的产品上形成了以“金色池塘”为品牌的一整套鲜明特色的系列化产品，产品系列仍在根据小企业的融资需求变化不断完善中：**包括便捷融、贷易融、押余融、友保融、专保融、诚信融、透易融、业链融、定期融、联保融和科贷融（2011 年 5 月新推出）等特色产品及增值产品合计 13 个系列。
- **依托先进的 IT 建设，小企业风控良好。**目前宁波银行的小企业贷款全部通过系统审批，该行自己研发的小企业打分卡（根据企业的“三表”即电表、水表和报关单给企业打分）运行已经有 2 年半时间，期间经历了 2009 年的经济下行，结果显示小企业的风险控制效果良好。目前零售公司条线的贷款不良率为 0.2%，远低于公司条线。贷后管理方面除 IT 支持外，信贷员回访也是重要方面（这方面和民生银行个贷“商贷通”做法类似）；这两年在支行网点架构上，注重网点开设在小企业密集区（如杭州萧山和余杭、上海闵行和松江、南京江宁等），方便信贷员经常关注客户经营情况。
- **2011 年江浙先后出现了“用工荒”和“用电荒”导致的开工率不足，加上原材料和人工成本涨价等，部分投资者再次开始担忧江浙地区小企业的经营风险，并担心宁波银行的资产质量是否会受影响。我们对此的看法是：我们不否认企业经营状况的下降会影响银行的资产质量（这里说明一下 2011Q1 公司不良上升是由于个别客户担保的企业发生问题导致分类下调），但更为重要的是银行和企业是否能够共同度过难关并化解危机，从这一角度看，宁波银行面临的风险不会比 2009 年金融危机更糟糕！**
 - 首先，小企业的客户分布亦呈现金字塔型，在我国信贷结构不均衡的背景下，宁波银行一直具有较大的客户选择空间。
 - 其次，在当前的环境下，银行自身若能调节信贷投放节奏，防止对企

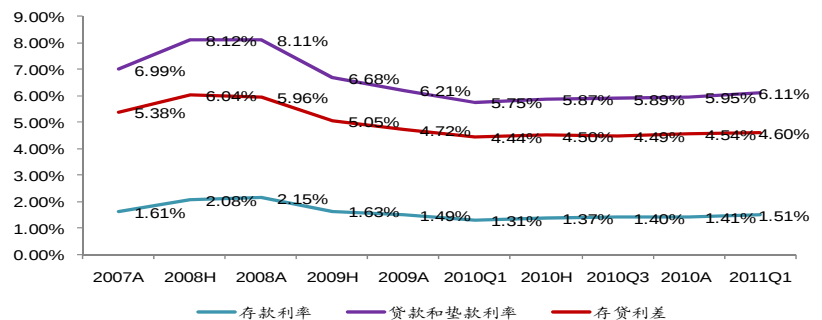
- 业正常流动资金的供给产生大幅波动，本身也能够化解一部分风险。
- 第三，宁波银行注重和客户的长期合作关系，在信贷紧缩环境下并没有大幅提升对客户的溢价，2011Q1 对客户的贷款利率上浮幅度和 2010Q4 并没有明显上升，贷款利率上升主要得益于加息导致的重定价。

图表 3：宁波银行 2010 年五大利润中心贡献


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：宁波银行“金色池塘”品牌下系列产品


来源：宁波银行网站，齐鲁证券研究所

图表 5：宁波银行存贷利差


来源：齐鲁证券研究所

图表 6：宁波银行资产质量一览表

五级分类法	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011Q1
不良贷款（百万元，余额）	119,427	91,860	130,099	452,195	644,505	703,527	721,500
A:不良贷款率	0.61%	0.33%	0.36%	0.92%	0.79%	0.69%	0.67%
A:不良贷款净形成率	-0.01%	-0.05%	0.14%	0.98%	0.42%	0.16%	0.02%
A:平均信贷成本（年化）	0.19%	0.28%	0.31%	0.60%	0.64%	0.40%	0.30%
A:拨备覆盖率	271.48%	405.28%	359.94%	152.50%	170.06%	196.15%	202.50%
A:拨备覆盖充分度	102.76%	99.47%	98.98%	97.35%	96.81%	102.34%	103.12%
A:关注/不良贷款余额	2587.13%	2486.04%	1678.05%	598.21%	330.67%	308.13%	233.55%
A:拨备/贷款余额	1.65%	1.32%	1.28%	1.40%	1.34%	1.36%	1.36%

来源：公司数据，齐鲁证券研究所

个人业务：具有市场竞争力的“产品拉动存贷款协同增长”模式

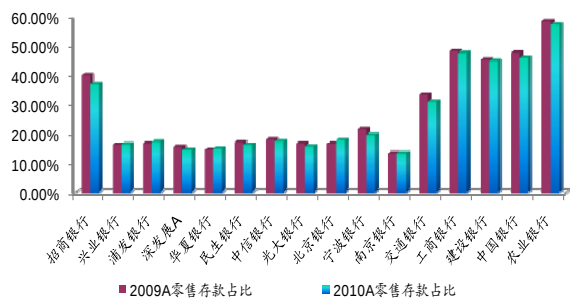
- 近两年宁波银行个人业务中的主打产品为“白领通”、“贷易通”和“金算盘”，从中我们可以看出个人客户定位于两大块：（1）白领阶层，如公务员、医生、教师及薪资较高行业的员工。（2）个人私营业主。
- 通过对公司 3 年实践的观察，我们认为宁波银行“产品拉动存贷款协同增长”模式较为成功，主要体现在：
 - 业内首创“存贷款积数匹配法”，并应用到“白领通”、“贷易通”等产品中，对储蓄存款的增长有明显拉动。在今年存款竞争激烈的环境下，倘若按照传统方法吸储，宁波银行将因品牌和网点而明显处于劣势，但事实是 2011Q1 宁波银行个人存款的增量（绝对额）在宁波地区仅次于农行，远远超过工行和建行，增量中 70%都是来源于产品拉动，贡献最多的依次是“金算盘”、“贷易通”和“白领通”。
 - 近两年异地分行区域“白领通”增长趋势非常快，主要得益于 IT 系统支持的标准化运作较易向分行推广。2010 年“白领通”异地新增客户数大大超过宁波。
- 得益于“产品拉动存贷款协同增长”模式，宁波银行的个人存贷款占比在中小银行中均处于较高水平，尤其是个人存款占比在中小上市银行中仅次于招行，高于多数中型股份制银行。我们认为未来几年存款竞争激烈的局面可能都难以改变（可参考报告《对银行的认可度重现上升》），零售存款，尤其是通过产品拉动的存款的稳定性和付息成本将明显好于对公存款。
- 不同于大多数银行，宁波银行的个人贷款中住房按揭占比非常少（估计占总贷款比约为 2%），而是呈现出购房（非按揭）、装修、信用卡、购车、个人经营性等多样化的特征，这是宁波银行特色产品营销的结果，亦减少了存贷款久期不匹配的风险（大多数银行短存长贷期限错配严重），宁波银行全部贷款的平均久期为 0.6 年（为 7-8 个月）。
- 2010 年，宁波银行个人银行业务的资产和负债占全行的比重分别为 10%和 12%，但营业利润的占比却达到 23%，综合利润贡献度达到 17%。

图表 7：宁波银行部分特色产品对存款的拉动

个人业务产品	业务性质	授信额度	业务对象	如何拉动存款
白领通	无担保、无抵押贷款	30万、20万、15万、10万、5万五档	（1）公务员；（2）教师、医生；（3）注册资金大于1000万的企业单位的中高级管理人员；（4）电信、电力、烟草、炼化、盐务、律师、会计师等行业普通工作人员。	贷款利率与客户存款贡献挂钩，最低为基准下浮10%
贷易通	抵押或质押担保贷款（一般为房产抵押）	原则上不超过500万	各类个人客户，尤其是个体私营业主	贷款利率与客户综合贡献度挂钩，最低为基准下浮10%
物业通	商业用房抵押贷款	评估抵押物价值	全部个人客户	商业用房已出租给第三方并投入商业运营，可提供租赁协议等相关资料，并承诺物业经营所产生的资金结算、代收代付等业务在我行办理
金算盘	根据客户在我行的综合贡献，为客户提供账户管理、授信便利及其他增值服务的业务		个体工商户、个人独资企业、合伙企业、有限责任公司等经济实体的负责人、法定代表人或主要个人股东，以及在我行进行第三方存管银证转账签约的客户	授信额度根据客户金算盘账户内的现金流量及担保物的价值确定；若获得授信，根据客户的综合贡献进行相应的利率优惠，最低可较基准下浮10%；

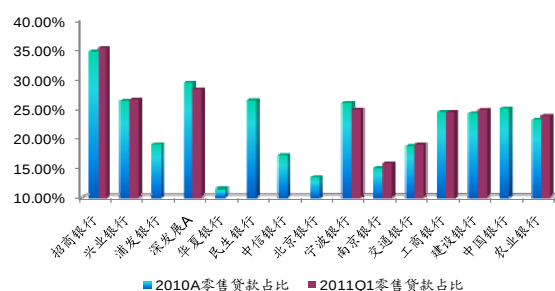
来源：宁波银行网站，齐鲁证券研究所

图表 8：宁波银行个人存款占比在中小银行中较高



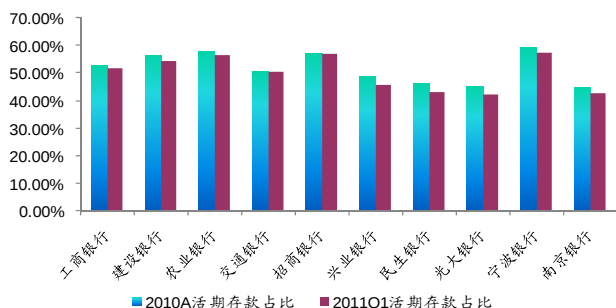
来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 9：宁波银行个人贷款占比在上市银行中较高



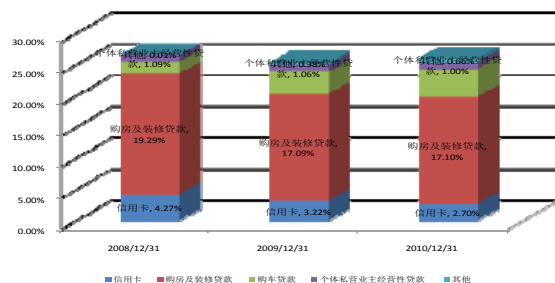
来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 10：宁波银行活期存款占比高



来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 11：宁波银行个人贷款结构的差异化



来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

信用卡和金融业务：努力寻求差异化

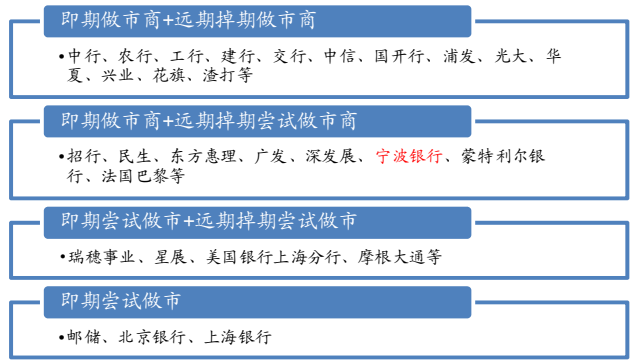
- 不同于多数股份制银行通过追求信用卡的规模效应实现盈利，宁波银行主要通过精耕个别卡种实现盈利。2008 年时宁波银行的信用卡没有一项业务赚钱，全部为亏损，公司认真分析了信用卡的投入和产出，果断决定“精心经营白金卡（只对优质私营业主和大中型企业高管发行）和商盈卡（面向私营业主，一般是“金算盘”客户）”，2009 年信用卡即实现盈利，目前的利润的贡献度已经超过 2%。
 - 由于信用卡的信用成本和运营成本均很高，但宁波银行不可能大规模发卡来摊薄成本，但实践中发现一般私营企业主是利用信用卡透支功能的主力，故将目标定位于此类客户，通过更多获得信用卡的利息收入实现盈利。
 - 目前宁波银行重点营销的卡种是商盈卡和大额分期卡（即汇通易百分信用卡）。
- 在金融市场业务上，有别于其他银行主要做债券市场，宁波银行参与更多的是外汇业务和衍生品业务（目前这两块业务竞争相对较小）。目前宁波银行是外汇市场的做市商之一，是城商行中唯一具有牌照的银行。
 - 宁波银行的非息收入中，2010 年外汇业务和衍生业务合计贡献约 2.5 个亿左右，占到非息收入中的比重大约在 30%左右。

图表 12：宁波银行金融市场业务范畴



来源：宁波银行网站，齐鲁证券研究所

图表 13：宁波银行是城商行中唯一外汇市场做市商



来源：国家外汇管理局，齐鲁证券研究所

本地网点下沉+异地稳步扩张双驱动的成长性

■ 需要说明的三点：

- 在异地扩张的区域选择方面，我们对宁波银行扩张模式的肯定并不代表对其他城商行扩张模式的否定，我们只是希望说明选择适合自己的发展模式是降低摸索成本、有效控制风险的基础。
- 我们以下的分析侧重于宁波本地和异地的扩张前景分析，但并不代表其本地和异地均可同时实现规模高增长，主要原因在于在信贷总额控制或者异地审批放缓时，总行将根据供给情况配置相关信贷资源（比如 10 年和 11Q1 异地占用的资源更多）。我们只是想说明，即使在外部环境有所限制的背景下，宁波银行的规模增长潜力（需求端）几年内不会发生根本变化。
- 我们也不否认资本监管加强后，包括城商行在内的贷款规模将较过去有明显放缓，但横向比较看，三家上市城商行将得益于较高的资本充足率和较为旺盛的信贷需求而实现相对于大中型上市银行更优的规模扩张。也就是说我们不敢期许何时宁波银行的信贷增长将重回 30% 以上，但可以预期的是在市场化监管环境中，宁波银行的信贷增长速度将好于大中型银行。

宁波本地：网点向下辖经济强镇下沉

- 浙江经济的特点是“民营经济+产业集群+专业市场”且人口规模小，富裕程度高，宁波地区亦不例外。这两方面特点决定了宁波本地的小企业和个人金融业务的发展潜力突出。
- 首先，契合宁波的两大特色经济（块状经济和临港工业），宁波银行的贷款投放呈现出三驾马车：（1）制造业为主的中小企业；（2）商业、批发零售业；（3）临港服务业。
- 我们在《民生银行深度报告_“商贷通”：变小为美，助力增长》中曾经论述过产业集群和专业市场能够有效降低银行的客户选择成本和信息不对称风险。
- 《宁波块状特色经济发展报告》显示宁波共有块状经济共有 145 个，

其中，单体规模产值超亿元的块状经济有 90 个，超 5 亿元的有 10 个，超 10 亿元的有 6 个（为鄞县、奉化的服装，鄞县古林的针织坯布及漂染，慈溪浒山的化纤与针织服装，慈溪附海的小家电，象山爵溪的针纺织品，象山西周的模具与塑料件）。

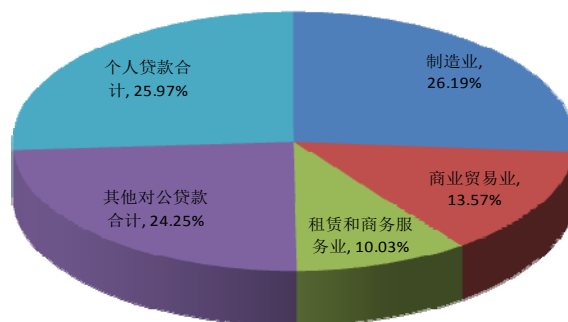
- 宁波-舟山港是中国货物吞吐量第一大港口，集装箱吞吐量则列全国第四大港口，所以临港工业也是宁波经济的特色。
- 其次，宁波下辖所有县（市）均入围全国县域经济百强县，其中慈溪和余姚还位列前 10 名，经济强镇很多。近两年宁波银行在宁波地区的部分网点逐步在往下辖的经济强镇迁移，充分抓住经济富有地区的特色产业 clusters 带来的金融服务机遇，如宁海西店镇的小五金、城关镇的文具、慈溪周巷镇的食品等。
- 此外，契合宁波地区富裕程度高，增加“社区支行”也是拓展个人业务的重要渠道，如 2011Q1 宁波银行在宁波地区新开网点 5 家（2010 年全年仅新增 7 家），我们推测网点提速可能就和社区支行增加有关。

图表 14：宁波下辖县市均入围全国百强县



来源：齐鲁证券研究所

图表 15：宁波银行对公贷款“三驾马车”



来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

异地扩张：“一体”仍是未来重点，战略优势尽量复制

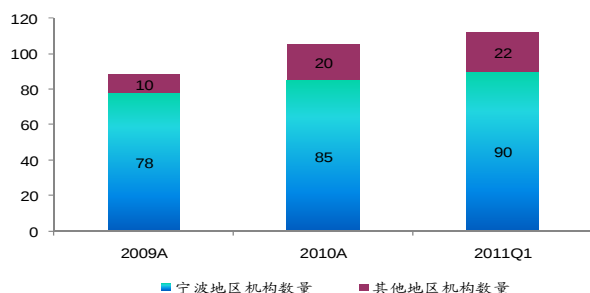
- 宁波银行的跨区域战略为“一体两翼”（一体为长三角，两翼为珠三角和环渤海），虽然宁波银行目前在“一体”的核心区域已经布局基本完毕，但我们预计未来 2-3 年的发展重点仍是长三角（重点开拓长三角经济活跃地区的二级分行和支行），两翼的发展速度仍会偏慢。
- 从近几年宁波银行的扩张区域和步伐看，我们认为该行在异地扩张方面的定位较为清晰，而且是循序渐进的并不急功近利。在地域选择上，宁波银行选择的是较为熟悉的、和自身的发展经验相切合的、市场化程度较高的区域，所以发展重点在长三角。
- 我们之所以认为未来 2-3 年该行的发展重点仍在长三角区域的原因在于：（1）长三角，尤其是浙江省的信用环境为全国最佳，且经济特点和宁波地区的相似程度最高；（2）长三角区域的扩张潜力还很大，如浙江省共有 9 个地级市，宁波银行只涉及温州一个；江苏省共有 12 个地级市，宁波银行只涉及无锡、常州、苏州；（3）已开立分行的区域继续开拓支行。

- 我们认为鼓励优质城商行跨区域经营是政策方向，所以暂时的审批停滞并不会改变趋势。预计未来 2-3 年内宁波银行的异地分行开立计划是每年 1-2 家，在经济活跃的地区下设支行的速度会比过去几年更快。
- 地区差异不会改变三驾马车的格局：由于地区差异，宁波银行一直在探索不同的模式开展业务，如在城区的网点可能重点开拓商贸型企业（如南京和上海城区），而在郊区支行则侧重于制造业（如上海闵行和松江）。总体上在异地扩张中制造业贷款占比呈现下降态势，但三驾马车的格局并未改变。
- 在异地扩张中，宁波银行的零售公司和个人条线的多数特色产品得到复制和推广，这主要得益于该行的人员派遣原则及先进的 IT 支持（详见第二部分论述）。
- 正是由于坚持了自身的战略优势，宁波银行在异地扩张中的吸存能力良好、资金成本上升有限。
- 目前在宁波银行的存款余额中，异地占比约为 45%，高于贷款近 40% 的占比。
- 北京银行和南京银行在异地扩张的过程中，资金成本总体处于上升趋势，主要体现在活期存款占比逐渐下降，而宁波银行相对较好。

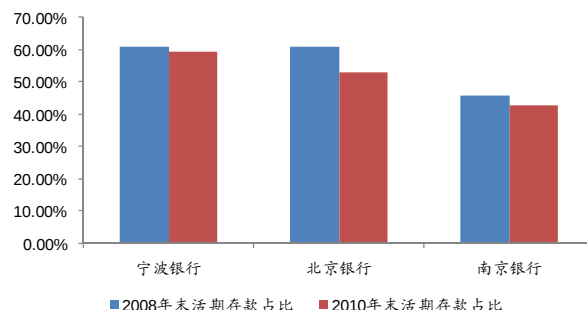
图表 16：宁波银行异地扩张及贷款地区结构

宁波银行贷款情况	异地分行（下辖分支机构数量）	贷款余额（千元）		贷款余额占比		贷款增量占比	
		2010A	2011Q1	2010A	2011Q1	2010A	2011Q1
宁波地区		63,189,969	64,426,468	62.21%	60.02%	42.15%	21.45%
浙江其他地区	杭州（4）、温州（1）	9,351,949	10,621,648	9.21%	9.90%	15.28%	22.02%
上海地区	上海（7）	9,970,391	10,869,140	9.82%	10.13%	11.51%	15.59%
江苏地区	南京（3）、苏州（3）、无锡（1）	14,199,150	15,189,446	13.98%	14.15%	20.62%	17.18%
北京地区	北京（1）	487,513	1,442,842	0.48%	1.34%	2.47%	16.57%
广东地区	深圳（2）	4,375,435	4,790,242	4.31%	4.46%	7.97%	7.19%
合计：	112个分支机构	101,574,407	107,339,786	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其中：异地合计	22个分支机构	38,384,438	42,913,318	37.79%	39.98%	57.85%	78.55%

来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 17：宁波银行机构布局


来源：齐鲁证券研究所

图表 18：宁波银行资金成本上升相对有限


来源：齐鲁证券研究所

估值及投资建议

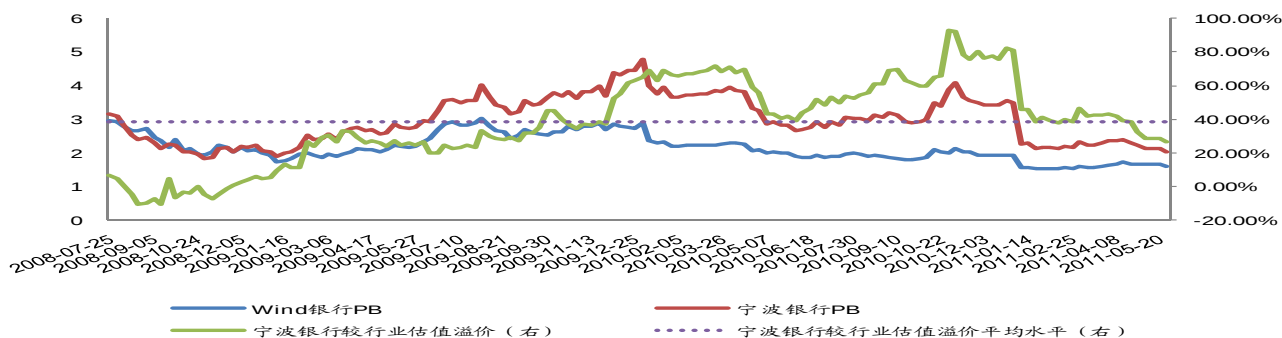
盈利预测

- 我们预计 2011-2013 年宁波银行的营业收入分别为 78.2/97.1/116.4 亿元，同比增长分别为 32%/24%/20%；净利润分别为 29.6/35.2/41.0 亿元，同比增长分别为 27%/19%/16%。剔除 2010 年和 2011 年利润中包含的总行拆迁款后的 2011 年和 2012 年的可比增长分别为 28%/27%。
- 2011-2013 年 EPS 分别为 1.03/1.22/1.42 元，BVPS 分别为 6.53/7.75/9.17 元。

投资建议：维持“买入”评级

- 当前股价对应 2011 年 1.8XPB 和 11XPE。这一估值水平，尤其是 PB 估值水平处于上市银行最高水平。但是我们观察宁波银行的历史估值情况后发现，其估值自上市以后持续处于 A 股银行股中最高水平，说明正如我们前面所论述，资本市场确实就其领先的发展战略给予了溢价。
- 由于历史上宁波银行的 PB 估值和招商银行不相上下，故我们参考招行的目标估值，给予宁波银行 2011 年 2.2-2.3XPB 作为合理的估值区间，对应的目标价为 14.37-15.02 元，维持对宁波银行的“买入”评级。

图表 19：宁波银行历史估值持续处于银行股最高水平



来源：齐鲁证券研究所

对宁波银行拨贷比偏低的认识

- 宁波银行 2011Q1 末拨贷比仅为 1.36%，是受“拨贷比达到 2.5%”政策影响较大的银行之一。
- 如果假设宁波银行在 2016/2018 年达标，该政策导致宁波银行每年信贷成本提升 20/15 个 BP 左右（相比无该政策而言），确实会对拨备后利润产生一些负面影响。
- 但是，既然我们的盈利预测中已经反映了该政策的影响，对拨备的计提

假设较为谨慎，那么在对业绩的判断上就不再存在差异，

- 倘若未来我国银行业的不良率是向 2%(目前大约 1.1%)甚至更高回归，那么“不良率更低，资产质量更优”的银行显然比“拨贷比很高，但不良率也较高”银行更具有吸引力，也就是说微观角度银行的风控能力是更重要的，仍然是最需要关注的。

可能的催化剂：银监会出台城商行异地扩张的新规

- 解铃仍需系铃人，倘若银监会在第三季度或更早出台关于银监会异地扩张的新规，年内城商行的异地扩张将会重新回到正轨，有利于上市城商行估值的提升。
- 而且我们认为监管越趋严格，优质银行的发展机遇会更大。我们预计新的政策不仅会重新梳理城商行的评级体系，并且会确立“根据监管评级支持不同层次的城商行发展”的大方向，如只允许少数优质城商行发展成为全国性银行或者区域性银行；更多城商行的发展方向在于本地社区银行或者专业特色银行；而对于资质较差的银行，应退出竞争，被收购或兼并。

风险提示

- 国内外经济形势出现大幅波动，房地产价格若出现较大幅度的下跌，将会对银行资产质量产生较大的负面影响，进而导致估值下行风险加大。
- 我们在盈利预测中对拨备的假设是建立在“拨贷比”逐步达标的基础之上的，倘若公司的拨备计提显著高于我们预期水平，则净利润存在低于预期的风险。
- 城商行异地扩张的政策迟迟不出台导致的资本市场估值难以提升的风险。

图表 20：宁波银行财务预测表

每股盈利及估值	2009A	2010A	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益 (EPS)	0.58	0.81	1.03	1.22	生息资产规模增长	67.18%	61.68%	18.64%	18.77%
每股拨备前收益	0.87	1.15	1.56	1.86	生息资产平均收益率	4.17%	4.30%	4.45%	4.61%
每股净资产 (BVPS)	3.90	5.51	6.53	7.75	计息负债平均付息率	1.53%	2.00%	2.17%	2.22%
P/E	20.14	14.58	11.44	9.61	净利差 (SPREAD)	2.65%	2.30%	2.28%	2.39%
P/POP	13.52	10.22	7.54	6.31	净息差 (NIM)	2.77%	2.44%	2.43%	2.55%
P/B	3.01	2.13	1.80	1.51	业务支出/营业净收入	41.40%	40.55%	38.93%	38.52%
ROAE	15.72%	18.13%	17.05%	17.10%	有效税率	16.70%	21.24%	21.30%	21.30%
ROAA	1.09%	1.09%	1.03%	1.03%	权益倍数 (A/E)	16.77	16.58	16.58	16.58
资产负债表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	规模增长	2009A	2010A	2011E	2012E
总资产	163,351,866	263,274,332	312,200,244	370,625,675	总资产	58.19%	61.17%	18.58%	18.71%
贷款总额	81,863,849	101,574,407	123,920,777	151,183,347	贷款净额	66.65%	24.05%	21.57%	21.65%
证券投资	40,829,755	36,082,491	45,103,114	56,378,892	证券投资	139.92%	-11.63%	25.00%	25.00%
央行及同业资产	38,689,183	122,878,258	140,552,168	160,622,788	央行及同业资产	27.31%	217.60%	14.38%	14.28%
总负债	153,609,883	247,397,693	293,364,822	348,268,663	总负债	62.62%	61.06%	18.58%	18.72%
存款总额	110,752,461	145,827,979	182,284,974	227,856,217	存款总额	45.30%	31.67%	25.00%	25.00%
其它计息负债	40,851,589	98,659,357	107,778,503	117,809,563	其它计息负债	255.22%	141.51%	9.24%	9.31%
股东权益	9,741,983	15,876,639	18,835,422	22,357,013	股东权益	10.64%	62.97%	18.64%	18.70%
损益表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	收入增长	2009A	2010A	2011E	2012E
净利息收入	3,553,900	5,114,567	6,883,349	8,564,973	净利息收入	22.94%	43.91%	34.58%	24.43%
非利息收入	621,606	797,352	933,604	1,145,756	非利息收入	21.16%	28.27%	17.09%	22.72%
营业净收入	4,175,506	5,911,919	7,816,953	9,710,729	营业净收入	22.67%	41.59%	32.22%	24.23%
营业支出	-2,000,967	-2,763,690	-3,514,521	-4,341,939	营业支出	25.35%	38.12%	27.17%	23.54%
营业利润	2,174,539	3,148,229	4,302,432	5,368,791	营业利润	20.31%	44.78%	36.66%	24.79%
计提准备金前利润	2,171,484	3,313,806	4,492,432	5,368,791	计提准备金前利润	22.03%	52.61%	35.57%	19.51%
当期计提准备金	-421,769	-365,801	-732,859	-894,088	当期计提准备金	64.38%	-13.27%	100.34%	22.00%
税前利润	1,749,715	2,948,005	3,759,572	4,474,702	税前利润	14.89%	68.48%	27.53%	19.02%
净利润	1,457,446	2,321,987	2,958,783	3,521,591	净利润	9.44%	59.32%	27.42%	19.02%
资产负债结构	2009A	2010A	2011E	2012E	资产质量指标	2009A	2010A	2011E	2012E
央行及同业/总资产	23.68%	46.67%	45.02%	43.34%	不良贷款率	0.79%	0.69%	0.69%	0.69%
证券投资/总资产	24.99%	13.71%	14.45%	15.21%	信贷成本	0.64%	0.40%	0.65%	0.65%
贷款净额/总资产	49.44%	38.06%	39.02%	39.98%	拨备覆盖率	170.06%	196.15%	247.10%	288.25%
存款/总负债	72.10%	58.94%	62.14%	65.43%	拨备/贷款余额	1.34%	1.36%	1.70%	1.99%
贷款结构	2009A	2010A	2011E	2012E	其它数据	2009A	2010A	2011E	2012E
企业贷款	72.49%	72.64%			分支机构数量	88	105		
票据贴现	2.24%	1.39%			员工数量	3,412	4,057		
个人贷款	25.27%	25.97%			总股本数量 (百万股)	2,500,000	2,883,821	2,883,821	2,883,821

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308