

2018 年 09 月 21 日

证券研究报告·公司研究报告

宁波银行 (002142) 银行

买入 (首次)

当前价: 16.75 元

目标价: 20.33 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

优质城商行代表, “三高” 延续确立优势

投资要点

- **推荐逻辑:** 宁波银行作为行业中优质城商行的代表, 在多年的发展历程当中形成了一套行之有效的差异化发展战略。凭借多元化的盈利渠道、卓有成效的风险管理机制和得天独厚的区位优势, 公司在激烈的市场竞争当中实现了高增速、高盈利、高质量的跨越式增长, 成为独具特色的区域银行。
- **高增速: 资产规模持续扩张, 存贷款业务持续放量。** 近年来宁波银行资产规模扩张迅速, 近五年复合增长率达到 20%。2017 年末公司达成资产规模过万亿目标, 2018 年上半年公司总资产为 1.08 万亿, 同比增长 14.69%, 在上市城商行总资产中排名第五。公司资产规模的扩张离不开存贷款业务和债券投融资业务的快速增长。公司最近五年的存、贷款复合增速分别达到 20% 和 18%, 在上市公司当中名列前茅。
- **高盈利: 多种渠道配置资产, 资金运行效率提升。** 公司近三年的贷存比均在 60% 以下, 处于行业低位。公司资产配置结构较为多元, 近年抓住证券投资的有利环境, 扩大证券投资规模, 在总资产中的占比逼近 40%, 证券投资收益率达到 4.5%, 超额收益较为明显。同时, 公司整体杠杆水平虽然较之前有所下降但仍处于上市银行高位, 2018 年上半年杠杆率 (一级资本净额/调整后表内外资产余额) 为 5.17%, 在可比上市银行中位居首位。高杠杆进一步放大公司在投资端的超额收益, 推动公司盈利水平保持行业前列。截止 2018 年上半年, 宁波银行年化加权平均净资产收益率为 20.41%, 同比提升了 11BP, 位居行业首位。
- **高质量: 资产质量优异, 不良率行业最低。** 宁波银行 2018 年上半年不良贷款率仅为 0.8%, 延续了近五年来的下降趋势, 低于所有上市银行。由于地处经济发达的江浙地区, 区域优势使公司信贷资产质量天然优于同业, 而公司在信贷投放上精选信贷对象, 对公信贷投放多为上市公司、行业龙头; 零售信贷投放多为行政、事业单位人员、国企职工、金融白领等优质客户。通过对客户进行精细化分层、筛选, 公司提升了整体信贷质量, 实现了资产的高质量增长。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计宁波银行 2018、2019、2020 年归母净利润增速分别为 17.7%、21.1%、23.8%, EPS 为 2.17 元、2.63 元、3.25 元, 对应 PB 为 1.22 倍、0.99 倍、0.88 倍。考虑到公司在个人消费贷和证券投资方面的盈利优势, 给予宁波银行 1.5 倍 PB 估值, 对应未来 6 个月目标价 20.33 元, 首次覆盖给予 “买入” 评级。
- **风险提示:** 经济周期下行或使公司资产质量恶化; 存款成本大幅抬升或使公司息差空间收窄; 债券市场行情下跌或使公司投资业绩下滑; 高杠杆水平或使公司业绩波动加大。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	25,314	28,621	32,748	38,450
增长率	7.04%	13.06%	14.42%	17.41%
归属母公司净利润 (百万元)	9,334	10,987	13,310	16,482
增长率	19.50%	17.71%	21.14%	23.83%
每股收益 EPS (元)	1.84	2.17	2.63	3.25
净资产收益率 ROE	17.17%	17.49%	17.41%	18.36%
PE	9.00	7.65	6.31	5.10
PB	1.47	1.22	0.99	0.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

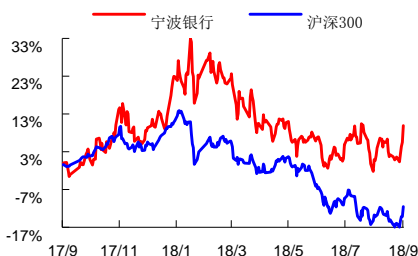
分析师: 郎达群

执业证号: S1250517070003

电话: 010-57758623

邮箱: ldqun@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	50.70
流通 A 股(亿股)	44.91
52 周内股价区间(元)	15.53-21.62
总市值(亿元)	849.18
总资产(亿元)	10,764.18
每股净资产(元)	11.73

相关研究

目 录

1 公司概况：资产扩张迅猛，盈利持续高增	1
2 公司分析：投资能力突出，信贷资质优良	3
2.1 多种渠道配置资产，资金运行效率提升	3
2.2 合理管控成本，扩大利差优势	5
2.3 资产质量优异，不良率行业最低	7
2.4 子公司盈利贡献提升，多领域金融服务布局	13
3 经营拐点：资本金加速补充，大股东密集减持	14
3.1 资本金压力上升，多途径筹集资本	14
3.2 杉杉集团减持股份，市场影响边际减小	16
4 盈利预测与估值	17
4.1 相对估值	17
4.2 绝对估值	18
5 风险提示	19

圖 目 录

图 1: 2018H 上市商业银行总资产 (百万)	1
图 2: 宁波银行总资产持续扩张 (百万元)	2
图 3: 宁波银行营业收入与归母公司净利润 (百万元)	2
图 4: 2018 上半年上市商业银行权益乘数对比	2
图 5: 宁波银行利润结构情况	3
图 6: 宁波银行净资产收益率和权益乘数变化情况	3
图 7: 宁波银行资产配置结构	3
图 8: 宁波银行贷款发放 (百万元)	3
图 9: 宁波银行证券投资细项	4
图 10: 宁波银行证券投资投资收入情况 (百万元)	4
图 11: 宁波银行其他非利息收益 (百万元)	4
图 12: 宁波银行存款结构	5
图 13: 宁波银行存款增速变化情况	5
图 14: 宁波银行存款成本变化情况 (百万元)	5
图 15: 宁波银行存款成本率 (%)	5
图 16: 银行间同业拆借利率变化情况 (%)	6
图 17: 宁波银行资金拆借情况 (百万元)	6
图 18: 2018 年上半年宁波银行收益、成本率分类对比	6
图 19: 宁波银行净息差与净利差变化情况	6
图 20: 宁波银行不良贷款率变化情况	7
图 21: 宁波银行拨备覆盖率变化情况	7
图 22: 2018 年上半年上市商业银行不良贷款率对比 (%)	7
图 23: 2018 年上半年上市商业银行不良贷款拨备覆盖率对比 (%)	8
图 24: 宁波银行贷款五级分类结构情况	8
图 25: 宁波银行逾期与不良贷款剪刀差收窄 (百万元)	8
图 26: 宁波银行贷款集中分布地区	9
图 27: 2018 年上半年 31 省份进出口数据统计 (亿元, %)	9
图 28: 宁波银行贷款结构	11
图 29: 宁波银行 2018 上半年贷款行业分类	11
图 30: 宁波银行个人贷款结构	11
图 31: 上市城商行个人贷款构成	11
图 32: 宁波银行贷款平均收益率 (%)	12
图 33: 永盈基金经营业绩概况 (百万元)	13
图 34: 永盈金租经营业绩概况 (百万元)	13
图 35: 商业银行资本充足率情况 (%)	15
图 36: 宁波银行历史估值水平变化情况	18

表 目 录

表 1: 外國銀行參股情況概覽	10
表 2: 2018 年上半年寧波銀行前十大股東	10
表 3: “白領通” 產品介紹	12
表 4: 2018 年上市商業銀行擬成立資管子公司統計	14
表 5: 寧波銀行歷史主要籌資情況匯總	15
表 6: 杉杉股份 2017-2018 年減持前後持股情況 (百萬元)	16
表 7: 寧波銀行關鍵假設指標參數預測 (百萬元)	17
表 8: 絕對估值假設條件及預測結果	18
附表: 財務預測與估值	20

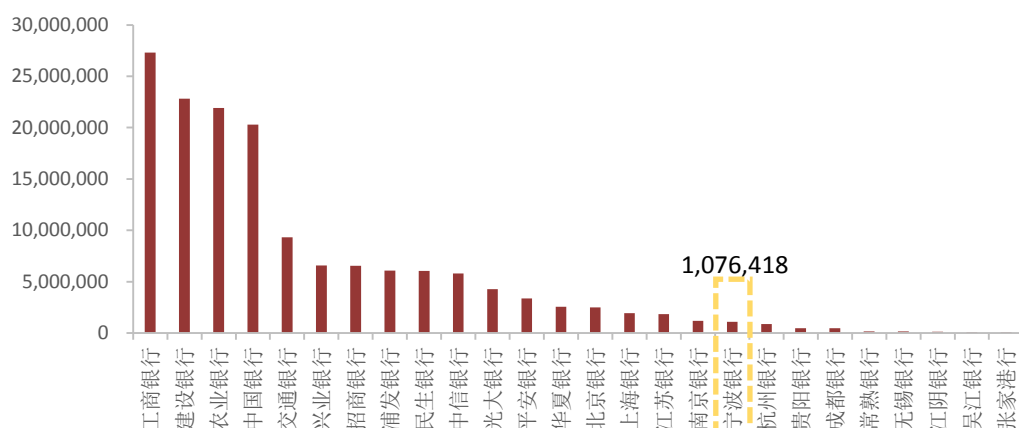
1 公司概况：资产扩张迅猛，盈利持续高增

宁波银行成立于1997年4月10日，是具有独立法人资格的一家地方性的股份制城市商业银行。成立之初，宁波银行历史遗留问题突出，存在存款基数小、不良贷款率高等问题，随后宁波银行进行了一系列资产整理、吸收存款、剥离不良资产措施，同时引入境外投资者——新加坡华侨银行，补充公司资本金，学习先进管理模式，公司正式步入快速发展行列。

2007年7月19日，宁波银行成为国内首家在深圳证券交易所挂牌上市的城市商业银行，逐步完成“引入境外投资者、跨区经营和公开上市”三大主要发展战略。宁波银行除了在宁波地区经营之外，已在上海、杭州、南京、深圳、苏州、温州、北京、无锡、金华、绍兴、台州和嘉兴设立12家分行，营业网点325家。2013年11月，宁波银行发起设立永赢基金管理有限公司；2015年5月，宁波银行全资子公司永赢金融租赁有限公司正式开业。

成立以来，宁波银行各项业务取得长足发展，展现出良好的经营业绩，已经发展成为一家资本净额超890亿元，总资产超10000亿元，员工人数超1.5万人的区域性股份制上市银行，跻身全球前200家银行之列。

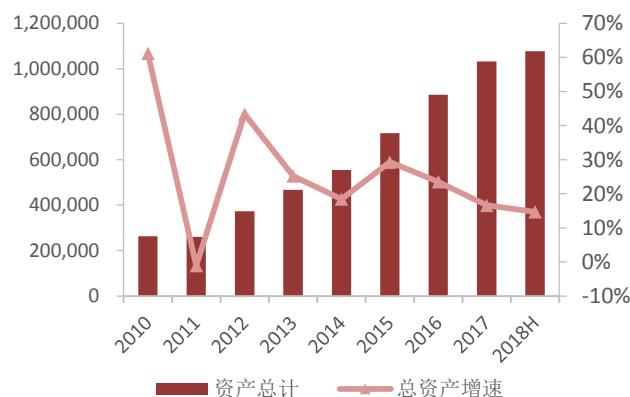
图1：2018H上市商业银行总资产（百万）



数据来源：wind、西南证券整理

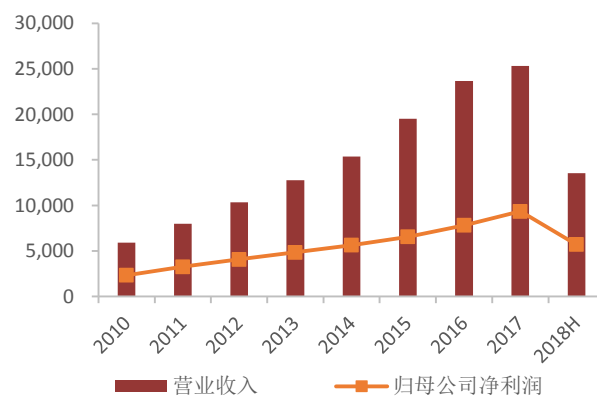
从资产方面来看，近年来宁波银行保持资产规模快速扩张，最近五年符合增速达到20%。2017年末公司达成资产规模过万亿目标，2018年上半年公司总资产为1.08万亿，较年初增4.3%，同比增长14.69%，在上市城商行总资产中排名前列；2018年上半年公司实现净资产总额646.3亿，较年初增长12.98%，同比增长21%。近年来公司总资产与净资产均保持高速增长，随着宁波银行业务的扩张，预期公司高增长趋势还将持续。

圖 2：寧波銀行總資產持續擴張（百萬元）



數據來源：公司財報，西南證券整理

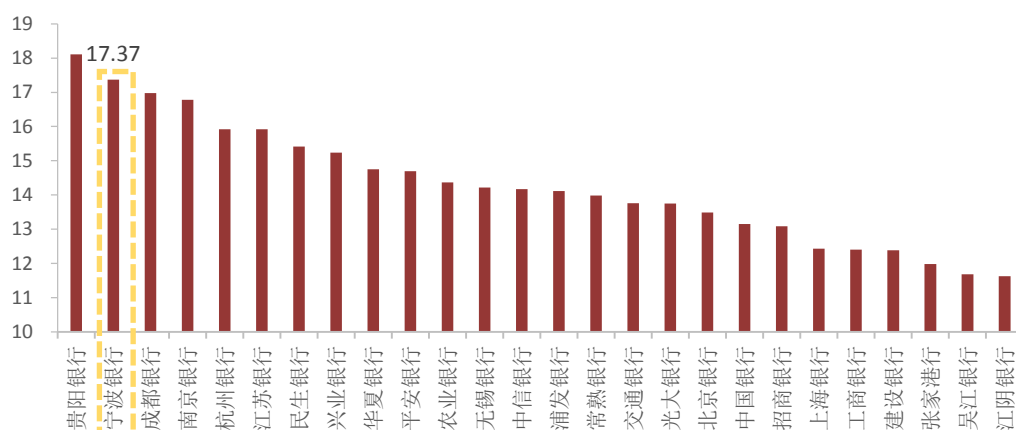
圖 3：寧波銀行營業收入與歸母公司淨利潤（百萬元）



數據來源：公司財報，西南證券整理

作為行業當中的高盈利、高增速代表，寧波銀行歸母淨利潤常年保持兩位數增速。截至 2018 年 6 月底，公司實現營業收入 135 億元，比上年同期增長 9.79%；實現歸屬於母公司的淨利潤 57.01 億元，同比增長 19.64%；公司年化加權平均淨資產收益率為 20.41%，同比提升了 0.11 個百分點，在所有上市銀行當中排名居首，體現出了極強的盈利能力。而在高盈利的背景下，也顯現出公司經營的高槓桿屬性。以權益乘數為例，寧波銀行過往五年的權益乘數持續攀升，在 2018 年上半年達到 17.37，居於上市商業銀行第二位，僅次於貴陽銀行。高槓桿雖然加大了業績波動，但是憑借在資產端的多元化配置，寧波銀行實現了風險分散和超額收益的双重目標，推動業績延續了較快增長。

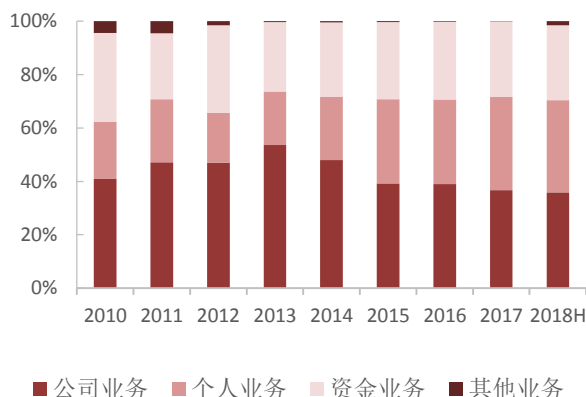
圖 4：2018 上半年上市商業銀行權益乘數對比



數據來源：wind、西南證券整理

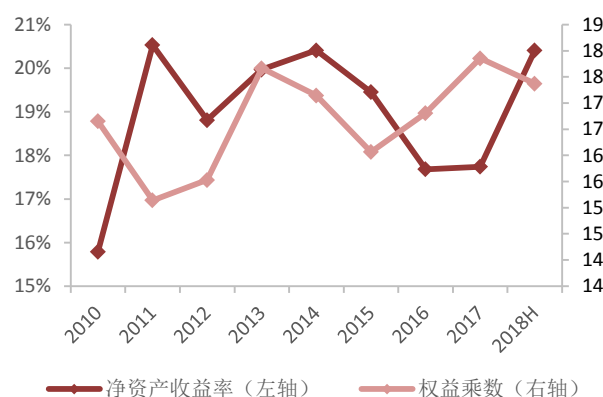
寧波銀行主要業務分部有公司業務、個人業務、資金業務和其他業務分部，經營中致力於在目標市場累積比較優勢，聚焦特色業務發展，深化多元利潤中心建設，確保盈利來源持續、多元，推動盈利能力持續提升。從利潤構成來看，公司五大利潤中心：公司銀行、零售公司、個人銀行、金融市場、信用卡逐步清晰，核心競爭力逐漸起步。近年來，公司業務利潤貢獻率有所下降，但受益於寧波銀行着力推行大零售戰略，自 2012 年以來，個人業務實現利潤逐年攀升，對公司利潤貢獻度由 19% 上升至 35%，成為公司的第二大利潤中心。

圖 5：寧波銀行利潤結構情況



數據來源：公司財報，西南證券整理

圖 6：寧波銀行淨資產收益率和權益乘數變化情況



數據來源：公司財報，西南證券整理

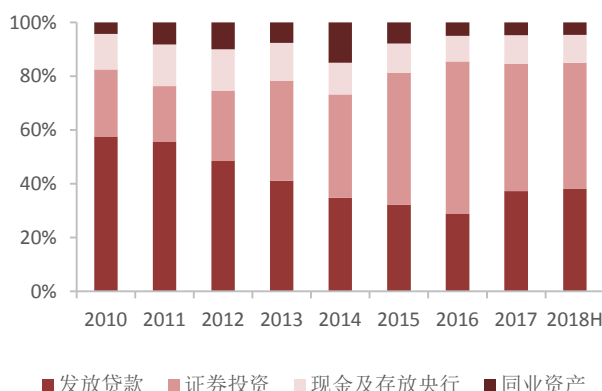
2 公司分析：投資能力突出，信貸資質優良

2.1 多種渠道配置資產，資金運行效率提升

寧波銀行踐行輕型銀行戰略，做大基礎業務，做强核心業務，堅持不懈推進多元化利潤中心建設，不斷提升盈利能力，推動實現資本的內生性積累；在強化資本約束的前提下，不斷優化資產結構，統籌經濟資本配置，資本使用效率獲得進一步的提升。

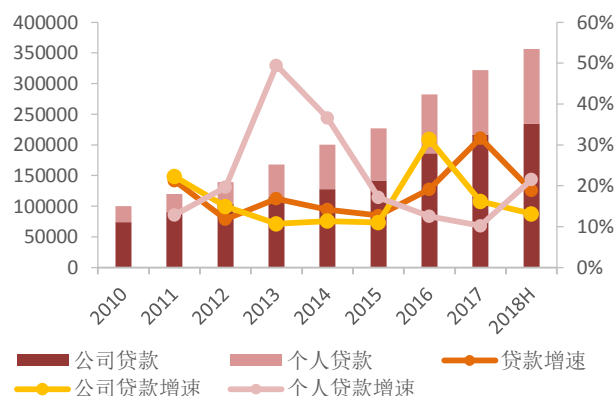
寧波銀行資產結構設置較為均衡，着力擴展貸款業務，合理配置證券投資資產，優化資產配置結構。從公司信貸業務來看，2016-2017 年，公司依靠對公業務貸款增長拉動整體貸款保持兩位數增速。在 2018 年上半年受對公信貸有效需求不足以及公司積極發展零售業務因素共同影響，零售業務貸款增速保持較快增長。截至 2018 年 6 月底，寧波銀行實現貸款發放總額 3791 億元，同比增長 9.5%，貸款業務延續較快增長。

圖 7：寧波銀行資產配置結構



數據來源：公司財報，西南證券整理

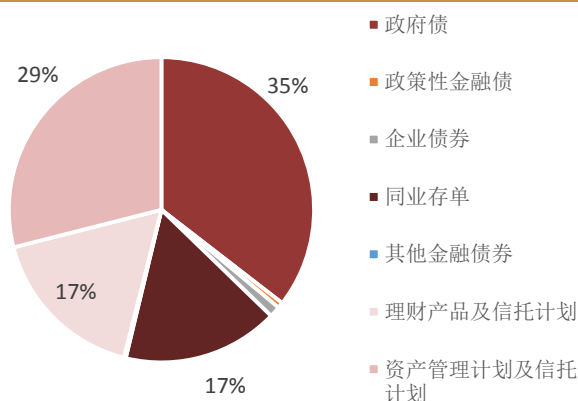
圖 8：寧波銀行貸款發放（百萬元）



數據來源：公司財報，西南證券整理

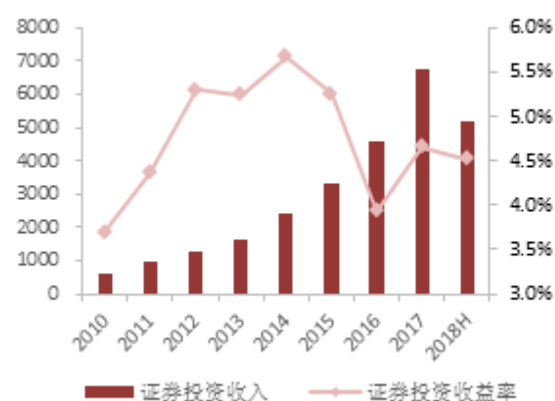
證券投資占比提高，投資收入增幅明顯。寧波銀行綜合考慮流動性管理和資產負債結構優化等需要，順應市場環境變化，合理配置投資品種，截至 2018 年 6 月 30 日，公司證券投資總額 3944.61 億元，證券投資占公司總資產近 40%，實現證券投資利息收入 89.18 億元，同比上升 130BP，其中債券投資收入達 52 億，同比增長 96%，債券投資收益率 4.52%，較年初下降 14BP。從證券投資細項來看，寧波銀行主要配置收益率較高的理財、信託產品以及安全邊際高的政府債和同業存單，實現資產多樣化配置，在保證資產安全的前提下實現更高資金收益，現有的投資規模下，高額的證券投資收入將為歸屬母公司淨利潤增長提供有力支持。

圖 9：寧波銀行證券投資細項



數據來源：公司財報，西南證券整理

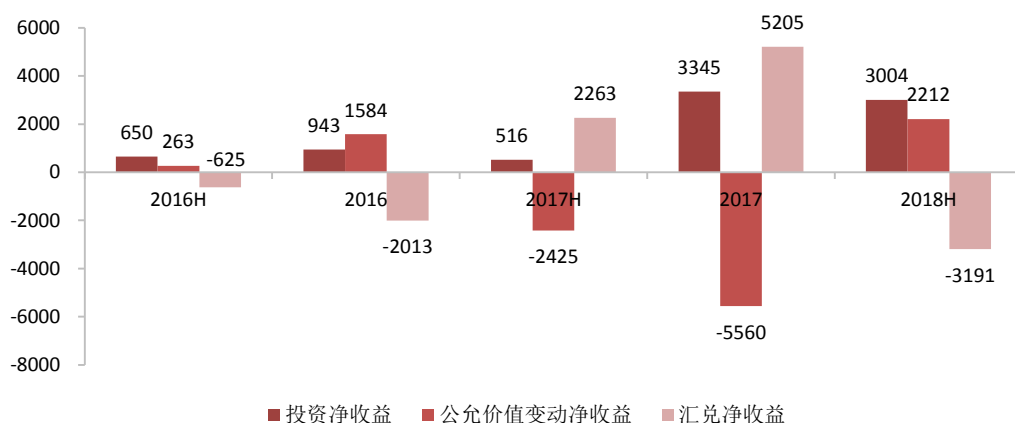
圖 10：寧波銀行證券投資投資收入情況（百萬元）



數據來源：公司財報，西南證券整理

從其他非利息收益來看，2017 年及 2018 年上半年公司實現 30.25 億元、21.30 億元，同比增長高達 462%、461%。寧波銀行其他非利息收益項目主要包括：投資淨收益、公允價值變動淨收益、匯兌淨收益。拉動公司非利息收益爆發式增長主要有兩方面因素：一方面，公司投資淨收益項中的貨幣市場基金投資收益的上漲，2017 年三季度起，貨幣市場基金收益計入投資收益，2017 年下半年和 2018 年上半年分別兌現 37.56 億、28.32 億貨幣市場基金投資收益，高額的貨幣市場基金收益帶動其他非利息收益項的高速增長。另一方面，2018 年上半年，寧波銀行實現公允價值變動淨收益 22 億元，同比上升 48 億元，公允價值變動收益上升拉動其他非利息收益上升。

圖 11：寧波銀行其他非利息收益（百萬元）

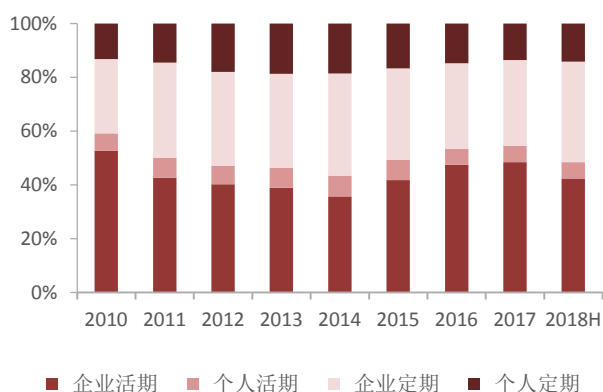


數據來源：wind，西南證券整理

2.2 合理管控成本，擴大利差優勢

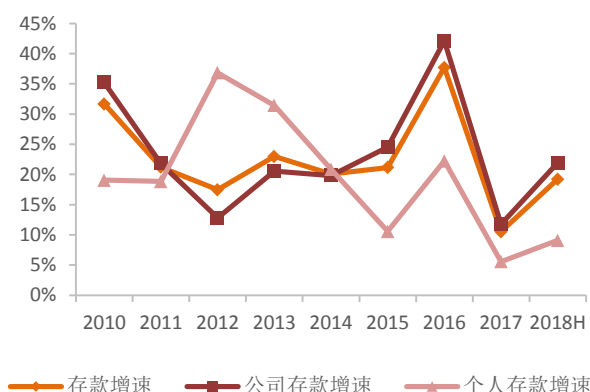
近年來受利率市場化因素影響，銀行間攬儲壓力增大，市場競爭激烈。公司存款增速出現較大幅度下滑。從存款結構來看，寧波銀行存款以企業存款為主，企業存款占比維持在 80%，2018 年上半年，寧波銀行把存款作為轉型發展的基礎資源來拓展，持續夯實客戶存款的基礎性地位，大力拓展成本較低、穩定性好的資金來源，並通過對客戶實施綜合化經營，提供專業服務，提升客戶體驗，增加結算類存款，以上市公司、進出口企業、行業龍頭為代表的優質企業客戶數量增加，帶動了客戶存款的較快增長。截至 2018 年 6 月 30 日，公司客戶存款總額 6,378.64 億元，比年初增加 726.10 億元，增長 12.85%，占公司負債總額的 63.04%。

圖 12：寧波銀行存款結構



數據來源：公司財報，西南證券整理

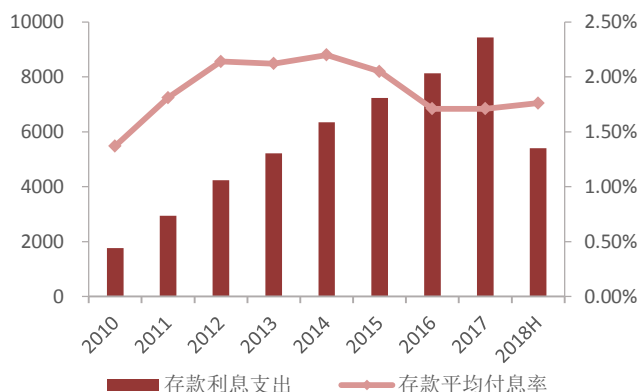
圖 13：寧波銀行存款增速變化情況



數據來源：wind，西南證券整理

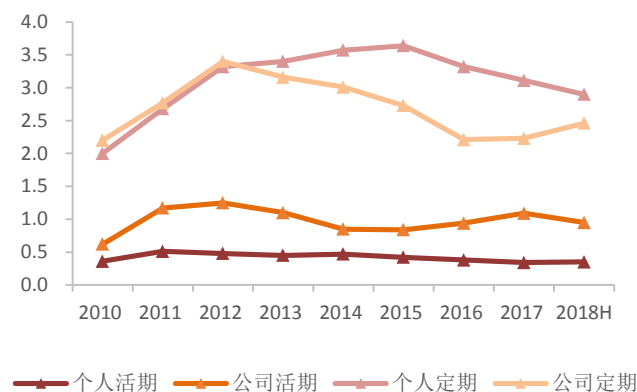
存款成本方面，寧波銀行存款成本控制優秀。2018 年 1-6 月，寧波銀行客戶存款利息支出 54.01 億元，占全部利息支出的 46.86%，同比增加 8.75 億元，上半年存款平均付息率為 1.76%，較 17 年末僅上升 1BP，這主要是由於公司個人定期存款成本率的連年下降以及 18 年上半年公司戰略定位於區域內中小企業，通過企業代發留存、商戶結算資金歸行，持續加強活期存款引入，降低寧波銀行公司活期存款付息成本。

圖 14：寧波銀行存款成本變化情況（百萬元）



數據來源：公司財報，西南證券整理

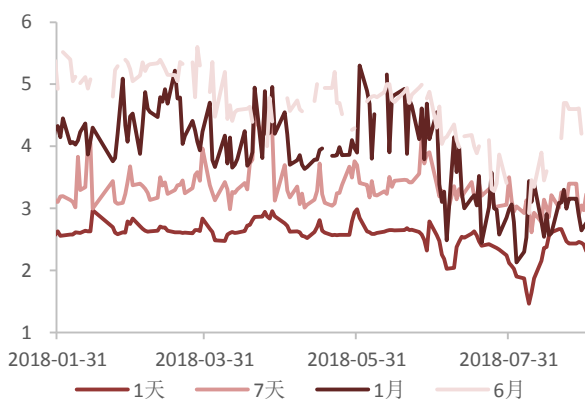
圖 15：寧波銀行存款成本率 (%)



數據來源：wind，西南證券整理

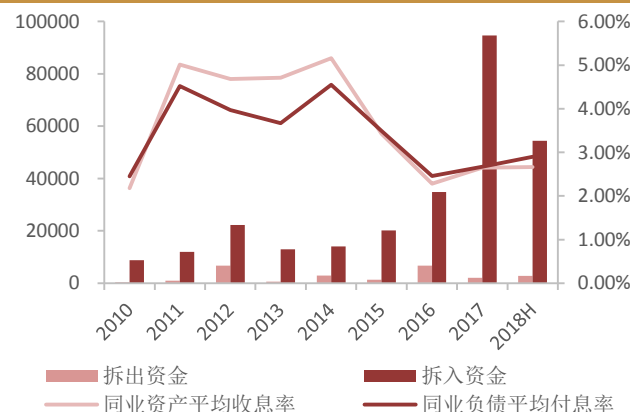
同業方面，寧波銀行 2014 年起調整資產結構，大幅壓縮同業資產規模，同業資產由 700 億降低至 400 億水平。但從負債端來看，寧波銀行同業負債增速雖有放緩，但存量規模可觀，特別是 2016 年以來，公司通過同業市場大舉拆入資金，是市場中資金淨拆入方。截至 2018 年 6 月底，寧波銀行同業拆入資金 544.16 億元，佔總負債 5.38%。作為同業市場中資金淨拆入方，受益於當前銀行間市場流動性充裕、同業拆借利率持續走低的大環境，寧波銀行同業拆借成本下降，為公司提供大量低成本可用資金，同業資金使用效率有所提升。

圖 16：銀行間同業拆借利率變化情況 (%)



數據來源：公司財報，西南證券整理

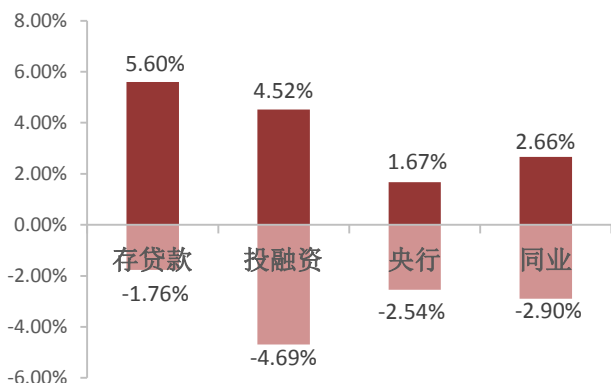
圖 17：寧波銀行資金拆借情況 (百萬元)



數據來源：公司財報，西南證券整理

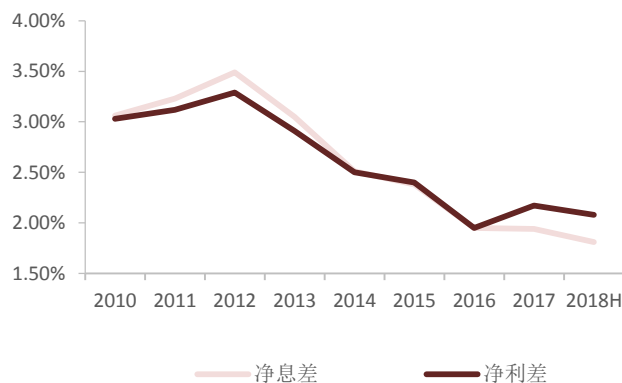
2018 年上半年，寧波銀行生息資產收益率為 4.55%，計息負債成本率為 2.47%，實現淨息差 1.81%，淨利差 2.08%。公司利差主要源於公司存在大量高收益貸款與穩定的低成本活期存款。在生息資產方面，受益於寧波銀行中小企業主辦模式，貸款大比例投向中小企業拉高公司生息資產收益率；計息負債上，寧波銀行深耕長三角地區，個人消費貸款發展歷史悠久，個人客戶帶來穩定的活期存款，同時通過企業代發留存、商戶結算資金歸行，持續加強企業活期存款引入，吸收大量低成本企業活期存款。自 2017 年起，寧波銀行出現淨利差提升但淨息差下行的現象，這主要源於銀行間同業存單利率和債券發行利率同比上浮較多，負債端成本上升，拉低淨利息收入。

圖 18：2018 年上半年寧波銀行收益、成本率分類對比



數據來源：公司財報，西南證券整理

圖 19：寧波銀行淨息差與淨利差變化情況



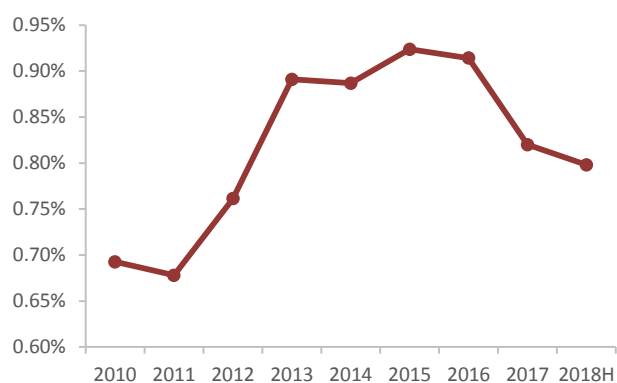
數據來源：公司財報，西南證券整理

根據 2018 年半年報顯示，公司上半年成本收入比為 34.19%，較 17 年年底下降 44BP，顯示公司推進戰略資源完備和業務規模發展的同時，成本精细化管理取得初步成效。但由於寧波銀行仍處於快速擴張階段，受戰略資源投入和業務規模增長等影響：一是加大對大零售業務的投入力度；二是持續強化金融科技建設；三是重視優秀人才引進和員工隊伍培養。寧波銀行的成本收入比還處於上市商業銀行較高水平，成本還有很大壓縮空間，成本管理戰略有待進一步推進。

2.3 資產質量優異，不良率行業最低

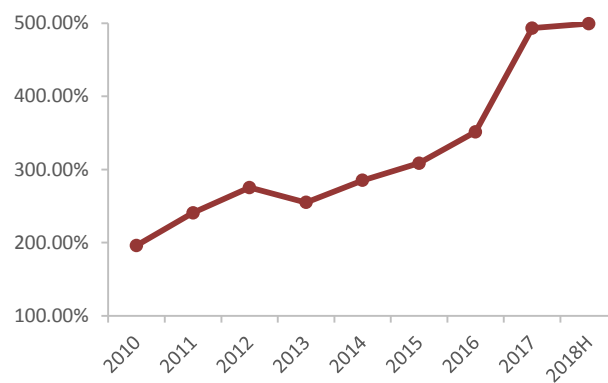
良好的資產質量是銀行可持續發展的基石。寧波銀行長期以來堅持“控制風險就是減少成本”的理念，不斷提升風險管理的專業性和有效性，資產質量在同業中體現出新的優勢。回顧寧波銀行不良率可以發現，受益於良好的信貸資產質量，公司貸款不良率長期保持行業低位，特別是自 2015 年經濟下行企穩，公司不良出現拐點，連續兩年實現貸款不良率下行，截至 2018 年 6 月 30 日，公司不良貸款率 0.80%，比年初降低 0.02 個百分點，在所有上市商業銀行中不良貸款比率最低。從貸款撥備率來看，寧波銀行撥備覆蓋率持續攀升，由 2010 年 196% 的上市商業銀行偏低水平上升至 2018 上半年的 499.32%，居於全部上市商業銀行中撥備覆蓋率最高水平，信用風險抵禦能力進一步增強。

圖 20：寧波銀行不良貸款率變化情況



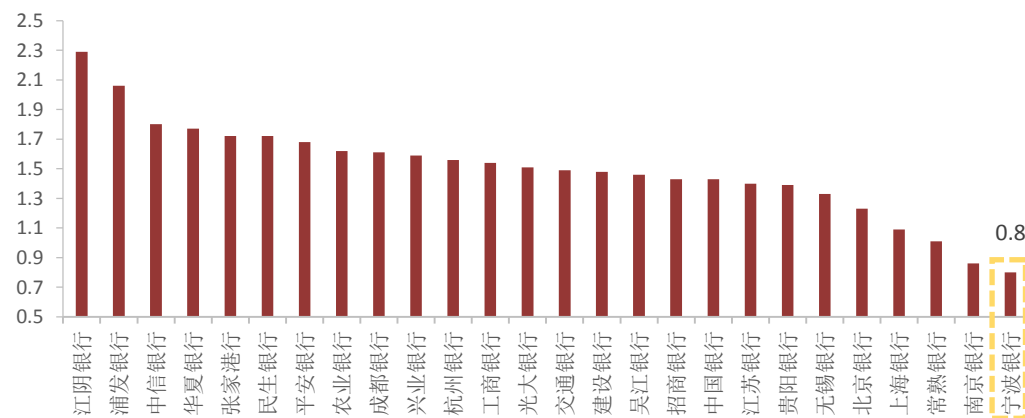
數據來源：公司財報，西南證券整理

圖 21：寧波銀行撥備覆蓋率變化情況



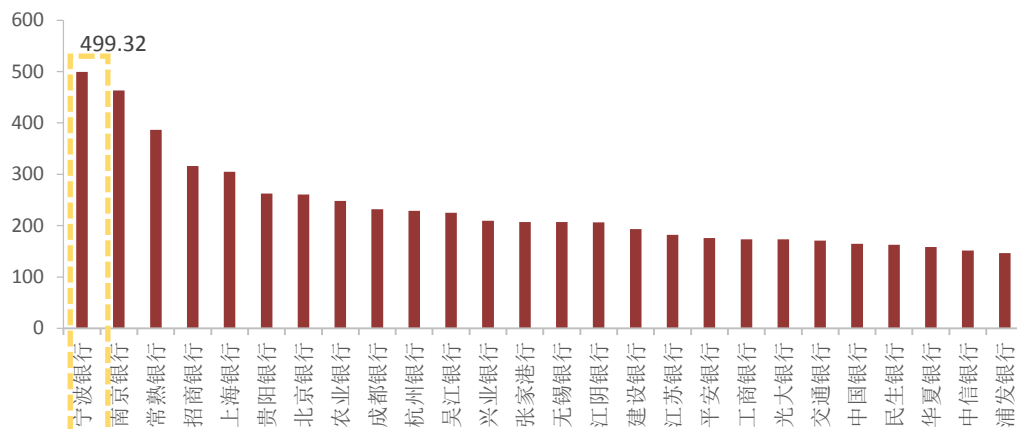
數據來源：公司財報，西南證券整理

圖 22：2018 年上半年上市商業銀行不良貸款率對比 (%)



數據來源：wind、西南證券整理

圖 23：2018 年上半年上市商業銀行不良貸款撥備覆蓋率對比 (%)

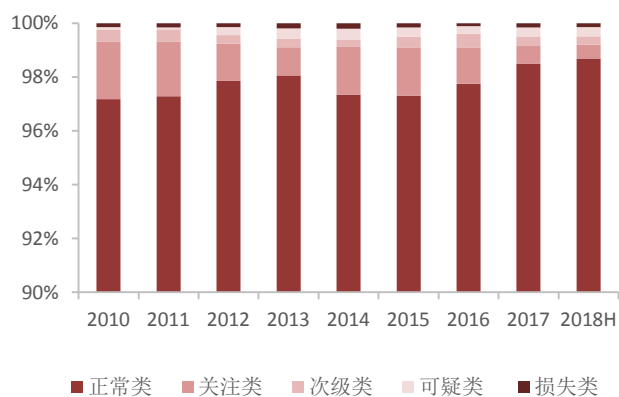


數據來源：wind、西南證券整理

在貸款監管五級分類制度下，公司不良貸款包括分類為次級、可疑及損失類的貸款。截至 2018 年 6 月 30 日，公司不良貸款總額 30.25 億元，不良貸款率 0.80%，其中次級類貸款占比上升 0.01 個百分點至 0.31%。自 2014 年以來，寧波銀行正常類貸款占比逐年上升，關注類貸款大幅下降，次級貸款小幅下降，可疑貸款小幅上升。總體上，寧波銀行貸款質量進一步提升，行業中表現優異。

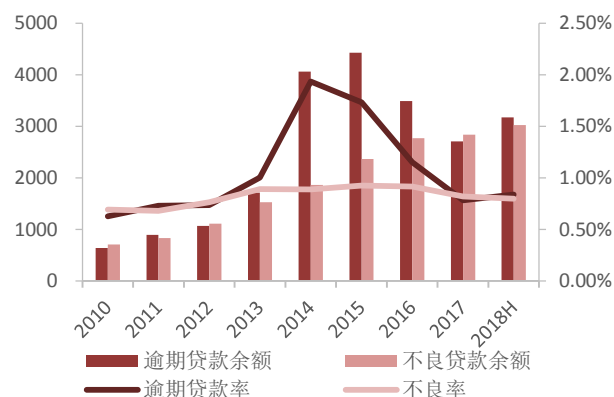
寧波銀行在保持上市商業銀行最低貸款不良率的同时，對信貸資產中的不良資產確認標準也日趨嚴格。對比公司逾期貸款與不良貸款不難發現，在 2013-2015 年，寧波銀行逾期貸款餘額顯著高於不良貸款餘額，而不良貸款率持續保持低位，大額逾期貸款未計入不良貸款科目，公司不良認定較為寬松。2015 年以後，寧波銀行逾期貸款大幅下降，不良貸款持續上升，逾期貸款率與不良率差額持續縮窄，相較同業來說對逾期貸款計提不良的比例更多，不良確認更加嚴格，表明寧波銀行在行業風險上升的市場環境下，對公司信貸資產的風險防控更加嚴密，資產質量更加扎實。

圖 24：寧波銀行貸款五級分類結構情況



數據來源：公司財報，西南證券整理

圖 25：寧波銀行逾期與不良貸款剪刀差收窄 (百萬元)

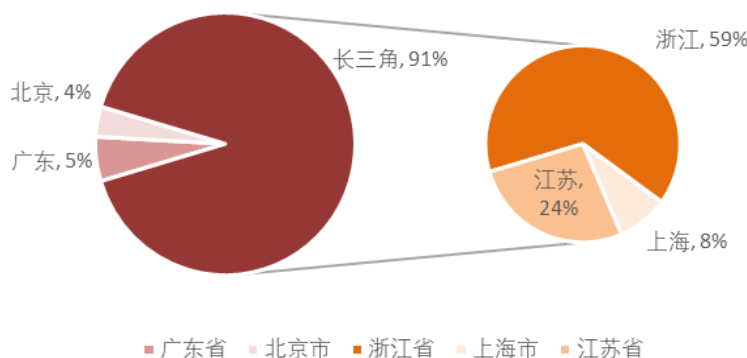


數據來源：公司財報，西南證券整理

寧波銀行高資產質量主要源于以下四個方面：

第一，深耕長三角地區，地域優勢顯著。從機構布局看，寧波銀行長三角一線城市的分行布局基本完成，各區域分行融入當地市場，業務結構較為全面，業務經營穩健合規。寧波銀行近年來的貸款主要集中在浙江、江蘇和上海地區，根據 2018 年半年報顯示，寧波銀行長三角地區貸款占全行貸款總額 91%。長三角地區經濟在國內居前，經濟活躍，而寧波市又是長三角地帶重要的經濟中心城市，有着深厚的經濟和貿易基礎，國企、民企和外資企業齊聚一堂，呈現較為穩定的“三足鼎立”之勢，區域經濟繁榮為寧波銀行業務拓展、資產質量提升提供了天然的優越條件。

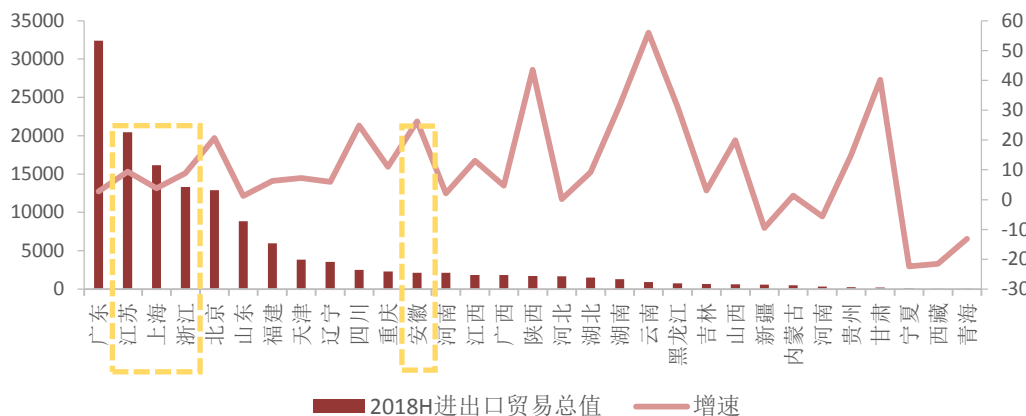
圖 26：寧波銀行貸款集中分布地區



數據來源：公司財報，西南證券整理

2017 年全年國內生產總值增長 6.9%，外貿進出口總值增長 14.2%，扭轉了此前連續兩年下降的局面，長三角地區 GDP 同比增長 8.1%，外貿進出口總額增長 18.8%，保持高于全國平均增長率，外貿回穩向好的基礎不斷鞏固，發展潛力逐步釋放。2018 年上半年受 3 月份以來中美貿易戰影響，長三角地區進出口貿易雖然受到一定影響，但是仍保持增長，進出口總值排名前列。同時，隨著供給側結構性改革的深入推進，長三角、珠三角等地製造業呈回穩跡象。受地方地區進出口貿易穩定發展、製造業經營回穩，地方財政壓力減小等因素驅動，寧波銀行資產質量進一步提升。

圖 27：2018 年上半年 31 省份進出口數據統計（億元，%）



數據來源：wind、西南證券整理

第二，引入外國銀行參股，合理管控風險。西方商業銀行發展較早，在其長期發展過程中逐步形成並建立了一套完善的全面風險管理体系，為我國商業銀行的全面風險管理提供了大量值得借鑒的經驗。國內商業銀行通過引進外國商業銀行作為戰略投資人，學習先進的風險管理技術，搭建符合自身需求的風險管理体系，有效降低了公司風險暴露。從市場表現來看，國內以寧波銀行、南京銀行為代表的商業銀行率先引入外國銀行參股，貸款不良率整體處於行業低位，信貸風險控制頗具成效。

表 1：外國銀行參股情況概覽

商業銀行	商業銀行不良率	參股外國商業銀行	參股比例
寧波銀行	0.80%	新加坡華僑銀行有限公司	20%
南京銀行	0.86%	法國巴黎銀行	14.87%
上海銀行	1.09%	西班牙桑坦德銀行有限公司	6.49%
北京銀行	1.23%	ING BANK N.V	13.03%
杭州銀行	1.56%	Commonwealth Bank of Australia	18%

數據來源：wind、西南證券整理

2006 年新加坡華僑銀行戰略性投資參股寧波銀行，成為寧波銀行第二大股東，截至 2018 年上半年，新加坡華僑銀行持有 10.14 億股寧波銀行股份，占寧波銀行總股數 20%。寧波銀行通過學習新加坡華僑銀行的先進做法，引入全面風險管理模式，經過十多年的發展，公司逐漸形成了集“審慎的信貸政策、獨立集中的審批機制、持續深化的金融科技應用、优化的綜合預警系統、健全的貸後管理平台”於一體的完備信用風險管理流程。為防范潛在的信用風險，寧波銀行不斷提升全面風險管理能力，將風險關口前移，努力將風險成本降到最低。公司貸前借助反欺詐體系自動攔截身份虛假、資料虛假和團伙進件，貸中應用零售線上內評系統實現授信評分精細化管理，貸後及時跟蹤違約風險和負面信息，有效解決貸前、貸中、貸後信息不對稱問題，严控信貸風險。

表 2：2018 年上半年寧波銀行前十大股東

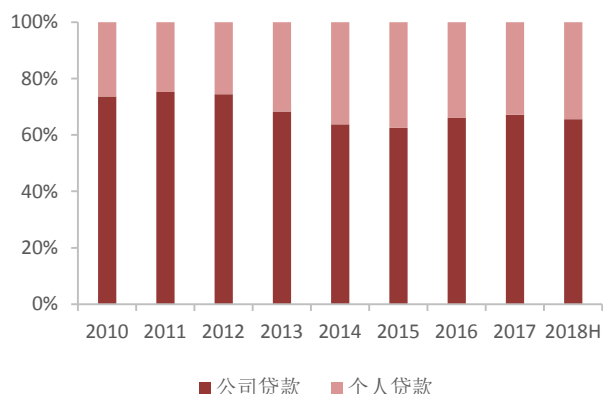
排名	股東名稱	持股數量(億股)	占總股本比例(%)	股本性質
1	寧波開發投資集團有限公司	10.14	20.00	限售流通 A 股,A 股流通股
2	新加坡華僑銀行有限公司	9.42	18.58	限售流通 A 股,A 股流通股
3	雅戈爾集團股份有限公司	7.34	14.47	A 股流通股
4	華茂集團股份有限公司	2.46	4.86	A 股流通股
5	寧波杉杉股份有限公司	1.68	3.30	A 股流通股
6	寧波富邦控股集團有限公司	1.57	3.10	A 股流通股
7	全國社保基金一零一組合	1.11	2.19	A 股流通股
8	新加坡華僑銀行有限公司(QFII)	0.72	1.42	A 股流通股
9	中央匯金資產管理有限責任公司	0.70	1.38	A 股流通股
10	寧興(寧波)資產管理有限公司	0.70	1.38	A 股流通股

數據來源：wind、西南證券整理

第三，對公客戶質量優秀，严控信貸風險。寧波銀行公司貸款對象主要為優質國有企業、上市公司，信貸主要投向製造業、服務業以及貿易等行業。隨著供給側改革不斷推進，公司積極應對有效信貸需求的形勢變化，進一步加大對中小企業的服務支持力度。在做大貸款規

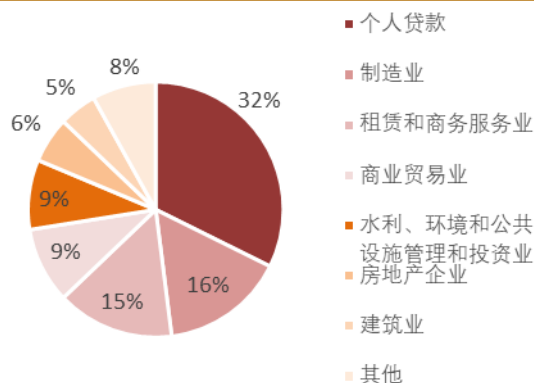
模的同時，寧波銀行也借用細分客戶類別，嚴格控制集團客戶授信總量，限制產能過剩、行業前景不明朗行業的信貸投入，精準控制中小企業信用風險，增強信貸資產抗風險能力。

圖 28：寧波銀行貸款結構



數據來源：公司財報，西南證券整理

圖 29：寧波銀行 2018 上半年貸款行業分類

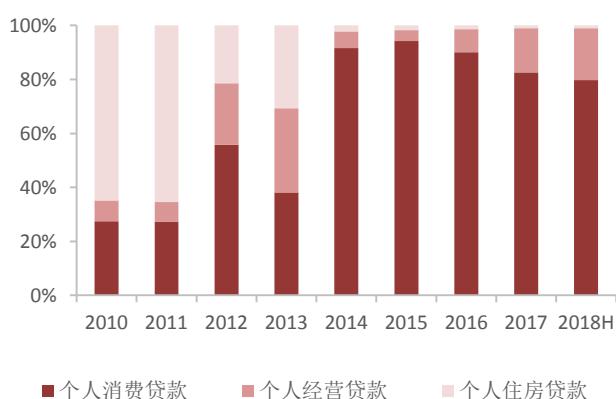


數據來源：公司財報，西南證券整理

第四，個人貸款質量高，拉低整體不良率。寧波銀行個人貸款業務不良率維持在 0.5%，始終保持在行業較低水平，遠低於公司及其他銀行整體不良率。個人銀行是寧波銀行重點發展領域之一，截至 2018 年 6 月 30 日，個人貸款總額 1225.56 億元，占貸款和墊款總額的 32.33%。個人貸款單筆放貸額度小、貸款期限短、不良生成概率小、貸款損失可控，其快速發展將有效降低公司貸款不良率，改善公司貸款質量。

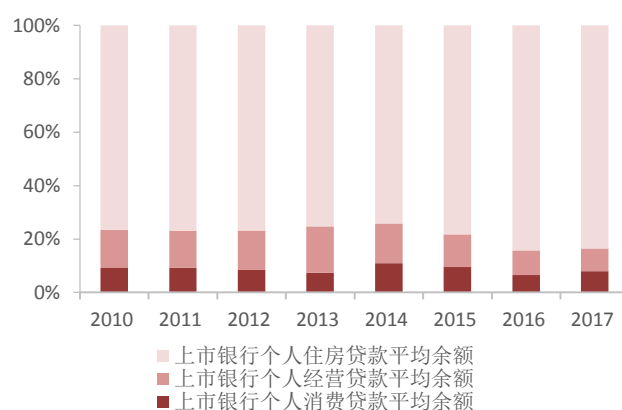
從個人貸款結構來看，寧波銀行近年來個人貸款占全行貸款比例較為穩定，但個人貸款構成發生了巨大變化。寧波銀行個人貸款主要包括：個人住房貸款、個人消費貸款和個人經營貸款。公司從 2012 年起大幅壓縮個人住房按揭貸款，加大個人消費貸款信貸投放，形成與上市商業銀行差異化的個人貸款格局。2018 上半年寧波銀行個人消費貸款占全部個人貸款比例 80% 左右，占全部貸款總額 25%，個人消費貸款成為寧波銀行獨特的競爭優勢。

圖 30：寧波銀行個人貸款結構



數據來源：公司財報，西南證券整理

圖 31：上市城商行個人貸款構成



數據來源：公司財報，西南證券整理

寧波銀行個人消費貸款主要通過“白領通”、“貸易通”等渠道發放，其中“白領通”為主要投放途徑。“白領通”是根據借款人的信譽度及貢獻狀況，向借款人提供一定額度的人民幣信用授信業務，在授信有效期限和授信額度內，借款人可根據需要，方便快捷地辦理貸

款，授信對象主要為具有穩定職業、高經濟收入人群，按期還本付息能力強。“白領通”貸款價格高、風險小、綜合收益好，目前已成長為寧波銀行個人消費貸款代表性品牌。

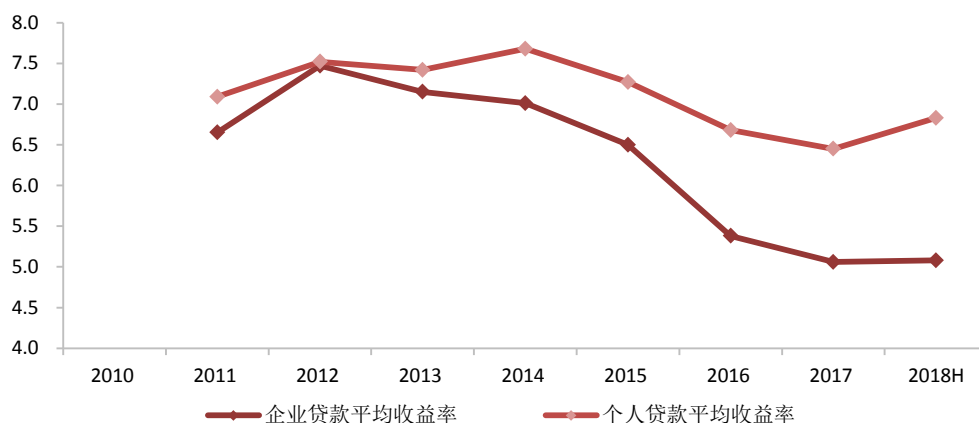
表 3：“白領通”產品介紹

產品名稱	白領通	白領通 B
產品特色	1. 擔保方式——信用貸款，無需擔保、無需抵押； 2. 授信額度——根據個人資信評估結果確定，最高可達 50 萬； 3. 授信期限——授信期限最長 3 年，單筆貸款最長 1 年； 4. 手續簡便，高效快捷——授信期間內，可通過櫃台或網上銀行交易，辦理貸款手續；	
適用對象	1. 公務員； 2. 教師、醫生等事業單位編制人員； 3. 符合我行要求的其它行業正式編制員工；	1. 上市公司正式員工 2. 世界 500 強企業正式員工； 3. 公用事業（水、電、燃氣）企業的正式員工； 4. 央企、國企正式員工；
申請條件	1. 職業穩定、經濟收入較高； 2. 有固定的住所； 3. 資信狀況良好；	1. 大專及以上學歷； 2. 工作收入穩定，有按期償還貸款本息的能力； 3. 資信狀況良好；

數據來源：寧波銀行網站，西南證券整理

值得注意的是，現階段 P2P 平台吸收大量的消費貸款需求，在 2018 年 6、7 月 P2P 网贷平台集中爆雷後，大量消費貸款需求無法得到滿足，加之銀行個人消費貸款利率普遍低於 P2P 平台，部分网贷平台客戶將流向商業銀行消費貸款，銀行在綜合考慮風險承受能力與貸款收益的前提下會承接部分网贷平台個人消費貸款需求，但由於潛在增量客戶的信用資質普遍來說低於銀行存量個人消費貸客戶，銀行授信風險增大，因此，商業銀行個人消費貸款及個人貸款利率會出現上行趨勢。2018 年上半年寧波銀行個人貸款平均收益率達 6.83%，相較於 17 年底上升 38 個 BP。

圖 32：寧波銀行貸款平均收益率（%）



數據來源：wind、西南證券整理

為防范個人消費貸款客戶質量下滑，寧波銀行於 2018 年上半年開展風險管理流程檢查工作，重點關注新產品及主推的業務，並開展集中問題專項整治，制定針對性的整改方案，確保各項風險控制措施執行到位。同時公司更加重視對存量客戶的貸後檢查工作，結合客戶內部評級結果，根據貸後預警規則，實行觸發式的貸後檢查，切實防范信用風險。

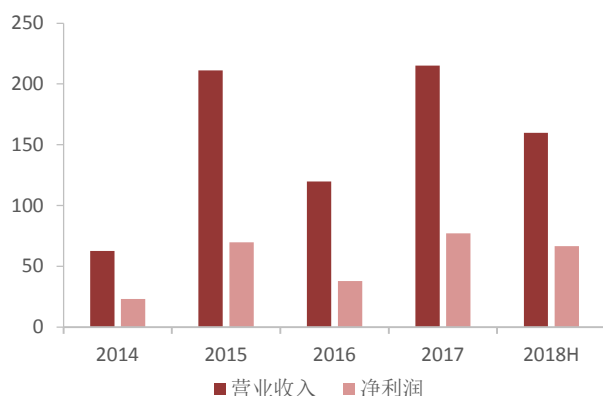
2.4 子公司盈利貢獻提升，多領域金融服務布局

隨著金融混業趨勢的確立，寧波銀行結合自身發展特點，不斷拓展業務範圍，積極布局綜合金融服務領域。2013 年 11 月，發起設立永贏基金管理有限公司；2015 年 5 月，又成立永贏金融租賃有限公司，開始涉足融資租賃業務，利用公司在長三角地區的客户基礎和網點優勢，圍繞“智能租賃”、“綠色租賃”和“民生租賃”三大業務領域，積極拓展政府公用事業和中小企業客户。自成立以來，兩家非銀子公司穩步發展，對集團的盈利貢獻占比持續提升，對公司的盈利增長形成了良好的補充。

寧波銀行控股子公司——永盈基金管理有限公司於 2013 年 11 月 7 日成立，納入合併報表範圍，註冊資本 1.5 億元人民幣，公司持有其 90% 股份，成立當年實現淨利潤 193.8 萬元。2014 年 8 月永盈基金管理有限公司增資擴股，註冊資本增至 2 億元人民幣，母公司持有其 67.5% 股份。2018 年 1 月永盈基金管理有限公司再次增資擴股，註冊資本增至 9 億元人民幣，母公司持有其 71.49% 股份。截止 2018 年 6 月 30 日，永盈基金管理有限公司公募基金管理規模由年初 868 億元增至 1013 億元，非貨幣類公募基金管理規模由年初 303 億元增至 546 億元。據統計，扣除貨幣和理財債基後的規模排名第 24 名，扣除貨幣基金後的規模排名第 28 名。

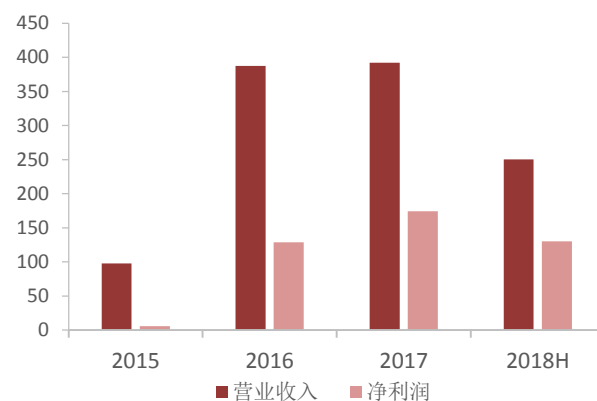
寧波銀行全資子公司——永盈金融租賃有限公司於 2015 年 5 月 26 日成立，納入合併報表範圍，註冊資本 10 億元人民幣，成立當年實現淨利潤 559.9 萬元。2017 年 12 月，永盈金融租賃有限公司增資擴股，註冊資本增至 15 億元人民幣，母公司持有其 100% 股份。截止 2017 年末，永盈金融租賃有限公司租賃資產餘額 182 億元，資產規模持續穩健增長。

圖 33：永盈基金經營業績概況（百萬元）



數據來源：公司財報，西南證券整理

圖 34：永盈金租經營業績概況（百萬元）



數據來源：公司財報，西南證券整理

按照資管新規要求，未來所有具備公募基金託管資質的 27 家商業銀行，都必須申請子公司從事銀行理財業務，設立子公司無疑將成為未來銀行資管的 mainstream 模式。寧波銀行於 5 月 25 日晚間披露公告稱，該行擬出資 10 億元全資設立“寧行資產管理有限公司”，探索銀行理財獨立化轉型，實現專業化投資管理，強化公司特色化經營，發掘差異化競爭優勢。

表 4：2018 年上市商業銀行擬成立資管子公司統計

公告時間	所屬銀行	擬注冊資本
2018.3.24	招商銀行	50 億
2018.4.21	華夏銀行	50 億
2018.4.27	北京銀行	50 億
2018.5.26	寧波銀行	10 億
2018.5.31	廣發銀行	50 億
2018.6.1	交通銀行	80 億
2018.6.2	光大銀行	50 億
2018.6.7	平安銀行	50 億
2018.6.8	南京銀行	20 億
2018.6.29	民生銀行	50 億
2018.8.29	浦發銀行	100 億
2018.8.29	興業銀行	50 億
2018.8.30	杭州銀行	10 億

數據來源：公司報告，西南證券整理

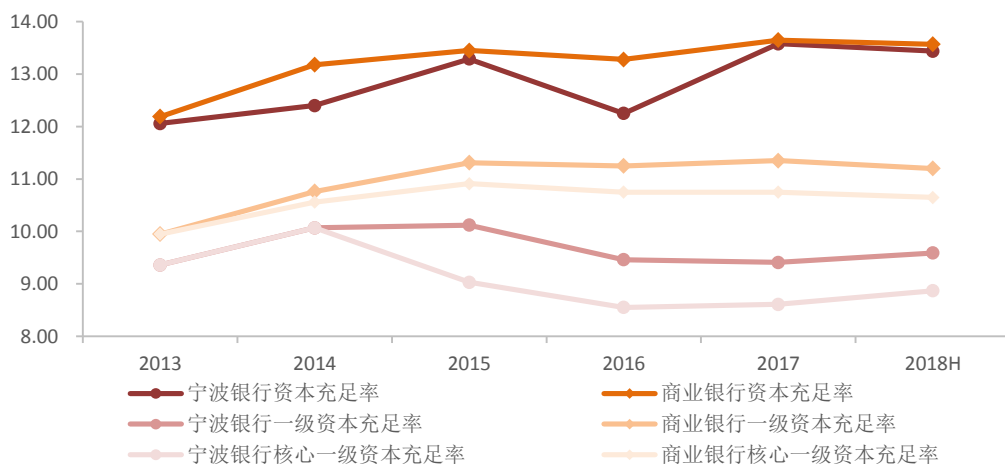
3 經營拐點：資本金加速補充，大股東密集減持

3.1 資本金壓力上升，多途徑籌集資本

我國對商業銀行的資本充足率監管要求包括最低資本要求、儲備資本和逆周期資本要求、系統重要性銀行附加資本要求以及第二支柱資本要求。儲備資本要求為風險加權資產的 2.5%，由核心一級資本來滿足。特定情況下，商業銀行应当在最低資本要求和儲備資本要求之上計提逆周期資本。逆周期資本要求為風險加權資產的 0-2.5%，由核心一級資本來滿足。國內系統重要性銀行附加資本要求為風險加權資產的 1%，由核心一級資本滿足。相對於國際水平來說，我國在商業銀行資本充足率方面的要求更為謹慎，銀監會要求商業銀行在 2018 年前達到《商業銀行資本管理辦法(試行)》規定的要求，對於非系統重要性銀行，銀監會要求其核心一級資本充足率不得低於 7.5%，一級資本充足率不得低於 8.5%，資本充足率不得低於 10.5%。

隨著金融監管整體趨嚴，商業銀行債券代持納入表內監管，資管、同業業務被納入統一的信用風險監管框架，類信貸業務回歸真實信貸，表外加速回表，商業銀行的資本消耗越來越大，公司資本金壓力日趨嚴峻。寧波銀行當前資本充足狀況基本符合監管要求，但也顯著低於商業銀行資本充足水平，特別是自 2014 年以來，公司核心一級資本充足率出現了較大幅度下滑，一度下降至 8.55%，核心一級資本補充壓力大。公司一級資本充足率、資本充足率也於 2015 年起出現顯著下降，雖然受公司可轉債、二級資本債券的加速發行影響，資本充足率回升至 13.44%，但公司一級資本充足率持續三年維持在 8.5%-9% 區間，一級資本亟待補充。

圖 35：商業銀行資本充足率情況 (%)



數據來源：wind、西南證券整理

為緩解資本金壓力，寧波銀行借助非公開發行、優先股、二級資本債券、可轉換公司債券等方式，適時補充公司資本金。特別是 2017 年，為了緩解非標回表帶來的資本金壓力上升，公司於 2017 年 12 月在深交所發行 100 億 A 股可轉換公司債券、在銀行間債券市場發行 100 億二級資本債券，引入外源資金，補充公司資本金，提高公司資本充足率水平，進一步增強風險抵禦能力，為夯實業務穩定發展提供良好的資本基礎。

表 5：寧波銀行歷史主要籌資情況匯總

時間	名稱	發行場所/對象	發行股數	發行價格	集資金額
2010/10	非公開發行普通股票	寧波市電力開發公司、新加坡華僑銀行有限公司、雅戈爾集團股份有限公司、寧波富邦控股集團有限公司、寧波華茂集團股份有限公司	3.83 億股	11.45 元/股	43.76 億
2014/9	非公開發行普通股票	寧波開發投資集團有限公司、新加坡華僑銀行有限公司	3.66 億股	8.45 元/股	30.77 億
2015/5	2015 年寧波銀行股份有限公司二級資本債券（第一期）	銀行間債券市場		5.19%	70 億
2015/11	非公開發行優先股		0.48 億股	4.60%	48.5 億
2017/12	寧波銀行股份有限公司 A 股可轉換公司債券	深交所		1 到 6 年票面利率：0.2%、0.4%、0.8%、1.2%、1.6%、2.0%； 初始轉股價格：18.45 元	100 億
2017/11	寧波銀行股份有限公司 2017 年二級資本債券	銀行間債券市場		4.80%	100 億

數據來源：公司年報，西南證券整理

此外，證監會於 2018 年 7 月 23 日通過寧波銀行非公開發行優先股申請。根據發行議案，此次發行的優先股數量不超過 1 億股，募集資金總額不超過人民幣 100 億元，採取向合格投資者非公開發行的方式，預計本次優先股發行募集資金將用於補充公司其他一級資本，進一步優化資本結構，提高資本充足率水平。

經過我們測算，按照現有發展趨勢，如果足額發行優先股補充資本金，可以使一級資本充足率上升約 113BP 至 10.72%，資本充足率上升約 94BP 至 14.38%，公司核心一級資本隨着公司總資產的迅速擴張會下降 23BP 至 8.64%。若公司維持 2018 年上半年核心一級資本充足率 8.87% 水平，則需至少補充 39 億核心一級資本金，若公司實現商業銀行 2018 年核心一級資本充足率水平，即 10.65%，公司至少需新增 166 億核心一級資本金。

3.2 杉杉集團減持股份，市場影響邊際減小

近期公司股份受股東杉杉集團減持因素影響產生一定波折，寧波杉杉股份有限公司於 2018 年 6 月至 8 月對寧波銀行進行持續股權減持，18 年累計減持 0.3 億股，占寧波銀行總股數 0.6%，減持後杉杉股份還保留 1.39 億股，占寧波銀行總股數 2.75%。

表 6：杉杉股份 2017-2018 年減持前後持股情況（百萬元）

時間	減持前持股		減持後持股		減持情況	
	股數	占比	股數	占比	股數	占比
2017.10.27	198.45	3.91%	195.53	3.88%	2.92	0.06%
2017.10.30	195.53	3.88%	192.63	3.80%	2.90	0.06%
2017.12.12-2017.12.21	192.63	3.80%	169.76	3.35%	28.69	0.57%
2018.6.15-2018.7.16	169.76	3.35%	160.06	3.16%	9.70	0.19%
2018.7.17-2018.7.23	160.06	3.16%	148.30	2.93%	11.76	0.23%
2018.7.24-2018.8.1	148.30	2.93%	139.16	2.75%	9.14	0.18%

數據來源：公司公告，西南證券整理

2014 年杉杉集團業務轉型，主營業務從服裝轉型至鋰電材料，大力培育、發展鋰電材料產業、新能源汽車產業及運營等新能源產業。根據杉杉集團深入布局鋰電新能源產業的發展戰略，我們預計杉杉股份現金流將持續緊張，主要原因有以下三個方面：一是公司新能源汽車業務處於產能培育初期，市場有效需求不足，銷量低於預期，加之新能源政策補貼力度下滑，新能源運營業務持續虧損；二是鋰電業務上游原材料價格大幅上漲，行業競爭加劇，公司正極鈷酸鋰產品競爭力下滑，鋰電池價格邊際下降，利潤空間擠壓；三是公司自 2015 年起對電池材料產能進行擴張，並向上下游擴展生產線，為公司資金周轉帶來極大壓力。因此，我們判斷杉杉股份的密集減持主要源於公司內部經營的戰略需要，通過出售長期股權投資為公司發展提供資金補充，助力公司擴產規劃順利進行，保障公司整體規模順利擴張。目前杉杉股份共計持有 1.39 億股寧波銀行股份，占寧波銀行總股數不足 3%，後續減持壓力較小，加之寧波銀行為市場中表現優秀的優質城商行，我們認為杉杉股份減持只會產生短期影響，無礙公司長期向好趨勢。

4 盈利預測與估值

對於未來公司成長，我們做出如下假設：(1)根據公司過去五年的 20% 的存款複合增速，我們預計未來三年公司存款增速將保持穩健增長趨勢，2018-2020 年存款增速為 15%；(2)根據公司過去五年的 18% 的貸款複合增速，我們預計未來三年公司貸款增速保持平穩增長，2018-2020 年貸款增速分別為 18%、16%、14%；(3)公司 2017 年生息資產收益率為 4.21%，受債券投資收益率上升與個人貸款收益率上升因素拉動，未來三年生息資產收益率有望達到 4.18%、4.22%、4.28%；(4)公司計息負債成本率維持穩定，受市場利率下行未來三年分別達到 2.58%、2.58%、2.57%。基於以上假設，我們預測寧波銀行 2018、2019、2020 年歸母淨利潤增速為 17.7%、21.1%、23.8%，EPS 為 2.17 元、2.63 元、3.25 元。

表 7：寧波銀行關鍵假設指標參數預測（百萬元）

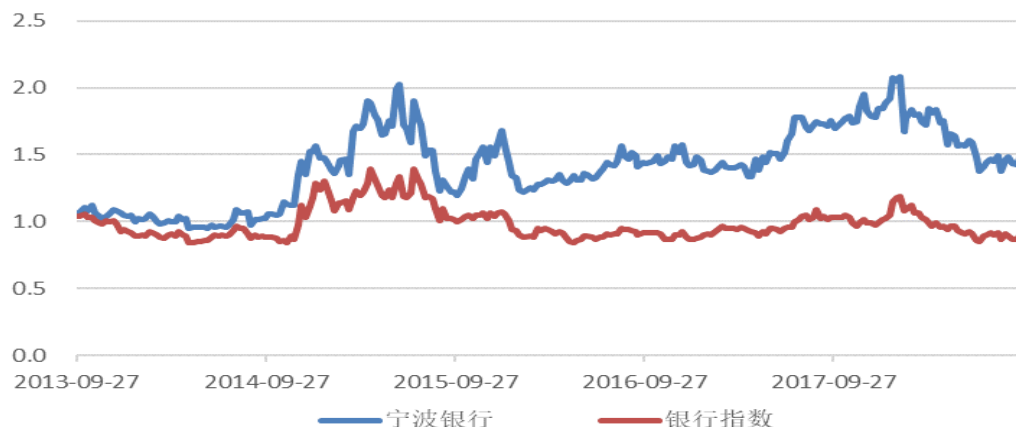
		2017A	2018E	2019E	2020E
營業收入	營業收入合計	25,314	28,621	32,748	38,450
	淨利息收入	16,389	19,016	22,131	26,692
	淨手續費收入	5,900	5,310	6,106	7,022
	其他非利息收入	3,021	4,296	4,510	4,736
資產	資產合計	1,032,042	1,165,923	1,321,062	1,492,568
	存放央行	90,194	91,006	104,657	120,355
	同業資產	32,694	42,604	44,907	47,520
	貸款淨額	332,199	393,240	457,076	521,630
	證券投資	521,386	569,363	652,666	752,209
	其他資產	55,569	69,710	61,756	50,854
負債	負債合計	974,836	1,087,879	1,236,218	1,396,510
	同業負債	170,387	162,736	170,322	178,270
	存款餘額	565,254	650,042	747,548	859,681
	應付債券	171,499	214,374	246,530	283,510
	其他負債	67,696	60,727	71,818	75,049
股東權益	股東權益合計	57,206	69,043	84,843	95,698

數據來源：西南證券預測

4.1 相對估值

寧波銀行歷史最高估值為 2.08 倍 PB，最低估值為 1 倍 PB，歷史中值在 1.5 倍 PB 水平。公司當前市價對應 1.4 倍 PB 估值，在上市銀行當中僅次於招商銀行的 1.5 倍 PB。因此，我們從估值角度選取招商銀行作為對標公司。從發展屬性上來說，寧波銀行和招商銀行同屬於重視發展零售業務的商業銀行，在零售業務上招商銀行佔據先發優勢，寧波銀行佔據相對區位優勢，兩家可謂各有千秋。我們選取資產規模增速、盈利水平和資產質量三個可比維度進行比較分析，論證寧波銀行享受估值溢價的原因主要有以下幾點：

圖 36：寧波銀行歷史估值水平變化情況



數據來源：wind、西南證券整理

(1) 作為城商行當中的高增長代表，2018 年上半年寧波銀行總資產同比增長 14.69%，顯著高於招商銀行 5.45% 的增長，在成長性上略勝一籌；(2) 寧波銀行 2018 年上半年加權年化平均淨資產收益率達到 20.4%，略高於招商銀行的 19.6%，兩家銀行盈利能力同屬於行業一流水平；(3) 寧波銀行 2018 年上半年不良率降至 0.8%，貸款撥備覆蓋率升至 499.32%，招商銀行上半年不良率為 1.43%，貸款撥備為 316.08%，相比之下，寧波銀行不良率更低、撥備覆蓋率更高。(4) 從成本收入比來看，寧波銀行 2018 年成本收入比為 34%，而招商銀行成本收入比僅為 27%，顯示在精细化管理方面處於成熟期的招商銀行成本控制能力更強。綜上所述，我們認為寧波銀行合理的估值水平區間應該在 1.5-1.8 倍 PB 估值區間。

4.2 絕對估值

我們使用三階段 DDM 估值，以未來 3 年作為短期，接下來 10 年作為過渡增長期，之後作為永續期。設定估值假設條件分別為：(1) 假設市場無風險利率為 3.5%，風險溢價為 6%，貝塔係數 1.2 倍，折現率為 10.7%；(2) 假設分紅率始終保持在 20%；(3) 假設權益倍數在三階段分別為 15.8、14、12 倍。按以上主要假設條件，得到公司的合理價值為 20.91 元。

表 8：絕對估值假設條件及預測結果

	詳細預測期	過度增長期	永續期
	2018-2020	2020-2030	2030 及以後
淨息差	1.87%	2.00%	2.00%
生息資產/總資產	97.39%	98.00%	98.00%
貸款總額/生息資產	56.20%	55.00%	55.00%
淨非利息收入/營業收入	32.19%	25.00%	25.00%
成本收入比 (含營業稅)	33.01%	30.00%	30.00%
PPOP ROAA	1.80%	2.00%	2.00%
信用成本	0.55%	0.50%	0.50%
有效稅率	21.05%	21.00%	21.00%
ROAA	1.18%	1.00%	0.90%

	詳細預測期	過度增長期	永續期
	2018-2020	2020-2030	2030 及以後
權益乘數	15.84	14.00	12.00
ROAE	18.75%	14.00%	10.80%
股利支付率	20.00%	20.00%	20.00%
增長率 g	15.00%	11.20%	8.64%

數據來源：西南證券

綜合相對估值和絕對估值兩種方法，我們認為寧波銀行尚處於高速增長擴張階段，在個人消費貸和資產配置方面的優勢非常明顯，已經形成了符合自身發展的差異化經營策略，在市場當中扮演著變革者的角色，理應享受估值溢價，故採用較高的相對估值結果，給予寧波銀行對應 2018 年 1.5 倍 PB 估值，對應未來 6 個月目標價 20.33 元，首次覆蓋給予“買入”評級。

5 風險提示

經濟周期下行或使公司資產質量惡化；存款成本大幅抬升或使公司息差空間收窄；債券市場行情下跌或使公司投資業績下滑；高杠桿水平或使公司業績波動加大。

附表：財務預測與估值

利潤表（百萬元）	2017A	2018E	2019E	2020E	盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E
淨利息收入	16,389	19,016	22,131	26,692	ROAE	17.17%	17.47%	17.38%	18.35%
淨手續費收入	5,900	5,310	6,106	7,022	ROAA	0.97%	1.00%	1.13%	1.31%
其他非息收入	3,021	4,296	4,510	4,736	RORWA	1.65%	1.71%	1.83%	2.00%
營業收入	25,314	28,621	32,748	38,450	生息率	3.67%	4.18%	4.22%	4.28%
稅金及附加	247	274	319	367	付息率	2.35%	2.58%	2.58%	2.57%
業務及管理費	8,767	9,731	10,479	11,535	淨利差	1.32%	1.60%	1.64%	1.72%
營業外淨收入	76	38	42	46	淨息差	1.76%	1.81%	1.85%	1.95%
撥備前利潤	16,364	18,641	21,976	26,578	成本收入比	-34.63%	-34.00%	-32.00%	-30.00%
資產減值損失	6,108	6,391	7,137	8,202	資產質量	2017A	2018E	2019E	2020E
稅前利潤	10,256	12,250	14,839	18,376	不良貸款餘額	2,839	3,289	3,739	4,089
所得稅	808	1,225	1,484	1,838	不良貸款淨生成率	0.69%	0.33%	0.31%	0.35%
稅後利潤	9,448	11,025	13,355	16,538	不良貸款率	0.82%	0.80%	0.79%	0.76%
歸屬母公司淨利潤	9,334	10,987	13,310	16,482	撥備覆蓋率	493.26%	464.55%	449.47%	454.74%
資產負債表	2017A	2018E	2019E	2020E	撥貸比	4.04%	3.74%	3.55%	3.44%
存放央行	90,194	91,006	104,657	120,355	流動性	2017A	2018E	2019E	2020E
同業資產	32,694	42,604	44,907	47,520	貸存比	61.25%	62.84%	63.39%	62.84%
貸款總額	346,201	408,517	473,880	540,223	貸款/總資產	33.55%	35.04%	35.87%	36.19%
貸款減值準備	14,001	15,277	16,804	18,592	平均生息資產/平均總資產	96.90%	95.63%	96.00%	97.26%
貸款淨額	332,199	393,240	457,076	521,630	每股指標	2017A	2018E	2019E	2020E
證券投資	521,386	569,363	652,666	752,209	EPS	1.84	2.17	2.63	3.25
其他資產	55,569	69,710	61,756	50,854	BVPS	11.26	13.55	16.66	18.78
資產合計	1,032,042	1,165,922	1,321,061	1,492,568	每股股利	0.24	0.43	0.53	0.65
同業負債	170,387	162,736	170,322	178,270	估值指標	2017A	2018E	2019E	2020E
存款餘額	565,254	650,042	747,548	859,681	P/E	9.00	7.65	6.31	5.10
應付債券	171,499	214,374	246,530	283,510	P/B	1.47	1.22	0.99	0.88
其他負債	67,696	69,727	71,818	75,409	P/PPOP	5.13	4.51	3.82	3.16
負債合計	974,836	1,096,879	1,236,219	1,396,870	股息收益率	1.45%	2.62%	3.17%	3.92%
股東權益合計	57,206	69,043	84,843	95,698					

數據來源：Wind，西南證券

分析師承諾

本報告署名分析師具有中國證券業協會授予的證券投資諮詢執業資格並註冊為證券分析師，報告所採用的數據均來自合法合規渠道，分析邏輯基於分析師的職業理解，通過合理判斷得出結論，獨立、客觀地出具本報告。分析師承諾不曾因，不因，也將不會因本報告中的具體推薦意見或觀點而直接或間接獲取任何形式的補償。

投資評級說明

公司評級

買入：未來 6 個月內，個股相對滬深 300 指數漲幅在 20% 以上
 增持：未來 6 個月內，個股相對滬深 300 指數漲幅介於 10% 與 20% 之間
 中性：未來 6 個月內，個股相對滬深 300 指數漲幅介於 -10% 與 10% 之間
 回避：未來 6 個月內，個股相對滬深 300 指數漲幅在 -10% 以下

行業評級

強於大市：未來 6 個月內，行業整體回報高於滬深 300 指數 5% 以上
 跟隨大市：未來 6 個月內，行業整體回報介於滬深 300 指數 -5% 與 5% 之間
 弱於大市：未來 6 個月內，行業整體回報低於滬深 300 指數 -5% 以下

重要聲明

西南證券股份有限公司（以下簡稱“本公司”）具有中國證券監督管理委員會核准的證券投資諮詢業務資格。

本公司與作者在自身所知情範圍內，與本報告中所評價或推薦的證券不存在法律法規要求披露或採取限制、靜默措施的利益衝突。

《證券期貨投資者適當性管理辦法》於 2017 年 7 月 1 日起正式實施，本報告僅供本公司客戶中的專業投資者使用，若您並非本公司客戶中的專業投資者，為控制投資風險，請取消接收、訂閱或使用本報告中的任何信息。本公司也不會因接收人收到、閱讀或關注自媒體推送本報告中的內容而視其為客戶。本公司或關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行或財務顧問服務。

本報告中的信息均來源於公開資料，本公司對這些信息的準確性、完整性或可靠性不作任何保證。本報告所載的資料、意見及推測僅反映本公司於發布本報告當日的判斷，本報告所指的證券或投資標的價格、價值及投資收入可升可跌，過往表現不應作為日後的表現依據。在不同時期，本公司可發出與本報告所載資料、意見及推測不一致的報告，本公司不保證本報告所含信息保持在最新狀態。同時，本公司對本報告所含信息可在不發出通知的情形下做出修改，投資者應當自行關注相應的更新或修改。

本報告僅供參考之用，不構成出售或購買證券或其他投資標的要約或邀請。在任何情況下，本報告中的信息和意見均不構成對任何個人的投資建議。投資者應結合自己的投資目標和財務狀況自行判斷是否採用本報告所載內容和信息並自行承擔風險，本公司及僱員對投資者使用本報告及其內容而造成的一切後果不承擔任何法律責任。

本報告版權為西南證券所有，未經書面許可，任何機構和個人不得以任何形式翻版、复制和發布。如引用須註明出處為“西南證券”，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。未經授權刊載或者轉發本報告的，本公司將保留向其追究法律責任的權利。

西南證券研究發展中心

上海

地址：上海市浦東新區陸家嘴東路 166 號中國保險大廈 20 樓

郵編：200120

北京

地址：北京市西城區金融大街 35 號國際企業大廈 B 座 16 樓

郵編：100033

重慶

地址：重慶市江北區橋北苑 8 號西南證券大廈 3 樓

郵編：400023

深圳

地址：深圳市福田區深南大道 6023 號創建大廈 4 樓

郵編：518040

西南證券機構銷售團隊

區域	姓名	職務	座機	手機	郵箱
上海	蔣詩烽	地區銷售總監	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黃麗娟	機構銷售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亞杰	機構銷售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	張方毅	機構銷售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	機構銷售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	機構銷售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蔣詩烽	地區銷售總監	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路劍	機構銷售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陳喬楚	機構銷售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	劉致瑩	機構銷售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	賈喬真	機構銷售	18911542702	18911542702	jzq@swsc.com.cn
廣深	張婷	地區銷售總監	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	機構銷售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	機構銷售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陳霄（廣州）	機構銷售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn