

贵阳银行 (601997.SH) 银行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

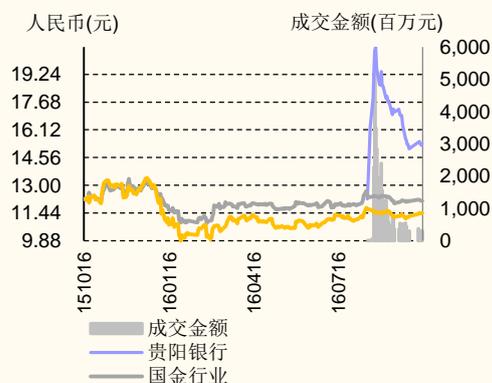
市场价格 (人民币): 15.34 元

精耕细作树品牌，地利人和盈利强

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	500.00
总市值(百万元)	35,260.40
年内股价最高最低(元)	20.77/12.23
沪深 300 指数	3305.85
上证指数	3063.81



投资看点

- **历史悠久，深耕贵阳，业务市场份额绝对领先。**公司成立于1997年4月，目前公司已有近20年的经营历史。公司目前的营业网点已经覆盖贵州省全部地级市，是贵阳地区营业网点布局最为密集、数量最多的金融服务机构。截至2015年，公司90.2%的贷款、95%的存款来源于贵州省内的分支机构。2015年公司的存贷款规模占贵阳市金融机构的比例分别为10.6%、20.6%，市场份额绝对领先。
- **收益可持续能力最强的城商行，西南地区龙头城商行。**在中国银行业协会2016年发布的商业银行稳健发展能力“陀螺评价体系”中，公司位列城商行综合评价排名第九、收益可持续能力排名第一名。公司是西南地区净利润规模最大和盈利能力最强的城商行。2015年公司净资产收益率为23%，遥遥领先同业。
- **成立伊始深耕细作，客户沉淀基础好。**深度覆盖市政、财政、公共服务部门，机构业务市占率高。公司已经占据了贵阳市社保代扣代缴、住房增量补贴兑付、各级财政统发工资和代理各项公用事业等代理收费业务的大部分市场份额。公司于2012年启动社区银行建设工作，社区银行建设早而且布局数量多。同时公司积极建设互金渠道增加客户粘性，沉淀和吸引客户。
- **盈利能力强，息差显著高于同业。**2013-2015年，公司的ROAE分别为24.8%、26.39%和26.3%，盈利能力远超同业水平。显著高于同业的主要原因为公司表内业务盈利很强，公司的净利息收入/总资产指标居同业最高，净息差远超同业。区域优势、议价能力高的中小企业客户定位以及存款负债占比高、活期化高是主要原因。
- **盈利结构将更加优化，资产质量压力提升。**公司“一体三专一综合”的发展定位将使公司的盈利结构和收入结构都将更加优化。公司整体不良率处于行业平均水平，但要高于其他上市城商行。从关注和逾期贷款的情况来看资产质量潜在压力提升。

盈利预测和估值

- 此次发行融资后，一方面公司各项业务会得以持续快速扩张；另一方面我们认为公司在综合金融布局方面应该会加快脚步。公司的贷存比目前行业最低，资产配置调节的空间充足。但同时考虑到公司不良潜在压力，信贷成本会有明显提升，我们预计2016-2017年公司实现归母净利润同比增17.5%、17.3%。
- 投资逻辑方面，我们认为：1) 首先作为次新股，公司的流通市值仅有350亿，享受流动性估值溢价；2) 公司融资42亿后加上公司非常强的盈利能力，未来公司业绩增速会快于同业；3) 公司在综合化金融方面存在布局的事件催化。首次覆盖，考虑到目前上市初期估值较高，暂给予公司增持的投资评级。

风险

- 经济持续低迷，信用风险集中爆发；公司运营风险等。

刘志平 分析师 SAC 执业编号: S1130516080004
(8621)61038229
liuzhiping@gjzq.com.cn

内容目录

公司基本情况.....	4
历史悠久，深耕贵阳，业务市场份额绝对领先	4
收益可持续能力最强的城商行，西南地区龙头城商行	5
投资要点.....	6
占据贵阳经济快速发展的区域优势、金融机构竞争程度弱的环境优势.....	6
成立伊始深耕细作，客户沉淀基础好.....	8
盈利能力强，息差显著高于同业	10
盈利结构将更加优化，资产质量压力提升.....	12
盈利预测和估值	14

图表目录

图表 1：公司业务深耕贵阳，贵州省营业网点最多	4
图表 2：公司 69.3%的贷款、78.2%的存款来源贵阳市	4
图表 3：公司 69.3%的贷款、78.2%的存款来源于贵州省	5
图表 4：2015 年公司存贷款市场份额省内绝对领先	5
图表 5：第一大股东为贵阳市国有资产投资管理公司，占发行前股本的 19.46%	5
图表 6：公司位列城商行综合评价排名第九名、收益可持续能力排名第一名	6
图表 7：公司是西南地区净利润规模最大的城商行	6
图表 8：公司的总资产规模低于重庆银行和成都银行	6
图表 9：公司是西南地区甚至全国盈利能力最强的城商行	6
图表 10：贵阳市经济总量占全省的近 1/3	7
图表 11：贵阳市经济增速超过贵州省整体增长水平	7
图表 12：贵州省内大中型金融机构数量少	7
图表 13：贵州省城商行和农村商业银行的营业网点数量占比高	7
图表 14：贵州省城商行的营业网点数量占比高于其他省	8
图表 15：省内龙头地位不可动摇的城商行	8
图表 16：深度覆盖市政、财政、公共服务部门，机构业务市占率高	9
图表 17：公司的营业网点数量在西南地区同业中最多	9
图表 18：中小企业金融业务开发早、持续创新	9
图表 19：公司的净资产收益率位列行业首位	10
图表 20：公司的业绩增速高于同业	10
图表 21：表内资产盈利能力强，净利息收入/总资产指标居同业首位	10
图表 22：公司的净息差水平行业最高	10
图表 23：西南地区城商行的息差水平普遍较高	11

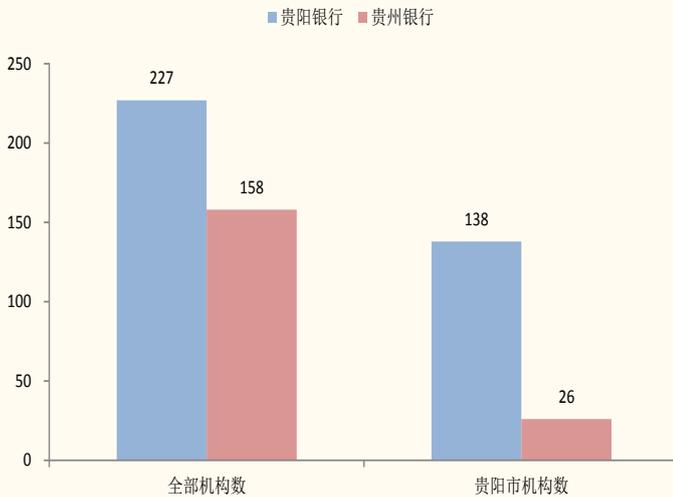
图表 24: 公司的生息资产收益率水平很高.....	11
图表 25: 公司的公司贷款收益率行业最高.....	11
图表 26: 公司中小企业贷款占公司贷款的比例超过 75%.....	11
图表 27: 公司的付息负债成本很低.....	11
图表 28: 公司的存款成本率行业最低.....	11
图表 29: 公司的一般存款占比很高.....	12
图表 30: 公司的存款活期化程度同业最高.....	12
图表 31: 公司 70%以上的利润贡献来自公司金融业务	13
图表 32: 宁波银行的盈利业务结构更加优化	13
图表 33: 近两年公司的佣金手续费收入增速很快.....	13
图表 34: 公司的非息收入占比水平同业较低.....	13
图表 35: 2015 年投资类资产日均余额占生息资产的比例达 38%	13
图表 36: 投资类业务利息收入占公司利息收入的 30%以上, 是公司新的利润增长点.....	13
图表 37: 公司的不良率处于行业平均水平, 但要高于其他上市城商行.....	14
图表 38: 2014 年开始公司的不良增速很快, 不良率从 2013 年的 0.59%提升到 2016 年中期的 1.58%	14
图表 39: 2015 年末公司不良/90+逾期贷款比例为 75%.....	14
图表 40: 公司关注类贷款占比处于上市银行最高的水平.....	14
图表 41: 发行融资前公司的资本充足水平较高	15
图表 42: 很低的贷存比对资本的消耗相对较小	15
图表 43: 公司的贷存比水平上市银行中最低.....	15
图表 44: 近几年公司的贷存比比例都在较低的水平	15
图表 45: 上市银行的最新 PB 估值水平	16
图表 46: 上市城商行的综合化金融布局情况	16

公司基本情况

历史悠久，深耕贵阳，业务市场份额绝对领先

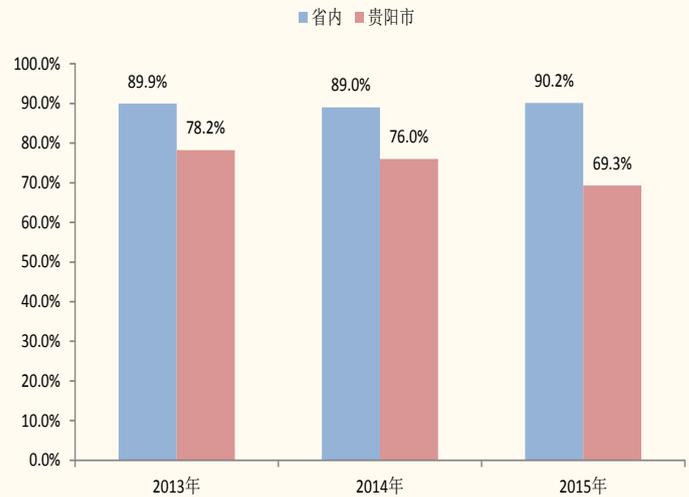
- **近 20 年发展历史的城商行。**1995 年 6 月，深圳城市合作商业银行成立，成为我国第一家城市合作银行。1996 年 6 月和 1997 年 12 月，国务院先后两次扩大组建城市商业银行的范围。公司成立于 1997 年 4 月 15 日，正是在第一阶段得以组建设立，公司是由贵阳市原 24 家城市信用合作社及 1 家城市信用合作联社股东和贵阳市财政局共同发起设立组建而成的股份有限公司。公司第一大股东为贵阳市国有资产投资管理公司，占发行前股本的 19.46%，发行后持股比例下降至 15.23%。贵阳市国资公司的控股股东和实际控制人系贵阳市财政局。目前公司已有近 20 年的经营历史，属目前城商行中成立历史悠久的上市城商行。
- **深耕贵阳，营业网点最多。**截至 2015 年 12 月 31 日，公司在贵阳拥有总行营业部和 137 家支行，在贵州省其他地区设有 8 家分行、27 家支行，营业网点已经覆盖贵州省全部地级市，是贵阳地区营业网点布局最为密集、数量最多的金融服务机构。**公司的区域战略布局逐步优化。**2008 年毕节分行设立，公司开始了跨区域发展。2011 年 1 月，在成都设立第一家贵州省外的分行，进一步拓展了西南地区的跨区域发展，目前在四川省成都市设有 1 家分行、4 家支行。
- **业务市场份额绝对领先。**公司主要在贵阳地区开展经营。截至 2015 年 12 月 31 日，公司 69.3% 的贷款、78.2% 的存款来源于位于贵阳的各分支机构；90.2% 的贷款、95% 的存款来源于贵州省内的分支机构。2015 年公司的存贷款规模占贵阳市金融机构的比例分别为 10.6%、20.6%，占贵州省金融机构的比例分别为 5.5%、10.6%，市场份额绝对领先。

图表 1：公司业务深耕贵阳，贵州省营业网点最多



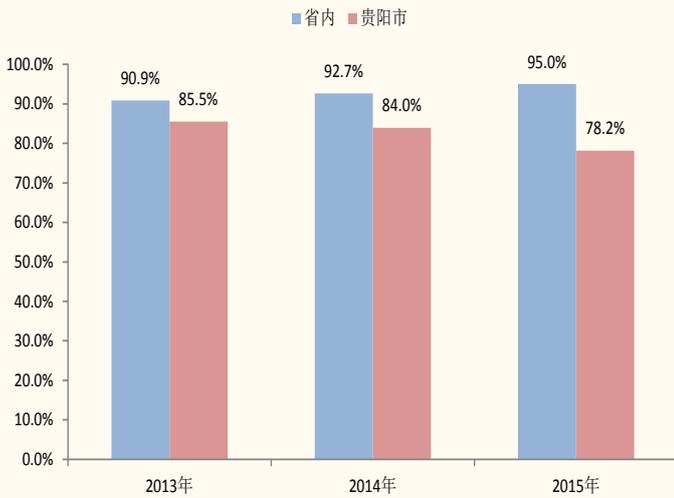
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 2：公司 69.3% 的贷款、78.2% 的存款来源贵阳市



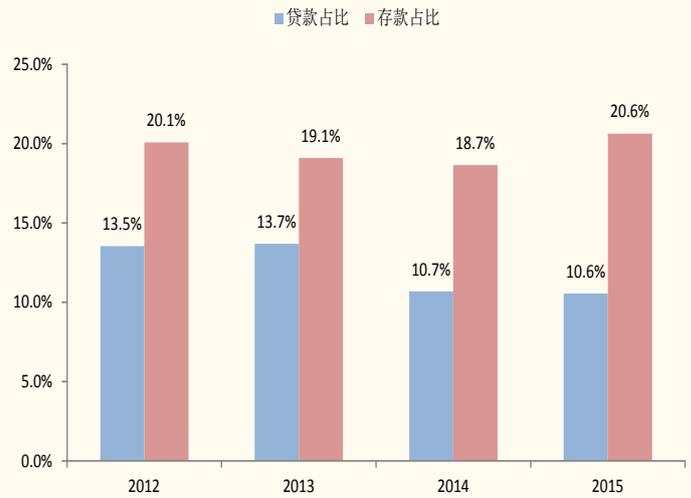
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 3：公司 69.3% 的贷款、78.2% 的存款来源于贵州省



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 4：2015 年公司存贷款市场份额省内绝对领先



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 5：第一大股东为贵阳市国有资产投资管理公司，占发行前股本的 19.46%

股东	发行前		发行后	
	股数	比例	股数	比例
贵阳市国资公司	350,000,000.00	19.46%	350,000,000.00	15.23%
贵州产业投资公司	150,000,000.00	8.34%	150,000,000.00	6.53%
遵义市国资公司	100,000,000.00	5.56%	100,000,000.00	4.35%
其他股东	1,198,591,900.00	66.64%	1,198,591,900.00	52.14%
本次公开发行股份	-		500,000,000.00	21.75%
合计	1,798,591,900.00	100%	2,298,591,900.00	100%

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

收益可持续能力最强的城商行，西南地区龙头城商行

- **收益可持续能力最强的城商行。**在中国银行业协会 2016 年发布的商业银行稳健发展能力“陀螺（GYROSCOPE）评价体系”中，公司位列城商行综合评价排名第九名、收益可持续能力排名第一名、体系智能化能力评价排名第五名。2015 年公司在资产规模大于 1,500 亿元的地方性法人银行中综合评价排名第六名，收益可持续能力评价排名第二名。公司的综合竞争力、盈利能力和运营能力等关键指标显著好于公司的资产规模在城商行中的排名情况。
- **在中国社科院金融研究所和《银行家》杂志发布的“2016 年中国商业银行竞争力评价报告”中，**公司综合排名在资产规模 2000-3000 亿元以上城市商业银行中位居第一名。
- **西南区域龙头城商行。**公司在中国西南地区的城市商业银行中居于领先地位。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额为 2,381.97 亿元，净利润为 32.2 亿元。虽然公司的总资产规模小于成都银行和重庆银行，但按净利润规模来看，公司是西南地区净利润规模最大和盈利能力最强的城商行，2015 年公司的净资产收益率为 23.1%，遥遥领先同业。

图表 6：公司位列城商行综合评价排名第九名、收益可持续能力排名第一

综合竞争力排名前十名	收益可持续能力排名前十名
北京银行	贵阳银行
宁波银行	重庆三峡银行
南京银行	南充市商业银行
徽商银行	宁波银行
青岛银行	浙江泰隆商业银行
江苏银行	青海银行
重庆银行	北京银行
江苏银行	郑州银行
贵阳银行	承德银行
厦门国际银行	台州银行

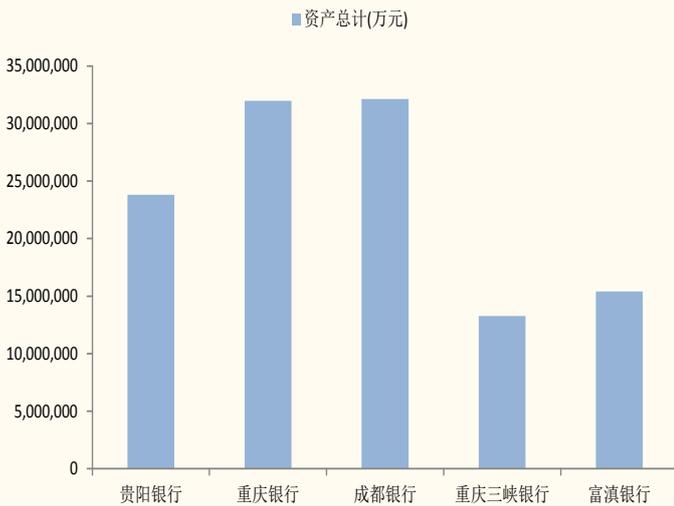
来源：银行业协会、国金证券研究所

图表 7：公司是西南地区净利润规模最大的城商行



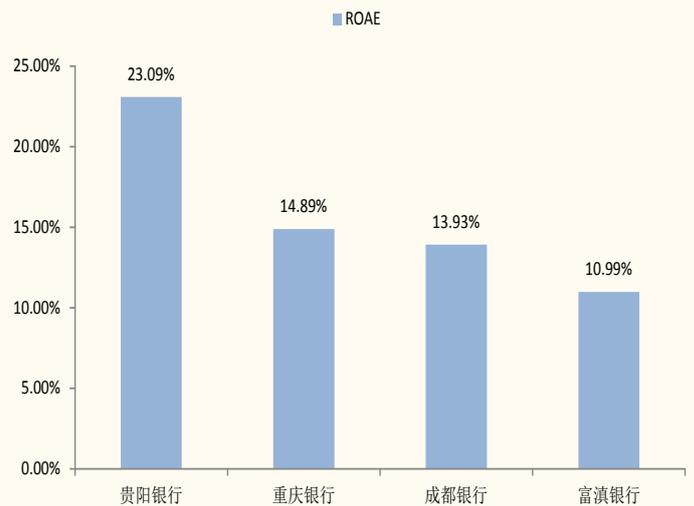
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 8：公司的总资产规模低于重庆银行和成都银行



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 9：公司是西南地区甚至全国盈利能力最强的城商行



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

投资要点

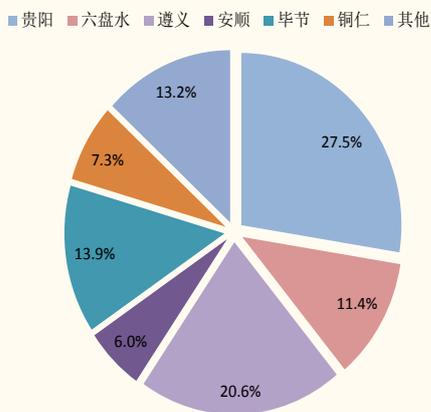
占据贵阳经济快速发展的区域优势、金融机构竞争程度弱的环境优势

- **占据贵阳经济快速发展的区域优势。**贵州省处于西南地区腹中，是珠三角经济圈的主要辐射之地。在贵州省，贵阳市具有显著的资源集聚和辐射优势、经济优势、信息优势和地区影响力。黔中经济区是进入国家新一轮西部大开发布局的重点经济区，贵阳市又是黔中经济区的核心。贵阳市经济

总量占全省的近 1/3，财政总收入占全省的近 40%，在中心城市带动战略的新布局中发挥着极其重要的作用。

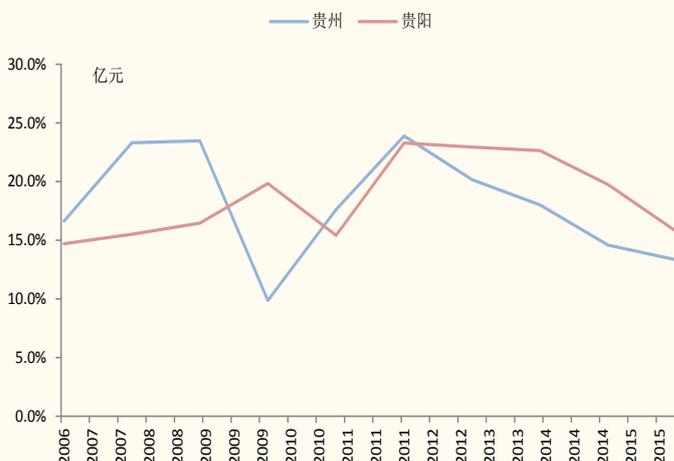
- 近几年来，贵阳市经济一直保持着平稳快速发展的态势，经济发展提速明显。2015 年贵阳市全年实现生产总值 2,891.16 亿元，同比增长 15.8%，“十二五”时期年均增长 15.1%，增速超过贵州省整体增长水平。贵阳地区生产总值占全省的比重由 2010 年的 24.4% 提高到 2015 年的 27.5%。
- 省内金融机构竞争程度弱的环境优势。1) 贵州省内大中型金融机构数量少，地方城商行和三类农村金融机构扮演更重要角色。城商行和农村金融机构的营业网点数量占比要远高于其他省份。贵州省仅有两家地方城商行，1997 年成立的贵阳银行和 2012 年 10 月刚成立的贵州银行。这两家城商行网点铺设非常密集，占全省金融机构营业网点数量的 8%，该比例显著高于其他省份，甚至超过了有四家城商行的江苏省、五家城商行的广东省。2) 省内龙头地位不可动摇的城商行。省内另一家城商行贵州银行 2015 年末的资产规模 1630 亿元，辖属营业机构 158 家，均显著低于公司的水平。不管是规模和网点数量，还是公司近 20 年的市场扎根都奠定了公司省内不可动摇的竞争地位。

图表 10：贵阳市经济总量占全省的近 1/3



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 11：贵阳市经济增速超过贵州省整体增长水平



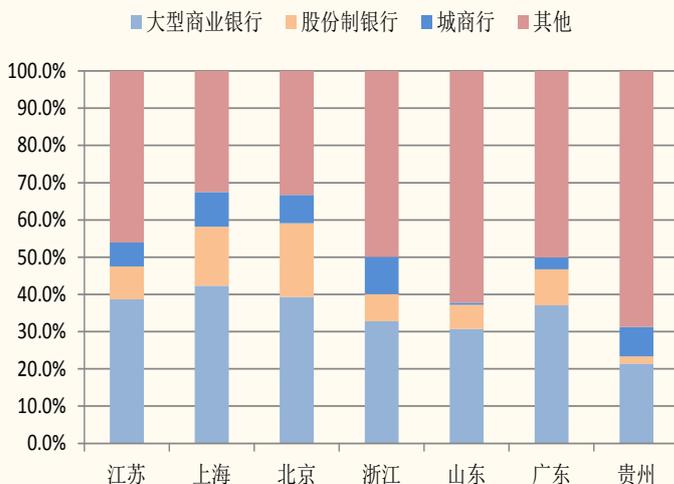
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 12：贵州省内大中型金融机构数量少



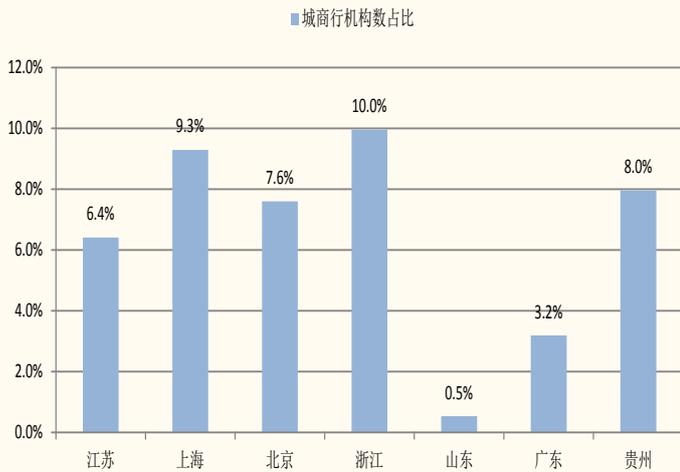
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 13：贵州省城商行和农村商业银行的营业网点数量占比高



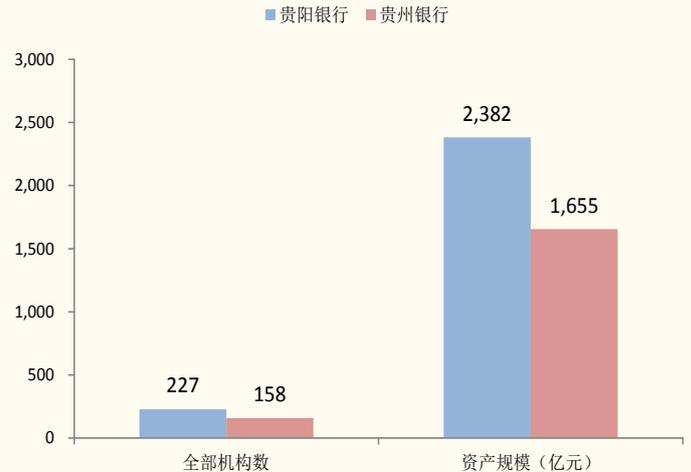
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 14：贵州省城商行的营业网点数量占比高于其他省



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 15：省内龙头地位不可动摇的城商行



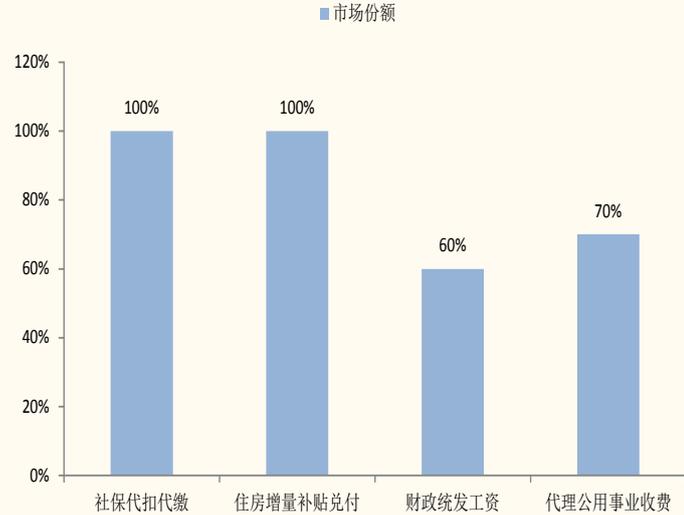
来源：公司公告、国金证券研究所

成立伊始深耕细作，客户沉淀基础好

- **深度覆盖市政、财政、公共服务部门，机构业务市占率高。**一直以来公司秉持“服务市民、服务中小、服务地方”的宗旨，与地方政府建立了紧密的业务合作关系并保持着良好的沟通渠道。在地方支柱产业、优势行业都有一批长期合作的稳定客户。公司已经占据了贵阳市社保代扣代缴、住房增量补贴兑付、各级财政统发工资和代理各项公用事业等代理收费中间业务的大部分市场份额，其中，社保代扣代缴，市场占比为 100%；住房增量补贴兑付，市场占比为 100%；各级财政统发工资，市场占比约 60%；代理各项公用事业代理收费，市场占比约 70%。
- **深入推进服务下沉、普惠金融。**2012 年 6 月，公司联合贵阳市人力资源和社会保障局启动加载金融功能的社保卡发行工作。截至 2015 年 12 月 31 日，社保 IC 卡制卡 243 万张，发放 236 万张，发卡率 97%；占全省发卡总数量的 19%；社保应用激活 164 万张，激活率 69%，金融应用激活 161 万张，激活率 68%，发卡量、激活率均位列全省第一。
- **社区银行布局早而且数量最多。**公司于 2012 年启动社区银行建设工作，进一步加强公司在贵阳市区域优势。截至 2015 年 12 月 31 日，公司已经有 48 家社区银行获银监会开业批复，其中 34 家社区银行已经正常营业。公司的社区银行建设早而且布局数量最多。
- **中小企业金融业务持续深入、不断创新。**公司从 2005 年就开始中小企业业务的开展和持续创新。目前公司特定的市场定位及长期优质的服务形象已深入本地市场，形成了一批优质、稳定的客户。公司总行设有小微企业金融部，并设有小企业融资中心（中北支行）。此外，在所有的异地分行开设小微企业金融部，并在郊区县支行均设有小微企业及农村金融服务中心。
- **积极建设互金渠道增加客户粘性，沉淀和吸引客户。**2014 年以来，公司在直销银行和 TSM（可信服务管理）空中发卡平台两个项目进行的探索和实践取得进展。目前公司已完成直销银行和 TSM 空中发卡平台的开发建设，为直销银行客户提供理财产品、活钱宝、学费、物业管理费以及水、电、燃气等多种居民生活代缴费的金融服务。同时，建成后的直销银行平台将实现“空中申领”金融 IC 卡，同时还将具备下载公交、停车、小区门禁

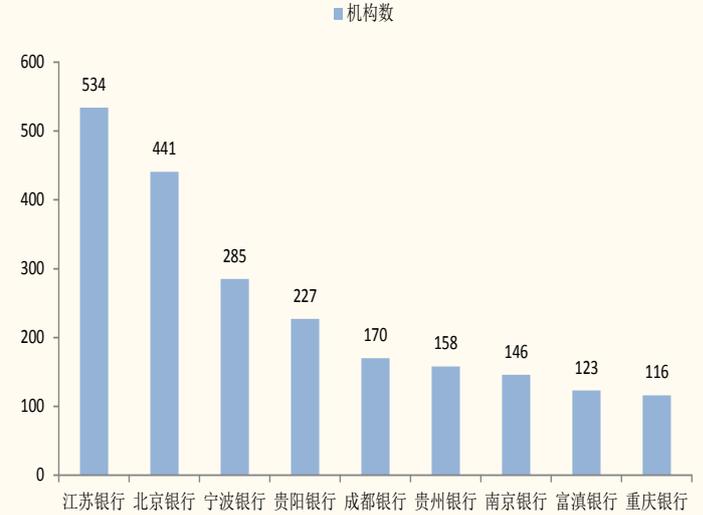
等多种近场支付应用的功能，实现手机 SIM 卡的一卡多应用。公司在互金渠道的积极和及时的建设一方面保证了存量客户的粘性，另一方面也会大大增强公司的获客能力。

图表 16：深度覆盖市政、财政、公共服务部门，机构业务市占率高



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 17：公司的营业网点数量在西南地区同业中最多



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 18：中小企业金融业务开发早、持续创新

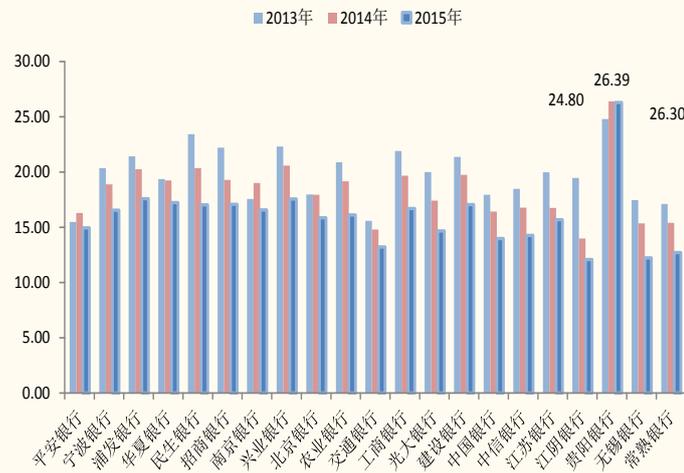
时间	事件
2005年	推出了贵州省第一个专为个体工商户量身定造的金融新产品——“及时雨”小额贷款。
2006年	与国开行签订了《微小企业贷款项目合作协议》，成为世界银行推动下与国开行合作开展微小企业贷款项目的西南地区首家城市商业银行。
2008年	特别推出了“及时贷”一揽子专项融资产品，基本满足了小企业生命周期不同成长阶段的不同融资需求，很好的解决了小企业生产经营过程中资金短缺的融资问题。
2009年	成立了第一家主营小企业信贷业务的支行——贵阳银行中北支行。
2012年	针对《贵阳市人民政府关于大力扶持微型企业发展的意见》（筑府发[2012]17号）中扶持的对象所创办的微型企业，专门推出了具有多种担保方式（个人保证、抵（质）押、联保等）的贷款产品。
2013年	特别推出了两款产品：互助贷、超值贷。互助贷是针对行业协会、商会、商圈或专业市场的小微企业主及个体工商户。超值贷是针对办理抵押贷款业务的客户推出的信用贷款产品，满足客户短期的临时性融资需求，拓宽小微客户融资渠道。
2014年	特别推出了互联网金融产品：“及时雨e贷”。“及时雨e贷”是在原有“及时雨”贷款基础上进行优化，集在线申请、线下调查、在线支用和在线还款等功能于一体的“O2O”贷款模式。
2015年	推出三款产品：贵园信贷通、税源贷和接力贷。“贵园信贷通”是与贵州省财政厅委托的贵州省再担保有限公司和贵州省各产业园区管委会合作推出的；“税源贷”是与贵州省国税局、地方税务局联合推出的为诚信纳税、守法经营的企业及个人提供的信贷服务；“接力贷”是对小微企业和个人生产经营性流动资金贷款在贷款到期时无需偿还本金，通过放款与还款的无缝对接，实现借款人贷款资金在原授信到期后延续使用的业务。

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

盈利能力强，息差显著高于同业

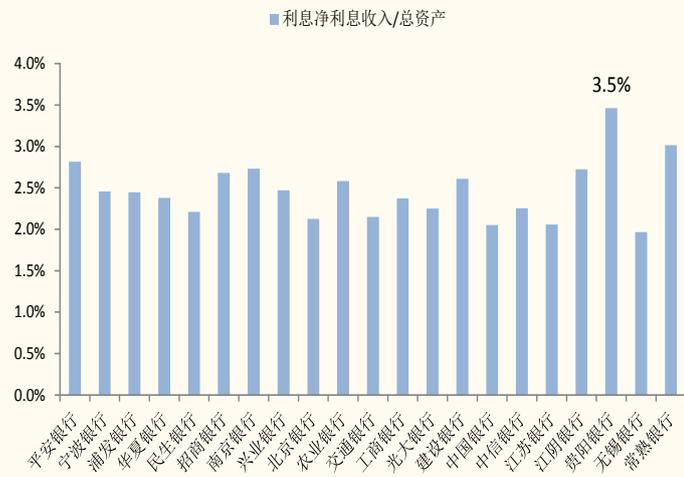
- **盈利能力同业第一，业绩增速高于同业。**2013-2015年，公司的 ROAE 分别为 24.8%、26.39%和 26.3%，盈利能力远超同业水平。而且在整体利率市场化以及宏观经济下台阶的大环境下能基本保持稳定的盈利水平，2013-2015年，公司业绩增速分别为 11%、35%和 32.3%，业绩增速也位列同业首位。公司净资产收益率显著高于同业的主要原因为公司表内业务盈利很强，公司的净利息收入/总资产指标居同业最高，净息差远超同业。
- **高盈利来自高息差，区域优势、议价能力高的中小企业客户定位以及存款负债占比高、活期化高是主要原因。**2013-2015年，公司的净息差分别为 3.59%、4.05%和 3.62%，远超同业。具体分析来看，我们认为公司的高息差主要有以下几个原因：1) 西南地区利率市场化程度相对较低，西南地区的城商行的息差普遍高于其他地区；2) 议价能力高的中小企业客户定位政策，公司中小微企业贷款占公司贷款的比例超过 75%，2015年该比例为 78.54%。；3) 一般存款的负债占比高而且公司存款活期化程度高。2015年公司活期存款占比为 59.5%，显著高于同业。同时公司的一般存款的负债占比超过 80%，该比例也处于行业较高水平。

图表 19：公司的净资产收益率位列行业首位



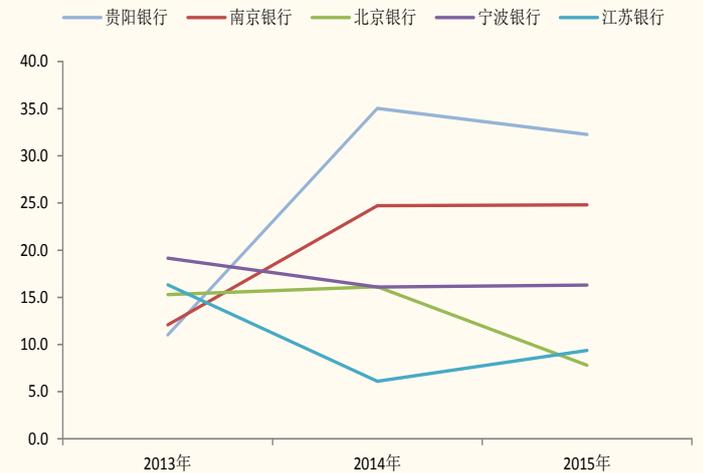
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 21：表内资产盈利能力强，净利息收入/总资产指标居同业首位



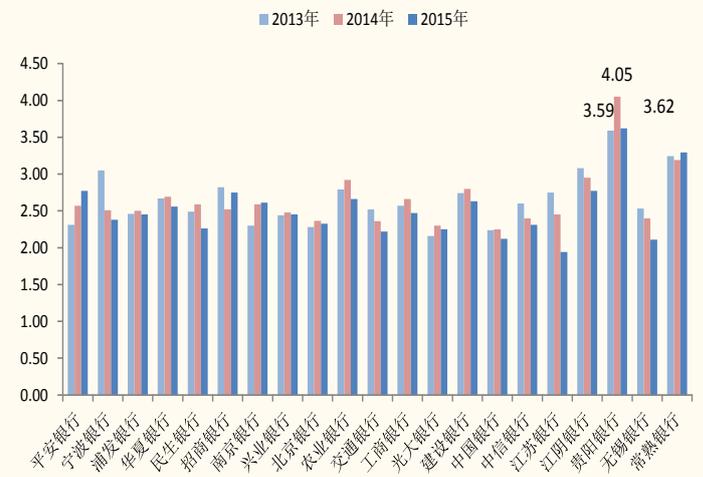
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 20：公司的业绩增速高于同业



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 22：公司的净息差水平行业最高



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 23：西南区域城商行的息差水平普遍较高



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 24：公司的生息资产收益率水平很高



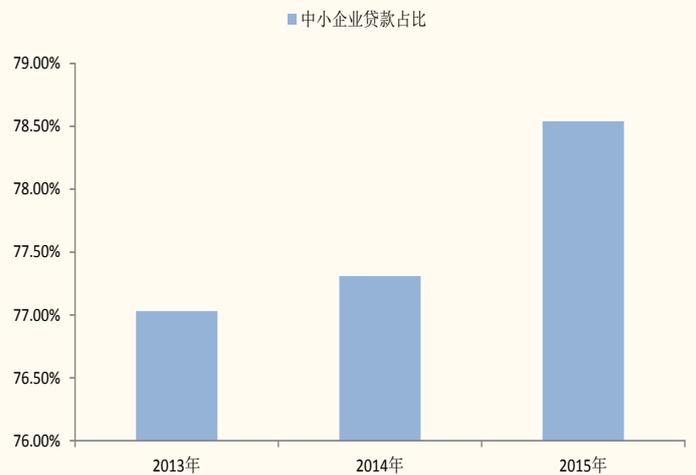
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 25：公司的公司贷款收益率行业最高



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 26：公司中小企业贷款占公司贷款的比例超过 75%



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 27：公司的付息负债成本很低



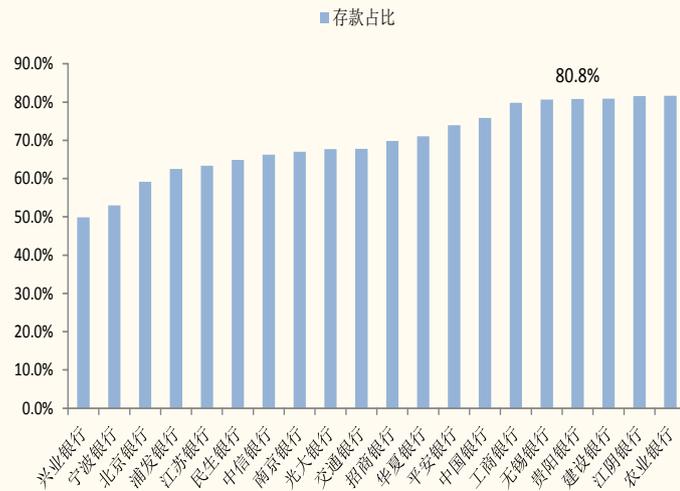
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 28：公司的存款成本率行业最低



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 29: 公司的一般存款占比很高



图表 30: 公司的存款活期化程度同业最高



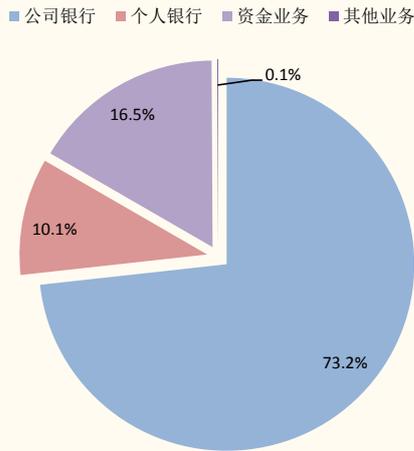
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

来源: WIND 资讯、国金证券研究所

盈利结构将更加优化, 资产质量压力提升

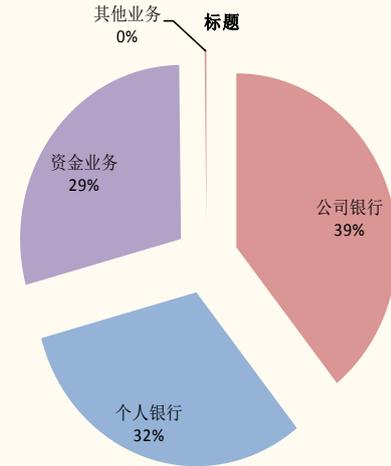
- **盈利结构、收入结构将更加优化。**公司未来将致力实现“一体三专一综合”的战略发展目标,即以中小企业金融为主体,带动公司金融业务规模化、特色化发展;专注于社区金融、专注于互联网金融、专注于科技金融,逐步打造成为综合化金融集团。公司“一体三专一综合”的发展定位将继续巩固并特色化发展公司金融业务,同时会进一步提高个人金融业务的市场份额和竞争力,同时加大对金融市场业务的关注及投入力度,极大地提升其对利润的贡献度。公司一直重视自营投资类业务的发展,2015 公司加大了自营投资的配置,投资类日均资产占到生息资产的 38%以上,取得利息收入占利息总收入的 32%。未来该业务将成为公司新的利润驱动。
- 目前公司 70%以上的利润贡献来自公司金融业务,个人金融和资金业务贡献相对较小。收入结构上,中间业务收入虽然发展很快但占比目前城商行中最低,2015 年公司非息收入占比为 11.4%。未来新战略的落地实施将使公司的盈利结构和收入结构都将更加优化。
- **整体资产质量逊于同业城商行,潜在压力提升。**公司整体的不良率处于行业平均水平,但要高于其他上市城商行。而且 2014 年开始公司的不良增速很快,不良率从 2013 年的 0.59%提升到 2016 年中期的 1.58%。从关注和逾期贷款的情况来看,一方面公司关注类贷款占比处于上市银行最高的水平,另一方面公司的不良确认也不是很严格,2015 年末公司的不良/90+逾期贷款比例仅为 75%,城商行中仅高于江苏银行。

图表 31：公司 70% 以上的利润贡献来自公司金融业务



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 32：宁波银行的盈利业务结构更加优化



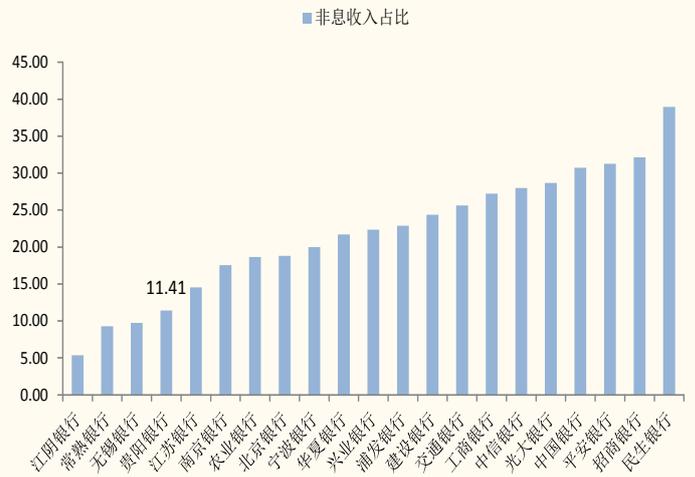
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 33：近两年公司的佣金手续费收入增速很快



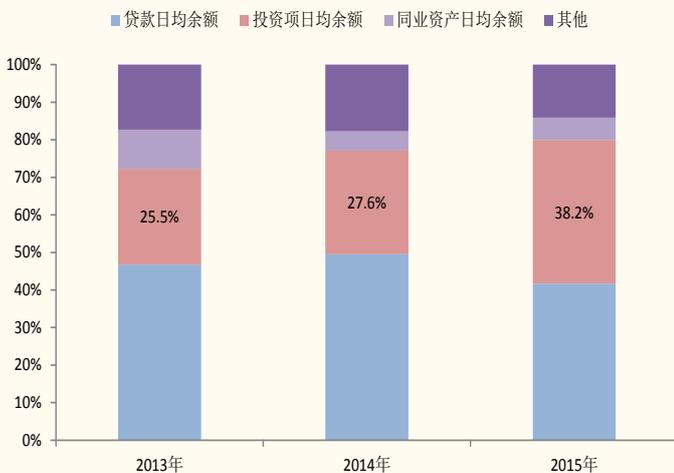
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 34：公司的非息收入占比水平同业较低



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 35：2015 年投资类资产日均余额占生息资产的比例达 38%



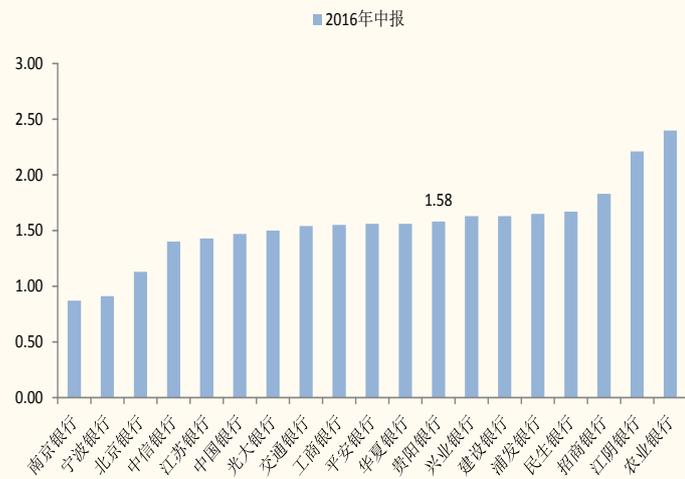
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 36：投资类业务利息收入占公司利息收入的 30% 以上，是公司新的利润增长点



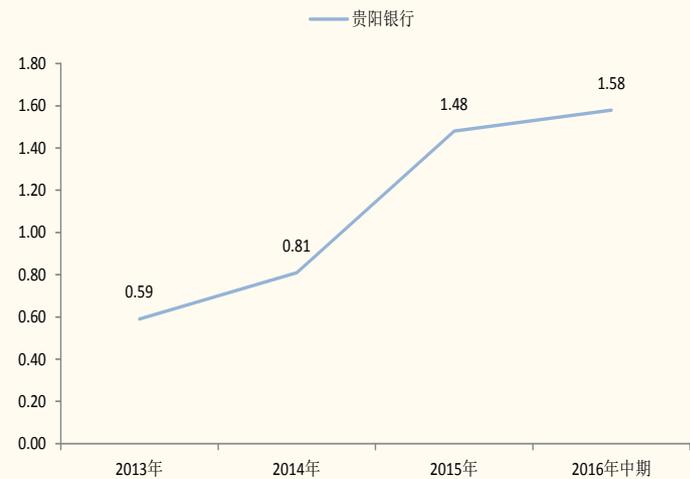
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 37: 公司的不良率处于行业平均水平, 但要高于其他上市城商行



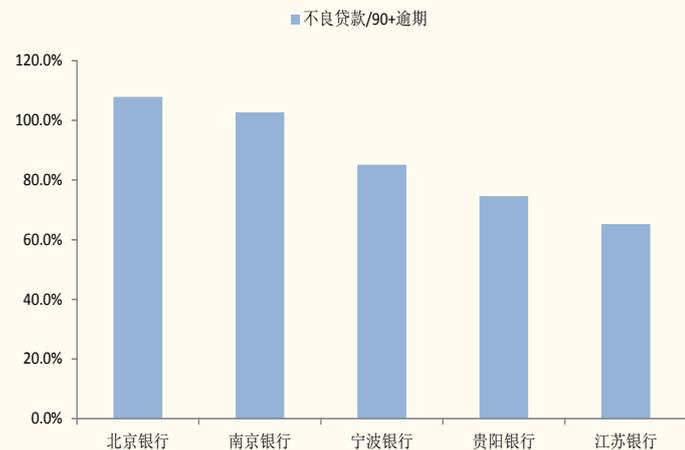
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 38: 2014 年开始公司的不良增速很快, 不良率从 2013 年的 0.59% 提升到 2016 年中期的 1.58%



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 39: 2015 年末公司不良/90+逾期贷款比例为 75%



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 40: 公司关注类贷款占比处于上市银行最高的水平



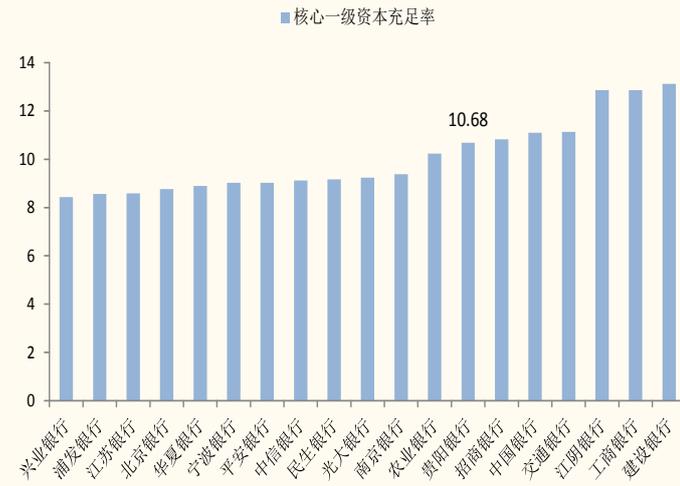
来源: 公司公告、国金证券研究所

盈利预测和估值

- IPO 融资将助力各项业务持续扩张以及加快综合金融的布局。**公司 IPO 的融资方案为以每股 8.49 元的价格募集资金约 42 亿元补充资本金。发行前公司的资本充足率相对较高, 主要是很低的贷存比对资本的消耗相对较小, 2015 年末公司的核心一级资本充足率为 10.7%, 处于行业较高的水平, 资本补充的需求其实并不急迫。此次发行融资后, 我们认为公司一方面各项业务会得以持续快速扩张, 巩固公司金融业务优势的同时大力发展个人金融、金融市场业务; 另一方面我们认为公司在综合金融布局方面应该会加快脚步, 加快中收业务的盈利驱动。目前城商行在基金、融资租赁、消费金融等面都有不同程度的参与, 相比之下, 公司的综合化布局稍慢。

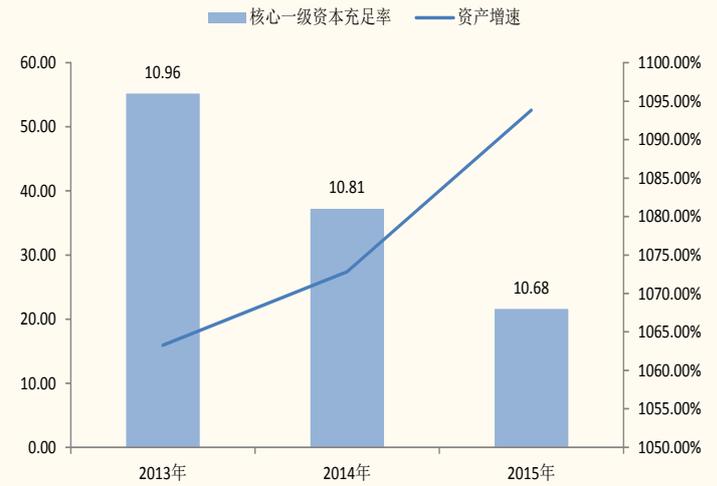
- IPO 融资补充资本金后，业绩有望实现较快增长。而且公司的贷存比目前行业最低，2015 的贷存比比南京还低近 4 个百分点，资产配置调节空间大。但同时考虑到公司不良的潜在压力，信贷成本会有明显的提升，预计业绩增速同比会放缓，我们预计 2016-2017 年公司实现归母将利润同比分别增长 17.5%、17.3%。
- 投资逻辑方面，我们认为：1) 首先作为次新股，公司的流通市值仅有 350 亿，享受流动性估值溢价；2) 公司融资 42 亿后，加上公司非常强的盈利能力，未来公司业绩增速会快于同业；3) 公司在综合化金融方面存在布局的事件催化。首次覆盖，考虑到目前上市初期估值较高，暂给予公司增持的投资评级。

图表 41：发行融资前公司的资本充足水平较高



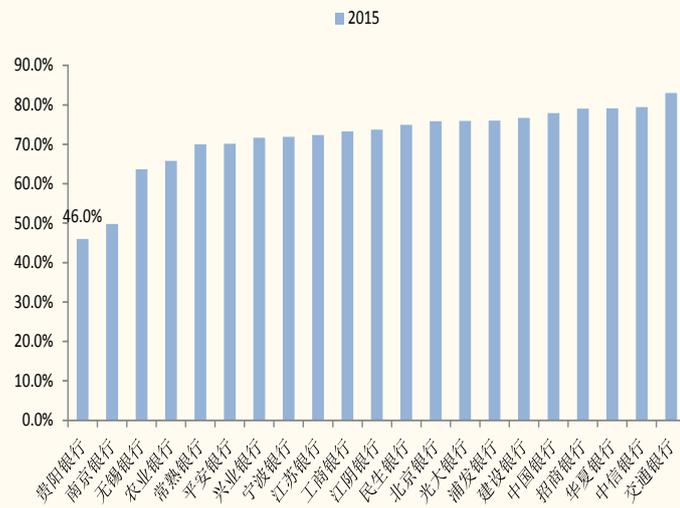
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 42：很低的贷存比对资本的消耗相对较小



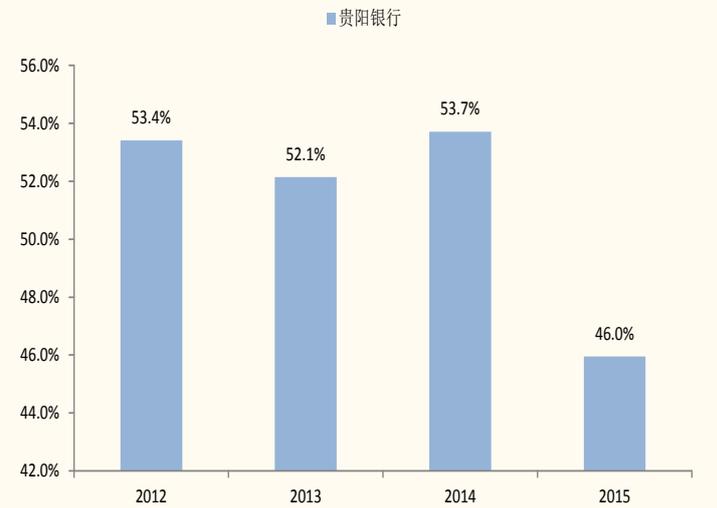
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 43：公司的贷存比水平上市银行中最低



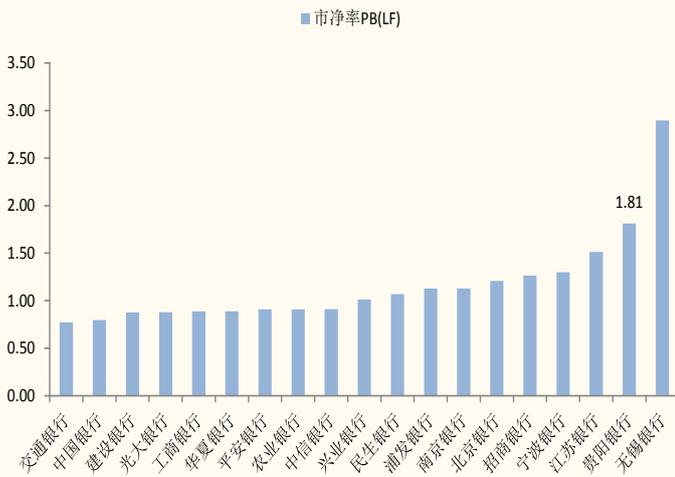
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 44：近几年公司的贷存比比例都在较低的水平



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 45：上市银行的最新 PB 估值水平



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 46：上市城商行的综合化金融布局情况

	基金公司	资管公司	保险公司	金融租赁	消费金融
北京银行	中加基金	北银丰业资产管理	中荷人寿	北银金融租赁	北银消费金融
南京银行	鑫元基金	鑫沅资产管理、鑫沅股权投资公司	-	江苏金融租赁	苏宁消费金融
宁波银行	永赢基金	永赢资产管理公司、浙江永欣资产管理	-	永赢金融租赁	-
江苏银行	-	-	-	苏兴金融租赁	-

来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

利润表						指标和估值					
百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元：元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
平均生息资产	137,716	194,885	266,597	331,280	399,607	ROAA (%)	1.75	1.63	1.41	1.33	1.35
净息差	4.05	3.62	3.03	2.95	3.02	ROAE (%)	26.39	26.30	21.37	18.92	19.40
利息收入	7,602	10,296	12,884	15,893	19,696	每股净资产	5.87	7.76	9.34	11.08	13.20
利息支出	2,386	3,470	5,069	6,409	7,995	EPS	1.35	1.79	1.65	1.93	2.35
净利息收入	5,216	6,826	7,814	9,484	11,702	股利	215.83	0.00	378.42	443.89	541.15
贷款减值准备	773	1,198	2,010	2,926	3,668	DPS	0.12	0.00	0.16	0.19	0.24
非息收入						股息支付率	8.86	0.00	10.00	10.00	10.00
手续费和佣金收入	293	674	1,420	2,272	3,052	发行股份	1799	1799	2299	2299	2299
交易性收入	140	8	8	8	8	业绩数据					
其他收入	15	13	12	11	11	增长率 (%)					
非息总收入	527	879	1,624	2,475	3,254	净利息收入	29.6	30.9	14.5	21.4	23.4
非息费用						非利息收入	(357.9)	66.9	84.7	52.4	31.5
业务管理费	1,562	2,036	2,485	3,200	4,111	非利息费用	37.2	30.9	20.0	28.2	28.8
其他费用	32	8	8	8	8	净利润	35.0	32.3	17.5	17.3	21.9
营业税金及附加	404	570	644	814	1,059	平均生息资产	21.6	41.5	36.8	24.3	20.6
非息总费用	1,998	2,615	3,137	4,022	5,178	总付息负债	26.4	36.9	28.3	25.4	20.2
税前利润	2,997	3,925	4,324	5,044	6,142	风险加权资产	30.2	33.7	22.9	22.2	19.9
所得税	549	685	540	605	730	营业收入分解 (%)					
净利润	2,436	3,222	3,784	4,439	5,412	净利息收入占比	90.8	88.6	82.8	79.3	78.2
资产负债表数据						佣金手续费收入占比	5.1	8.7	15.0	19.0	20.4
总资产	156,100	238,197	300,025	366,750	434,313	营业效率 (%)					
贷款总额	70,071	83,174	103,454	128,972	162,052	成本收入比	34.8	33.9	33.2	33.6	34.6
客户存款	130,452	180,987	235,283	294,104	352,925	总资产营业费用率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3
其他付息负债	2,922	12,359	38,781	38,826	42,523	流动性 (%)					
股东权益	10,550	13,954	21,468	25,463	30,333	贷款占生息资产比	46.2	39.3	35.0	35.1	36.4
资产质量						期末存贷比	53.7	46.0	44.0	43.9	45.9
不良贷款	571	1,234	1,777	2,361	2,832	资本 (%)					
不良率	0.81	1.48	1.72	1.83	1.75	核心一级资本充足率	10.8	10.7	13.3	12.9	12.8
贷款损失拨备	2,285	2,960	3,465	4,839	7,080	一级资本充足率	10.8	10.7	13.3	12.9	12.8
拨备覆盖率	400	240	195	205	250	资本充足率	13.5	13.5	15.4	15.0	15.2
拨贷比	3.26	3.56	3.35	3.75	4.37						
信用成本 (%)	0.76	1.42	2.15	2.52	2.52						

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD