

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.84  
合理价格区间(元): 14.54-15.58

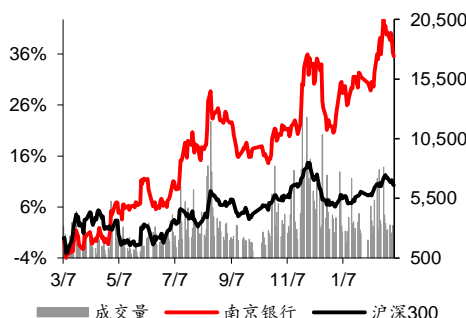
**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

**郭其伟** 0755-23952805  
联系人 guoqiwei@htsc.com

相关研究

- 1《南京银行(601009):债券银行稳步转型 特色化经营傲视同业》2014.11
- 2《南京银行(601009):债券特色凸显 业务转型加速》2014.10
- 3《南京银行(601009):债券成公司第一大资产》2013.10

股价走势图



资料来源: Wind

## 改革转型提速, 长期坚定看好

### 南京银行(601009)

#### 政策面无需过分担忧, 基本面长期利好

虽然近期宏观调控加强, 市场利率上升, 但对南京银行实际影响较小。长期看地方投资落地、大零售转型都为南京银行带来宝贵的发展机遇。公司为 A 股最具成长性的银行之一, 维持“买入”评级。

#### 宏观调控不改南京银行英雄本色

虽然短期金融去杠杆, 流动性趋紧, 但是南京银行抓住 2016 年的低利率窗口期, 提早进行了资产负债的结构调整, 因此短期利率变化对公司的影响不大。中长期利率提升对行业的净息差有促进作用, 提前调结构的银行更容易在流动性偏紧周期获利。通过 2016 年下半年适当降低资产增速, 预计 2017 年公司的广义信贷资产增速达到 MPA 标准的难度不大。而且前期较快的资产增速也给 2017 年的结构调整以更多的选择。

#### 信贷投放、亮点纷呈

江苏省是投资大省。根据“两会”文件, 今年省内投资将继续保持稳定增长。而且《长江三角洲城市群发展规划》明确了南京市的经济地位, 为区域企业发展壮大带来契机。公司业务是南京银行的传统优势领域, 2016 年 9 月末, 对公贷款存款分别占比达 77% 和 86%。省内投资项目加快落地为公司贷款增长提供丰富的项目来源。零售方面, 行业按揭贷款增长承压, 消费贷款成为焦点。南京银行在消费金融方面有长期积淀, 依托战略伙伴、区位优势 and 公私业务联动, 将实现飞跃式发展。

#### 资产质量包袱最轻, 区域不良贷款确定企稳

2016 年 6 月末, 不良贷款率 0.87%, “不良+关注”类贷款比率 3.08%, 两者均显著小于其他上市银行。而且高达 459% 的拨备覆盖率给予南京银行充足的风险抵御能力。较小的不良贷款包袱, 更有利于南京银行在行业转型大潮中快速调整战术。长三角地区不良贷款情况已经初露曙光。浙江、上海不良贷款余额和不良贷款率出现“双降”, 江苏地区改善在即。区域资产质量的改善, 经济增速加快, 将对地方银行的业绩形成周期性提升的动力。

#### A 股最具成长性银行之一, 维持“买入”评级

在行业利润增速下滑的时期里, 南京银行高速的利润增长尤其瞩目。2016 年前三季度归母净利润增速高达 23%, 拨备前利润增速达到 38%, 稳居上市银行前列。短期内的流动性收紧和监管趋严, 对公司的影响可控。区域经济活跃度提升, 将使南京银行的对公和对私业务快速发展。不良贷款的确定性企稳缓解资产质量压力。预测 2016-2018 年 EPS 分别为 1.41、1.68、2.00 元, 普通股每股净资产 8.97、10.39、12.07 元。考虑到南京银行成长性高, 盈利确定性大, 我们给予公司估值一定溢价, 对应 2017 年市净率为 1.4-1.5 倍, 目标价 14.54-15.58 元。

风险提示: 不良贷款增长超预期, 宏观调控力度超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	6,059
流通 A 股 (百万股)	5,764
52 周内股价区间 (元)	9.22-17.94
总市值 (百万元)	71,735
总资产 (百万元)	1,023,218
每股净资产 (元)	10.17

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	15,992	22,830	26,400	30,278	34,492
+/-%	52.62	42.77	15.63	14.69	13.92
净利润 (百万元)	5,609	7,001	8,560	10,226	12,153
+/-%	24.72	24.82	22.28	19.46	18.84
EPS (元)	1.88	2.07	1.41	1.68	2.00
PE (倍)	6.31	5.72	8.41	7.04	5.92

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

宏观调控不改南京银行英雄本色 .....	4
流动性趋紧，南京银行处变不惊 .....	4
短期无忧，长期利好 .....	4
抓住前期低利率窗口，南京银行积极调整结构 .....	5
行业受惠于利率上行阶段 .....	6
MPA 影响有限，达标难度不大 .....	6
信贷投放亮点纷呈 .....	8
“十三五”期间投资加快，企业贷款增长可期 .....	8
江苏省投资规模稳定增长 .....	8
长三角长期规划带来发展机遇 .....	8
公司业务是南京银行的传统优势领域 .....	10
先行布局江北新区，把握经济发展新增长极 .....	10
大零售板块启动，业务转型夺得先机 .....	11
零售业务明显发力 .....	11
行业向零售转型，南京银行具备扎实基础 .....	12
资产质量包袱最轻，区域不良贷款确定企稳 .....	13
南京银行资产质量最为稳健 .....	13
区域不良贷款企稳，银行业面临周期复苏 .....	13
A 股最具成长性银行之一，维持“买入”评级 .....	15
利润增速预计中长期保持领先地位 .....	15
维持“买入”评级 .....	15
PE/PB - Bands .....	16

## 图表目录

图表 1: 2016 年 10 月以后 10 年期国债收益率上行 .....	4
图表 2: 货币政策工具的操作利率提高 .....	4
图表 3: 不同利率敏感性系数情况下，净利息收入随利率的变化情况 .....	4
图表 4: 2016 年 6 月末，南京银行的一年内的利率敏感性系数最小 .....	5
图表 5: 假设短期内利率上升 100bp，南京银行净息差依然保持在行业第二的位置 .....	5
图表 6: 2016 年 6 月末贷款占生息资产比例环比提升 .....	6
图表 7: 贷款收益率较债券投资更高，比例扩大对净息差形成支撑 .....	6
图表 8: 回顾历史，商业银行的净息差与流动性环境同向变化 .....	6
图表 9: 2016 年 6 月末南京银行的广义信贷增速排在上市银行首位 .....	7
图表 10: 南京银行表内广义信贷增速下行，达标难度不大 .....	7
图表 11: 2016 年江苏省固定资产投资完成额居于第二位 .....	8
图表 12: 2017 年江苏省固定资产投资预计突破 5 万亿元 .....	8
图表 13: 长三角城市群各城市规模等级 .....	9

图表 14: “一核五圈四带”的网络化空间格局 .....	9
图表 15: 贷款增速已经超越债券投资类资产增速 .....	10
图表 16: 公司贷款占比最高 (2016Q3) .....	10
图表 17: 公司存款比例最高 (2016Q3) .....	10
图表 18: 江北新区规划 .....	11
图表 19: 个人贷款增速居于行业前列 .....	12
图表 20: 个人贷款增速已经超越企业贷款增速 .....	12
图表 21: 全行业居民中长期新增贷款占比快速增长 .....	12
图表 22: 南京银行 2016 年 6 月末不良贷款率最低 .....	13
图表 23: 南京银行 2016 年 6 月末不良+关注贷款率较小 .....	13
图表 24: 南京银行拨备覆盖率居于上市银行首位 .....	13
图表 25: 江苏地区不良贷款率较低 .....	13
图表 26: 长三角三省的不良贷款率均同比下降 .....	14
图表 27: 上海、浙江不良贷款余额同比下降, 江苏微长 .....	14
图表 28: 南京银行的净利润实现高速增长 .....	15
图表 29: 关键假设一览 .....	15
图表 30: 上市城商行 PB 估值 .....	16
图表 31: 南京银行历史 PE-Bands .....	16
图表 32: 南京银行历史 PB-Bands .....	16

## 宏观调控不改南京银行英雄本色

### 流动性趋紧，南京银行处变不惊

#### 短期无忧，长期利好

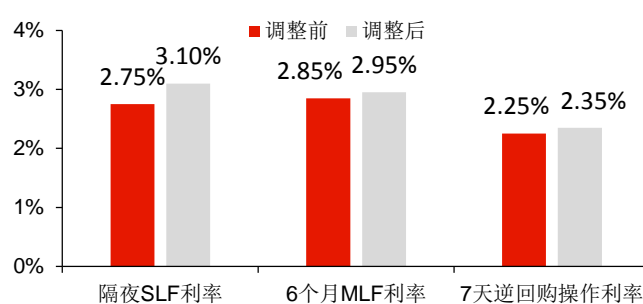
在金融去杠杆的大趋势下，2016年12月的中央经济工作会议强调今年“货币政策要保持稳健中性”。2017年1、2月央行提高MLF、SLF和公开市场逆回购操作利率，引发市场对银行业绩的担忧。银行业在2016年上半年的利率下行周期，加大了短借长贷的期限错配程度，利率趋势转向在短期内的确会对银行的净利息收入增长造成压力。但是南京银行净息差较大，给予资产配置足够的调整空间，短期风险无需过分担忧，长期看利率上行还能对净息差起到支撑作用。

图表1：2016年10月以后10年期国债收益率上行



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表2：货币政策工具的操作利率提高



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

考察银行的利率风险通常采用利率敏感性分析。利率变化时，收益率随之变化的资产称为利率敏感性资产（ISA），成本率随之变化的负债称为利率敏感性负债（ISL）。利率敏感性资产与利率敏感性负债之差称为利率敏感性缺口（ISG），两者相除称为利率敏感性系数。如果利率敏感性系数大于1或利率敏感性缺口为正值，那么当利率上行时，银行的利息收入大于利息支出，利息净收入就会增加。

图表3：不同利率敏感性系数情况下，净利息收入随利率的变化情况

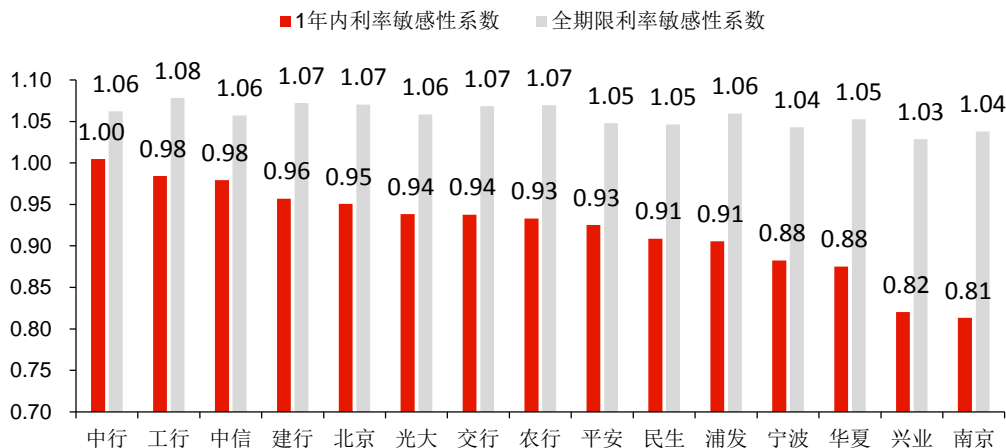
情况	利率敏感性系数	利率敏感性缺口	利率变化	净利息收入
情况一	>1	>0	上升	增加
			下降	减少
情况二	=1	=0	上升	不变
			下降	不变
情况三	<1	<0	上升	减少
			下降	增加

资料来源：华泰证券研究所

2016年6月末老16家上市银行（招行数据未披露）全期限资产负债的利率敏感性系数都接近1。南京银行利率敏感性系数为1.04，与行业均值1.05接近。因此长期利率的变化对上市银行的利息净收入影响为中性偏正面。

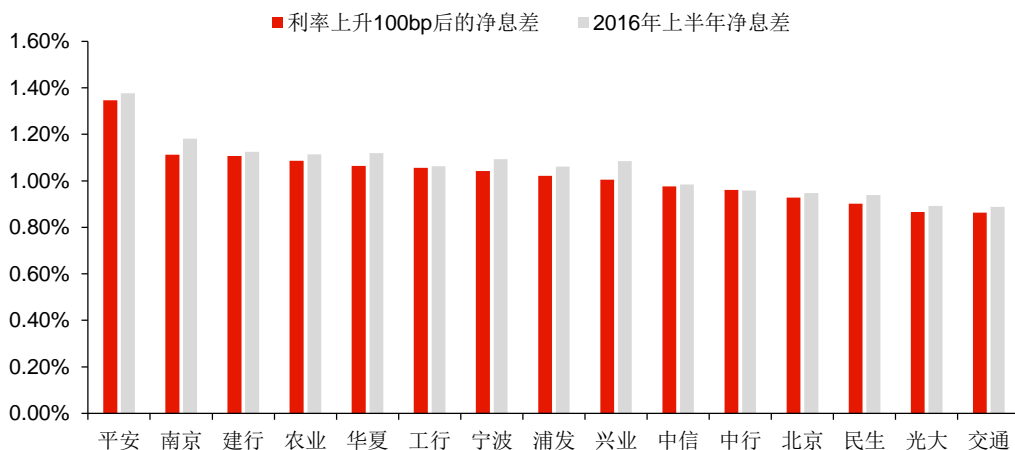
老16家银行（缺招行）1年内的利率敏感性系数都小于1，反映了银行在2016年上半年的利率下行周期通过加大期限错配维持净息差的做法，直接表现为短期限同业存单的大量发行以及长期投资类资产的比例扩张。虽然南京银行1年内的利率敏感性系数只有0.81，低于其他上市银行，短期内受利率变化影响大；但是南京银行的净息差一直居于行业前列，有更强的利率风险抵御能力。假设短期内利率上行100bp，以2016年上半年测算，南京银行净息差依然达到1.11%，居于老16家银行（缺招行）第二位。

**图表4： 2016年6月末，南京银行的一年内的利率敏感性系数最小**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表5： 假设短期内利率上升 100bp，南京银行净息差依然保持在行业第二的位置**

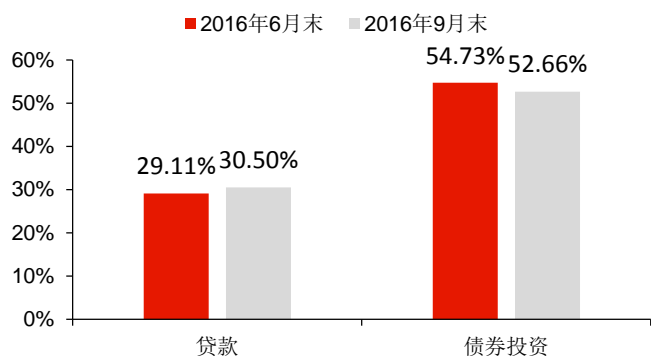


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**抓住前期低利率窗口，南京银行积极调整结构**

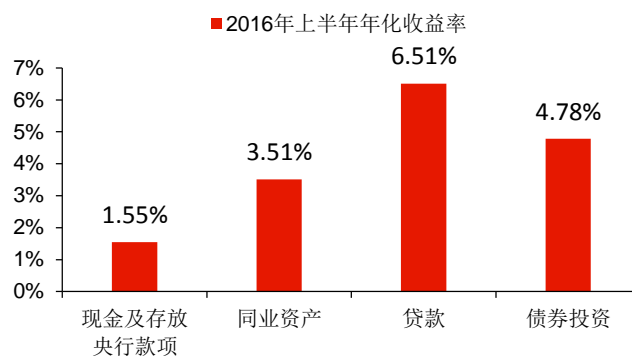
较高的净息差给予南京银行充足的空间进行结构调整，利率风险的实际影响会更小。在资产端的配置已经反映出变化趋势。2016年9月末贷款占生息资产比例较6月末提升1.38个百分点，债券投资比例下降2.07个百分点。债券投资类资产到期日更长，对短期利率敏感性小；而且收益率较贷款低。加大贷款比例既能提升净息差水平，也有利于让资产端收益率充分享受利率上行的推动作用。在负债端，公司把握住低利率窗口期，加大长期负债的融资规模，锁定利息支出成本。2016年通过200亿元金融债、50亿元优先股、100亿元二级资本债大量融入低息长期限资金。

图表6: 2016年6月末贷款占生息资产比例环比提升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 贷款收益率较债券投资更高, 比例扩大对净息差形成支撑

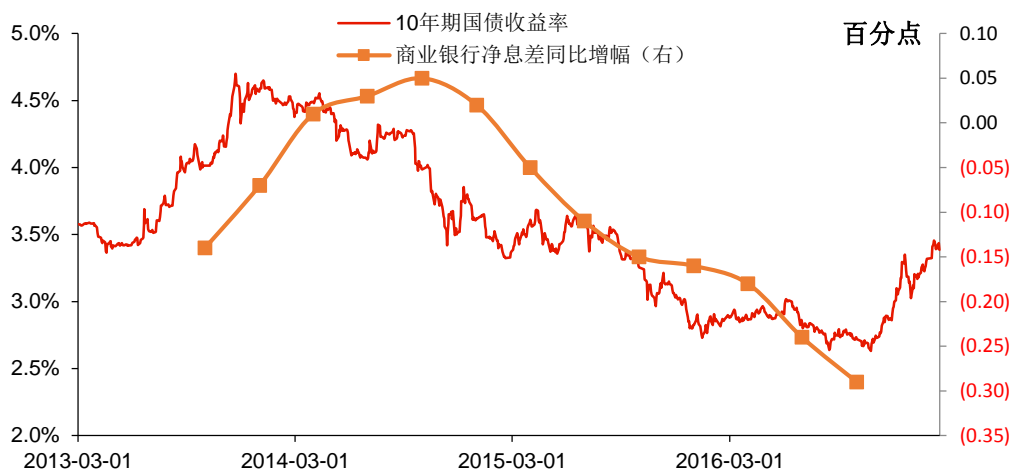


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 行业受惠于利率上行阶段

流动性收紧的环境对银行是显著的利好因素。银行通过加快资产端流转、提高资产收益率, 同时举借长期负债、控制负债成本, 将实现净息差的提升。回顾2013年3月到2014年9月的加息周期, 商业银行的净息差同比增幅从-14bp增加到5bp, 净息差明显提高。而在2014年9月到2016年9月的流动性宽松周期, 净息差同比增幅则一直在收缩。提前进行结构调整、先知先觉的南京银行更容易在流动性偏紧的周期中获利。

图表8: 回顾历史, 商业银行的净息差与流动性环境同向变化

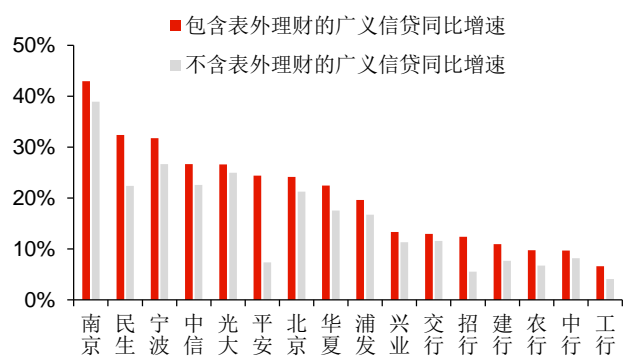


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### MPA影响有限, 达标难度不大

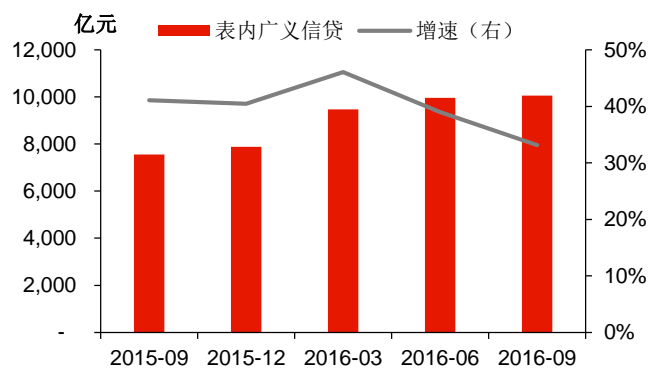
2017年MPA考核对南京银行的影响有限。虽然按照2016年6月末数据看, 南京银行的表内广义信贷和加上表外理财产品的广义信贷同比增速分别为39.0%和43.0%, 居于老16家上市银行首位, 超过MPA考核标准。但是南京银行已经在调整资产增速, 2016年9月末表内广义信贷同比增长33.1%, 增速环比下降5.8个百分点。全行业的理财产品规模增速也在放缓。按照区域性系统重要性机构(R-SIFIs)的评价标准, 广义信贷增速上限为M2增速+22个百分点。2017年1月M2增速为11.3%, 也就是增速上限为33.3%, 与南京银行2016年9月末的表内广义信贷增速较为接近。因此我们判断2017年南京银行MPA考核达标难度不大。而且2016年较快的资产增速也给2017年的资产结构调整以一定的空间。即使增速略减, 新增资产量依然可观, 给予银行在资产配置上更多选择。

图表9: 2016年6月末南京银行的广义信贷增速排在上市银行首位



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 南京银行表内广义信贷增速下行, 达标难度不大



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

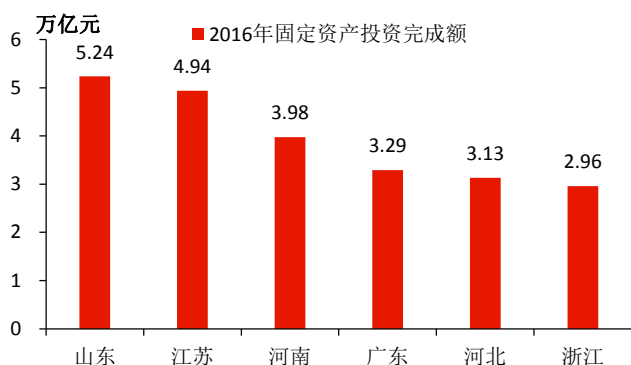
## 信贷投放亮点纷呈

### “十三五”期间投资加快，企业贷款增长可期

#### 江苏省投资规模稳定增长

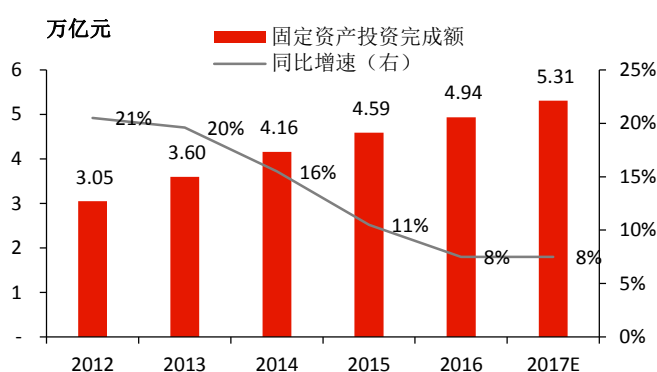
江苏省是投资大省，2016年固定资产投资完成额居于省份第二位，达到4.94万亿元，仅次于山东省。2017年固定资产投资继续稳定增长，根据最近“两会”文件，今年固定资产投资计划增速为7.5%，规模达到5.31万亿元。省内投资不仅规模大，而且进展迅速。2017年2月12日省委、省政府即举行首批重大项目集中开工推进会，涉及省市县5大类1363个重大项目。这是江苏省首次由省级层面统一组织、省市县三级联动推进的重大项目集中开工活动，反映江苏省落实经济结构转型的决心。

图表11：2016年江苏省固定资产投资完成额居于第二位



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12：2017年江苏省固定资产投资预计突破5万亿元



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

#### 长三角长期规划带来发展机遇

2016年国家发改委下发《长江三角洲城市群发展规划》，这是长三角城市群一体化发展的指导性、约束性文件。《规划》中南京被分类为长三角的唯一一个特大城市，仅次于超大城市上海，足见南京在长三角的经济地位。《规划》明确将构建“一核五圈四带”的网络化空间格局。南京身处“南京都市圈”以及“沪宁合杭甬发展带”和“沿江发展带”的交汇处，将打造为区域性创新创业高地和金融商务服务集聚区。依托政策东风和城镇化进程加速，我们预计南京市的基建投入、城市产业升级在中长期内将持续领先长三角其他地区，为地方企业和银行业的发展壮大带来宝贵的机遇。



图表13：长三角城市群各城市规模等级

规模等级		划分标准 (城区常住人口)	城市
超大城市		1000 万人以上	上海市
特大城市		500 万—1000 万人	南京市
大城市	I 型 大城市	300 万—500 万人	杭州市、合肥市、苏州市
	II 型 大城市	100 万—300 万人	无锡市、宁波市、南通市、常州市、绍兴市、芜湖市、盐城市、扬州市、泰州市、台州市
中等城市		50 万—100 万人	镇江市、湖州市、嘉兴市、马鞍山市、安庆市、金华市、舟山市、义乌市、慈溪市
小城市	I 型 小城市	20 万—50 万人	铜陵市、滁州市、宣城市、池州市、宜兴市、余姚市、常熟市、昆山市、东阳市、张家港市、江阴市、丹阳市、诸暨市、奉化市、巢湖市、如皋市、东台市、临海市、海门市、嵊州市、温岭市、临安市、泰兴市、兰溪市、桐乡市、太仓市、靖江市、永康市、高邮市、海宁市、启东市、仪征市、兴化市、溧阳市
	II 型 小城市	20 万人以下	天长市、宁国市、桐城市、平湖市、扬中市、句容市、明光市、建德市

资料来源：长江三角洲城市群发展规划，华泰证券研究所

图表14：“一核五圈四带”的网络化空间格局



资料来源：长江三角洲城市群发展规划，华泰证券研究所

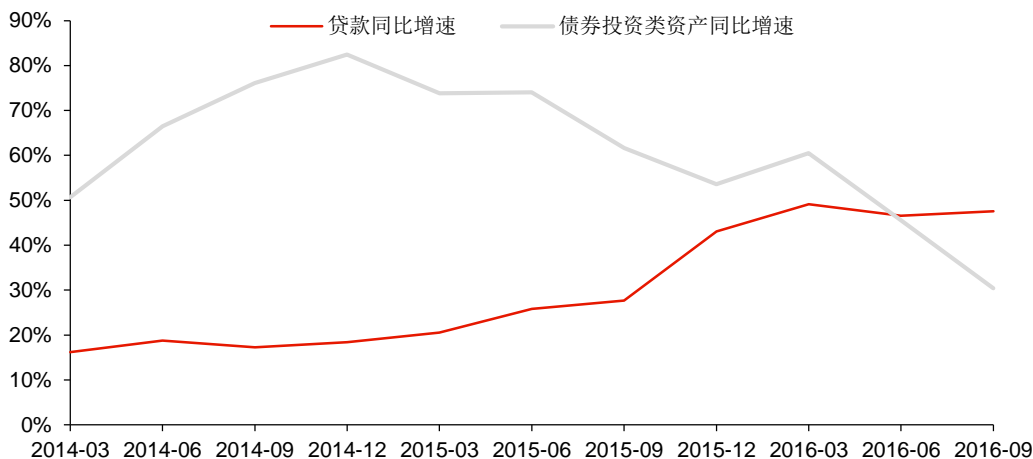
**公司业务是南京银行的传统优势领域**

大批量的投资项目落地为区域银行业的公司贷款带来丰富的项目来源。2016年前三季度江苏省企业贷款新增4996亿元，居于主要省份首位，其中南京银行新增企业贷款占比高达8.96%。贷款增速也是显著提升，从2016年以前的不到30%，提速到2016年9月末的47.6%，超越债券投资类资产增速。公司金融一直是南京银行的传统优势领域。根据最新财报数据，南京银行公司贷款占贷款总额比例达77%，公司存款占存款总额比例为86%，两项均为上市城商行第一位。

公司业务和投行业务、同业业务实现紧密联动。2016年收单DFI、江苏省首单以公募方式注册的收益票据、创投类债融工具成功注册，首单债融计划获北交所备案通知；同期首单产业基金项目、首只与指数挂钩的收益凭证和首笔投资他行金融资产成功落地。

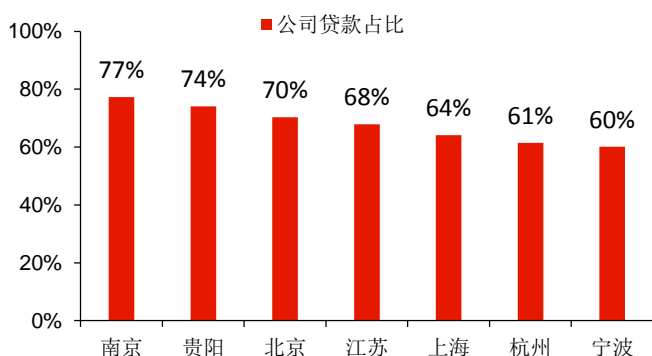
南京银行本身的地方国资背景也有利于开拓企业关系，2016年公司与省内外多家大型企业、金融机构、科创园区等签订了合作协议，将在多个领域展开深入合作。而且在2016年4月随着淮安分行的开业，南京银行实现江苏省13个地级市机构全覆盖，进一步巩固在省内的贷款投放能力。

**图表15： 贷款增速已经超越债券投资类资产增速**



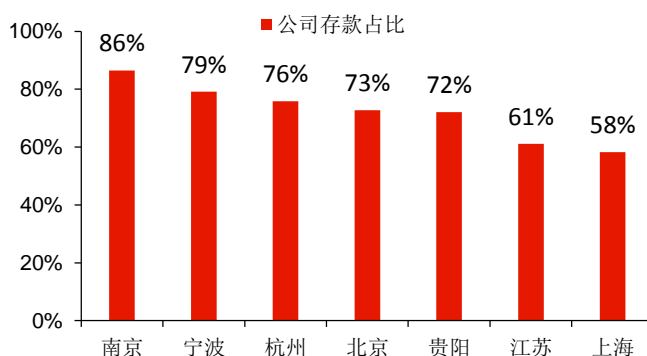
资料来源：长江三角洲城市群发展规划，华泰证券研究所

**图表16： 公司贷款占比最高 (2016Q3)**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表17： 公司存款比例最高 (2016Q3)**



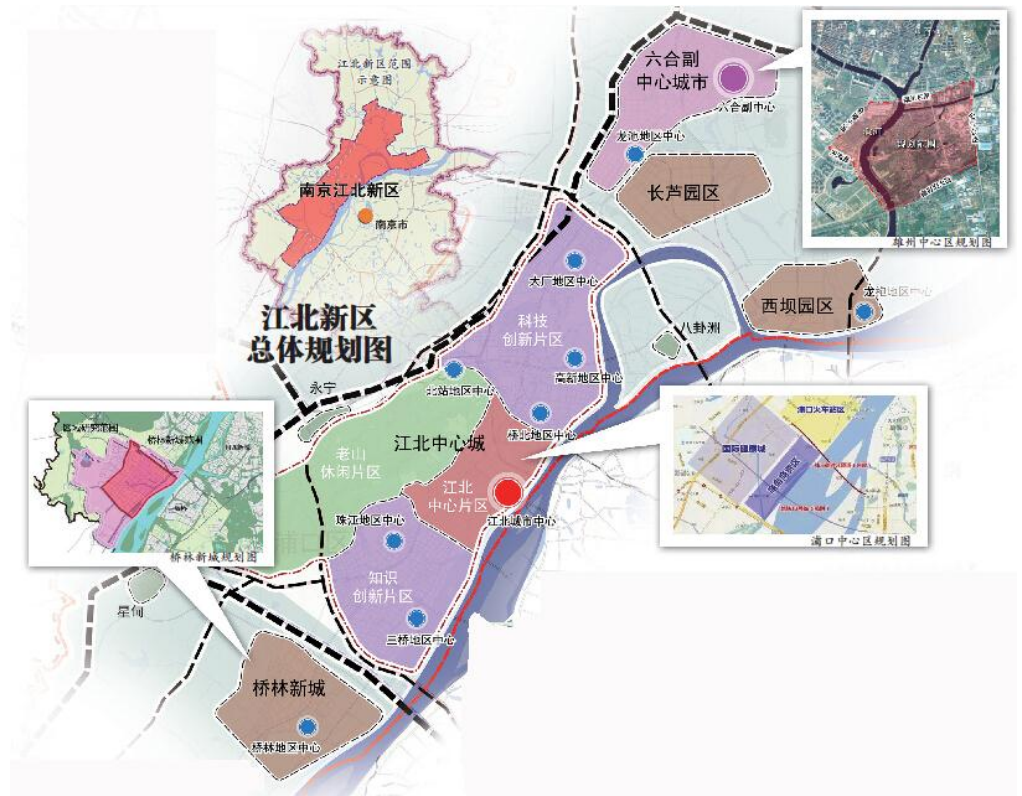
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**先行布局江北新区，把握经济发展新增长极**

南京市江北新区于2015年设立，为国内第十三个、江苏省唯一一个国家级新区，定位为国家级产业转型升级、新型城镇化和开放合作示范新区。南京市“十三五”规划明确将“举全市之力开发建设江北新区”，目标在“十三五”期间江北新区地区生产总值增速高于全市5个百分点以上，提前实现全市地区生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番。

南京银行抓住机遇，成为第一家进驻新区的分行级银行业金融机构。在江北新区分行成立以来，南京银行先后与扬子国资集团、南钢集团等签订战略合作协议；多项投行业务创下总行首单；组建科技文化金融专营团队，创新推出“小股权+大债权”贷投联动产品。成立不到一年，在2016年上半年江北新区分行的营业利润在系统内占比就达到2.62%。十三五期间，江北新区预计将成为南京市新的经济增长极，率先发展新区业务的南京银行优先获益。

图表18：江北新区规划



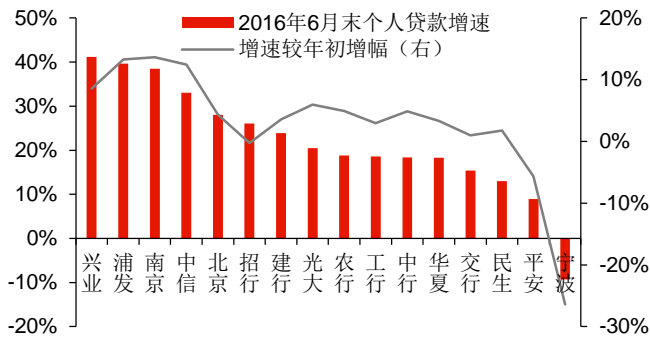
资料来源：中国江苏网，华泰证券研究所

## 大零售板块启动，业务转型夺得先机

### 零售业务明显发力

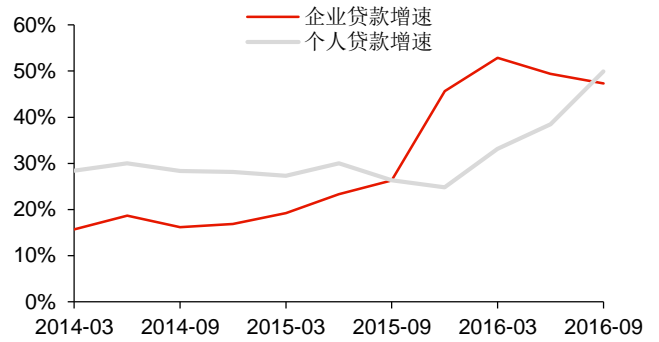
2016年6月末南京银行的零售贷款同比增速达到38%，在老16家上市银行排在第三位。增速较年初提高14个百分点，居于同业首位。个人贷款增速在2016年9月末也是首次超越公司贷款，达到50%。增速较快一方面是由于前期基数小，个贷占比低，2016年6月末南京银行零售贷款余额520亿元，是老16家银行中的最小值；另一方面也是南京银行在扎实基础上的一次大零售战略调整。

图表19: 个人贷款增速居于行业前列



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表20: 个人贷款增速已经超越企业贷款增速



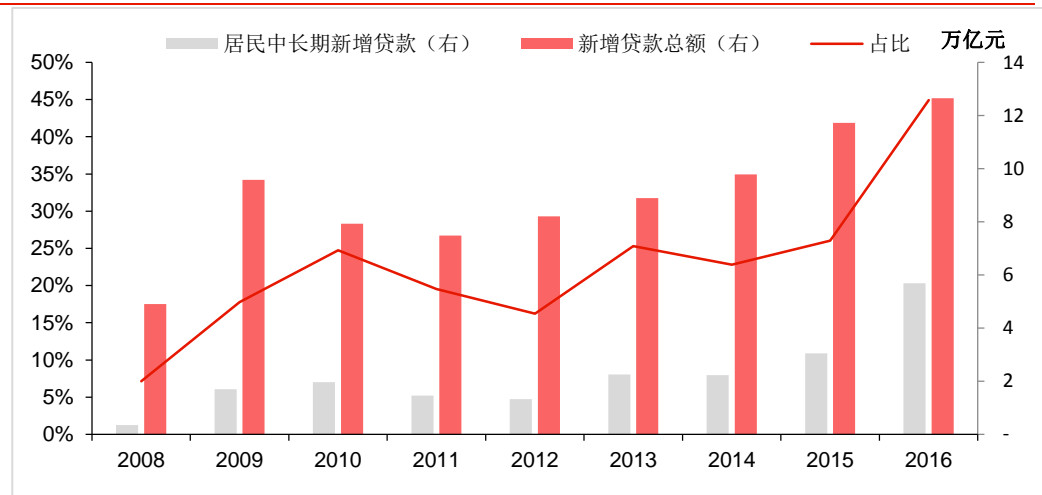
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 行业向零售转型, 南京银行具备扎实基础

在三期叠加的大环境下, 对公业务面临不良贷款压力。更安全、收益稳定的零售业务成为银行业的兵家必争之地。2016年个人中长期贷款占新增贷款比例达到45%, 较2015年提高19个百分点, 其中主要是按揭贷款。随着房地产宏观调控力度的加强, 房地产类贷款增速受到控制。流动性趋紧的周期中, 短期限的消费贷款更容易享受利率上行带来的收益回报, 因此近期银行业加大了对消费金融的战略布局。南京银行长期在消费金融领域的积淀发展, 在行业转型中获得较强的竞争优势。

零售金融是系统性工程, 需要长期运营经验积累。南京银行拥有以零售业务见长的外资战略股东法巴银行, 本身就站在了更高的起点上。2010年南京银行和法巴银行共同建立消费金融与信用卡中心, 中高端业务“鑫梅花”财富管理的核心竞争力逐步显现。2015年南京银行联合苏宁云商、法巴银行等成立苏宁消费金融公司, 落实条线子公司制改革, 同时将金融资源对接电商公司海量的客户需求。同年, 大零售板块正式启动, 个人业务部、消费金融中心和电子银行部形成联动。

图表21: 全行业居民中长期新增贷款占比快速增长



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

细分来看, 南京银行零售业务有四大优势。第一, 长三角地区经济发展活跃, 居民收入水平高, 个人金融需求旺盛。2016年南京市GDP 1.05万亿元, 首次迈入GDP万亿俱乐部的行列。第二, 南京银行依托法巴银行等战略伙伴, 多年来着力发展消费金融业务; 在人才、技术和机制上都积累丰富经验, 符合未来零售转型趋势。第三, 对公的传统客户群体广阔, 有利于开展公私业务联动, 提供综合化金融服务。第四, 南京银行的零售业务已经从单纯的线下, 发展到线下和线上相结合的模式。2016年南京银行基于手机客户端的消费信用贷款产品“南京e贷”上线。该产品依托南京市信息中心的公共服务数据, 结合

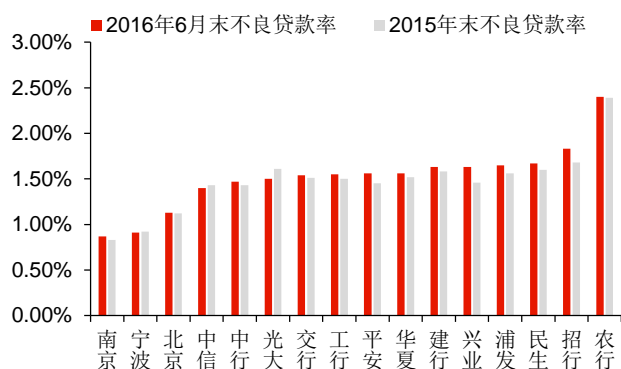
南京银行专家系统模型和大数据分析系统，以线上方式进行自助授信、自动审批、自主放款。该产品补齐了南京银行线上个人消费信贷的产品序列，预计未来将得到快速的发展。

### 资产质量包袱最轻，区域不良贷款确定企稳

#### 南京银行资产质量最为稳健

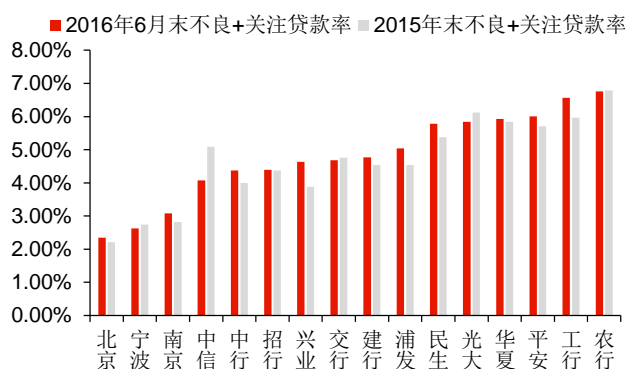
2016年6月末，不良贷款率0.87%，“不良+关注”类贷款比率3.08%，两者均显著小于其他上市银行。而且高达459%的拨备覆盖率给予南京银行充足的风险抵御能力。资产质量较高的原因主要有两个。一个是城商行本身业务集中在城市地区，企业资质更好。2016年6月末，南京银行77.38%的贷款集中在江苏地区，而江苏地区不良贷款率只有0.70%，低于总体不良贷款率。另一个是南京银行更重视授信风险控制，对于不良贷款及时处置清收。较小的不良贷款包袱，更有利于南京银行在行业转型大潮中快速调整战术，适应市场最新变化。

图表22：南京银行2016年6月末不良贷款率最低



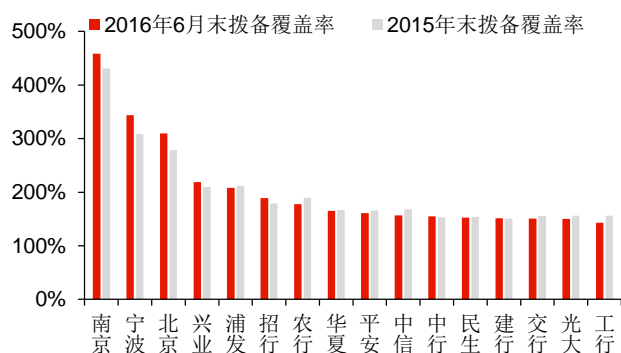
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23：南京银行2016年6月末不良+关注贷款率较小



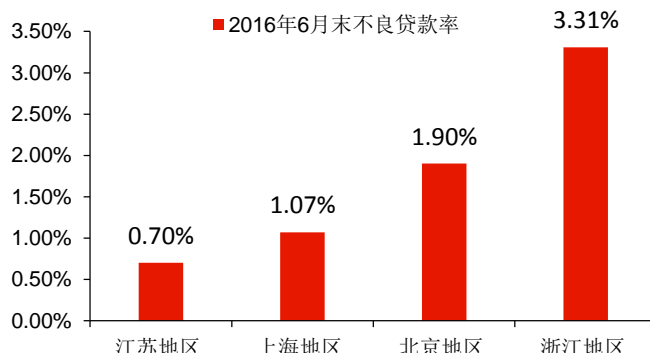
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表24：南京银行拨备覆盖率居于上市银行首位



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表25：江苏地区不良贷款率较低



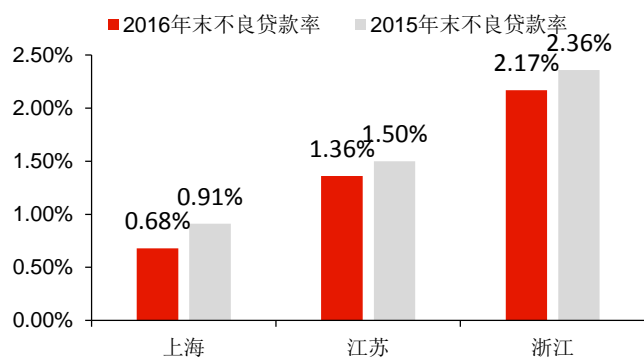
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

#### 区域不良贷款企稳，银行业面临周期复苏

长三角地区的不良贷款情况已经初露曙光。根据最新的地区银行业不良贷款数据，浙江省和上海市银行业的不良贷款余额和不良贷款率出现“双降”。2016年末，浙江省银行业不良贷款余额比年初减少32亿元，不良贷款率比年初下降0.19个百分点。两者为2012年以来的首次“双降”。同期，上海市不良贷款余额比年初降低76亿元；不良贷款率较年初降低0.23个百分点。

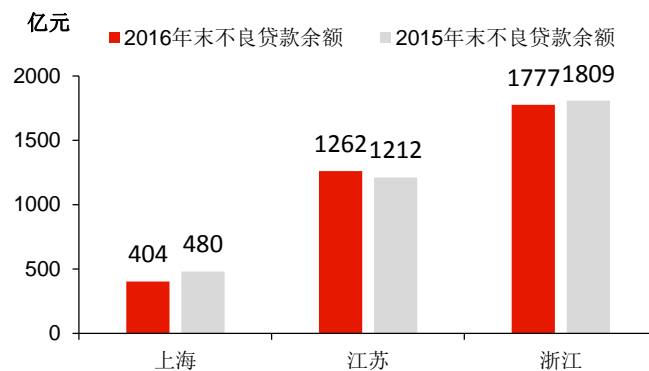
虽然江苏省不良贷款余额仍有增长，但是不良贷款率同样同比下行。年末不良贷款率1.36%，较年初下降0.14个百分点。相比于其他地区仍存有隐患的不良贷款问题，长三角地区的资产风险经过2013-2015年的集中出清，整体已经确定性地进入了企稳阶段。区域资产质量的改善，经济增速加快，将对地方银行的业绩形成周期性提升的动力。南京银行作为区内资产质量压力最小的地方性上市银行，可望提前解决不良贷款包袱。

**图表26： 长三角三省的不良贷款率均同比下降**



资料来源：银监局，华泰证券研究所

**图表27： 上海、浙江不良贷款余额同比下降，江苏微长**



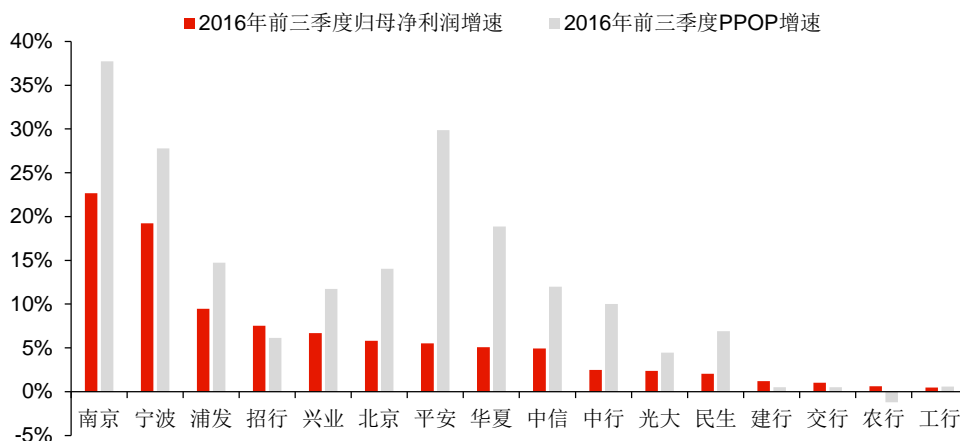
资料来源：银监局，华泰证券研究所

## A股最具成长性银行之一，维持“买入”评级

### 利润增速预计中长期保持领先地位

在行业受不良贷款影响，利润增速下滑的时期里，南京银行高速的利润增长尤其瞩目。得益于灵活的战略调整和较小的不良贷款压力，南京银行2016年前三季度归母净利润增速高达23%，拨备前利润增速达到38%，稳居上市银行前列。2016年资产突破“万亿”大关，风险抵御能力进一步加强。“十三五”改革期间，区域经济增速加快，将对南京银行的成长性形成有力支持。利润增速预计在中长期内仍能保持领先地位。

图表28：南京银行的净利润实现高速增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 维持“买入”评级

盈利预测主要基于以下假设。

- 1.假设 2016-2018 年生息资产增速为 27%、23%、17%。预测随着市场流动性收紧，资产增速会逐步下降。
- 2.假设 2016-2018 年贷款增速 24%、31%、21%。预测贷款增长将受益于生息资产总额的扩张。而资产结构调整，债券类资产占比下降，贷款增速略高于生息资产增速。
- 3.假设 2016-2018 年存款增速 27%、25%、19%。预测存款增长将受益于规模扩张。公司正在加强核心存款吸纳能力，预测未来存款在计息负债中占比将有所提高。
- 4.假设 2016-2018 年不良贷款率为 0.87%、0.92%、0.95%。江浙地区不良贷款有企稳迹象。南京作为经济重镇，资产质量压力将优先缓解。

图表29：关键假设一览

项目	2016E	2017E	2018E
生息资产增速	27.0%	23.0%	17.0%
贷款增速	23.6%	31.2%	20.7%
存款增速	26.5%	25.2%	18.6%
不良贷款率	0.87%	0.92%	0.95%

资料来源：华泰证券研究所

在以上假设下，预测公司 2016-2018 年归属于母公司股东净利润为 85.6、102.3、121.5 亿元，增速为 22.3%、19.5%、18.8%，对应摊薄后 EPS 1.41、1.68、2.00 元，普通股每股净资产 BVPS 8.97、10.39、12.07 元。

短期内的流动性收紧和监管趋严，对南京银行的影响可控。区域经济活跃度提升，将使南京银行的对公和对私业务快速发展。不良贷款的确定性企稳缓解资产质量压力。考虑到南京银行成长性高，盈利确定性大，我们给予公司估值一定溢价，对应2017年市净率为1.4-1.5倍，目标价14.54-15.58元。维持“买入”评级。

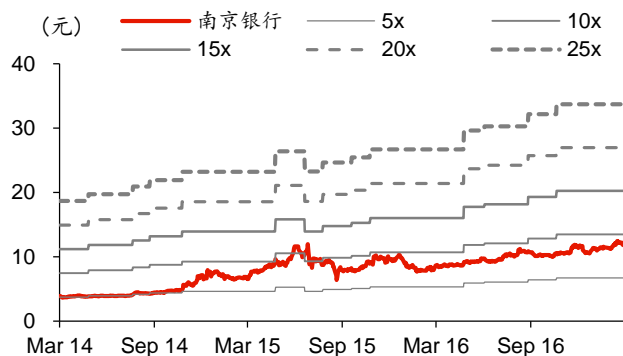
**图表30：上市城商行 PB 估值**

上市公司名称	2017年预测 PB 值
宁波银行	1.30
杭州银行	1.41
贵阳银行	1.60
北京银行	1.03
江苏银行	1.31
上海银行	1.14
平均值	1.30

资料来源：Wind，华泰证券研究所

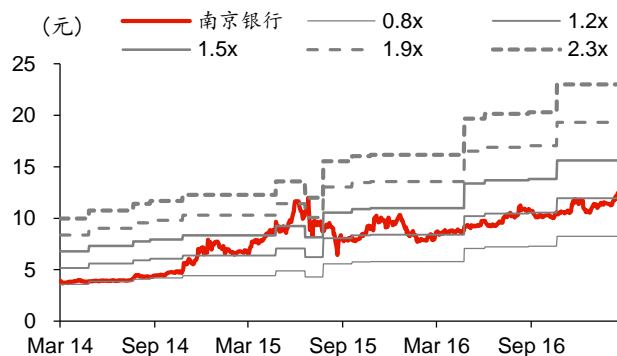
## PE/PB – Bands

**图表31：南京银行历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表32：南京银行历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所



## 盈利预测

资产负债表概要	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表概要	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总资产	573,150	805,020	1,020,284	1,253,425	1,466,310	净利息收入	13,435	18,829	21,653	24,684	27,893
贷款净额	169,346	242,227	299,357	392,757	473,886	手续费净收入	1,954	3,253	3,774	4,378	5,078
债券投资	276,141	424,149	528,865	625,956	718,009	营业费用	5,735	7,240	6,864	7,570	8,278
总负债	540,366	752,606	955,621	1,180,112	1,382,729	拨备前利润	10,303	15,631	19,580	22,755	26,263
存款余额	368,329	504,197	637,648	798,521	946,799	计提减值准备	3,245	6,611	8,551	9,579	10,604
同业负债	125,936	136,327	138,619	136,889	133,352	所得税	1,401	1,954	2,389	2,854	3,392
归母股东权益	32,784	52,414	64,663	73,313	83,581	净利润	5,609	7,001	8,560	10,226	12,153
<b>盈利能力</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>资本管理</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
ROAA	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	核心资本	32,597	47,248	54,366	62,946	73,132
ROAE	19%	16%	15%	15%	15%	资本净额	45,580	66,044	82,343	95,066	109,034
生息资产收益率	6.0%	5.7%	5.3%	5.4%	5.5%	风险加权资产	379,685	503,643	638,318	784,178	917,365
计息负债成本率	3.5%	3.1%	3.1%	3.4%	3.7%	风险加权资产比重	66%	63%	63%	63%	63%
净息差 (NIM)	2.7%	2.8%	2.4%	2.2%	2.1%	核心一级充足率	8.6%	9.4%	8.5%	8.0%	8.0%
成本收入比	36%	32%	26%	25%	24%	一级资本充足率	8.6%	10.4%	10.1%	9.3%	9.0%
<b>成长能力</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	资本充足率	12.0%	13.1%	12.9%	12.1%	11.9%
贷款	18.38%	43.04%	23.59%	31.20%	20.66%	<b>资产质量</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
存款	41.58%	36.89%	26.47%	25.23%	18.57%	贷款减值准备	5,339	8,971	12,265	15,291	18,127
净利息收入	48%	40%	15%	14%	13%	不良贷款额	1,592	2,010	2,604	3,613	4,502
中间业务收入	66%	66%	16%	16%	16%	不良贷款率	0.94%	0.83%	0.87%	0.92%	0.95%
营业费用	40%	26%	-5%	10%	9%	拨备覆盖率	335%	446%	471%	423%	403%
净利润	25%	25%	22%	19%	19%	拨贷比	3.15%	3.70%	4.10%	3.89%	3.83%
<b>营业收入结构</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	信用成本	2.27%	3.90%	3.53%	3.20%	2.70%
利息占比	84%	82%	82%	82%	81%	<b>估值分析</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
手续费收入占比	12%	14%	14%	14%	15%	PB	1.12	0.87	1.36	1.18	1.01
业务费用占比	36%	32%	26%	25%	24%	PE	6.52	5.91	8.70	7.28	6.12
计提拨备占比	20%	29%	32%	32%	31%	摊薄后 EPS	1.88	2.07	1.41	1.68	2.00
						摊薄后 BVPS	10.93	14.01	8.97	10.39	12.07
						每股股利	0.50	0.40	0.27	0.32	0.39
						股息收益率	4.1%	3.3%	2.2%	2.7%	3.2%

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com