

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2019年11月19日**
**市场数据**

目前股价	8.63
总市值（亿元）	732.01
流通市值（亿元）	732.01
总股本（万股）	848,221
流通股本（万股）	848,221
12个月最高/最低	9.43/6.07

**分析师**

分析师：邹恒超 S1070519080001

☎ 021-31829731

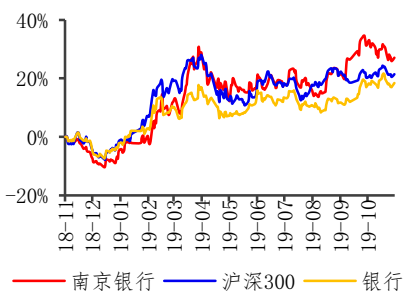
✉ zouhengchao@cgws.com

联系人（研究助理）：栾天悦

S1070118080037

☎ 0755-83667984

✉ luantianyue@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

## 用期权思维看南京银行

### ——南京银行（601009）公司深度报告

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,102	36,724	42,183
(+/-%)	17.7	14.4	14.9
净利润	12,750	14,883	17,434
(+/-%)	15.1	16.7	17.1
摊薄 EPS	1.50	1.75	2.06
PE	5.8	4.9	4.2

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 南京银行的估值折价之殇。**过去，宁波银行和南京银行都是城商行中的出色代表，两者盈利能力水平接近，估值水平也相差不多。但从2017年开始，南京银行估值相对宁波银行的差距不断拉大，目前南京银行较宁波银行估值折价达到50%，与南京银行较高的ROE水平不匹配。
- 南京 vs 宁波，估值折价为哪般？**根据DDM模型，估值的决定因素主要取决于分子的增速g和回报率ROE，以及分母的风险评价。（1）g：利润增速中枢有所回落。2018-3Q19南京银行利润增速中枢回落至15%左右，而宁波银行一直保持在20%附近，而且去年南京银行定增倍否对未来增速中枢带来的不确定性；（2）ROE：盈利能力未能回升。宁波银行ROE在2015年见到低点，并在此后三年内企稳回升；而南京银行ROE在2017-2018年与2015年变化不大，一旦经济进入下行周期ROE是否有压力；（3）风险评价：南京银行在风险控制上做的不如宁波银行，资产质量的不确定性相对更大。
- 现在有哪些边际变化？**（1）g：定增重启，利润增速的中枢有望回升。目前定增方案正处于向证监会反馈意见回复的阶段，从回复内容来看，不存在影响其定增发行的重大违法行为，我们认为这次定增计划大概率会得到证监会审核通过；（2）ROE：大零售转型+投行优势，应对利率并轨和直接融资趋势。零售贷款占比从2015年末的16.0%提升至1H19的28.3%，债券承销佣金占手续费收入比重提升至28.2%；（3）风险评价：不良生成上升势头已控制，从2Q19开始，南京银行不良生成率开始回落。
- 用期权思维看南京银行。**除宁波银行外，大部分上市城商行PB估值都在1.0x左右，南京银行无论是地理位置、盈利能力，还是资产质量，都要优于其他城商行。相对其他城商行而言，目前价格买南京银行，相当于用极少的期权费，去换取一个困境反转的估值提升空间。我们预计公司2019-2021年净利润同比增长15.1%/16.7%/17.1%，目前估值0.95x19PB，维持强烈推荐评级。
- 风险提示：**定增进度不达预期、区域资产质量风险。

**目录**

1. 估值折价之困 .....	4
1.1 g: 利润增速中枢有所回落 .....	5
1.2 ROE: 盈利能力未能回升 .....	6
1.3 风险评价: 资产质量不确定性相对更大 .....	6
2. 现在有哪些边际变化? .....	7
2.1 g: 定增重启, 利润增速的中枢有望回升 .....	7
2.2 ROE: 大零售+投行, 应对利率并轨和直融趋势 .....	7
2.2.1 大零售转型: 提升定价能力 .....	7
2.2.2 投行优势: 与债券特色一脉相承 .....	9
2.3 风险评价: 不良生成上升势头已控制 .....	10
3. 南京银行估值的底线思维 .....	11
3.1 更好的区域地段 .....	11
3.2 更强的吸金能力 .....	12
3.3 更少的后顾之忧 .....	13
4. 投资建议和风险提示 .....	14
附: 盈利预测表 .....	15

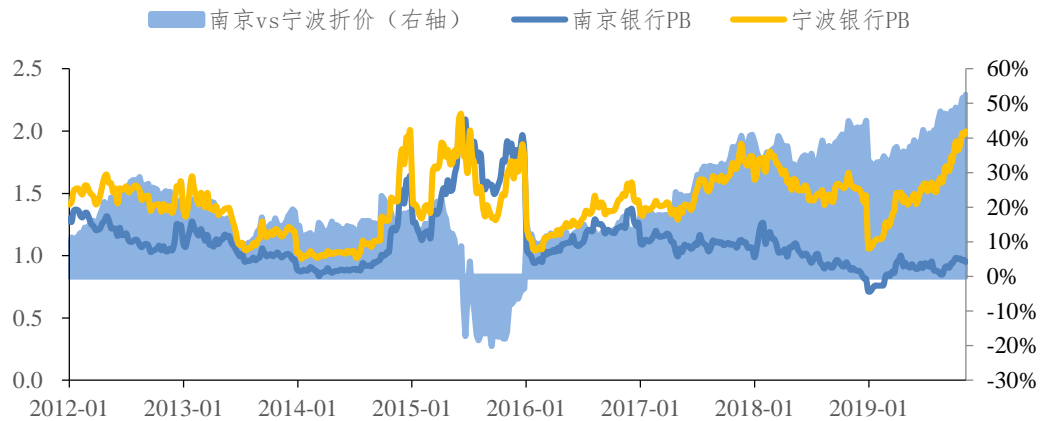
## 图表目录

图 1:	南京银行相对宁波银行估值折价在 2017 年以后开始拉大	4
图 2:	上市银行 PB-ROE 矩阵	4
图 3:	DDM 模型: PB 估值决定因素推导	5
图 4:	南京银行、宁波银行不良率对比	7
图 5:	南京银行、宁波银行单季度不良净生成率对比	7
图 6:	2015 年末城商行零售贷款占比	8
图 7:	1H19 南京银行零售贷款占比基本接近城商行平均	8
图 8:	2016 年开始南京银行对公贷款增速放缓, 个人贷款增速提高	8
图 9:	南京银行个人贷款中消费贷款占总贷款提升最快	9
图 10:	南京银行个人贷款收益率回升幅度最大, 支撑资产端收益率回升	9
图 11:	2019 年 1-10 月债券承销金额	10
图 12:	南京银行债券承销占手续费收入比例超过 25%	10
图 13:	3Q19 城商行手续费及佣金净收入占营业收入比例	10
图 14:	南京银行 2Q19 后不良净生成率有所回落	11
图 15:	1H19 南京银行不良贷款偏离度下降至 92%	11
图 16:	上市城商行 PB 估值和 ROE 水平	11
图 17:	2019 前三季度各地区社融、新增人民币贷款、GDP	12
图 18:	3Q19 上市城商行拨备覆盖率	13
表 1:	南京银行和宁波银行净利润增速和分拆	5
表 2:	南京、宁波银行 ROE 拆解	6
表 3:	上市城商行贷款区域分布 (%)	12
表 4:	上市城商行 ROE 水平排序	13
表 5:	上市城商行关注类比例和关注类迁徙率	14

# 1. 估值折价之困

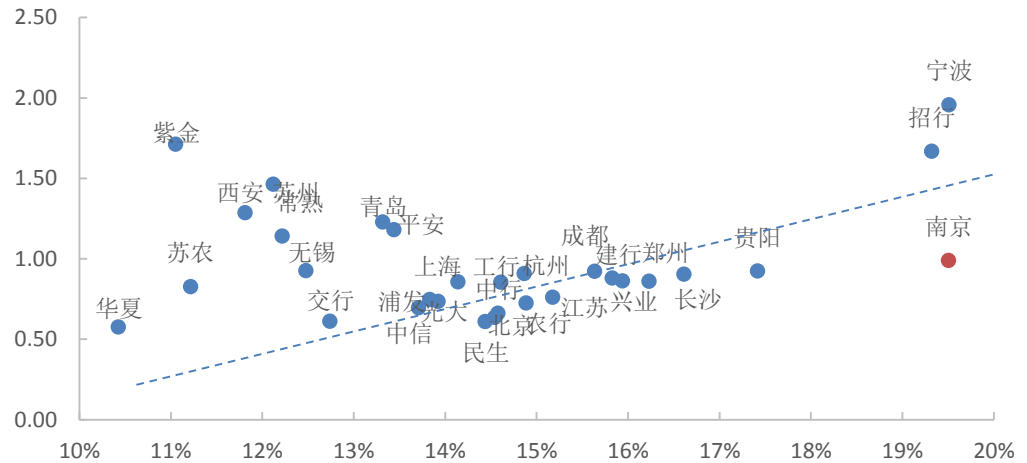
过去，宁波银行和南京银行都是城商行中的出色代表，两者盈利能力水平接近，估值水平也相差不多。但从 2017 年开始，南京银行估值相对宁波银行的差距不断拉大，目前南京银行较宁波银行估值折价达到 50%，与南京银行较高的 ROE 水平不匹配

图 1: 南京银行相对宁波银行估值折价在 2017 年以后开始拉大



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: 上市银行 PB-ROE 矩阵



资料来源: Wind, 长城证券研究所

我们知道，根据 DDM 模型，估值的决定因素主要取决于分子的增速  $g$  和回报率  $ROE$ ，以及分母的风险评价，任何一项的变化，都会带来估值的变化。南京银行相对宁波银行的估值折价，其实就是在  $g$ 、 $ROE$  和风险评价的预期上出现了分化。

图 3: DDM 模型: PB 估值决定因素推导

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(B * ROE * d)_t}{[1+r_f + \beta * \text{风险评价} / \text{风险偏好}]^t}$$

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_0 * \prod_{1}^t (1+g_t) * ROE_t * d_t}{[1+r_f + \beta * \text{风险评价} / \text{风险偏好}]^t}$$

$$P/B = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\prod_{1}^t (1+g_t) * ROE_t * d_t}{[1+r_f + \beta * \text{风险评价} / \text{风险偏好}]^t}$$

资料来源: 长城证券研究所

## 1.1 g: 利润增速中枢有所回落

2016 年之前, 从净利润复合增速来看, 南京银行并不输于宁波银行, 两者基本相当。但 2017 年后, 南京银行净利润增速开始较为明显的低于宁波, 2018-3Q19 南京银行利润增速中枢回落至 15% 左右, 而宁波银行一直保持在 20% 附近。并且 2017 年南京银行一度通过拨备来反哺来维持住利润的增长, 而宁波银行拨备计提的增速始终高于收入的增速。

另外, 定增的不确定性, 使得南京银行未来能否恢复之前的高增长打了个问号。早在 2017 年 8 月 1 日, 南京银行公布了 140 亿的定增方案, 定增方为紫金投资、南京高科、交通控股、太平人寿和凤凰集团。但一年后南京银行定增申请意外未获得证监会通过。

表 1: 南京银行和宁波银行净利润增速和分拆

南京	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	3Q19
利润	14.57	15.44	23.12	32.12	40.13	44.97	56.09	70.01	82.62	96.68	110.73	98.89
增速	60.0%	6.0%	49.7%	38.9%	24.9%	12.1%	24.7%	24.8%	18.0%	17.0%	14.5%	15.3%
规模	22.1%	63.2%	48.2%	27.0%	22.0%	26.0%	31.8%	40.6%	32.2%	6.6%	8.7%	10.3%
息差	10.6%	-41.3%	-2.2%	13.8%	-3.8%	-7.8%	15.9%	-0.4%	-19.4%	-12.0%	-1.4%	-6.9%
非息	32.7%	-9.7%	0.7%	0.2%	3.6%	-3.0%	4.5%	2.4%	3.6%	-1.4%	2.8%	17.8%
成本	12.7%	-12.3%	4.1%	-1.5%	1.2%	-3.7%	8.0%	9.2%	5.0%	-2.6%	1.3%	2.6%
拨备	-14.4%	7.5%	1.0%	-0.6%	3.1%	1.2%	-34.4%	-23.9%	-4.8%	22.4%	-4.8%	-5.8%
税收	-3.6%	-1.5%	-2.0%	-0.1%	-1.2%	-0.5%	-1.1%	-3.0%	1.5%	4.0%	7.9%	-2.7%
宁波	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	3Q19
利润	13.32	14.57	23.22	32.54	40.68	48.47	56.28	65.45	78.10	93.34	111.86	107.12
增速	40.0%	9.4%	59.3%	40.1%	25.0%	19.2%	16.1%	16.3%	19.3%	19.5%	19.9%	20.0%
规模	32.3%	66.5%	61.3%	-1.2%	42.6%	24.9%	20.1%	29.1%	22.3%	13.8%	9.7%	14.3%
息差	7.9%	-43.6%	-17.4%	34.8%	-7.7%	-2.7%	-1.5%	-12.2%	-9.8%	-20.5%	6.9%	-9.1%
非息	10.3%	0.6%	-1.6%	3.2%	-7.0%	0.6%	1.5%	10.3%	8.8%	13.7%	-2.5%	15.4%
成本	-11.9%	-1.6%	10.3%	4.1%	4.3%	-0.8%	6.4%	-3.4%	5.7%	1.7%	0.8%	-0.3%
拨备	-10.1%	-7.1%	15.9%	-4.1%	-5.8%	-3.3%	-10.7%	-9.4%	-6.5%	-3.4%	-1.8%	6.9%
税收	11.5%	-5.5%	-9.2%	3.2%	-1.3%	0.5%	0.3%	1.9%	-1.1%	14.2%	6.7%	-6.8%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 1.2 ROE: 盈利能力未能回升

宁波银行 ROE 在 2015 年见到低点, 并在此后三年内企稳回升。而南京银行 ROE 在 2017-2018 年与 2015 年变化不大, 如果在 2016-2017 这轮经济上升周期 ROE 没能提升, 市场担心进入经济下行周期以后, 南京银行的 ROE 是否会有压力。

**表 2: 南京、宁波银行 ROE 拆解**

南京银行	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
利息净收入/平均资产	2.46%	2.34%	2.67%	2.73%	2.27%	1.82%	1.81%
利息收入/平均资产	5.35%	5.34%	5.87%	5.57%	4.59%	4.27%	4.49%
利息支出/平均资产	-2.89%	-3.00%	-3.21%	-2.84%	-2.32%	-2.45%	-2.68%
非息收入/平均资产	0.46%	0.37%	0.51%	0.58%	0.57%	0.42%	0.48%
手续费收入/平均资产	0.30%	0.30%	0.39%	0.47%	0.46%	0.32%	0.30%
其他非息收入/平均资产	0.16%	0.06%	0.12%	0.11%	0.11%	0.11%	0.18%
营业费用/平均资产	-1.08%	-1.05%	-1.13%	-1.04%	-0.81%	-0.69%	-0.68%
资产减值损失/平均资产	-0.25%	-0.21%	-0.64%	-0.96%	-0.90%	-0.48%	-0.54%
所得税/平均资产	-0.30%	-0.28%	-0.28%	-0.28%	-0.23%	-0.19%	-0.12%
ROAA	1.28%	1.16%	1.11%	1.02%	0.88%	0.88%	0.93%
平均杠杆倍数	13.52	15.19	17.06	17.31	18.84	20.13	19.01
ROAE	17.35%	17.56%	19.00%	17.59%	16.65%	17.65%	17.65%
宁波银行	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
利息净收入/平均资产	2.91%	2.68%	2.61%	2.46%	2.19%	1.71%	1.78%
利息收入/平均资产	5.63%	5.59%	5.51%	5.01%	4.28%	3.81%	3.99%
利息支出/平均资产	-2.72%	-2.91%	-2.90%	-2.55%	-2.08%	-2.10%	-2.21%
非息收入/平均资产	0.37%	0.35%	0.38%	0.61%	0.76%	0.93%	0.91%
手续费收入/平均资产	0.31%	0.38%	0.49%	0.63%	0.69%	0.62%	0.54%
其他非息收入/平均资产	0.06%	-0.03%	-0.10%	-0.02%	0.07%	0.31%	0.37%
营业费用/平均资产	-1.33%	-1.24%	-1.13%	-1.21%	-1.08%	-0.94%	-0.95%
资产减值损失/平均资产	-0.34%	-0.35%	-0.49%	-0.60%	-0.66%	-0.64%	-0.67%
所得税/平均资产	-0.32%	-0.29%	-0.27%	-0.23%	-0.23%	-0.08%	-0.03%
ROAA	1.28%	1.15%	1.10%	1.03%	0.98%	0.97%	1.04%
平均杠杆倍数	15.53	17.67	17.15	17.11	18.70	20.01	18.68
ROAE	19.93%	20.36%	18.89%	17.62%	18.24%	19.48%	19.45%

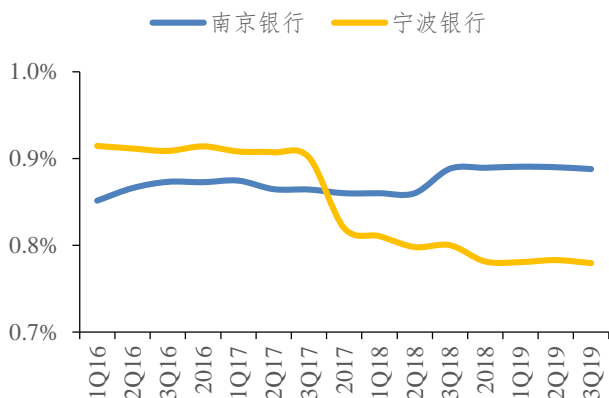
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 1.3 风险评价: 资产质量不确定性相对更大

南京银行在风险控制上不如宁波银行。宁波银行不良率从 2017 年开始显著改善, 并且一直持续; 南京银行不良率在 2017 年略微改善之后, 2018 年又有所提高。从不良净生成率看也是宁波银行要优于南京银行, 2017 年下半年后宁波银行不良净生成率降到了极低的水平, 而南京银行始终还是更高一些。

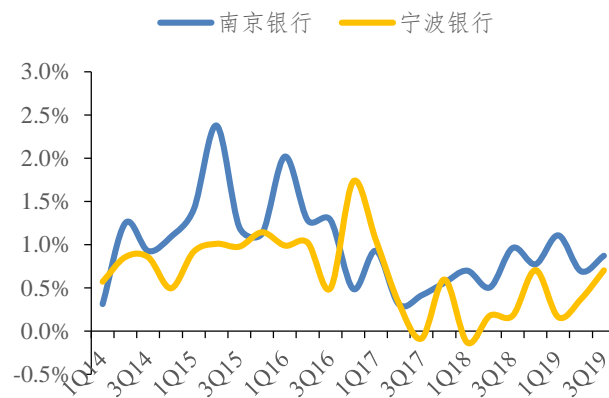


图 4: 南京银行、宁波银行不良率对比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 5: 南京银行、宁波银行单季度不良净生成率对比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2. 现在有哪些边际变化?

### 2.1 g: 定增重启, 利润增速的中枢有望回升

2019年5月21日, 南京银行重新提交了新的定增方案, 定增方变更为第一大股东法国巴黎银行、资金投资、交通控股和江苏省烟草公司, 募集资金同样是140亿。在2019年8月1日定增修订稿中, 由于紫金投资受到《中国银保监会中资商业银行行政许可事项实施办法》中“境内非金融机构作为商业银行法人机构的发起人, 其权益性投资原则上不超过本企业净资产的50%”的限制, 不再参与本次定增, 募集资金因此变更为116亿。

目前定增方案2019年8月30日已获得江苏省银保监局核准, 目前正处于向证监会反馈意见回复的阶段。从回复内容来看, 南京银行不良划分真实、充分, 2018年票据违规处罚已积极落实整改, 不构成影响其定增发行的重大违法行为, 我们认为这次定增计划大概率会得到证监会审核通过。定增发行完成后, 将提升核心一级资本充足率1.35个百分点至10%。

### 2.2 ROE: 大零售+投行, 应对利率并轨和直融趋势

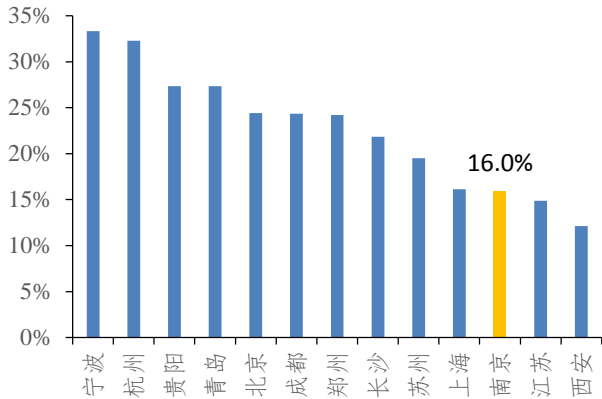
#### 2.2.1 大零售转型: 提升定价能力

过去, 南京银行的特色是对公。南京是华东的工业重镇, 国企、大型企业林立, 且多是与地方政府、基建相关的行业, 这也构成了南京银行对公业务快速发展的基础。(1)从量上来看, 最早上市的三家城商行北京、宁波、南京来看, 2007年南京银行的总资产规模760亿, 和宁波差不多, 是北京银行的21%; 到2016年南京先于宁波总资产突破一万亿, 城商行中规模仅次于北京、上海和江苏银行, 南京银行的总资产也变成了北京银行1/2; (2)从结构来看, 南京银行无论是最早对公贷款占比超过80%, 还是债券银行的标签, 再到后来非标投资占总资产最高到30%, 都是以对公业务为依托。

2016年开始, 南京银行积极推进“大零售”的战略转型。2015年末, 南京银行零售贷款占总贷款比例只有16%, 在13家A股上市的城商行中排在倒数第三。自2016年开始,

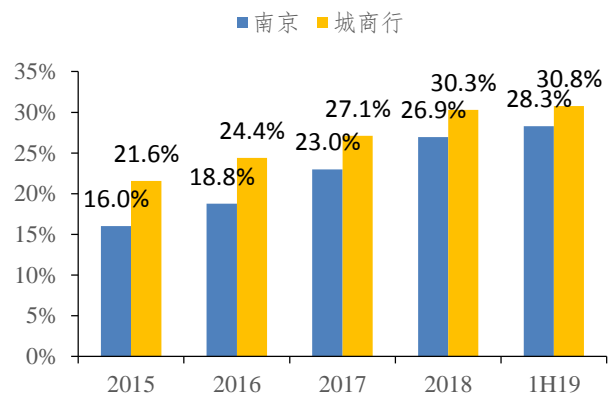
南京银行不断将信贷资源向零售业务倾斜，主动放慢对公贷款的增速，而快速提高个人贷款的增长，最近三年个人贷款增速都在 40% 以上。截至 1H19，南京银行零售贷款的占比达到 28.3%，基本接近城商行的平均水平。

图 6: 2015 年末城商行零售贷款占比



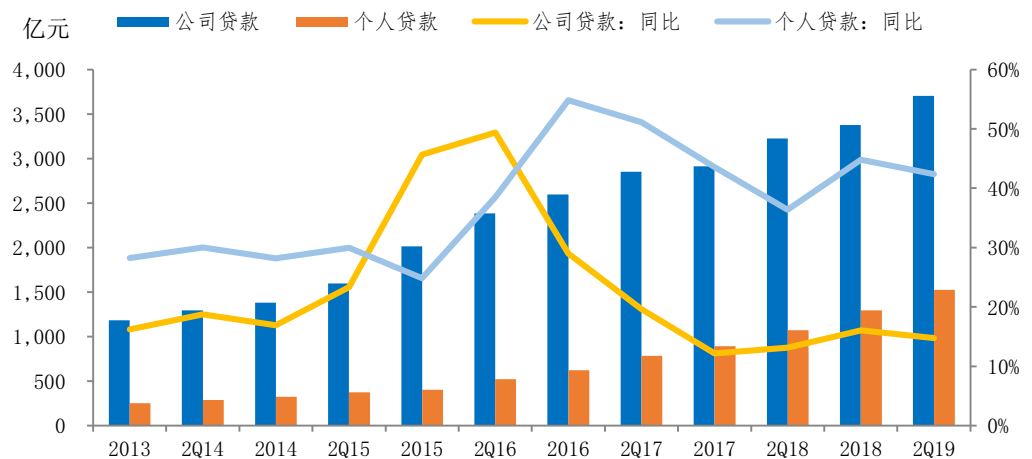
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 7: 1H19 南京银行零售贷款占比基本接近城商行平均



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 8: 2016 年开始南京银行对公贷款增速放缓, 个人贷款增速提高

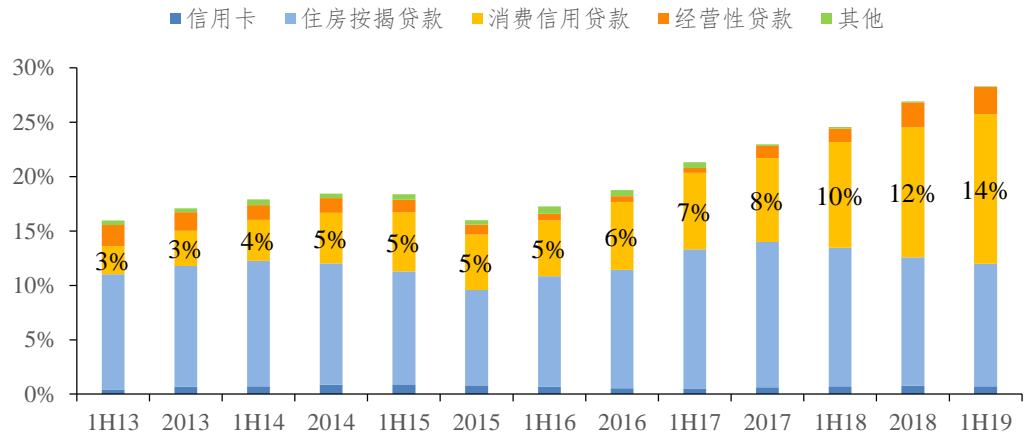


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

南京银行的大零售转型以消费金融为抓手，通过与 BAJ 等大型互联网公司合作的方式，在线上、线下同时发力，从消费场景中获取客户。南京银行早在 2007 年就成立了消费金融中心，并在 2015 年和法国巴黎银行一起参股了苏宁消费金融中心，将长期积累的经验运用在市场中，进一步夯实自身在消费金融领域市场的优势。截至 1H19，南京银行消费信用贷款余额达 740 亿，占个人贷款的 48.5%，占总贷款比例提升至 13.7%，消费金融中心累计服务客户超过 1400 万户。



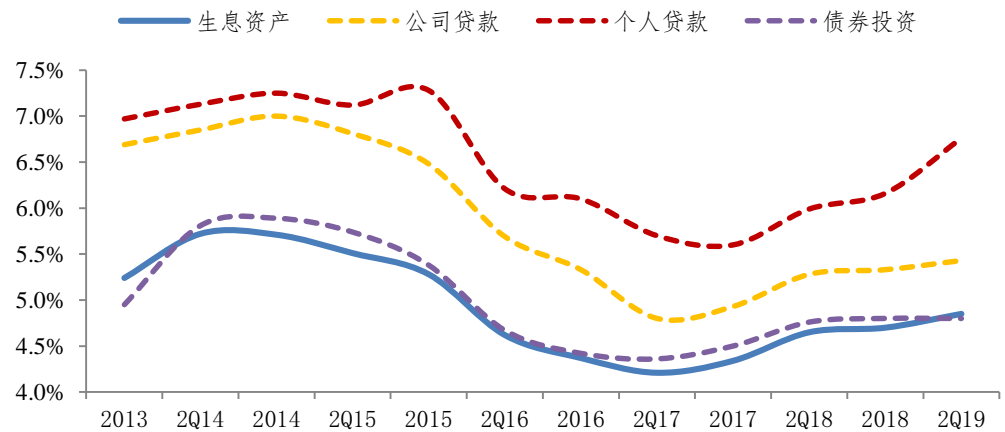
图 9：南京银行个人贷款中消费贷款占总贷款提升最快



资料来源：公司公告，长城证券研究所

“大零售”战略也成为支撑南京银行生息资产收益率回升的关键。在经过 2014-2015 年降息，以及 2016-2017 年同业去杠杆后，南京银行对公贷款和债券投资收益率都经历了不可逆的下降，唯有零售贷款收益率由于结构调整能勉强接近 2015 年之前的水平。1H19 南京银行零售贷款收益率为 6.76%，较 2017 年最低点的 5.60% 回升了 116bp，远高于对公贷款和债券投资较最低点的回升幅度（1H19 对公贷款较 1H17 最低回升 63bp，债券投资较 1H17 最低回升 44bp）。

图 10：南京银行个人贷款收益率回升幅度最大，支撑资产端收益率回升

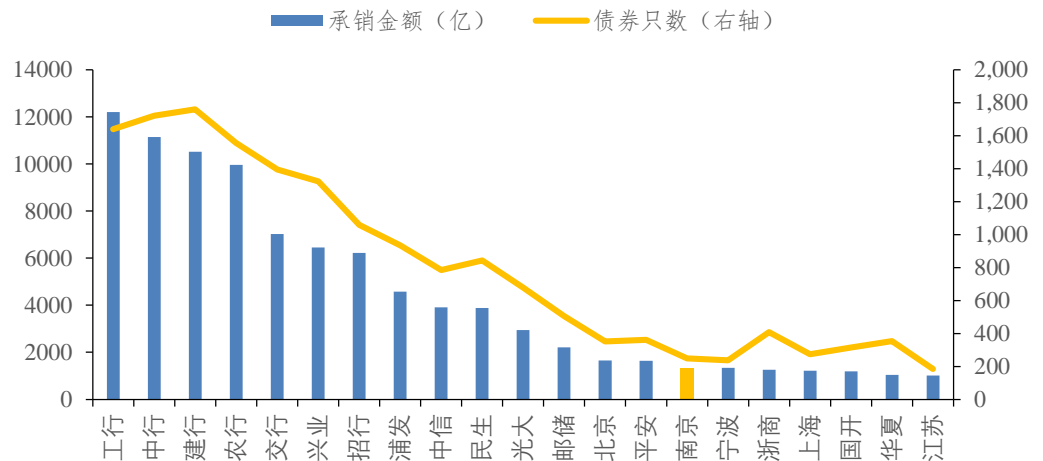


资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 2.2.2 投行优势：与债券特色一脉相承

一直以来，南京银行都以债券业务特色而闻名，这也带动了投行的债券承销业务快速发展。随着金融供给侧改革的不断深入，提高企业直接融资比例一直是改革的方向之一。2019 年 1-10 月，南京银行共承销各类债券 249 只，总承销金额达 1347 亿，在银行中排名第 15 位，是城商行中仅次于北京银行的债券承销商。

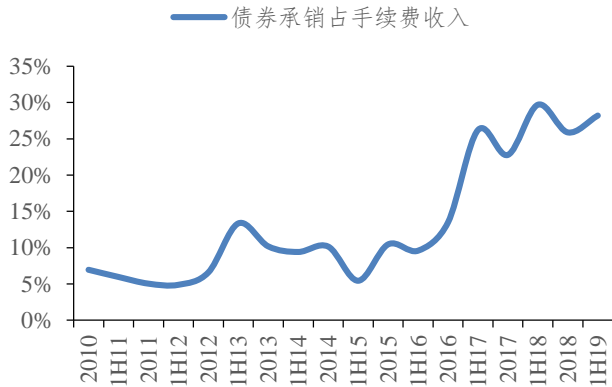
图 11: 2019 年 1-10 月债券承销金额



资料来源: Wind, 长城证券研究所

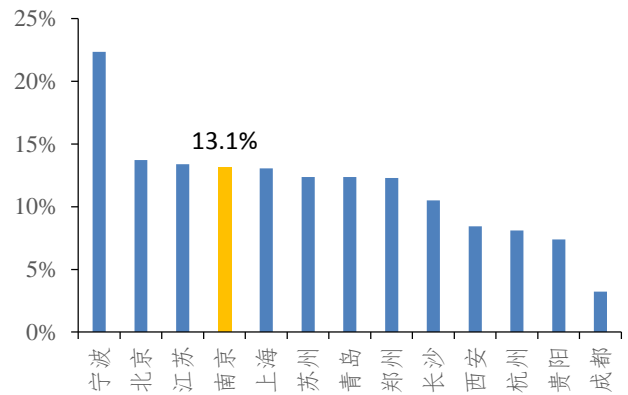
债券承销对手续费收入的贡献不断加大。2015 年之前，南京银行债券承销手续费收入占手续费及佣金收入比例在 5-10% 之间，2017 年后这一比例快速提高（部分也是因为南京银行整体手续费增长乏力，而债券承销一直保持着快速增长），截至 1H19，债券承销占手续费收入比重已提升至 28.2%，南京银行手续费及佣金净收入占营业收入比例为 13.1%，处于上市城商行中除宁波银行以外的第二梯队。

图 12: 南京银行债券承销占手续费收入比例超过 25%



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 13: 3Q19 城商行手续费及佣金净收入占营业收入比例

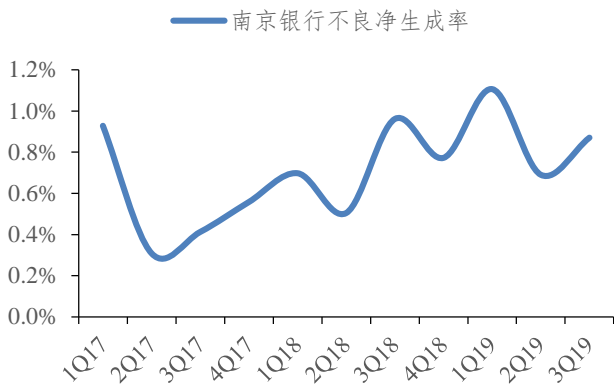


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2.3 风险评价: 不良生成上升势头已控制

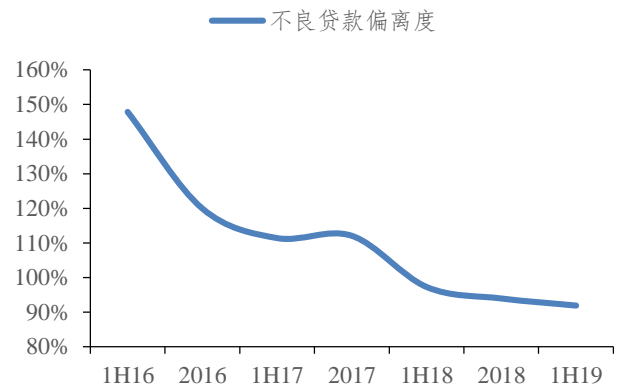
2Q19 之后，南京银行不良生成快速上升的势头得到控制。从 3Q18 开始，南京银行不良净生成率开始走高，并在 1Q19 达到 1.11%，是 2017 年以来的最高点。但从 2Q19 开始，南京银行不良生成率开始回落，3Q19 不良净生成率 0.87%，也低于去年同期。同时不良贷款偏离度也在改善，2018 年逾期 90+/不良回落至 100% 内，1H19 继续下降至 92%。

图 14: 南京银行 2Q19 后不良净生成率有所回落



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 15: 1H19 南京银行不良贷款偏离度下降至 92%

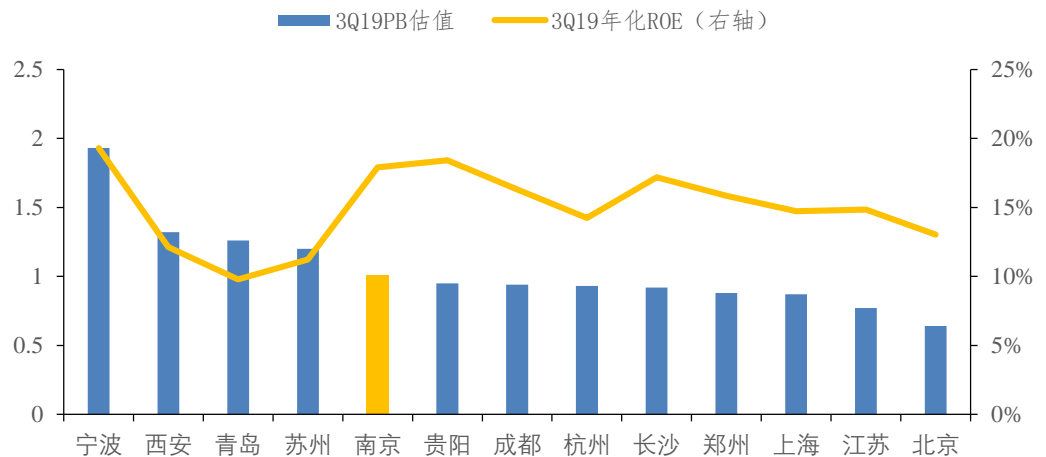


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

### 3. 南京银行估值的底线思维

上市城商行中, 除宁波银行以外, 其余估值大多在 1.0x 附近。南京银行作为第一家上市的城商行, 不仅地处经济环境发达的江浙地区, 并且在盈利能力、资产质量等方面都优于其他城商行。类似的估值下, 基本面更优的南京银行具有更高的性价比。

图 16: 上市城商行 PB 估值和 ROE 水平



资料来源: Wind, 长城证券研究所

#### 3.1 更好的区域地段

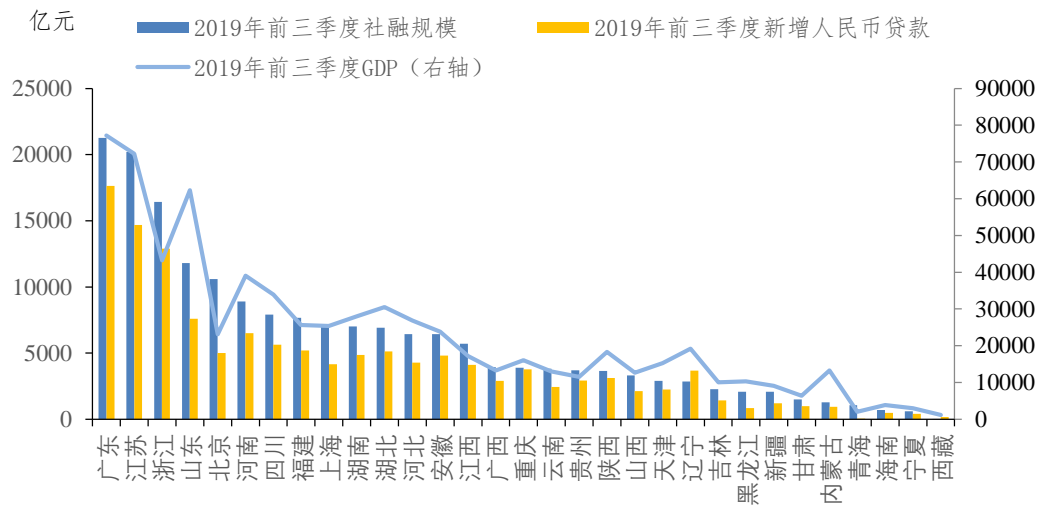
城商行经营范围受到所在区域限制, 好的经济环境犹如沃土, 可以为银行开展业务奠定良好的基础。南京银行的主要经营区域在江苏省, 当地经济发达, 企业融资需求旺盛。2019 年前三季度, 江苏省无论是社会融资规模, 还是新增人民币贷款、GDP 总量, 均排在全国第二的位置。

表 3: 上市城商行贷款区域分布 (%)

	南京	宁波	苏州	江苏	杭州	上海	北京	西安	青岛	贵阳	成都	长沙	郑州
江苏	80	23	100	80	6		6						
浙江	6	63			68		6						
上海	9	7			7	49	9						
安徽					5								
长三角	94	92	100	87	82	68	21						
广东		4			5		8					3	
珠三角		4		6	5	17	8					3	
北京	6	4			9		44						
天津							4						
山东							6						
环渤海	6	4		7		11	54						
湖南							4					97	
河南													100
陕西							5	100	100				
贵州										93			
四川										7	100		
中西部						3	10	100	100	100	100	97	100
其他							8						

资料来源: 长城证券研究所

图 17: 2019 前三季度各地区社融、新增人民币贷款、GDP



资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.2 更强的吸金能力

对当下的盈利能力, 我们直接比较 ROE 即可。ROE=[净息差/(1-非息收入占比)\*(1-成本收入比)-信用成本]\*(1-所得税率), 息差、非息占比、成本收入比、信用成本, 没有一个单一的指标可以简单衡量盈利能力的高低, 息差高的银行可能成本收入比更高、

信贷成本更高，综合后的 ROE 可能并不高，只有结果——最终的 ROE，才是最终衡量的标准。南京银行近三年 ROE 表现持续稳定，并且仅排在宁波、贵阳之后。

表 4: 上市城商行 ROE 水平排序

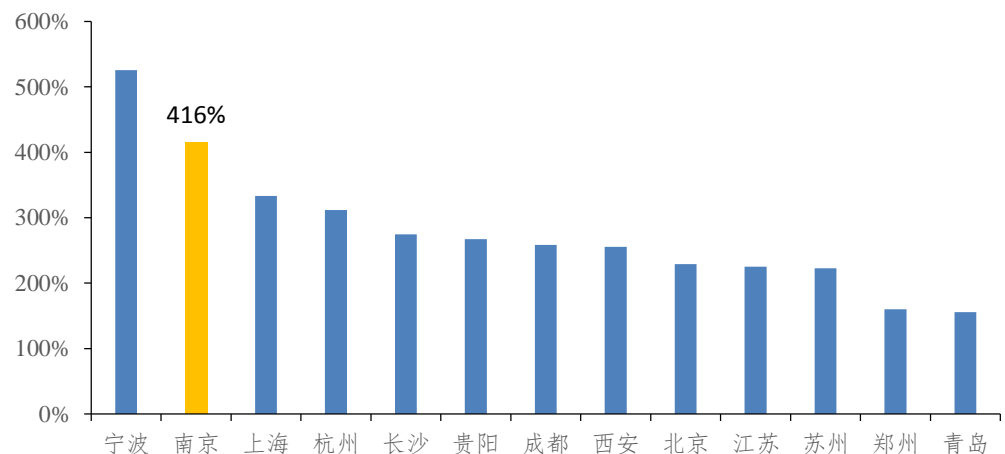
	2016	2017	2018	3Q19
宁波	17.74%	19.02%	18.72%	19.29%
贵阳	21.67%	19.76%	18.88%	18.41%
南京	16.25%	16.94%	16.96%	17.89%
长沙	17.00%	18.25%	16.91%	17.17%
成都	12.24%	16.83%	16.04%	16.31%
郑州	20.21%	18.82%	10.03%	15.83%
江苏	14.47%	13.72%	12.43%	14.84%
上海	14.35%	12.63%	12.67%	14.73%
杭州	11.83%	11.34%	11.01%	14.24%
北京	14.92%	13.77%	11.65%	13.03%
西安	13.33%	12.66%	12.61%	12.13%
苏州	10.04%	10.15%	10.08%	11.23%
青岛	12.22%	10.80%	8.36%	9.77%

资料来源：长城证券研究所

### 3.3 更少的后顾之忧

更高的拨备覆盖率意味着后续的拨备压力更小。3Q19 南京银行拨备覆盖率为 416%，仅次于宁波银行，远高于其他城商行，更高的拨备覆盖率也意味着拨备未来存在更多的反哺利润的空间。今年年初南京银行由于切换 IFRS9，表外资产拨备不再纳入拨备覆盖率计算范围，因而导致拨备覆盖率从 2018 年底的 462.7% 下降至 2019 年初的 403.8%，剔除这个口径变化之后，1Q19-3Q19 的拨备覆盖率较年初实际是逐季上升的。

图 18: 3Q19 上市城商行拨备覆盖率



资料来源：公司公告，长城证券研究所

更低的关注类比例决定了迁徙到不良的比例更低。不良的生成路径一般是，从贷款五级分类的正常类迁徙到关注类，再由关注类迁徙到后三类的次级、可疑、损失，如果银行本身的关注类占比低，同时关注类迁徙率又处于正常水平，那么不良的生成就会比较低。

3Q19 南京银行关注类贷款占比为 1.37%，好于上市城商行的平均水平，同时关注类迁徙率与行业平均水平大体相当，因而从关注迁徙至不良带来的不良生成率要低于城商行平均。

**表 5: 上市城商行关注类比例和关注类迁徙率**

	3Q19 关注类比率	1H19 关注类迁徙率	1H19 关注类迁徙到不良
宁波	0.57%	23.74%	0.13%
北京	1.01%	37.38%	0.38%
成都	1.22%	33.01%	0.40%
杭州	1.34%	40.88%	0.55%
南京	1.37%	32.76%	0.45%
上海	1.86%	36.89%	0.69%
江苏	2.03%	19.05%	0.39%
郑州	2.17%	20.18%	0.44%
长沙	2.51%	12.89%	0.32%
西安	2.54%	7.54%	0.19%
苏州	2.71%	16.32%	0.44%
贵阳	2.78%	31.54%	0.88%
青岛	3.59%	49.87%	1.79%

资料来源：长城证券研究所

## 4. 投资建议和风险提示

**用期权思维看南京银行。**除宁波银行外，大部分上市城商行 PB 估值都在 1.0x 左右，南京银行无论是地理位置、盈利能力，还是资产质量，都要优于其他城商行。相对其他城商行而言，目前价格买南京银行，相当于用极少的期权费，去换取一个困境反转的估值提升空间。我们预计公司 2019-2021 年净利润同比增长 15.1%/16.7%/17.1%，目前估值 0.95x19PB，维持强烈推荐评级。

**风险提示：**定增进度不达预期、区域资产质量风险。



## 附：盈利预测表

利润表 ( 亿 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	增长指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	201	216	216	242	271	<b>收入增长</b>					
手续费及佣金	35	36	42	50	60	净利润增速	17.0%	14.5%	15.1%	16.7%	17.1%
其他收入	12	21	63	76	91	拨备前利润增速	-9.4%	11.4%	17.4%	14.4%	14.8%
营业收入	248	273	321	367	422	税前利润增速	13.0%	6.6%	18.2%	16.7%	17.1%
营业税及附加	(3)	(3)	(4)	(5)	(5)	营业收入增速	-6.8%	10.1%	17.7%	14.4%	14.9%
业务管理费	(73)	(78)	(92)	(105)	(121)	净利息收入增速	-5.4%	7.3%	0.0%	12.0%	12.2%
拨备前利润	172	192	225	257	295	手续费及佣金增速	-19.5%	2.8%	16.8%	18.4%	20.2%
计提拨备	(53)	(65)	(75)	(82)	(90)	营业费用增速	-0.4%	7.2%	18.5%	14.5%	14.9%
税前利润	119	127	150	175	205	<b>规模增长</b>					
所得税	(21)	(15)	(21)	(24)	(29)	生息资产增速	6.6%	8.7%	15.1%	15.2%	15.3%
净利润	97	111	128	149	174	贷款增速	17.2%	23.5%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>资产负债表</b>						同业资产增速	18.2%	22.8%	10.0%	10.0%	10.0%
						证券投资增速	6.4%	7.0%	13.3%	13.5%	13.6%
贷款总额	3890	4803	5668	6688	7892	其他资产增速	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
同业资产	729	558	614	675	743	计息负债增速	6.6%	8.2%	15.3%	15.4%	15.4%
证券投资	5551	5942	6731	7642	8682	存款增速	10.3%	6.6%	15.0%	15.0%	15.0%
生息资产	11077	12043	13861	15966	18407	同业负债增速	-20.6%	20.4%	10.0%	10.0%	10.0%
非生息资产	335	390	448	516	595	股东权益增速	9.4%	15.5%	12.1%	12.6%	13.1%
总资产	11412	12433	14309	16483	19003	<b>结构指标</b>					
客户存款	7226	7706	8861	10191	11719	<b>存款结构</b>					
其他计息负债	3186	3556	4122	4787	5570	活期	39.5%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%
非计息负债	318	384	443	511	589	定期	60.3%	63.9%	63.9%	63.9%	63.9%
总负债	10730	11645	13426	15489	17879	其他	0.1%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
股东权益	682	788	883	994	1124	<b>贷款结构</b>					
<b>财务指标</b>						企业贷款(不含贴现)	74.8%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%
<b>每股指标</b>						个人贷款	23.0%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
每股净利润(元)	1.14	1.31	1.50	1.75	2.06	<b>其他指标</b>					
每股拨备前利润(元)	2.03	2.26	2.65	3.03	3.48	<b>资产质量</b>					
每股净资产(元)	6.78	8.01	9.12	10.41	11.92	不良贷款率	0.86%	0.89%	0.89%	0.91%	0.92%
每股总资产(元)	134.54	146.57	168.69	194.32	224.03	正常	97.50%	97.69%			
P/E	7.6	6.6	5.8	4.9	4.2	关注	1.64%	1.42%			
P/B	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	次级	0.58%	0.74%			
P/PPOP	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5	可疑	0.21%	0.08%			
<b>利率指标</b>						损失	0.07%	0.06%			
净息差(NIM)	1.87%	1.87%	1.67%	1.62%	1.58%	拨备覆盖率	462.54%	462.68%	418.61%	424.81%	426.71%
净利差(Spread)	1.71%	1.68%	1.48%	1.44%	1.39%	<b>资本状况</b>					
贷款利率	5.15%	5.10%	4.93%	4.93%	4.93%	资本充足率	12.93%	12.99%	13.07%	13.16%	13.16%
存款利率	2.12%	2.39%	2.53%	2.60%	2.67%	一级资本充足率	9.37%	9.74%	9.42%	9.25%	9.12%
生息资产收益率	4.39%	4.63%	4.37%	4.38%	4.40%	核心一级资本充足	7.99%	8.51%	0.00%	0.00%	0.00%
计息负债成本率	2.68%	2.95%	2.89%	2.95%	3.00%	<b>其他数据</b>					
<b>盈利能力</b>						分支机构数量	182	192			
ROAA	0.88%	0.93%	0.95%	0.97%	0.98%	员工数量	9378	10192			
ROAE	17.65%	17.65%	17.55%	17.97%	18.41%	总股本(亿)	84.82	84.82	84.82	84.82	84.82
拨备前利润率	1.56%	1.61%	1.68%	1.67%	1.66%						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>