

南京银行 (601009.SH)

金融市场优势不改，结构调整抬升 ROE

核心观点：

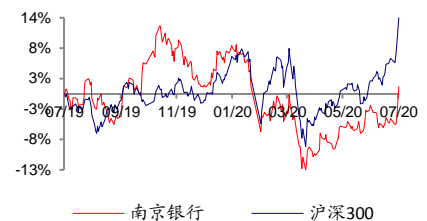
- **金融市场优势不改，资金业务贡献业绩高弹性。**公司新五年规划确立巩固金融市场特色优势，配合理财子公司设立，金融市场战略定位再次提升。历史上看，每一轮利率下行周期，资金业务均出现业绩大幅反弹，如 11-12 年、14-16 年和 18 年。当前资金业务业绩弹性有加大的趋势：(1) 非标压降，更多投资类资产调入 FVPL；(2) 久期摆布拉长，充分受益于本轮利率下行。
- **轻资产经营，ROE 位于行业前列。**杜邦分析来看，南京银行 ROE 和 ROA 位于可比同业较高水平，核心公司坚持“轻资产，轻资本”经营，较大比重配置资金业务节约风险成本，同时较轻的资产赋予公司更加灵活的杠杆空间。
- **对公大小客户两头发力，投行强化大企业存款获取。**大企业端公司依托金融市场优势，通过表内贷款+表外债券的方式对接大型企业融资需求，对公贷款投放可以撬动 2-3 倍的存款增长。小微端收益率较高，可比同业最高的小微占比，可以部分对冲大对公利差薄的影响。
- **零售转型推进，消费信贷持续发力。**零售转型仍在进行时，零售客群争夺较为激烈，(1) 资产端投放侧重于消费信贷，主打场景化平台批量获客产品“你好 e 贷”；(2) 负债端高度重视客户基础拓展，主要通过较高收益产品对接客户理财需求。
- **公司治理基本理顺，大股东联袂增持。**南京银行新任行长林静然到任，定增顺利完成，前期估值压制因素基本消失。
- **不良率表现优异，拨备覆盖率处于第一梯队。**南京银行不良率持续多年稳定在 0.90% 以下的水平，15 年以来公司资产质量逐步夯实，从归因的角度我们认为，南京银行资产质量持续改善更多来源于信贷结构调整，区域经济转好也有一定贡献。
- **投资建议：**南京银行金融市场优势不改，利率下行周期弹性贡献明显加大。定增和管理层事项皆落定，前期估值压制因素消除，补充资本后规模扩张空间加大，业绩稳定性显著增强，必要时可以通过以量补价维持业绩增长。同时，零售转型和“商行+投行”模式打开未来 ROE 提升空间，因此我们预计公司 2020/2021 年归母净利润增速分别为 12.41% 和 13.47%，EPS 分别为 1.65/1.87 元/股，BVPS 分别为 10.38/11.81 元/股。当前股价对应 2020/2021 年 PE 分别为 4.66X/4.11X，PB 分别为 0.74X/0.65X。我们按 2020 年 1.1 倍 PB 估算，合理价值约为 11.42 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**(1) 南京地区存款竞争加剧，负债成本抬升；(2) 大额风险暴露导致资产质量急剧恶化；(3) 资金业务业绩弹性低于预期

公司评级	买入
当前价格	7.85 元
合理价值	11.42 元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-06

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	10007/8482
总市值/流通市值 (百万元)	78555/66585
一年内最高/最低 (元)	9.14/7.06
30 日均成交/成交额 (百万)	38.5/292.3
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	12.47/-5.74

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

分析师：

万思华



SAC 执证号：S0260519080006



021-60750604



wansihua@gf.com.cn

分析师：

王先爽



SAC 执证号：S0260520040002



021-60750604



wangxianshuang@gf.com.cn

请注意，倪军、万思华、王先爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、金融市场优势不改，资金业务贡献业绩高弹性.....	4
二、轻资产经营，ROE 位于行业前列.....	7
三、对公大小客户两头发力，投行强化大企业存款获取.....	8
四、零售转型推进，消费信贷持续发力.....	10
五、公司治理基本理顺，大股东联袂增持.....	12
六、不良率表现优异，拨备覆盖率处于第一梯队.....	14
七、定增解除资本约束，以量补价空间打开.....	17
八、风险提示.....	19

图表索引

图 1: 每一轮利率大幅下行, 均带动资金业务收益上行	5
图 2: 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产提升至 20Q1 的 27%	6
图 3: 南京银行小微贷款占比较高	10
图 4: 小微投放对公司贷款收益率形成支撑	10
图 5: 零售存贷款增长较好	12
图 6: 零售贷款收益水平较高, 有助于提升长期 ROE	12
图 7: 南京银行不良率持续多年稳定在行业和可比同业低位水平	15
图 8: 19 年南京银行关注贷款率 (1.21%)、泛不良贷款率 (2.10%) 和逾期贷款率 (1.28%) 均较低	15
图 9: 不良生成率和不良偏离度 (逾期 90 天以上贷款/不良贷款) 处于同业城商行中游水平	16
图 10: 南京银行拨备覆盖率为 423%, 仅次于宁波银行居于行业高位	16
图 11: 南京银行贷款结构调整明显, 压降对公制造业和批零增加个人消费和经营贷款投放	17
表 1: 南京银行资金业务资产占比最大, 税前利润的贡献最高	4
表 2: 交易性金融资产期限结构对比	6
表 3: 2019 年城商行杜邦分析对比	7
表 4: 南京银行加权风险资产/总资产可比同业中最低 (百万元/%)	7
表 5: 南京银行对公贷款主要投放行业 (百万元/%)	8
表 6: 2019 年万得口径债券承销排名 (亿元/%)	9
表 7: 受益于投行业务, 少量公司贷款投放就能撬动存款增长 (百万元/%)	9
表 8: 南京银行零售贷款投放以消费贷为主	11
表 9: 南京银行股权结构 (亿股/%)	13
表 10: 南京银行历任董事长和行长履历	13
表 11: 南京银行定增前后核心大股东持股变化情况 (单位: 股)	17
表 12: 南京银行定增前后核心大股东持股变化情况 (单位: 股)	18
表 13: 核心一级资本充足率从 2020Q1 的 8.78% 提升至 10.04%	18
表 14: 经过此轮资本补充后, 未来几年南京银行资本无虞, 能够保证后续归母平稳增长	18

一、金融市场优势不改，资金业务贡献业绩高弹性

金融市场业务一直是南京银行最鲜明的特色。南京银行金融业务布局早，作为人民银行最早的一批公开市场一级交易商，1997年开展资金业务以来，一直在银行间市场占据较大份额，位于第一梯队。2013年发起设立了紫金山·鑫合金融家俱乐部，推动同业业务合作，战略定位成为“中小商业银行中一流的综合金融服务商”。

2014年金融监管放松，中小银行抓住行业性机会，通过同业业务做大规模。得益于南京银行在金融市场上多年积累，叠加江苏地区债务大幅扩张，非标供给充足，资金业务成为规模增长有力抓手，顺利在2016年冲破资产万亿大关。

2016年，去杠杆的大背景下监管趋严，金融业务出现调整，非标资产逐步压降，资金业务增长放缓。2019年，公司新五年规划开局，确立巩固金融市场特色优势，配合理财子公司设立，金融市场战略定位再次提升。

从分部数据来看，资金业务是南京银行最核心的业务，资产所占比重超过一半，呈现资产多、负债少的特点，负债端所占比重仅30%左右，需要对公和零售业务负债支持。2019年资金业务占营收32.5%，但贡献了全行45.6%的税前利润；而公司和零售业务分别以49.9%营收贡献42.3%税前利润，17.0%的营收12.0%的税前利润。

表1：南京银行资金业务资产占比最大，税前利润的贡献最高

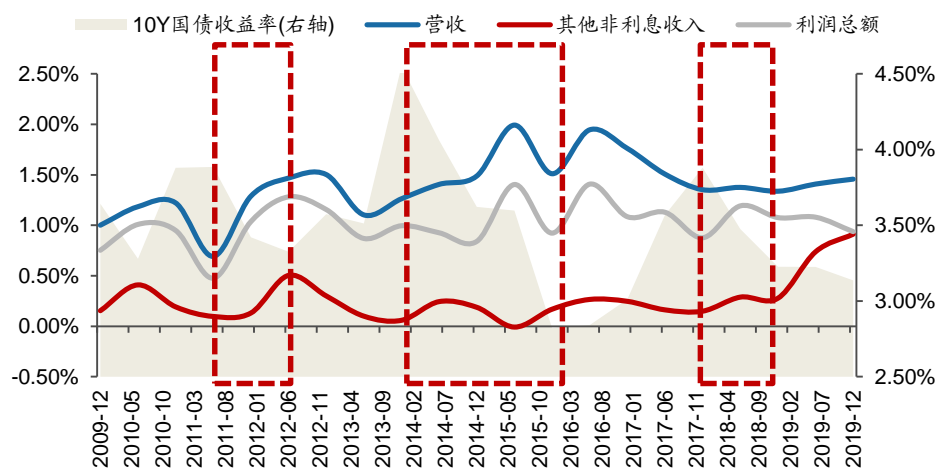
	资产（占比）			负债（占比）		
	资金业务	公司业务	个人业务	资金业务	公司业务	个人业务
2009	47.7%	45.1%	6.9%	23.7%	65.6%	10.0%
2010	53.9%	38.9%	7.0%	29.4%	60.6%	9.4%
2011	53.9%	38.3%	7.7%	34.7%	55.2%	9.5%
2012	52.3%	39.8%	7.7%	31.7%	56.1%	11.7%
2013	55.3%	36.6%	7.7%	34.9%	53.0%	11.6%
2014	55.9%	36.5%	7.4%	28.2%	60.9%	10.5%
2015	62.6%	31.0%	6.2%	27.9%	61.7%	9.8%
2016	62.2%	30.5%	7.0%	31.6%	58.2%	9.7%
2017	59.7%	30.9%	8.9%	29.2%	60.0%	10.3%
2018	57.6%	30.9%	11.1%	34.2%	55.1%	10.3%
2019	54.4%	32.3%	12.8%	29.8%	56.5%	13.2%
	营业收入（占比）			税前利润（占比）		
	资金业务	公司业务	个人业务	资金业务	公司业务	个人业务
2009	19.7%	69.6%	10.5%	28.7%	66.8%	4.2%
2010	22.0%	68.2%	9.7%	31.9%	62.7%	4.8%
2011	23.4%	65.8%	10.7%	35.6%	59.8%	3.4%
2012	27.3%	61.5%	11.0%	38.5%	55.2%	5.7%
2013	25.3%	60.9%	13.6%	37.3%	56.6%	5.5%
2014	26.1%	62.1%	11.6%	33.4%	64.0%	3.0%
2015	27.3%	61.6%	11.0%	42.2%	55.0%	2.6%
2016	38.6%	51.9%	9.4%	60.2%	36.6%	3.5%

2017	36.6%	51.3%	11.9%	49.5%	44.9%	5.6%
2018	34.1%	49.8%	15.8%	59.4%	32.9%	8.4%
2019	32.5%	49.9%	17.0%	45.6%	42.3%	12.0%

数据来源：南京银行 2009-2019 年度财务报告，广发证券发展研究中心

历史来看，每一轮利率下行周期，资金业务均出现业绩大幅反弹。（1）2011-2012 年债牛期间，同业业务（主要是买入返售金融资产）带动下资金业务ROA由0.5%大幅反弹至1.2%水平；（2）2014-2016年利率下行周期，公司抓住机会大量增配非标资产，推动利息收入上行，资金业务ROA再次回到1.4%水平；（3）2018年利率下行期间，公司基金和衍生品收益上升，资金业务ROA有改善至1.1%。

图1：南京银行每一轮利率大幅下行，均带动资金业务收益上行

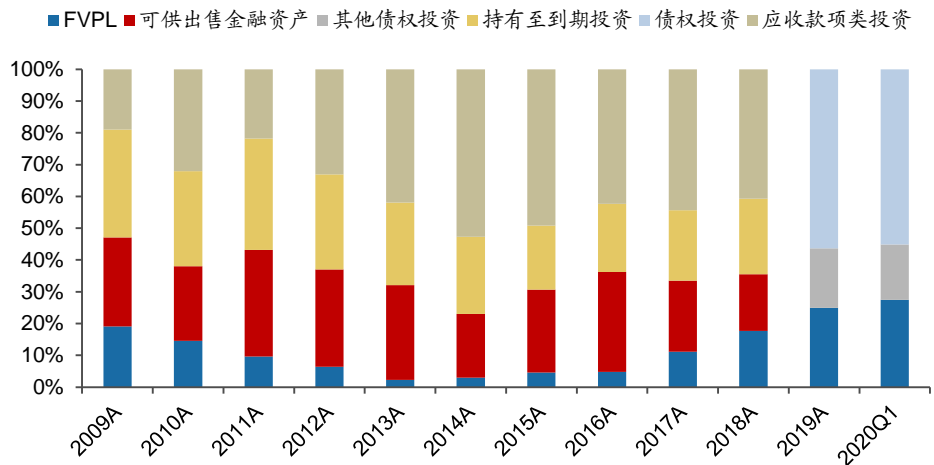


数据来源：南京银行财报，广发证券发展研究中心；注：以上为资金业务营收/平均资产、其他非息收入/平均资产、利润总额/平均资产

资金业务业绩弹性有加大的趋势：

（1）非标压降，更多投资类资产调入FVPL。16年以来，受金融去杠杆和严监管影响，南京银行逐渐压降非标资产，缩减部分重新配置到债基上（交易性金融资产）。截至2020Q1，公司交易性金融资产占投资类资产的比重已达27%，利率下行期债券收益将更多地反映在当期损益。

图2: 南京银行以公允价值计量且入当期损益的金融资产提升至20Q1的27%



数据来源: 南京银行财报, 广发证券发展研究中心; 注: FVPL 为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产

(2) 久期摆布拉长, 充分受益于本轮利率下行。19年底南京银行已调整久期摆布, 未来将充分受益于利率下行。就交易性金融资产来看, 公司测算久期达1.3年, 在同业中排第一位。2020年1季报公允价值变动收益同比增长253%, 体现了公司强大的债券择时能力, 2019年底预判2020年市场利率将保持下行, 配合“开门红”提早进行高点建仓, 随着后续利率波动加大, 公司将进度交易红利好时光。

表2: 交易性金融资产期限结构对比 (百万元/%)

重新定价周期	南京	北京	宁波	杭州	成都	长沙	贵阳	苏州
不计息	68,214	111,494	169,516	41,819	36,206	68,151	105	789
1个月以内	-	4,865	400	-	-	164	14,302	14,304
1个月至3个月	-	5,348	2,727	-	-	972	13,359	7,127
3个月以内	12,361	10,213	3,127	7,753	6,644	1,136	27,661	21,432
3个月至1年	26,776	16,278	25,116	14,681	8,607	5,064	4,549	13,167
1年至5年	39,168	5,185	23,149	9,623	312	202	1,358	1,900
5年以上	7,708	7,183	27,984	823	3,727	983	1,494	678
合计	154,228	150,353	248,892	74,699	55,496	75,536	35,167	37,965
不计息	44.2%	74.2%	68.1%	56.0%	65.2%	90.2%	0.3%	2.1%
3个月以内	8.0%	6.8%	1.3%	10.4%	12.0%	1.5%	78.7%	56.5%
3个月至1年	17.4%	10.8%	10.1%	19.7%	15.5%	6.7%	12.9%	34.7%
1年至5年	25.4%	3.4%	9.3%	12.9%	0.6%	0.3%	3.9%	5.0%
5年以上	5.0%	4.8%	11.2%	1.1%	6.7%	1.3%	4.2%	1.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
平均久期	1.3	0.5	1.2	0.6	0.6	0.1	0.6	0.6

数据来源: 南京银行2019年财报, 广发证券发展研究中心

二、轻资产经营，ROE 位于行业前列

杜邦分析来看，南京银行ROE和ROA位于可比同业较高水平，核心公司坚持“轻资产，轻资本”经营，较大比重配置资金业务节约风险成本，同时较轻的资产赋予公司更加灵活的杠杆空间。

具体数据来看，南京银行ROE领跑行业的主要原因在较低的减值损失和较高的杠杆水平。总体来看，南京银行属于资产端和负债端收益率双高的银行，零售转型叠加金融市场优势获得较高收益，但受负债端高成本拖累，息差水平同业并不占优。资产减值损失的正贡献主要反映公司轻资产战略，可比同业中次高的资金业务占比，摊薄了公司整体信贷成本。另外，轻资产战略下南京银行拥有可比同业中最轻的资产，加权风险资产/总资产仅为62.3%，赋予公司更加灵活的杠杆空间。

表3：2019年城商行杜邦分析对比

	南京	北京	上海	江苏	苏州	宁波	杭州	贵阳	成都	郑州	长沙	西安	青岛
营业收入	2.51%	2.38%	2.34%	2.25%	2.88%	2.88%	2.20%	2.76%	2.42%	2.79%	3.02%	2.62%	2.78%
利息净收入	1.65%	1.87%	1.42%	1.28%	1.85%	1.61%	1.61%	2.27%	1.96%	1.86%	2.18%	2.15%	1.98%
利息收入	4.27%	4.17%	3.69%	4.08%	4.37%	3.71%	3.99%	4.76%	3.92%	4.46%	4.48%	4.42%	4.20%
利息支出	-2.62%	-2.30%	-2.26%	-2.80%	-2.51%	-2.10%	-2.38%	-2.49%	-1.95%	-2.60%	-2.31%	-2.27%	-2.22%
手续费佣金收入	0.31%	0.28%	0.31%	0.30%	0.33%	0.64%	0.17%	0.18%	0.08%	0.33%	0.31%	0.22%	0.35%
净其他非息收入	0.54%	0.23%	0.61%	0.67%	0.70%	0.64%	0.42%	0.30%	0.38%	0.60%	0.53%	0.25%	0.45%
营业支出	-1.35%	-1.42%	-1.29%	-1.47%	-1.87%	-1.63%	-1.45%	-1.56%	-1.24%	-1.96%	-1.87%	-1.40%	-1.97%
税金及附加	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.03%
管理费用	-0.69%	-0.55%	-0.47%	-0.58%	-0.90%	-0.99%	-0.63%	-0.73%	-0.64%	-0.74%	-0.93%	-0.67%	-0.89%
PPOP	1.78%	1.80%	1.85%	1.65%	1.93%	1.86%	1.55%	2.01%	1.76%	2.03%	2.06%	1.92%	1.87%
资产减值损失	-0.63%	-0.85%	-0.80%	-0.86%	-0.93%	-0.61%	-0.80%	-0.81%	-0.57%	-1.20%	-0.92%	-0.70%	-1.05%
利润总额	1.15%	0.95%	1.05%	0.78%	1.00%	1.25%	0.75%	1.19%	1.19%	0.83%	1.14%	1.22%	0.82%
所得税	-0.18%	-0.13%	-0.10%	-0.03%	-0.21%	-0.12%	-0.07%	-0.07%	-0.13%	-0.13%	-0.21%	-0.20%	-0.14%
ROAA (净利润)	0.97%	0.81%	0.95%	0.75%	0.80%	1.13%	0.68%	1.13%	1.06%	0.70%	0.93%	1.03%	0.68%
权益乘数	15.71	13.29	12.62	15.62	12.74	13.43	16.25	14.40	15.74	12.85	15.76	11.97	12.15
ROAE	15.26%	10.81%	12.03%	11.71%	10.16%	15.22%	11.03%	16.24%	16.65%	8.97%	14.68%	12.29%	8.21%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：表中百分比为对应科目/2019年平均生息资产

表4：南京银行加权风险资产/总资产可比同业中最低（百万元/%）

	19A	19A	19A	20Q1	20Q1	20Q1
	公司业务占比	个人业务占比	资金业务占比	加权风险资产	总资产	加权风险资产/总资产
南京银行	32.3%	12.8%	54.4%	922,787	1,482,119	62.3%
北京银行	39.8%	17.3%	42.1%	2,099,105	2,788,267	75.3%
上海银行	85.5%*	14.4%	-	1,619,124	2,286,314	70.8%
江苏银行	36.8%	19.6%	43.6%	1,412,376	2,197,337	64.3%
苏州银行	34.8%	16.7%	48.3%	263,326	381,377	69.0%
宁波银行	26.1%	13.3%	60.6%	946,975	1,438,948	65.8%

杭州银行	28.2%	11.7%	53.4%	682,263	1,040,048	65.6%
贵阳银行	38.0%	9.9%	52.1%	380,249	564,931	67.3%
成都银行	35.0%	15.0%	49.3%	384,628	573,030	67.1%
郑州银行	36.3%	14.6%	48.3%	399,647	532,678	75.0%
长沙银行	31.0%	19.5%	49.5%	394,716	619,829	63.7%
西安银行	29.8%	19.5%	49.6%	278,844	389,133	71.7%
青岛银行	41.1%	18.5%	37.5%	190,415	281,117	67.7%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 上海银行公司业务为批发金融业务, 包含对公业务和资金业务

三、对公大小客户两头发力, 投行强化大企业存款获取

政府相关的融资平台和国企客户是南京银行的传统客群。从贷款投向上来看, 政府相关企业占有相当比重, 投向租赁和商务服务业 (主要是国有资产管理公司、政府融资平台等) 的信贷资源持续增加, 所占比重由13年末不足20%增至19年末40.5%, 其中平台类贷款经过过去几年的压降, 增速放缓, 疫情背景下政府债务(显性+隐性)抬升, 可以期待平台贷款占比回升。

表5: 南京银行对公贷款主要投放行业 (百万元/%)

行业	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
基建类	8,657	10,591	14,141	17,978	15,561	19,542	21,492
占比	7.3%	7.7%	7.0%	6.9%	5.3%	5.8%	5.7%
房地产和建筑业	18,301	19,206	23,454	23,340	22,197	22,239	26,390
占比	15.5%	13.9%	11.7%	9.0%	7.6%	6.6%	7.0%
租赁和商务服务业	22,464	30,920	42,763	78,901	99,227	115,589	151,848
占比	19.0%	22.4%	21.3%	30.4%	34.1%	34.2%	40.5%
其中:融资平台贷款	12,652	12,652	16,164	24,151	27,114	30,233	40,384
占比	10.7%	9.2%	8.0%	9.3%	9.3%	9.0%	10.8%
制造业	29,777	30,401	28,777	30,932	33,989	40,639	41,695
占比	25.2%	22.0%	14.3%	11.9%	11.7%	12.0%	11.1%
批发和零售业	20,040	22,911	31,806	42,849	42,876	53,390	57,402
占比	17.0%	16.6%	15.8%	16.5%	14.7%	15.8%	15.3%
贸易融资	-	7,211	8,403	6,733	12,655	17,703	13,735
占比	-	5.2%	4.2%	2.6%	4.3%	5.2%	3.7%
结构化主体	-	-	32,238	35,099	37,547	35,703	25,678
占比	-	-	16.0%	13.5%	12.9%	10.6%	6.9%
公司贷款总额	118,160	138,129	201,189	259,479	291,082	337,730	374,848

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投行优势巩固, 强化大企业存款获取能力。以金融市场特色银行为依托, 南京银行投行业务位于城商行第一梯队, 万得口径2019年承销排名来看, 公司共承销债务工具1658亿, 城商行中仅次于北京银行和宁波银行, 其中, 得益于坚实的地方政府和国企客户关系, 地方政府债承销370亿元, 排名第2, 短期融资券承销760亿元, 排名第3。

表6: 2019年万得口径债券承销排名 (亿元/%)

银行	总承销		地方政府债		短期融资券		中期票据		资产支持证券		非政策性金融债	
	金额	排名	金额	排名	金额	排名	金额	排名	金额	排名	金额	排名
北京	1,841	1	451	1	730	4	581	1	14	7	0	7
宁波	1,726	2	31	16	1,219	1	212	3	55	3	16	4
南京	1,658	3	370	2	760	3	181	4	86	2	62	2
上海	1,407	4	194	7	774	2	240	2	159	1	20	3
江苏	1,213	5	368	3	389	5	35	7	36	6	181	1
杭州	348	7	21	18	149	6	43	6	39	5	0	7
贵阳	153	13	153	9	0	22	0	17	0	10	0	7
青岛	73	16	7	33	47	9	14	8	0	10	0	7
成都	68	17	17	24	20	14	10	11	0	10	0	7
郑州	67	18	0	66	22	13	14	9	0	10	0	7
长沙	64	21	20	19	18	15	9	12	0	10	0	7
西安	1	58	1	56	0	22	0	17	0	10	0	7

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投行业务撬动公存款。业务上来看,南京银行主要是用表内贷款+表外债券的方式对接大型企业融资需求,因此对公存款增长对表内贷款投放依赖度较低。从数据上来看,2019年南京银行公司存款6863亿元,公司贷款仅有3748亿元,对公存贷比为54.6%;而2019年公司仅投放371亿元对公贷款,就撬动951亿对公存款增长,新增贷款/新增存款达39.0%。

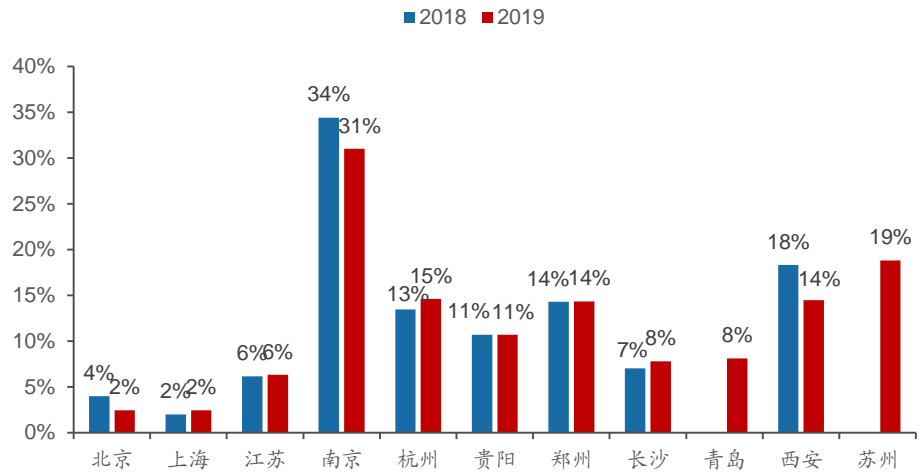
表7: 受益于投行业务,少量公司贷款投放就能撬动存款增长 (百万元/%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
公司存款	142,828	177,356	213,811	313,552	381,477	518,080	575,744	591,166	686,294
公司贷款	82,066	101,677	118,160	138,129	201,189	259,479	291,082	337,730	374,848
存贷比	57.5%	57.3%	55.3%	44.1%	52.7%	50.1%	50.6%	57.1%	54.6%
新增公司存款	21,752	34,528	36,455	99,741	67,924	136,603	57,665	15,422	95,128
新增公司贷款	11,847	19,611	16,484	19,969	63,059	58,291	31,603	46,647	37,118
新增贷款/新增存款	54.5%	56.8%	45.2%	20.0%	92.8%	42.7%	54.8%	302.5%	39.0%

数据来源: 南京银行 2011-2019 年财报, 广发证券发展研究中心

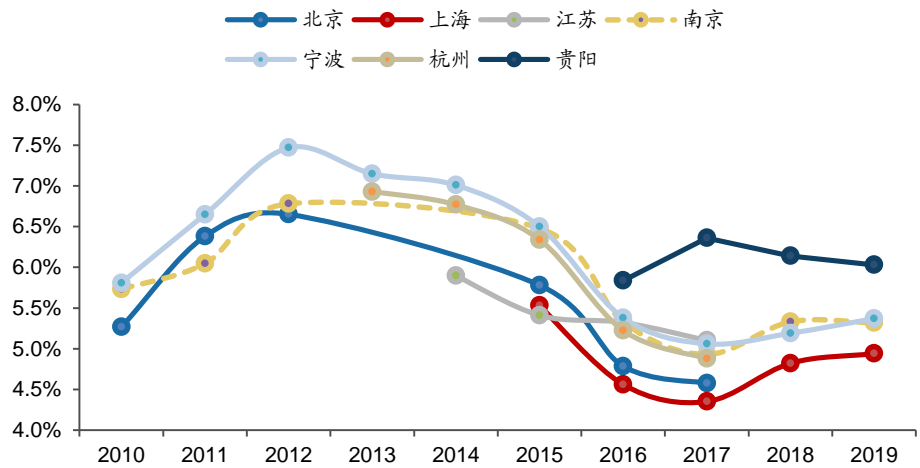
小微占比可比同业最高,形成对公收益率的支撑。小微业务是传统优势大对公的补充,大型企业对利率较为敏感,维护这类客户,在资产和负债两端均需要有比较大幅度的让利,对息差影响负面。而小微信贷投放,一方面对公司贷款收益率形成支撑:南京银行可比同业中最最高的小微信贷占比,部分对冲大对公的息差影响,保持对公贷款收益率处于中游水平;另一方面,公司完成普惠贷款目标,获得央行定向降准,有助于提升对公业务综合收益。

图3: 南京银行小微贷款占贷款总额的比重可比同业中最高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 小微投放对公司贷款收益率形成支撑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、零售转型推进，消费信贷持续发力

零售转型方兴未艾，新五年规划突出“大零售战略”重点。南京银行2016年开始零售转型，当前来看仍处在转型期，零售客群争夺较为激烈。资产端投放侧重于消费信贷，主打产品“你好e贷”，主要是通过场景化平台批量获客，模型化风控。消费信贷在零售贷款中所占比重已由12-13年20%左右提升至54.4%。

从负债端来看，公司对客户基础拓展高度重视，主要通过较高收益产品对接客户理财需求，2019年零售存款增长较好，较年初同比增长32%，同时私行客户资产规模大幅度增长22.0%。

2020年南京银行启动了新一轮的大零售战略改革,确立“以客户为中心”经营理念,依托公司强大的金融市场创新实力和新设立的理财子公司,预计零售转型继续快速推进。

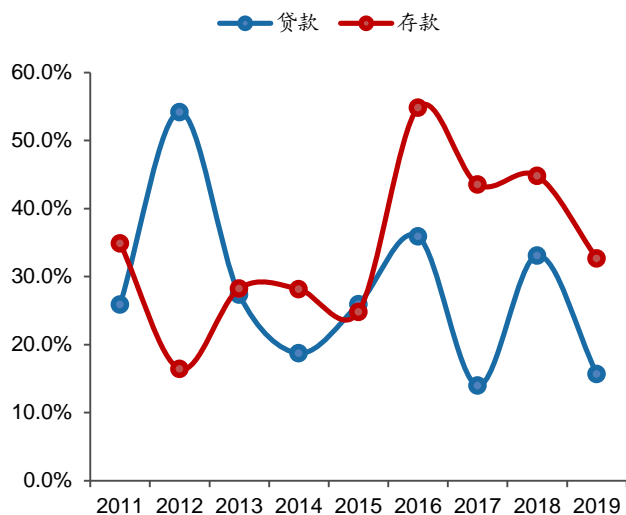
表8: 南京银行零售贷款投放以消费贷为主

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
上海	个人住房贷款	72.2%	69.5%	65.7%	54.8%	46.0%	37.1%	29.4%
	信用卡贷款	8.4%	9.9%	13.3%	14.3%	14.4%	14.3%	10.4%
	个人经营性贷款/小微贷款	14.0%	12.7%	11.6%	16.9%	16.4%	8.9%	5.8%
	消费贷款及其他	5.5%	7.9%	9.3%	14.0%	23.2%	39.8%	54.4%
江苏	个人住房贷款	75.4%	75.8%	63.9%	52.9%	51.3%	52.8%	46.0%
	信用卡贷款	-	3.8%	6.9%	10.3%	9.1%	6.2%	4.9%
	个人经营性贷款/小微贷款	16.0%	100.0%	16.3%	15.5%	12.8%	9.9%	5.9%
	消费贷款及其他	-	-79.6%	12.8%	21.3%	26.8%	31.1%	43.3%
南京	个人住房贷款	64.4%	64.9%	60.5%	54.9%	58.1%	58.2%	33.8%
	信用卡贷款	1.7%	4.0%	4.7%	5.0%	2.9%	2.8%	2.8%
	个人经营性贷款/小微贷款	14.4%	10.0%	7.3%	5.6%	2.9%	4.9%	9.1%
	消费贷款及其他	19.6%	21.0%	27.5%	34.4%	36.2%	34.2%	54.4%
宁波	个人住房贷款	51.3%	30.7%	2.2%	1.8%	1.4%	1.1%	1.6%
	信用卡贷款	15.0%	-	-	-	-	-	23.4%
	个人经营性贷款/小微贷款	22.8%	31.2%	6.2%	4.0%	8.5%	16.3%	19.5%
	消费贷款及其他	10.9%	-	-	-	-	-	55.5%
杭州	个人住房贷款	32.3%	31.4%	31.1%	35.4%	42.9%	41.5%	36.7%
	信用卡贷款	20.7%	17.2%	-	-	-	-	-
	个人经营性贷款/小微贷款	42.2%	41.9%	39.7%	34.7%	27.8%	31.4%	34.6%
	消费贷款及其他	4.8%	9.6%	-	-	-	-	-
贵阳	个人住房贷款	40.2%	35.8%	26.5%	24.5%	29.7%	30.6%	34.7%
	信用卡贷款	-	0.8%	1.6%	5.1%	10.1%	14.4%	12.9%
	个人经营性贷款/小微贷款	49.4%	57.6%	66.0%	64.0%	53.9%	46.3%	46.0%
	消费贷款及其他	-	5.9%	6.0%	6.3%	6.4%	8.6%	6.4%
成都	个人住房贷款	65.2%	62.2%	65.7%	72.7%	84.2%	91.6%	92.8%
	信用卡贷款	-	-	-	-	4.9%	2.9%	4.1%
	个人经营性贷款/小微贷款	13.0%	15.6%	14.8%	10.6%	5.8%	3.0%	2.4%
	消费贷款及其他	-	-	-	-	5.1%	2.6%	0.7%
郑州	个人住房贷款	-	-	-	-	27.7%	30.0%	50.4%
	信用卡贷款	-	-	-	-	3.5%	3.3%	4.7%
	个人经营性贷款/小微贷款	-	-	-	-	47.4%	37.7%	35.1%
	消费贷款及其他	-	-	-	-	21.5%	29.0%	9.7%
长沙	个人住房贷款	-	-	-	-	19.5%	35.4%	38.8%
	信用卡贷款	-	-	-	-	12.2%	15.7%	18.1%
	个人经营性贷款/小微贷款	-	-	-	-	45.7%	2.2%	16.1%
	消费贷款及其他	-	-	-	-	22.5%	46.8%	27.0%
青岛	个人住房贷款	27.8%	29.2%	39.2%	56.0%	73.9%	73.1%	67.4%

	信用卡贷款	-	-	-	-	-	1.4%	6.5%
	个人经营性贷款/小微贷款	54.5%	57.4%	47.4%	31.0%	17.0%	14.1%	12.6%
	消费贷款及其他	-	-	-	-	-	11.4%	13.4%
	个人住房贷款	-	88.2%	87.6%	86.4%	86.8%	64.2%	40.2%
西安	信用卡贷款	-	-	0.0%	2.8%	2.9%	2.1%	1.4%
	个人经营性贷款/小微贷款	-	8.5%	8.8%	6.8%	6.3%	2.6%	12.8%
	消费贷款及其他	-	-	3.6%	3.9%	4.0%	31.0%	45.0%
	个人住房贷款	9.6%	8.4%	14.0%	26.1%	36.1%	36.5%	31.1%
苏州	信用卡贷款	-	-	-	-	-	-	-
	个人经营性贷款/小微贷款	79.9%	79.0%	72.3%	55.2%	41.8%	46.1%	35.3%
	消费贷款及其他	-	-	-	-	-	-	-

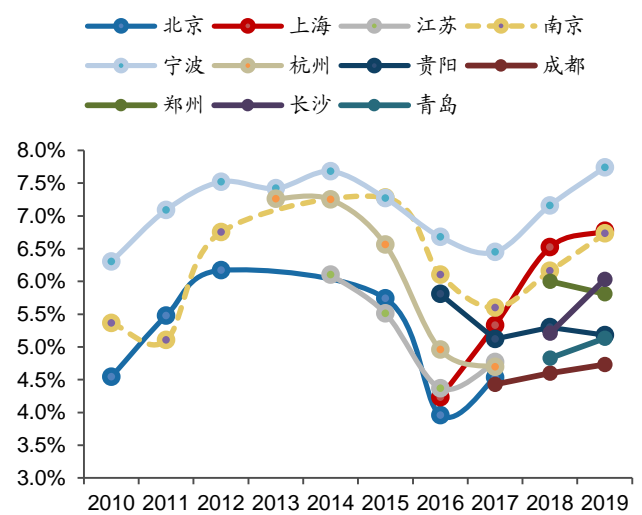
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 南京银行零售存贷款增长较好



数据来源: 南京银行财报, 广发证券发展研究中心

图6: 零售贷款收益水平较高, 有助于提升长期ROE



数据来源: 南京银行财报, 广发证券发展研究中心

五、公司治理基本理顺, 大股东联袂增持

南京银行股权集中度较高, 且内外资股东比例均衡。2020年4月23日完成定增, 募集约116亿元, 方案最初起于2017年, 中间经历被否、重启、方案调整, 历时较长, 波折较多。

定增完成以后, 南京银行股权结构集中度较高, 穿透来看, 南京市政府持股22.0%, 法国巴黎银行持股13.9%, 江苏省政府持股10.8%, 国家队持股4.6%, 并引入外部股东中烟公司江苏省分公司持股3.9%。

表9：截至2020年6月17日南京银行股权结构（亿股/%）

股东名称	持股数量	持股比例
南京市政府	22.04	22.0%
紫金集团	11.03	11.0%
南京高科	9.08	9.1%
南京国投	1.07	1.1%
金陵制药	0.85	0.9%
紫金信托（紫金集团子公司）	0.64	0.6%
外资股东	16.17	16.2%
法国巴黎银行	13.93	13.9%
香港中央结算有限公司	2.24	2.2%
江苏省政府	10.80	10.8%
交通控股	10.00	10.0%
国信集团	0.80	0.8%
国家队	4.56	4.6%
证金公司	2.54	2.5%
中央汇金	1.10	1.1%
社保基金 101 组合	0.92	0.9%
中烟江苏省公司	3.94	3.9%
合计	57.51	57.5%

数据来源：南京银行 2020Q1 财报，《关于大股东及其一致行动人增持股份情况的公告》广发证券发展研究中心

公司治理基本理顺。新行长银行从业资历深，长期深耕江苏区域，有望带领公司经营再创佳绩。新行长人选林静然先生江苏人，现任江苏省工商业联合会副主席，之前为民生银行南京分行行长，早期曾担任中国银行南京区域支行行长，银行从业历经国有大行和股份制银行，长期深耕江苏区域，其担任南京银行行长有望实现南京银行经营平稳衔接，再创佳绩。

表10：南京银行历任董事长和行长履历

年份	董事长	行长
2020	胡升荣：任期2017.06至今 ，1963年5月出生，中国国籍，本科，高级经济师。	林静然：任期2020.05至今 ，1974年6月出生。曾任中国民生银行南京分行党委书记、行长，江苏省工商业联合会副主席。
2019	历任中国人民银行南京分行营业管理部货币信贷统计处副处长、处长，中国人民银行南京分行营业管理部党委委员、副主任；南京市金融发展办公室党组成员、副主任（正局级），党组书记、主任；南京银行党委副书记、行长、执行董事。	束行农：任期2017.06-2019.05 ，1963年出生，大学本科学历，高级经济师。
2018	现任南京银行党委书记、董事长，江苏省上市公司协会会长，南京金融发展促进会会长。	历任南京市城市信用合作联合社信联证券营业部副经理，南京城市合作银行信联证券部副经理、经理，南京市商业银行计划处处长助理、副处长、资金交易部副总经理、总经理，南京银行股份有限公司资金营运中心副总经理、总经理。
2017		离任后去向：南京新农发展副董事长。
2016	林复：任期2001.09-2017.05 ，自2001年9月起任公司董事长、党	胡升荣：任期2013.06-2017.05 ，1963年5月出生，中国国籍，本

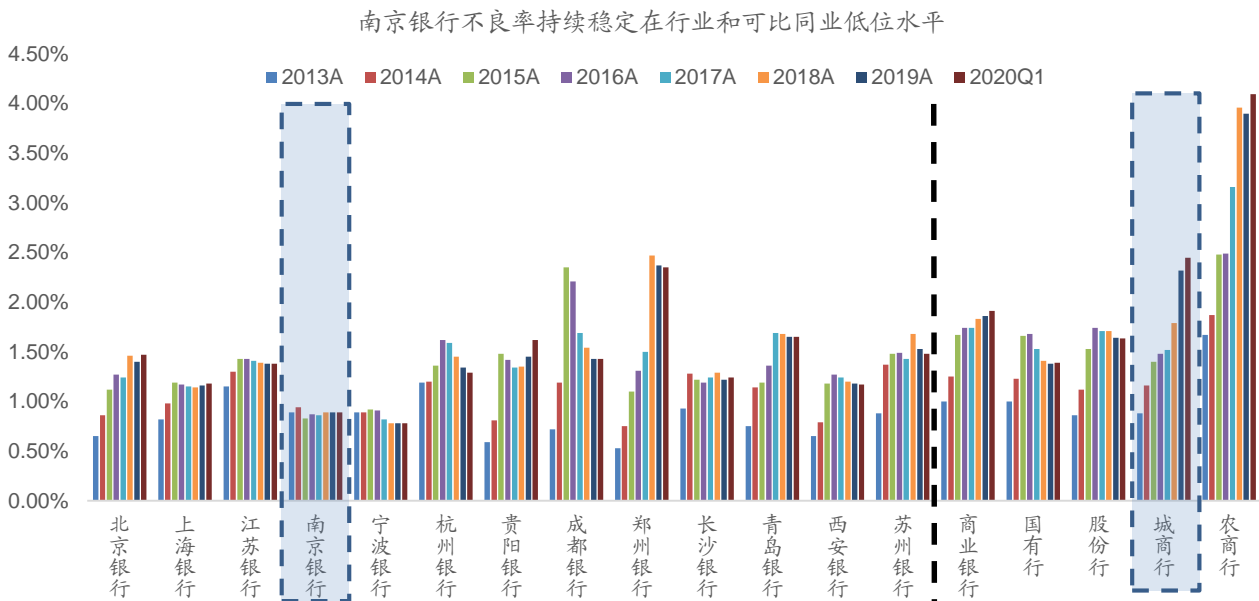
2015	委书记。	科，高级经济师。
2014	曾任南京市财政局预算处副处长、处长，南京市财政局副局长、南京市国有资产投资管理控股（集团）有限责任公司董事。	自 2013 年 6 月起任公司行长、执行董事；曾任人民银行南京分行营管部副处长、处长、副主任、党委委员，南京市金融办副主任、主任、党组书记。
2013	离任后去向：退休。	离任后去向：南京银行董事长。
2012		
2011		夏平：任期2009.02-2013.04 ，1963年9月出生，中国国籍，硕士，高级经济师。
2010		历任中国建设银行江苏省分行副行长，党委委员兼营业部总经理，党委委员兼营管部总经理，中国建设银行苏州分行行长，党委书记。
2009		离任后去向：江苏银行董事长。
2008		章宁：任期2002.02-2009.02 ，1950年6月出生，中国国籍，大专学历，高级经济师。
2007		曾任职于南京灵山煤矿、南京煤矿机械厂，历任南京市委工业交通部组织处主任科员，中国人民银行南京市分行外汇管理处主任科员、外汇调剂中心副主任，中国人民银行南京市分行计划资金处副处长、处长，中国人民银行南京市分行办公室主任、副行长兼国家外汇管理局南京分局副局长，中国人民银行南京分行营业管理部副主任。
2006		离任后去向：退休。
2005		
2004		
2003		
2002		

数据来源：南京银行招股说明书，南京银行年报，广发证券发展研究中心

六、不良率表现优异，拨备覆盖率处于第一梯队

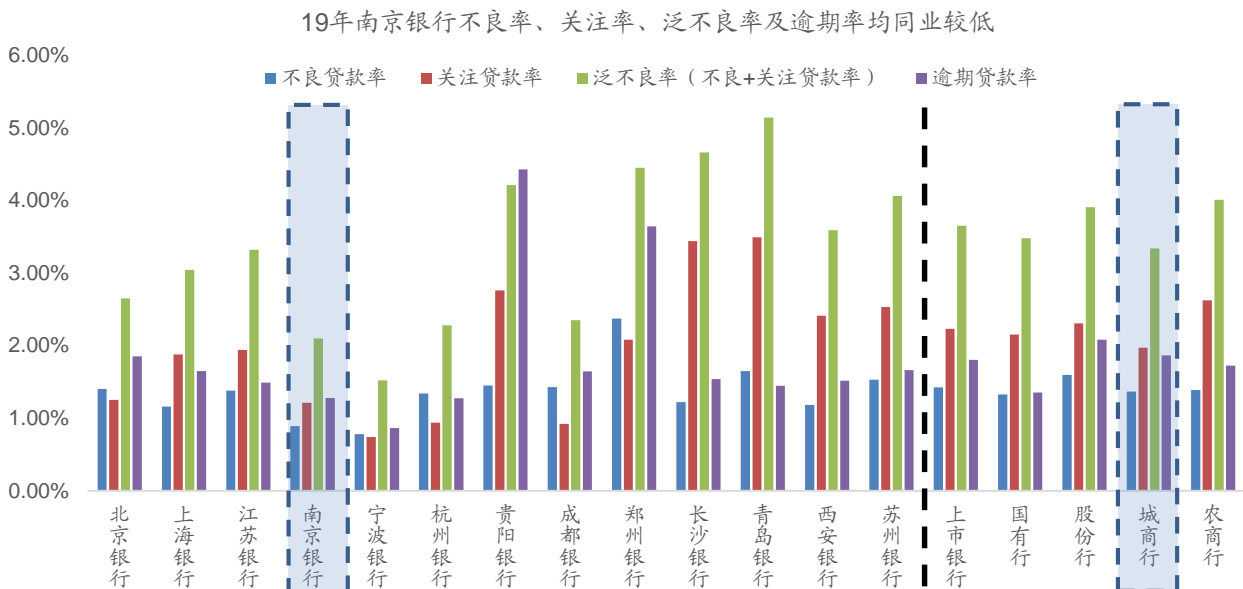
南京银行不良率持续多年稳定在**0.90%**以下的水平，处于上市银行**第一梯队**。在上市银行和可比同业中南京银行资产质量表现十分优异，从存量风险的角度看，公司20Q1不良贷款率仅为**0.89%**，在上市银行中仅略高于宁波银行（**0.78%**）和邮储银行（**0.86%**）；前瞻指标泛不良率（不良+关注）和逾期贷款率均处于行业较低水平，19年末泛不良率为**2.10%**，仅高于宁波银行和邮储银行，逾期贷款率分别**1.28%**，在行业中也处于较低水平。

图7: 南京银行不良率持续多年稳定在行业和可比同业低位水平 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 19年南京银行关注贷款率 (1.21%)、泛不良贷款率 (2.10%) 和逾期贷款率 (1.28%) 均较低 (%)



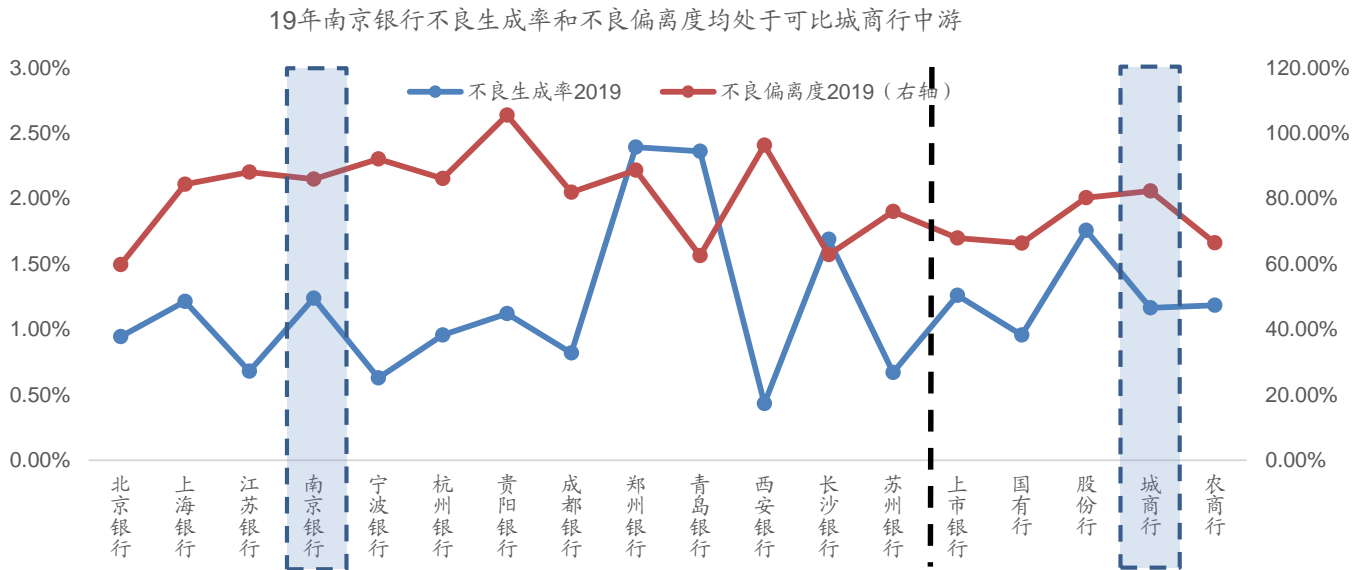
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

同时不良认定严格, 19年末逾期90天以上贷款/不良贷款降至85.97%, 处于城商行中游水平, 重组贷款占比压降至0.17%, 足以应对今年大概率要发布的《商业银行金融资产风险分类暂行办法》带来的影响。

从风险抵补能力来看, 20Q1公司拨备覆盖率为423%, 大幅高于上市城商行平均290%, 在可比同业中仅次于宁波银行居于行业高位。受新冠病毒疫情影响, 行业资产质量风险暴露压力加大, 公司过去审慎的拨备计提政策有利于缓释疫情冲击,

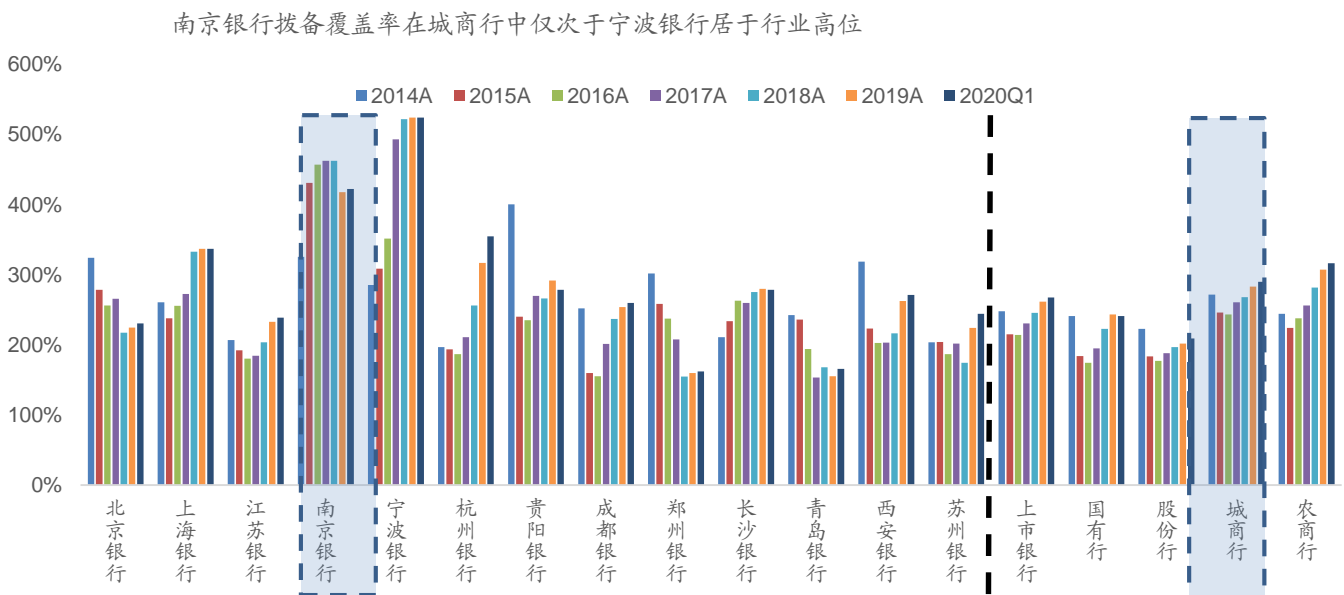
保持业绩稳健。从动态指标上看，19A根据我们的测算公司不良生成率为1.24%，略有上行。

图9：不良生成率和不良偏离度（逾期90天以上贷款/不良贷款）处于同业城商行中游水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

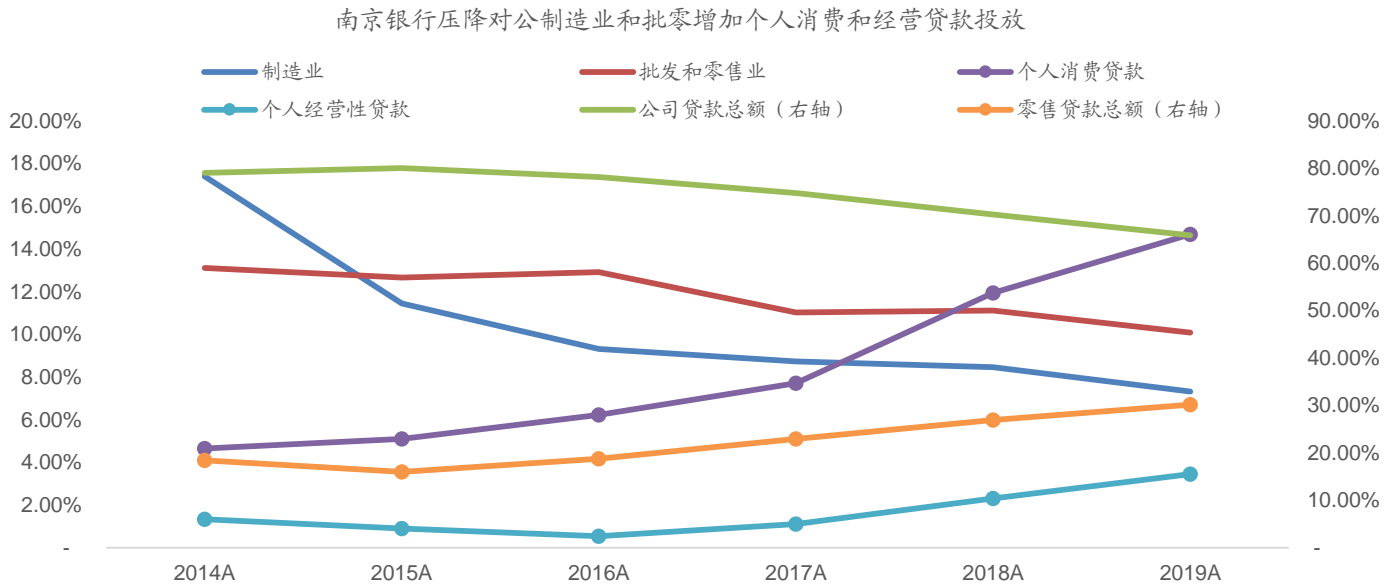
图10：南京银行拨备覆盖率为423%，仅次于宁波银行居于行业高位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

15年以来公司资产质量逐步夯实，不良率优于区域水平。14-16年江苏地区经济下行压力较大，传统产业被迫转型升级，民营企业依赖互保联保以及民间借贷等方式延缓流动性枯竭，积累了较大的信用风险。14-15年江苏地区银行不良贷款率由1.26%上升至1.49%，南京银行由0.83%升至0.95%。15年以后，南京银行积极调整信贷结构，通过压降对公制造业和批零增加个人消费和经营贷款投放，资产质量有所下降并持续保持稳定。从归因的角度我们认为15年以来南京银行资产质量持续改善更多来源于信贷结构调整，区域经济转好也有一定贡献。

图11: 南京银行贷款结构调整明显, 压降对公制造业和批零增加个人消费和经营贷款投放



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、定增解除资本约束, 以量补价空间打开

2019年5月22日, 南京银行披露非公开定增预案, 本次定增拟发行股票数量不超过16.96亿股, 募集资金不超140亿元。法国巴黎银行、紫金投资、交通控股、江苏省烟草公司参与定增。

表11: 南京银行定增前后核心大股东持股变化情况 (单位: 股)

	定增前持股	定增前持股比例	此次定增	定增后持股	定增后持股比例
法国巴黎银行	1,273,362,662	15.01%	121,142,857	1,394,505,519	13.70%
紫金投资	1,052,605,793	12.41%	193,828,571	1,246,434,364	12.25%
南京高科	799,587,099	9.43%	0	799,587,099	7.86%
交通控股	0	0.00%	1,017,600,001	1,017,600,001	10.00%
江苏烟草	0	0.00%	363,428,571	363,428,571	3.57%
总股本	8,482,207,924		1,696,000,000	10,178,207,924	

数据来源: 南京银行财报, 广发证券发展研究中心

定增参与者优质, 定增有望解除公司资本约束, 奠定后续发展基础。2020年4月7日, 南京银行收到证监会核准定增的批文, 并快速启动定增方案, 本次定增最终对象三个, 法国巴黎银行、江苏省烟草公司和江苏交通控股集团(紫金投资未参与)。其中法国巴黎银行是公司老股东, 继续参与公司定增, 显示对公司经营的长期信心。江苏省烟草公司和江苏交通控股集团实力雄厚, 有望与公司形成区域协同。公司披露本次定增金额不超过116.19亿元, 按这一金额补充资本后, 公司核心一级资本充足率有望从2020Q1的8.78%提升至10.04%, 为公司后续发展奠定资本基础。

表12: 南京银行定增前后核心大股东持股变化情况 (单位: 股)

	定增前持股	定增前持股比例	此次定增	定增后持股	定增后持股比例
法国巴黎银行	1,261,487,472	14.87%	131,233,595	1,392,721,067	13.92%
紫金投资	1,087,152,962	12.82%	0	1,087,152,962	10.86%
南京高科	848,220,778	10.00%	0	848,220,778	8.48%
交通控股	0	0.00%	999,874,667	999,874,667	9.99%
江苏烟草	0	0.00%	393,700,787	393,700,787	3.93%
总股本	8,482,207,924		1,524,809,049	10,007,016,973	

数据来源: 南京银行财报, 广发证券发展研究中心

2019年8月30日, 公司披露了《南京银行股份有限公司关于股东签署一致行动协议的公告》, 确认南京紫金投资集团有限责任公司、南京高科和南京市国有资产投资管理控股(集团)有限责任公司的一致行动人关系。自2019年8月6日至2020年4月30日, 南京高科以自有资金累计增持公司股份48,633,679股, 累计增持金额3.94亿元, 前次增持股份计划已到期。2020年5月6日, 南京高科增持公司股份4,729.58万元, 并计划自2020年5月6日起至2021年4月30日止, 在增持价格不高于公司最近一期披露的归属于母公司普通股股东的每股净资产的前提下, 通过包括但不限于上海证券交易所交易系统集中竞价交易、大宗交易等方式, 以自有资金增持公司A股股份, 累计增持公司股份不低于3亿元且不高于9亿元(含2020年5月6日已增持股份)。

随着近年来, 南京银行轻资本转型的方向确立和零售业务转型, 公司加权风险资产增速明显放缓, 预计公司仍将保持此趋势, 随着116亿资本的补充, 预计后续公司资本压力无虞, 当增长压力凸显, 以量补价也有足够的空间。

表13: 核心一级资本充足率从2020Q1的8.78%提升至10.04%

	2013-12	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12	2018-12	2019-12	2020-03
核心一级资本净额	267.14	325.97	472.48	520.50	571.11	679.16	769.15	810.65
一级资本净额	267.18	326.06	521.38	619.26	670.02	778.13	868.07	909.59
资本净额	341.05	455.80	660.44	869.02	924.45	1,036.97	1,130.16	1,173.76
加权风险资产净额	2,644.09	3,796.85	5,036.43	6,338.81	7,149.68	7,985.47	8,670.75	9,227.87
加权风险资产增速		43.60%	32.65%	25.86%	12.79%	11.69%	8.58%	
归母净利润	4,496.86	5,608.62	7,000.58	8,261.64	9,668.17	11,072.91	12,453.48	3,750.58
利润增长	12.07%	24.72%	24.82%	18.01%	17.02%	14.53%	12.47%	12.96%
核心一级资本充足率	10.10%	8.59%	9.38%	8.21%	7.99%	8.51%	8.87%	8.78%
一级资本充足率	10.10%	8.59%	10.35%	9.77%	9.37%	9.74%	10.01%	9.86%
资本充足率	12.90%	12.00%	13.11%	13.71%	12.93%	12.99%	13.03%	12.72%
资本充足率	12.90%	12.00%	13.11%	13.71%	12.93%	12.99%	13.03%	12.72%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表14: 经过此轮资本补充后, 未来几年南京银行资本无虞, 能够保证后续归母平稳增长

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
核心一级资本净额	571.11	679.16	769.15	972.51436	1059.689	1146.863	1234.037	1321.212
一级资本净额	670.02	778.13	868.07	1071.4344	1158.609	1245.783	1332.957	1420.132
资本净额	924.45	1,036.97	1,130.16	1,333.52	1,420.70	1,507.87	1,595.05	1,682.22
加权风险资产净额	7,149.68	7,985.47	8,670.75	9537.825	10491.61	11540.77	12694.85	13964.33

加权风险资产增速	12.79%	11.69%	8.58%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利润	96.68	110.73	124.53	124.53	124.53	124.53	124.53	124.53
利润增长	17.02%	14.53%	12.47%	12%	12%	12%	12%	12%
分红比例	31.65%	31.11%	27.61%	30%	30%	30%	30%	30%
核心一级资本充足率	7.99%	8.51%	8.87%	10.20%	10.10%	9.94%	9.72%	9.46%
一级资本充足率	9.37%	9.74%	10.01%	11.23%	11.04%	10.79%	10.50%	10.17%
资本充足率	12.93%	12.99%	13.03%	13.98%	13.54%	13.07%	12.56%	12.05%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（标黄为关键假设）

八、投资建议

南京银行金融市场优势不改，利率下行周期弹性贡献明显加大。定增和管理层事项皆落地，前期估值压制因素消除，补充资本后规模扩张空间加大，业绩稳定性显著增强，必要时可以通过以量补价维持业绩增长。同时，零售转型和“商行+投行”模式打开未来ROE提升空间，因此我们预计公司2020/2021年归母净利润增速分别为12.41%和13.47%，EPS分别为1.65/1.87元/股，BVPS分别为10.38/11.81元/股。当前股价对应2020/2021年PE分别为4.66X/4.11X，PB分别为0.74X/0.65X。我们按2020年1.1倍PB估算，合理价值约为11.42元/股，维持“买入”评级。

关键细分假设及盈利预测：

（1）规模增速方面：随着近年来，南京银行轻资本转型的方向确立和零售业务转型，公司加权风险资产增速明显放缓，公司在19年业绩说明会上明确表示“未来保持与同类银行基本相当的发展增速水平”，因此，大概率定增后规模增速不会显著提升，基本保持在7%-9%的水平。

（2）净息差方面，资产端收益率在央行引导下大幅下行，负债端由于存款占比较高，加上南京地区存款竞争激烈，价格刚性仍然存在，因此今年净息差将有所下滑。后续来看，公司对公大客户的聚集可能对资产端收益率形成一定压力，零售业务尚处转型阶段，客户竞争激烈，短期内无法对息差有太多正贡献，因此后续来看，息差承压将持续。

（3）本轮利率下行将推动交易性金融资产公允价值变动收益上升，资金业务或将贡献较大的业绩弹性。

（4）拨备支出方面，南京银行不良率和拨备覆盖率均处于第一梯队，虽然疫情冲击有一定影响，但预计信用成本后续仍会下行。

综合来看，我们预计公司2020-2022年的归母净利润增速分别为12.41%、13.47%、11.61%。

表 15: 南京银行关键指标预测表

项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额增速	17.23%	23.50%	18.43%	16.00%	15.00%	12.00%
存款总额增速	10.29%	6.63%	12.08%	12.00%	10.00%	9.00%
生息资产增速	6.78%	8.98%	8.97%	7.13%	9.00%	7.69%
计息负债增速	6.62%	8.16%	8.97%	8.71%	8.81%	6.60%
贷款收益率	4.65%	5.10%	5.72%	5.42%	5.10%	5.00%
生息资产收益率	4.33%	4.56%	4.32%	4.13%	4.05%	4.02%
存款付息率	2.12%	2.39%	2.65%	2.60%	2.60%	2.60%
计息负债付息率	2.68%	2.95%	2.88%	2.72%	2.72%	2.72%
净息差(测算值)	1.85%	1.84%	1.67%	1.61%	1.51%	1.50%
净手续费收入增速	-19.46%	2.84%	12.72%	10.00%	15.00%	15.00%
拨备支出/平均贷款	1.47%	1.49%	1.55%	1.50%	1.30%	1.20%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 贷款收益率、生息资产收益率、存款付息率、计息负债付息率以及净息差为测算值

表 16: 南京银行可比公司估值(统计截至2020年7月3日收盘)

公司代码	公司名称	货币	股价	归母净利润(亿元)			PB估值水平(倍)		
			2020/07/03	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601169.SH	北京银行	CNY	5.14	214	228	245	0.57	0.51	0.47
601229.SH	上海银行	CNY	8.90	203	225	250	0.81	0.73	0.65
600919.SH	江苏银行	CNY	6.06	146	159	175	0.64	0.54	0.51
002142.SZ	宁波银行	CNY	28.30	137	161	191	1.86	1.67	1.44
600926.SH	杭州银行	CNY	9.60	66	76	91	0.94	0.93	0.83
601997.SH	贵阳银行	CNY	7.68	58	64	72	0.73	0.67	0.58
601838.SH	成都银行	CNY	8.52	56	64	74	0.87	0.76	0.67
002936.SZ	郑州银行	CNY	3.65	33	35	38	0.70	0.71	0.64
601577.SH	长沙银行	CNY	8.57	51	58	65	0.85	0.75	0.66
002948.SZ	青岛银行	CNY	5.25	23	26	31	1.07	1.00	0.93
600928.SH	西安银行	CNY	5.91	27	29	33	1.11	1.05	0.97
002966.SZ	苏州银行	CNY	9.19	25	27	30	1.10	1.01	0.94

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 银行归母净利润和 PB 估值预测均来源于 Wind 一致盈利预期。

九、风险提示

- (一) 南京地区存款竞争加剧, 负债成本抬升
- (二) 大额风险暴露导致资产质量急剧恶化
- (三) 资金业务业绩弹性低于预期

附表：南京银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	6.10	5.42	4.66	4.11	3.68	净利息收入	21,567	21,380	22,205	22,561	24,311
P/B	0.96	0.85	0.74	0.65	0.57	利息收入	53,501	55,236	57,075	60,480	65,045
P/PPOP	3.41	2.83	2.52	2.30	2.11	利息支出	31,934	33,856	34,870	37,919	40,734
每股指标						净手续费收入	3,588	4,044	4,449	5,116	5,883
EPS	1.26	1.42	1.65	1.87	2.09	净其他非息收入	2,251	7,018	9,825	12,281	13,509
BVPS	8.01	9.08	10.38	11.81	13.40	营业收入	27,406	32,442	36,479	39,958	43,704
PPOPPS	2.26	2.71	3.05	3.34	3.65	营业支出	14,592	17,504	19,807	20,823	22,351
DPS	0.39	0.39	0.46	0.52	0.58	税金及附加	272	352	377	413	461
股息支付率	31.11%	27.61%	27.61%	27.61%	27.61%	业务及管理费	7,841	8,887	10,214	11,188	12,237
股息收益率	5.10%	5.10%	5.98%	6.78%	7.57%	营业利润	12,814	14,938	16,672	19,135	21,353
驱动性因素						营业外净收入	-141	-45	-50	-55	-60
贷款增长	23.50%	18.43%	16.00%	15.00%	12.00%	拨备前利润	19,152	23,022	25,837	28,302	30,945
存款增长	6.63%	12.08%	12.00%	10.00%	9.00%	资产减值损失	6,479	8,129	9,216	9,222	9,653
生息资产增长	8.98%	8.97%	7.13%	9.00%	7.69%	利润总额	12,673	14,893	16,622	19,080	21,292
计息负债增长	8.16%	8.97%	8.71%	8.81%	6.60%	所得税	1,485	2,327	2,493	3,053	3,407
平均贷款收益率	5.10%	5.72%	5.42%	5.10%	5.00%	净利润	11,188	12,567	14,129	16,028	17,886
平均生息资产收益率	4.56%	4.32%	4.13%	4.05%	4.02%	归母净利润	11,073	12,453	13,999	15,885	17,728
平均存款付息率	2.39%	2.65%	2.60%	2.60%	2.60%	资产负债表					
平均计息负债付息率	2.95%	2.88%	2.72%	2.72%	2.72%	贷款总额	480,340	568,864	659,883	758,865	849,929
净息差（NIM）	1.84%	1.67%	1.61%	1.51%	1.50%	贷款减值准备	19,765	21,230	23,839	25,722	27,311
净利差（Spread）	1.61%	1.44%	1.41%	1.33%	1.30%	贷款净额	460,575	549,478	636,044	733,143	822,617
净手续费收入增速	2.84%	12.72%	10.00%	15.00%	15.00%	投资类资产	594,206	618,721	631,096	656,339	676,030
净非息收入/营收	21.31%	34.10%	39.13%	43.54%	44.37%	存放央行	93,713	94,704	96,729	101,082	110,179
成本收入比	28.61%	27.39%	28.00%	28.00%	28.00%	同业资产	55,817	51,549	41,239	41,239	41,239
拨备支出/平均贷款	1.49%	1.55%	1.50%	1.30%	1.20%	其他资产	38,959	28,984	29,278	31,928	34,159
实际所得税率	11.72%	15.62%	15.00%	16.00%	16.00%	生息资产	1,224,075	1,333,838	1,428,946	1,557,525	1,677,377
业绩年增长率						资产合计	1,243,269	1,343,435	1,463,910	1,596,400	1,707,936
净利息收入	7.35%	-0.87%	3.86%	1.60%	7.75%	存款	770,556	863,653	967,291	1,064,021	1,159,782
净手续费收入	2.84%	12.72%	10.00%	15.00%	15.00%	向央行借款	62,044	93,066	112,709	112,709	112,709
营业收入	10.33%	18.38%	12.44%	9.54%	9.37%	同业负债	82,514	66,457	39,874	47,849	47,849
营业支出	13.36%	19.96%	13.16%	5.13%	7.34%	发行债券	210,996	203,942	214,139	226,987	226,987
拨备前利润	11.42%	20.21%	12.23%	9.54%	9.34%	计息负债	1,126,110	1,227,118	1,334,013	1,451,566	1,547,328
利润总额	6.63%	17.52%	11.61%	14.79%	11.59%	负债合计	1,164,503	1,255,507	1,364,876	1,485,148	1,583,125
净利润	14.62%	12.32%	12.43%	13.44%	11.59%	股东权益合计	78,766	87,928	99,035	111,252	124,811
归母净利润	14.53%	12.47%	12.41%	13.47%	11.61%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	4,272	5,082	5,871	6,451	7,494
ROAA	0.94%	0.96%	1.01%	1.05%	1.08%	不良贷款率	0.89%	0.89%	0.89%	0.85%	0.88%
ROAE	16.96%	16.53%	16.96%	16.88%	16.58%	不良净生成率	1.02%	1.24%	1.30%	1.20%	1.20%
RORWA	1.48%	1.49%	1.53%	1.61%	1.68%	拨备覆盖率	463%	418%	419%	439%	423%
资本状况						拨贷比	4.11%	3.73%	3.73%	3.73%	3.73%
资本充足率	12.99%	13.03%	10.74%	8.64%	6.61%	流动性					
一级资本充足率	9.74%	10.01%	10.40%	10.93%	11.47%	存贷比	62.34%	65.87%	68.22%	71.32%	73.28%
核心一级资本充足率	8.51%	8.87%	9.33%	9.91%	10.49%	贷款/总资产	38.64%	42.34%	45.08%	47.54%	49.76%
加权风险资产	798,547	889,795	960,979	1,028,247	1,100,224	投资类资产/总资产	47.79%	46.06%	43.11%	41.11%	39.58%
风险加权系数	64.23%	66.23%	65.64%	64.41%	64.42%	同业资产/总资产	4.49%	3.84%	2.82%	2.58%	2.41%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富银行行业第三名。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李 佳 鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。