

债券投资保持高收益——调研纪要

增持维持

目标价格：10.71元

投资要点：

- 📖 债券优势不减
- 📖 平台贷已降到16%
- 📖 净息差继续走好

报告摘要：

- **贷款节奏跟着市场走，存款不会成为南京银行放贷的压力。**由于公司贷存比较低，加上地方经济有较强的需求支撑。平台贷款占比已压缩至16%。
- **预计一季度净息差会和去年四季度持平，好于三季度。**由于债券收益率在四季度较好，以及四季度末存款余额有增加，负债率略有下降。
- **行业存款压力不减，南京银行四季度存款正增长。**2012年将是行业组织资金比较艰苦的一年，一是监管政策变化，二是市场变化，导致存款定期化很难改变。
- **债券投资去年三季度一次性处理，为今年打好基础。**去年四季度。四季度流动性逐步宽松，交易行情活跃，波动较大，但全部盈余，1月份债券利率延续去年四季度高位盘整，处于高收益阶段，收益率还在百分之四点多，公司也在持续变现，剩余部分久期拉的比较长，债券资产总量上升，去年600亿元总量，代理的债券量几千亿，今年债券投资总规模还有增长计划。
- **资产质量还处于双降中。**实体经济波及银行以及影子银行、小贷公司等形成了大量高息导致法人破产，会波及银行。到1月份南京银行资产质量还是双降。行业资产质量问题可能出现在中报中。
- **投资建议。**南京银行2011年业绩增长39%，达到32亿元，EPS为1.09元，BVPS为7.29元。我们预计2012年归属于母公司净利润增长23.8%，达到39.9亿元，EPS为1.34元，BVPS为8.25元，在2012年上半年债市继续走好的假设下，业绩弹性可期，维持增持评级。

(百万元,元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3627	5305	7461	9282	11378
净利润	1545	2318	3224	3990	4856
摊薄 EPS	0.84	0.78	1.08	1.34	1.63
BVPS	6.55	6.34	7.24	8.25	9.48
PE(X)	11.34	12.24	8.80	7.11	5.85
PB(X)	1.45	1.50	1.32	1.16	1.01

银行行业研究组

分析师：

张继袖 (S1180511010006)

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

股本(亿股)	29.69
市值(亿元)	284.42
大股东	南京紫金投资
持股比例	13.42%

数据来源：wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*南京银行：规模增长消耗资本-季报点评*601009*银行*张继袖》，2011.10
- 2 《宏源证券*公司研究*南京银行：规模增长推动业绩——中报点评*601009*银行*张继袖》，2011.8
- 3 《宏源证券*公司研究*南京银行：净息差弹性不足*601009*银行*张继袖》，2011.5
- 4 《宏源证券*公司研究*南京银行：行业“紧日子”中彰显优势*银行*601009*张继袖》，2011.2

Q: 09 年开始银行政策收紧, 去年对银行的监管政策开始放松, 银行怎么看?

A: 2008 年 4 万亿投资实际上是仓促性的, 主要对基础设施和大大小小的平台放款较多, MO 的传导必然是从上到下的, 全国性结算网点多的银行开始, 最后到中小银行, 三块得益者: 房地产, 主营是大型和国有房地产 (民营的也还是有政府背景)、行政垄断行业 (大型央企)、央企下的二三级公司。

货币对应关系看, 金融是受益。有两块受到伤害: 中小企业, 不专注主营业务了, 小企业是比较严重的问题, 80% 就业在中小企业, 50% 税收在中小企业。从银行角度看不是小企业缺钱, 而是缺少创新能力。实际上每家企业的融资量都在增加, 但是不投在主业上了, 而是其他类金融行业。前几年政策留下的负效应, 不是小企业真的缺钱。

央行主要是用货币工具进行调节, 银监会是逆周期等指标。

Q: 加息和净息差走势判断, 近期净息差情况

A: 看央企的利率情况, 如果央企可以承受, 利率就不会下浮。

商品性回笼, 反映商业企业贷款, 商业企业是轻资产公司, 商品性回笼上升导致信贷回笼下降。1 月份, 商业企业备货期滞后, 贷款需求量同比下降。需求滞后导致 1 月贷款下降。长期贷款下降是银行主动调控的, 缩量性的。

一季度息差延续四季度的, 如果需求往下走, 利率会下来。

Q: 城商行异地扩张问题

A: 银监会换届, 但跨区域发展是硬道理, 政策上需要等一等。同城支行还在开办。南京银行的人财物是满足的, 要往前走, 是比较积极的。

Q: 对于 2012 年城商行上市问题的看法

A: 个人观点, 仅供参考。有可能先放市级的, 全面放开的概率太小了, 因为金融市值太高了, 和实体经济不符, 会对股市晴雨表有负作用; 银行上市不是唯一途径, 银行不缺钱, 缺资源, 上市是找资源, 银行上市充实 CAR; 这轮城商行上市不排除创新概念, 比如农村商业银行等会先上市, 完善经营体系。

Q: 直贴利率下滑的原因是企业需求下滑吗?

A: 近几年融资形势票据化, 企业和银行以承兑汇票形势进行操作, 集团内部减少财务费用, 对企业是好事, 对银行来说只是金融工具, 不存在好坏问题。银行只反映票据敞口 (进规模), 南京银行敞口 20%, 就是总量*20% 才进入规模。开票是中间业务, 只有敞口算规模 (开票和贴现的差), 贴现是一种贷款方式, 贴现速度快, 账面利率高。

Q: 2012 年存款趋势分析

A: 2012 年所有银行的最大难点是组织资金, 各家银行存款竞争压力都很大; 第二, 存款

定期化，原因主要是监管政策，银行内在动力（短期理财不能做，理财也是银行资金来源），企业不管是对公还是个人的，利率低了后都会对银行提出条件，定期化是趋势。

1 月份季节性因素导致存款下降，2 月份个人存款会上升，2 月份商业企业会集中还贷款。

Q: 平台贷款问题

A: 展期是好事，文件暂时没收到。2010 年三季度底时平台贷占比 32%，2011 年底时下降到 16%。平台是好东西，地方财政实力强大的话，平台没问题，一般都会提前完成项目，因为财政也会提前配套。地方政府平台项目一般都是封闭式回购项目，公益事业基本不承租（比如展览馆）。南京银行平台贷占比基本上不会低了，到期的也会做新项目，保证地方经济稳定。

Q: 资产质量

A: 资产质量来自两方面：实体经济波及银行以及影子银行、小贷公司等形成了大量高息导致法人破产，会波及银行。到 1 月份南京银行资产质量还是双降。

原因是谨慎的会计原则重分类，以及实体经济传导，可能导致行业前不良率在 2012 年上升。中报时有可能反弹，需要关注！

由于税务政策不落实，所以公司也不想匆匆忙忙达到 2.5%，到 2016 年之前会维持在 2.3-2.5% 之间。

Q: 债券投资

A: 去年三季度调整了仓位，所有存量资产逐个处理，亏损资产一次性处理，为四季度和 2012 年打好基础。去年四季度以来，四季度流动性逐步宽松，交易行情活跃，波动较大，但全部盈余，1 月份债券利率延续去年四季度高位盘整，处于高收益阶段，收益率还在百分之四点多，公司也在持续变现，剩余部分久期拉的比较长，债券资产总量上升，去年 600 亿元总量，代理的债券量几千亿，今年规模还有增长规划。

表：盈利预测（百万元，元）

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	23958	30961	37247	44467	净利息收入	4622	6552	8163	10085
存放同业和其它	4157	5160	6208	7411	手续费及佣金净收入	475	712	937	1127
拆出资金	2198	4300	5173	6176	其他净收入	208	197	182	167
证券投资	65317	79160	97889	119704	营业收入合计	5305	7461	9282	11378
买入返售金融资产	39376	45582	54836	65465	营业税金及附加	342	522	650	796
衍生金融资产	0	0	0	0	业务及管理费	1616	2223	2766	3391
发放贷款及垫款	81989	97401	113592	131413	资产减值损失	518	731	872	1033
固定资产	1747	914	996	1079	营业支出合计	2476	3477	4288	5220
递延所得税资产	324	392	470	559	营业利润	2829	3984	4994	6158
无形资产	59	25	25	25	营业外收支净额	11	10	9	8
其他资产合计	2368	4111	5036	6101	拨备前利润	3347	4715	5866	7191
资产合计	221493	268006	321473	382400	利润总额	2839	3994	5002	6166
同业和其它金融机构存放	32448	37041	59661	65646	减：所得税	521	770	1012	1310
拆入资金	6318	7213	4972	5470	净利润	2318	3224	3990	4856
卖出回购金融资产款	17949	20603	17315	19132	归属于母公司的净利润	2311	3214	3977	4840
吸收存款	139724	169066	201020	237113	少数股东损益	7	10	13	16
应付债券	800	800	800	800	基本每股收益	0.78	1.08	1.34	1.63
其他负债合计	5282	11650	13060	25930	稀释每股收益	0.78	1.08	1.34	1.63
负债合计	202522	246373	296828	354091	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	2969	2969	2969	2969	成长性				
资本公积金	10295	10327	10371	10423	营收增长率	46.2%	40.7%	24.4%	22.6%
盈余公积金	861	1183	1580	2064	EBIT 增长率	50.8%	40.2%	25.0%	23.1%
未分配利润	3199	5498	8055	11167	净利润增长率	49.7%	39.1%	23.8%	21.7%
一般风险准备	1510	1510	1510	1510	盈利性				
少数股东权益	137	147	160	176	ROA	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%
股东权益合计	18834	21486	24486	28133	ROE	12.2%	14.9%	16.1%	17.1%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	54.1%	54.0%	54.2%	54.5%
净利润	2311	3214	3977	4840	净息差	2.63%	2.83%	2.93%	3.03%
EBIT	2872	4027	5035	6199	成本收入比	30.5%	29.8%	29.8%	29.8%
NOPLAT	2345	3251	4016	4882	估值倍数				
资产准备	518	731	872	1033	PE	12.24	8.80	7.11	5.85
折旧与摊销	65	56	57	55	P/S	5.33	3.79	3.05	2.49
来源	65125	43850	50455	57264	P/B	1.50	1.32	1.16	1.01
运用	71927	46513	53467	60927	股息收益率	0.65%	2.10%	3.61%	4.40%
自由现金流	-4392	644	1061	1274	EV/EBITDA	9.64	6.89	5.49	4.43

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8年资本市场研究经验, 今日投资2009年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。