优势不减，降息和降准的受益者

增持维持

目标价格：10.50 元

投资要点:

- 债券投资优势不减
- 贷存比低于行业平均水平，存款压力小
- 拨贷比接近 2.5%，估值合理

报告摘要:

- **贷存比低于行业平均水平，吸收存款的压力小，负债成本可控。**2012 年 1 月行业贷存比（本外币）已达到 71.88%，个别上市银行已突破 75%的监管红线。而对于南京银行，由于债券投资占比较高，贷存比压力一直不大，这就决定了如果监管层放松信贷管制，南京银行的贷款投放能力不会逊色于其他银行。
- **债券投资优势不减。**公司债券投资占比高，交易活跃，资产安全性好，在全行业讨论资产质量风险时，可以更好规避信贷风险；公司资产配置上，债券投资占总资产的 27.28%，位列 16 家上市银行之首。债券配置上，2011 年 6 月底，交易性、可供出售、持有至到期、贷款及应收款投资占比分别为 7.98%、26.66%、34.04%和 31.32%。能够影响损益表的债券配置占比合计为 73.34%。
- **公司拨贷比接近 2.5%水平，未来业绩压力小。**2011 年三季报时上市银行的拨备覆盖率都在 200%以上，而拨贷比达到 2.5%的不多，只有农行、工行、建行、华夏银行拨贷比在 2.5%以上。拨贷比影响的测算请见我们 2011 年 9 月 4 日的报告。由于内部税务政策不落实，公司也不想匆忙达到 2.5%，未来两年间会维持在 2.3-2.5%之间。
- **投资建议。**我们预计南京银行 2012 年-2013 年归属于母公司股东的净利润增长为 23.7%和 21.6%，达到 40.15 亿元和 48.84 亿元，每股收益为 1.35 元和 1.64 元，每股净资产为 8.26 元和 9.50 元。绝对估值法下，公司每股合理价值 10.32 元。相对估值法下，目前股价对应的 2012 年 PE 和 PB 分别为 7.23X 和 1.17X，维持增持评级。

(百万元，元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3627	5305	7502	9330	11435
净利润	1545	2318	3245	4015	4884
摊薄 EPS	0.84	0.78	1.09	1.35	1.64
BVPS	6.55	6.34	7.24	8.26	9.50
PE(X)	10.38	11.20	8.00	6.47	5.32
PB(X)	1.33	1.37	1.20	1.06	0.92

银行行业研究组

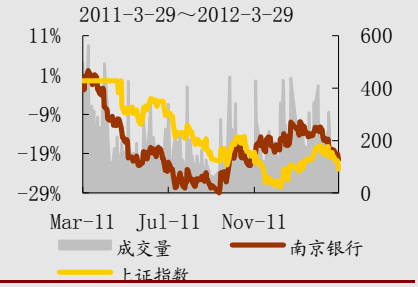
分析师:

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）	258.9
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：债券投资保持高收益—调研纪要*601009*银行*张继袖》，2012.2

2《宏源证券*公司研究*南京银行：规模增长消耗资本-三季报点评*601009*银行*张继袖》，2011.10

3《宏源证券*公司银行*南京银行：规模增长推动业绩——中报点评*601009*银行*张继袖》，2011.8

4《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

目录

投资亮点 **4**

一、行业：服务和全牌照是发展趋势 **4**

（一）信贷减速推动盈利转型 4

（二）全牌照保证非息收入占比提高 5

二、债券投资优势不减 **6**

三、贷存比压力低，信贷增长有空间 **8**

四、资产质量良好，拨贷比压力不大 **10**

（一）成本收入比适中 10

（二）拨贷比压力小 10

（三）资产质量良好，资本充足 11

五、降准受益者，降息影响最小者 **12**

六、盈利预测和投资建议 **12**

插图

图 1: 行业贷款增速放缓.....4
图 2: 利息净收入占比下降.....5
图 3: 行业贷存比创近期高点.....8
图 4: 上市银行拨贷比提高.....11

表格

表 1: 几家银行参股非银行金融情况.....6
表 2: 上市银行债券资产在总资产中占比.....7
表 3: 上市银行交易性债券投资占比债券投资比重变化.....7
表 4: 可以影响损益表的债券投资占比.....8
表 5: 上市银行贷存比.....9
表 6: 上市银行贷款增速.....9
表 7: 成本收入比趋势.....10
表 8: 不良率和 CCAR.....12
表 9: 南京银行盈利预测.....13
表 10: 永续增长率和股权成本的敏感性分析.....14
表 11: 上市银行盈利预测.....14
表 12: 上市银行估值.....15

投资亮点

1、贷存比低于行业平均水平，吸收存款的压力小，负债成本可控;

2、债券投资占比高，交易活跃，资产安全性好，在全行业讨论资产质量风险时，可以更好规避信贷风险;

3、公司拨贷比接近 2.5%水平，未来业绩压力小。

一、行业：服务和全牌照是发展趋势

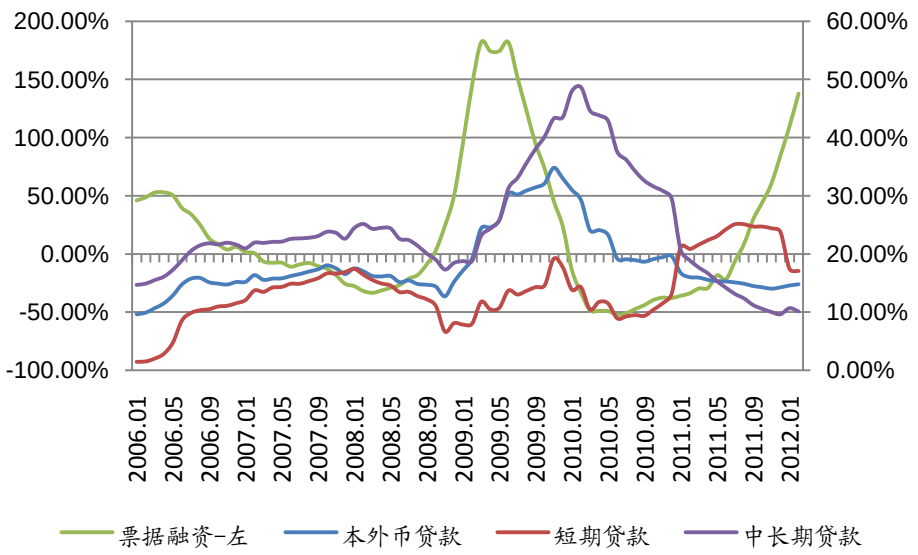
（一）信贷减速推动盈利转型

从巴塞尔新资本协议在中国盛传开始，中国银行业盈利模式的改革就悄然而起：从传统的依靠信贷增长逐步转向非息收入占比逐步提高，转向提高金融服务以及降低资本消耗的节约型发展道路。

从信贷增速、信贷行业投向和非息收入占比中可以看到行业转型的痕迹。

2010 年开始，资本节约使行业信贷增速下降，信贷增速从 2009 年最高的 34.80%，下降到现在的 14.80%。信贷高速增长的时代已经过去！

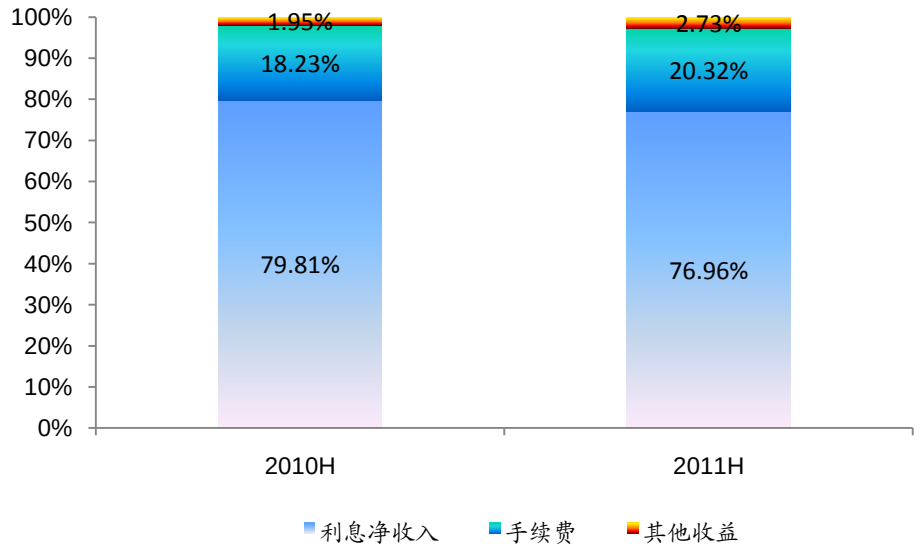
图 1：行业贷款增速放缓



资料来源：wind，宏源证券

从依靠规模转向依靠服务是银行业未来发展的趋势，而上市银行数据看，2011 年中报时上市银行净利息收入占比下降到 76.96%，这还是在行业净息差反弹接近 20 个 BP 的水下下的数字，而手续费收入占比提高到 20.32%，投资收益等其他收益占比提高到 2.73%。

图 2：利息净收入占比下降



资料来源：wind，宏源证券

（二）全牌照保证非息收入占比提高

2008 年初，国务院原则同意商业银行投资入股保险公司。2009 年 11 月，银监会正式开闸商业银行投资保险公司股权试点，工行、建行、交行及北京银行 4 家银行作为试点银行，陆续递交了入股保险公司的申请，银行涉水保险公司的大幕从此拉开。

金融行业内的跨界“联姻”频现，各大银行都想涉水保险领域，对他们而言，有一个目标的重要性不言而喻———全牌照金融集团。

建设银行已经拥有基金、信托、金融租赁、投资银行以及中德储蓄银行、村镇银行等金融机构，此次持股太平洋安泰将保险牌照收入麾下，建行朝着综合经营的道路上又迈出了一步。而工行凭借现有的投行、基金、租赁等牌照，若持股金盛保险获批，其将成为继中国平安之后的又一全牌照金融巨无霸。

除了参股保险行业外，银行系基金公司、信托公司也都获得了长足发展。银行业涉足非银行领域，可以达到资源共享、取长补短的效果，银行的强大资金用以补充非银行金融领域的资本金，而银行的销售网点和客户资源可以促进非银行业务的发展，再者，银行也可以利用非银行业务和银行业务的互补，分享高增长的利润。

表 1: 几家银行参股非银行金融情况

银行	金融机构	2011 年净利润-亿	净利润增速
建设银行	建信基金	1.13	11.88%
建设银行	村镇银行	0.24	
建设银行	建信租赁	2.12	24.71%
建设银行	建信信托	3.29	89.08%
建设银行	太平洋安泰	0.33	
农业银行	农银汇理基金	0.44	
农业银行	农银金融租赁	1.58	
农业银行	村镇银行	0.15	
兴业银行	兴业金融租赁	2.95	
兴业银行	兴业国际信托	2.04	168.91%

资料来源：公司数据，宏源证券

二、债券投资优势不减

公司资产配置上，债券投资占总资产的 27.28%，位列 16 家上市银行之首。债券配置上，2011 年 6 月底，交易性、可供出售、持有至到期、贷款及应收款投资占比分别为 7.98%、26.66%、34.04%和 31.32%。能够影响损益表的债券配置占比合计为 73.34%，对债券交易活跃度敏感的交易类债券占比在光大银行和民生银行之后（截至 2011 年 6 月 30 日数据），而在 2010 年底南京银行交易性债券投资还是高仓位，说明公司可以很好把握债市节奏。对于交易敏感的银行，在 2011 年下半年和 2012 年上半年债市启动后会有较好的业绩弹性。

全年三季度调整了仓位，所有存量资产翻个，亏损资产一次性处理，为四季度和 2012 年做好基础。波动很大，四季度流动性逐步宽松，交易行情活跃，全部盈余，利率延续去年四季度高位盘整，处于高收益阶段，不停变现，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，代理的债券量达到几千亿规模，为非息收入做出贡献。

表 2: 上市银行债券资产在总资产中占比

	2007-6-30	2007-12-31	2008-6-30	2008-12-31	2009-6-30	2009-12-31	2010-6-30	2010-12-31	2011-6-30
深发展 A	12.84%	13.81%	15.48%	16.48%	14.97%	17.55%	17.09%	15.31%	16.14%
宁波银行	25.81%	22.81%	19.03%	16.26%	13.72%	24.36%	19.64%	12.85%	16.31%
浦发银行	12.33%	12.57%	12.84%	14.60%	12.91%	16.00%	11.63%	11.47%	11.06%
华夏银行	13.92%	11.80%	11.97%	12.56%	9.95%	9.81%	9.38%	8.37%	8.72%
民生银行	14.31%	17.02%	15.70%	12.68%	11.15%	10.96%	12.22%	9.91%	10.16%
招商银行	18.34%	18.62%	18.49%	19.57%	17.48%	18.15%	16.95%	16.31%	15.36%
南京银行	34.26%	36.87%	32.78%	35.39%	28.64%	27.89%	27.14%	29.49%	27.28%
兴业银行	24.69%	15.81%	15.14%	15.48%	15.77%	14.84%	12.62%	13.43%	12.33%
北京银行	#DIV/0!	26.29%	28.22%	24.47%	25.37%	23.27%	23.87%	22.35%	20.26%
农业银行	#DIV/0!	24.67%	#DIV/0!	32.92%	#DIV/0!	29.46%	26.79%	24.45%	22.22%
交通银行	19.48%	23.29%	21.66%	23.25%	23.61%	23.43%	22.28%	20.48%	18.69%
工商银行	37.35%	35.78%	33.98%	31.24%	27.25%	30.54%	28.77%	27.73%	25.04%
光大银行	#DIV/0!	16.50%	#DIV/0!	15.44%	#DIV/0!	11.57%	11.14%	12.62%	10.69%
建设银行	34.88%	33.37%	31.64%	29.05%	25.40%	26.80%	28.12%	26.87%	24.09%
中国银行	33.31%	28.57%	25.64%	23.67%	23.03%	20.76%	20.30%	19.65%	16.90%
中信银行	19.60%	15.80%	22.33%	16.68%	13.81%	11.61%	12.45%	12.92%	11.62%
合计	30.77%	27.89%	27.25%	26.33%	22.83%	24.26%	23.21%	21.96%	19.81%

资料来源：wind，宏源证券

表 3: 上市银行交易性债券投资占比债券投资比重变化

证券简称	2007-6-30	2007-12-31	2008-6-30	2008-12-31	2009-6-30	2009-12-31	2010-6-30	2010-12-31	2011-6-30
深发展 A	4.65%	3.03%	2.34%	0.05%	2.20%	1.10%	0.51%	0.00%	0.84%
宁波银行	0.00%	0.00%	1.49%	9.38%	11.67%	1.56%	1.63%	1.04%	2.76%
浦发银行	16.79%	3.32%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.72%
华夏银行	4.67%	4.35%	3.23%	5.24%	3.99%	0.92%	2.19%	0.12%	0.86%
民生银行	2.56%	1.64%	2.40%	3.30%	4.62%	3.04%	6.09%	3.33%	8.01%
招商银行	4.71%	4.44%	5.13%	5.01%	5.43%	4.22%	4.56%	3.89%	4.93%
南京银行	30.48%	24.03%	14.51%	23.57%	25.48%	19.14%	15.77%	14.57%	7.98%
兴业银行	7.17%	6.33%	4.00%	4.23%	2.87%	1.70%	4.15%	2.23%	4.28%
北京银行	#DIV/0!	6.72%	5.59%	16.47%	16.68%	9.28%	7.00%	10.20%	3.49%
农业银行	#DIV/0!	1.31%	#DIV/0!	1.73%	#DIV/0!	4.29%	3.74%	1.99%	2.19%
交通银行	3.43%	3.47%	5.27%	3.58%	5.06%	3.47%	5.07%	5.11%	5.12%
工商银行	1.19%	1.10%	1.37%	1.10%	1.02%	0.56%	0.42%	0.35%	3.53%
光大银行	#DIV/0!	6.16%	#DIV/0!	9.63%	#DIV/0!	7.51%	12.99%	11.96%	12.69%
建设银行	0.52%	1.35%	3.43%	2.29%	1.64%	0.73%	1.39%	0.60%	4.18%
中国银行	7.91%	7.28%	5.46%	5.33%	3.23%	3.41%	4.16%	3.95%	3.69%
中信银行	3.76%	4.07%	1.85%	3.91%	4.07%	2.16%	2.74%	1.06%	1.06%
合计	3.26%	2.80%	3.17%	2.77%	2.58%	2.29%	2.63%	2.01%	3.67%

资料来源：wind，宏源证券

表 4：可以影响损益表的债券投资占比

证券简称	2007-6-30	2007-12-31	2008-6-30	2008-12-31	2009-6-30	2009-12-31	2010-6-30	2010-12-31	2011-6-30
深发展 A	48.85%	63.34%	46.10%	37.58%	49.39%	64.13%	61.52%	71.70%	73.10%
宁波银行	97.18%	96.56%	97.87%	99.32%	89.98%	95.44%	94.25%	87.22%	82.60%
浦发银行	17.23%	22.79%	89.58%	70.00%	71.33%	65.64%	78.31%	58.58%	55.26%
华夏银行	97.37%	88.76%	88.30%	80.46%	87.03%	85.96%	85.02%	82.94%	84.45%
民生银行	45.69%	61.22%	64.58%	59.99%	58.70%	68.72%	72.73%	80.61%	73.33%
招商银行	38.13%	41.79%	39.87%	32.91%	32.75%	34.94%	35.72%	30.65%	37.17%
南京银行	64.93%	69.58%	65.65%	68.47%	72.11%	72.03%	72.32%	76.52%	73.34%
兴业银行	41.62%	67.78%	65.03%	51.17%	55.99%	43.77%	54.65%	40.72%	45.59%
北京银行	na	10.93%	9.49%	20.64%	45.23%	48.78%	41.20%	52.17%	50.49%
农业银行	na	59.57%	na	65.35%	na	72.09%	76.65%	73.55%	70.95%
交通银行	64.05%	70.20%	72.58%	77.28%	78.67%	83.03%	81.67%	80.04%	75.91%
工商银行	83.31%	82.90%	81.54%	82.36%	79.19%	73.61%	72.44%	75.76%	77.75%
光大银行	na	63.17%	na	56.16%	na	60.58%	58.20%	58.82%	60.45%
建设银行	77.90%	80.49%	78.91%	74.90%	75.27%	74.74%	74.75%	76.01%	77.80%
中国银行	52.93%	60.13%	56.63%	54.28%	55.00%	65.74%	69.64%	68.05%	73.91%
中信银行	71.53%	72.55%	68.56%	56.99%	53.53%	54.29%	50.15%	49.06%	43.33%
合计	70.46%	71.42%	72.55%	69.12%	69.59%	70.61%	71.81%	71.43%	72.41%

资料来源：wind，宏源证券

三、贷存比压力低，信贷增长有空间

2012 年 1 月行业贷存比(本外币)已达到 71.88%，个别上市银行已突破 75%的监管红线。而对于南京银行，由于债券投资占比较高，贷存比压力一直不大，这就决定了如果监管层放松信贷管制，南京银行的贷款投放能力不会逊色于其他银行。看 2008 年 9 月开始的降息周期，2009 年开始央行没有信贷管制，南京银行的贷款增速领先于上市银行。所以，如果管制放松，南京银行既有能力也有动力增加贷款规模。

图 3：行业贷存比创近期高点

资料来源：wind，宏源证券

表 5: 上市银行贷存比

	2010Q3	2010	2011Q3
深发展 A	74.23%	72.37%	73.09%
宁波银行	70.01%	69.65%	68.44%
浦发银行	70.37%	69.96%	72.40%
华夏银行	70.13%	68.78%	72.84%
民生银行	72.28%	74.64%	75.54%
招商银行	73.71%	75.45%	76.46%
南京银行	58.55%	60.04%	61.34%
兴业银行	76.31%	75.42%	75.65%
北京银行	60.97%	60.02%	61.98%
农业银行	55.15%	55.77%	56.55%
交通银行	77.44%	78.00%	79.27%
工商银行	58.24%	60.93%	62.57%
光大银行	71.81%	73.32%	73.62%
建设银行	59.85%	62.47%	65.14%
中国银行	74.24%	75.08%	78.39%
中信银行	73.29%	73.04%	74.04%
合计	64.40%	65.86%	67.67%

资料来源：wind，宏源证券

表 6: 上市银行贷款增速

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
深发展 A	12.48%	7.00%	5.26%	-0.37%	3.39%	0.24%	6.55%	2.13%	3.67%	6.09%	35.77%
宁波银行	9.21%	19.73%	24.01%	2.77%	6.97%	6.97%	3.57%	4.68%	5.67%	5.86%	2.83%
浦发银行	25.39%	7.75%	-3.77%	2.80%	8.75%	4.13%	2.75%	6.11%	5.68%	2.17%	3.53%
华夏银行	14.87%	4.71%	1.09%	-0.20%	7.09%	6.15%	4.39%	3.44%	4.07%	3.66%	0.85%
民生银行	12.71%	22.24%	-1.20%	-1.39%	6.04%	1.90%	3.80%	6.62%	2.79%	4.84%	1.44%
招商银行	14.19%	15.86%	1.57%	1.39%	7.26%	4.68%	3.89%	3.47%	5.17%	3.18%	2.75%
南京银行	28.61%	16.83%	6.45%	5.02%	6.62%	6.71%	4.46%	5.14%	7.49%	4.09%	4.20%
兴业银行	17.43%	9.76%	8.33%	1.14%	6.70%	5.87%	4.16%	3.49%	4.48%	4.18%	3.10%
北京银行	13.56%	14.54%	7.70%	1.71%	7.33%	5.99%	4.18%	3.35%	6.88%	5.14%	4.10%
农业银行							3.16%	3.64%	5.20%	3.00%	1.74%
交通银行	21.28%	7.74%	4.43%	1.65%	8.83%	3.53%	4.95%	2.83%	4.78%	3.77%	3.01%
工商银行	14.36%	4.48%	2.67%	2.60%	5.96%	4.84%	3.39%	3.29%	4.01%	3.83%	3.60%
光大银行							1.42%	5.83%	5.99%	2.97%	1.79%
建设银行	14.14%	4.87%	3.49%	2.84%	5.11%	5.74%	2.92%	2.94%	4.28%	3.87%	3.27%
中国银行	15.99%	13.68%	9.19%	4.47%	8.26%	1.47%	3.10%	1.92%	5.26%	4.34%	0.47%
中信银行	26.21%	18.49%	0.20%	7.63%	6.29%	5.36%	0.59%	5.30%	2.57%	4.44%	2.16%
合计							3.27%	3.36%	4.61%	3.80%	2.84%

资料来源：wind，宏源证券

四、资产质量良好，拨贷比压力不大

（一）成本收入比适中

南京银行的成本收入比稳定在 30%，是行业平均水平，公司管理对费用的控制能力较为突出。

表 7：成本收入比趋势

	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2010 前三季度	2011 前三季度	同比变化
深发展 A	39.29%	41.76%	42.26%	40.84%	36.30%	41.72%	38.44%	-3.28%
宁波银行	41.81%	41.37%	37.19%	38.14%	35.92%	36.95%	35.12%	-1.83%
浦发银行	25.56%	35.99%	34.46%	33.06%	33.12%	33.39%	31.10%	-2.29%
华夏银行	44.41%	44.88%	42.88%	43.41%	42.59%	42.16%	42.24%	0.08%
民生银行	33.47%	42.17%	37.46%	39.48%	33.01%	37.71%	34.88%	-2.83%
招商银行	42.24%	44.86%	35.05%	39.90%	32.63%	36.68%	33.25%	-3.43%
南京银行	26.45%	31.38%	28.54%	30.46%	29.75%	28.71%	30.26%	1.55%
兴业银行	34.29%	36.22%	31.01%	32.23%	28.76%	31.35%	29.17%	-2.19%
北京银行	19.79%	26.36%	25.52%	30.30%	23.00%	25.76%	23.29%	-2.47%
农业银行	36.86%	43.11%	37.65%	38.59%	33.25%	36.91%	33.02%	-3.89%
交通银行	27.18%	32.18%	27.54%	31.12%	26.44%	27.99%	27.98%	-0.01%
工商银行	29.69%	32.87%	28.18%	30.61%	25.52%	28.39%	26.21%	-2.19%
光大银行	na	39.30%	34.07%	35.44%	29.45%	35.39%	30.06%	-5.32%
建设银行	28.93%	32.90%	27.76%	31.47%	25.86%	27.98%	26.31%	-1.68%
中国银行	31.42%	34.92%	29.79%	34.16%	28.81%	31.34%	30.14%	-1.19%
中信银行	30.75%	39.95%	30.48%	33.82%	30.32%	29.86%	27.82%	-2.04%
合计	31.69%	36.23%	31.22%	33.95%	28.95%	31.52%	29.45%	-2.07%

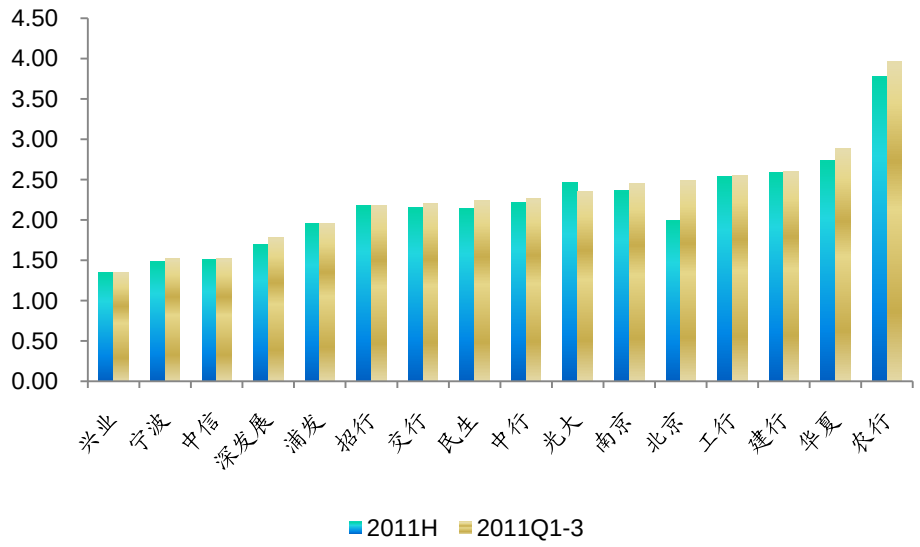
资料来源：公司数据，宏源证券

（二）拨贷比压力小

2011 年三季报时上市银行的拨备覆盖率都在 200%以上，而拨贷比达到 2.5%的不多，只有农行、工行、建行、华夏银行拨贷比在 2.5%以上。和中报比，只有光大银行拨贷比下降，而北京银行、农行、华夏、民生银行、南京银行和深发展提高幅度较大，接近 0.1%。拨贷比

影响的测算请见我们 9 月 4 日的报告。由于内部税务政策不落实，所以公司也不想匆忙达到 2.5%，未来两年间会维持在 2.3-2.5%之间。

图 4：上市银行拨贷比提高



资料来源：公司数据，宏源证券

（三）资产质量良好，资本充足

截至 2011 年三季报，南京银行的不良贷款比例为 0.82%，不良拨备覆盖率为 292.82%，处于上市银行较好水平。而核心资本充足率更是达到了 10.89%，未来 2-3 年无股权融资压力。

表 8: 不良率和 CCAR

	不良贷款比例 2011Q3	不良贷款比例 2011	不良贷款拨备覆盖 2011Q3	不良贷款拨备覆盖 2011	核心资本充足率 2011Q3	核心资本充足率 2011
深发展 A	0.43	0.53	365.77	320.66	8.38	8.46
宁波银行	0.66		225.21		12.33	
浦发银行	0.4	0.44	477.05	499.6	9.01	9.2
华夏银行	0.96	0.92	300.57	308.21	9.58	8.72
民生银行	0.62	0.63	355.44	357.29		7.87
招商银行	0.59	0.56	366.53	400.13	8.1	8.22
南京银行	0.82		292.82		10.89	
兴业银行	0.34	0.38	387.81	385.3	8.08	8.2
北京银行	0.54		356.6			
农业银行	1.6	1.55	237.89	263.1	9.36	9.5
交通银行	0.94	0.86	228.94	256.37	9.24	9.27
工商银行	0.91		272.66		10.03	
光大银行	0.65		362.91		8.24	
建设银行	1.02	1.09	248.65	241.44	10.57	10.97
中国银行	0.99		223.01		9.92	
中信银行			250.26		10.43	

资料来源：公司数据，宏源证券

五、降准受益者，降息影响最小者

虽然 2012 年信贷计划为 8.2 万亿左右，但现在由于贷存比限制，1 月和 2 月的信贷投放比较温和。同时，shibor 和回购利率仍在高位，央行为缓解流动性，公开市场操作全面暂停，国库现金定存中标利率上行，显示出资金面并不宽松。央行降准在年内会持续，目前还看不到降息的迹象，但从存款角度看，适当提高存款利率也是很有可能的，这样会挤压银行存贷利差，给舆论一个交代。

从货币政策历史看，降准后伴随降息的概率是很大的，所以货币政策已经很清晰，只是时间早晚问题。如果降息，由于南京银行的债券占比较大，优势相对明显。

六、盈利预测和投资建议

我们预计南京银行 2012 年-2013 年归属于母公司股东的净利润增长为 23.7%和 21.6%，达到 40.15 亿元和 48.84 亿元，每股收益为 1.35 元和 1.64 元，每股净资产为 8.26 元和 9.50 元。

绝对估值法下，假设无风险报酬率 3%，目标债务比例 93%，长期增长率 1%，WACC3.71%，公司每股合理价值 10.32 元。如果放松长期增长率区间在 1%附近，公司合理价值区间 8.22-10.57 元之间，中枢 9.24 元。

相对估值法下，目前股价对应的 2012 年 PE 和 PB 分别为 7.23X 和 1.17X，维持增持评级。

表 9：南京银行盈利预测（百万元）

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	23958	30961	37247	44467
存放同业和其它	4157	5160	6208	7411
拆出资金	2198	4300	5173	6176
证券投资	65317	79160	97889	119704
买入返售金融资产	39376	45582	54836	65465
衍生金融资产	0	0	0	0
发放贷款及垫款	81989	97401	113592	131413
固定资产	1747	914	996	1079
递延所得税资产	324	392	470	559
无形资产	59	25	25	25
其他资产合计	2368	4111	5036	6101
资产合计	221493	268006	321473	382400
同业和其它金融机构存放	32448	37041	59661	65646
拆入资金	6318	7213	4972	5470
卖出回购金融资产款	17949	20603	17315	19132
吸收存款	139724	169066	201020	237113
应付债券	800	800	800	800
其他负债合计	5282	11629	13021	25870
负债合计	202522	246352	296788	354031
股本	2969	2969	2969	2969
资本公积金	10295	10327	10371	10423
盈余公积金	861	1185	1585	2072
未分配利润	3199	5516	8090	11220
一般风险准备	1510	1510	1510	1510
少数股东权益	137	147	160	176
股东权益合计	18834	21507	24525	28193

现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2311	3235	4002	4868
EBIT	2872	4053	5066	6234
NOPLAT	2345	3272	4041	4910
资产准备	518	731	872	1033
折旧与摊销	65	56	57	55
来源	65125	43829	50437	57243
运用	71927	46513	53467	60927
自由现金流	-4392	644	1067	1281

利润表	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	4622	6593	8211	10141
手续费及佣金净收入	475	712	937	1127
其他净收入	208	197	182	167
营业收入合计	5305	7502	9330	11435
营业税金及附加	342	525	653	800
业务及管理费	1616	2236	2780	3407
资产减值损失	518	731	872	1033
营业支出合计	2476	3492	4306	5241
营业利润	2829	4010	5024	6194
营业外收支净额	11	10	9	8
拨备前利润	3347	4741	5897	7227
利润总额	2839	4020	5033	6201
减：所得税	521	775	1018	1317
净利润	2318	3245	4015	4884
归属于母公司的净利润	2311	3235	4002	4868
少数股东损益	7	10	13	16
基本每股收益	0.78	1.09	1.35	1.64
稀释每股收益	0.78	1.09	1.35	1.64

财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
成长性				
营收增长率	46.2%	41.4%	24.4%	22.6%
EBIT 增长率	50.8%	41.1%	25.0%	23.1%
净利润增长率	49.7%	40.0%	23.7%	21.6%
盈利性				
ROA	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%
ROE	12.2%	14.9%	16.2%	17.2%
EBIT 率	54.1%	54.0%	54.3%	54.5%
净息差	2.63%	2.85%	2.95%	3.05%
成本收入比	30.5%	29.8%	29.8%	29.8%
估值倍数				
PE	11.20	8.00	6.47	5.32
P/S	4.88	3.45	2.77	2.26
P/B	1.37	1.20	1.06	0.92
股息收益率	0.71%	2.29%	3.97%	4.83%
EV/EBITDA	8.82	6.26	4.98	4.02

资料来源：wind，宏源证券

表 10：永续增长率和股权成本的敏感性分析

		永续增长率 g				
	9.24	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
股权成本 Ke	7.05%	10.46	11.09	11.82	12.68	13.71
	7.55%	9.69	10.21	10.82	11.54	12.37
	8.05%	9.01	9.46	9.98	10.57	11.26
	8.55%	8.41	8.80	9.24	9.74	10.32
	9.05%	7.89	8.22	8.60	9.03	9.52
	9.55%	7.42	7.71	8.04	8.41	8.82
	10.05%	7.00	7.26	7.54	7.86	8.22

资料来源：wind，宏源证券

表 11：上市银行盈利预测

	EPS				BVPS			
	10	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E
深发展 A	1.23	2.01	2.32	2.67	6.54	14.31	15.04	17.60
宁波银行	0.81	1.16	1.46	1.67	5.52	6.45	7.55	8.81
浦发银行	1.03	1.46	1.76	2.06	6.59	7.98	9.91	11.46
华夏银行	1.20	1.48	1.62	1.73	7.11	9.33	10.71	12.13
民生银行	0.66	1.05	1.27	1.42	3.90	4.85	5.83	6.86
招商银行	1.19	1.67	1.99	2.32	6.21	7.65	9.23	10.99
南京银行	0.78	1.09	1.34	1.63	6.42	7.29	8.25	9.48
兴业银行	1.72	2.36	2.39	2.82	15.94	10.68	13.44	16.25
北京银行	0.93	1.21	1.53	1.76	5.80	8.48	9.72	11.15
交通银行	0.63	0.82	0.94	1.07	3.94	4.39	5.23	6.18
工商银行	0.47	0.60	0.68	0.77	2.35	2.74	3.23	3.74
建设银行	0.54	0.68	0.78	0.87	2.79	3.24	3.76	4.32
中国银行	0.37	0.44	0.49	0.55	2.31	2.59	2.92	3.30
中信银行	0.46	0.62	0.75	0.93	2.57	3.78	4.56	5.53
农业银行	0.29	0.38	0.44	0.48	1.67	2.00	2.31	2.63
光大银行	0.32	0.45	0.54	0.65	2.01	2.38	2.77	3.24

资料来源：wind，宏源证券

表 12: 上市银行估值

	收盘价	市盈率（倍）				市净率(倍）			
	2012-3-30	10	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E
深发展 A	15.57	12.69	7.76	6.72	5.83	2.38	1.09	1.04	0.88
宁波银行	9.15	11.36	7.92	6.27	5.48	1.66	1.42	1.21	1.04
浦发银行	8.87	8.63	6.06	5.03	4.31	1.35	1.11	0.90	0.77
华夏银行	10.57	8.81	7.14	6.52	6.09	1.49	1.13	0.99	0.87
民生银行	6.12	9.30	5.86	4.81	4.31	1.57	1.26	1.05	0.89
招商银行	11.82	9.90	7.06	5.93	5.09	1.90	1.55	1.28	1.08
南京银行	8.72	11.20	8.00	6.51	5.35	1.36	1.20	1.06	0.92
兴业银行	13.12	7.64	5.55	5.50	4.65	0.82	1.23	0.98	0.81
北京银行	9.66	10.41	7.96	6.33	5.49	1.67	1.14	0.99	0.87
交通银行	4.65	7.37	5.67	4.95	4.36	1.18	1.06	0.89	0.75
工商银行	4.28	9.05	7.17	6.26	5.59	1.82	1.56	1.33	1.15
建设银行	4.75	8.81	7.02	6.11	5.46	1.70	1.46	1.26	1.10
中国银行	2.92	7.81	6.56	5.91	5.30	1.27	1.13	1.00	0.89
中信银行	4.22	9.18	6.79	5.59	4.54	1.64	1.12	0.93	0.76
农业银行	2.65	9.07	7.06	6.03	5.47	1.59	1.33	1.15	1.01
光大银行	2.82	8.92	6.32	5.23	4.33	1.40	1.19	1.02	0.87
行业平均		7.49	9.38	6.87	5.86	5.10	1.55	1.25	1.07
国有大行平均		3.85	8.42	6.70	5.85	5.24	1.51	1.31	1.12
股份制银行平均		9.14	9.38	6.57	5.67	4.89	1.57	1.21	1.02
城商行平均		9.18	10.99	7.96	6.37	5.44	1.56	1.25	1.09

资料来源：wind，宏源证券

分析师简介:

张继袖：银行行业高级研究员，南开大学会计学博士，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				
华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 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。