

沪港通股票

南京银行

估值已反映乐观情景，基本面实力仍有待提升

估值及溢价已处历史高位，已反映市场对其基本面趋势较为乐观的估计

南京银行债券业务占比处同业较高水平，我们认为近期南京银行股价及估值修复反应了前期短端资金价格下行+后期降息对于其盈利和景气度的支撑。年初以来股价涨幅居 A 股银行板块前列，目前 15 年 PB1.16 倍，较板块平均溢价 19%；公司目前估值处历史较高水平，近期估值溢价处过去历史五年最高水平。我们认为当前估值已反映对于其基本面景气度较为乐观的估计。

非标占比高面临拨备及资本压力较大，存款成本及资产质量压力不容乐观

近年来公司持续加大非标资产配置力度，截止 14 年 2 季度公司非标资产占总资产比例较年初提升 4ppt 至 23%，非标占比处于同业最高水平。我们认为在非标监管趋严背景下，公司或将面临更大的资本和拨备压力。同时，公司以高资金成本支撑存款增长的战略，或为未来业务发展带来一定压力，截止 14 年中期存款成本率较上市银行平均水平高 14bps。此外，公司三季度不良余额环比回升 6%，关注类贷款环比回升 26%，占比回升 44bps 至 2.51%。我们认为关注贷款持续增长或显示其不良生成压力仍较大。

受降息及存款定价上浮提升影响下调公司 2015 年盈利预测

整体由于公司信贷业务占比较低，预计降息对公司息差负面冲击将小于同业。考虑到 11 月降息的直接影响，我们下调公司未来净息差预测，预计公司 15 年息差将下行 4bps；考虑降息对于资产负债表的修复支撑，我们下调 15 年信贷成本假设 5bps。我们相应下调公司 14/15/16 年 EPS 预测至 1.80/2.05/2.33 元（原 1.80/2.06/2.34 元）。

估值：上调目标价至 10.17 元，下调评级至“卖出”

考虑到行业特性，我们改用 PB/ROE 估值法进行估值。我们分析受利率市场化、资产质量压力等因素影响，预计公司中长期 ROE 将回落至 10.3%，低于行业平均；我们在 2015 年行业平均 PBO.94X 的基础上给予 9% 的折价得到目标 PBO.85X，得到目标价 10.17 元，对应 15 年 PE 为 5.00X。目前股价对应 15 年 PB/PE 为 1.16X/6.70X 倍。我们认为其较高的估值溢价已超出合理的估值水平，下调公司评级至“卖出”（此前为“中性”）。

Equities

中国
银行业（除储贷业务）

12 个月评级 **卖出**
之前：中性

12 个月目标价 **Rmb10.17**
之前：Rmb9.01

股价 **Rmb13.75**

路透代码：601009.SS 彭博代码 601009 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb13.75-7.40
市值	Rmb40.8 十亿/US\$6.59 十亿
已发行股本	2,969 百万 (ORDA)
流通股比例	10%
日均成交量(千股)	87,393
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,004.3
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb30.6 十亿
市净率 (12/14E)	1.3x
一级资本充足率	10%

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	1.80	1.80	0.00	1.75
12/15E	2.06	2.05	-0.59	2.00
12/16E	2.34	2.33	-0.52	2.36

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	7,501	9,135	10,522	13,850	16,093	18,788	21,883	25,620
税前利润	3,949	4,980	5,609	6,566	7,498	8,519	9,705	11,222
净利润 (本地 GAAP)	3,212	4,013	4,497	5,340	6,091	6,911	7,862	9,076
净利润 (UBS)	3,212	4,013	4,497	5,340	6,091	6,911	7,862	9,076
一级资本充足率%	11.8	12.1	9.0	9.5	9.3	9.2	9.1	9.1
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.08	1.35	1.51	1.80	2.05	2.33	2.65	3.06

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	15.9	17.3	17.6	18.7	18.5	18.2	18.0	18.0
股价/拨备前营业利润(稀释后)	6.0	4.4	4.1	4.5	3.9	3.4	2.9	2.5
市净率	1.3	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
市净率(UBS)	1.3	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
市盈率(UBS, 稀释后)	8.8	6.3	5.8	7.6	6.7	5.9	5.2	4.5
净股息收益率(%)	3.2	4.7	5.2	3.3	3.7	4.2	4.8	5.6

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 12 月 16 日 17 时 57 分的股价(Rmb13.75)得出；

投资主题

南京银行

投资理由

公司近期估值修复反应市场对于资金价格下降支持其基本面较为乐观的预期，但基本面实力仍有待提升。具体分析：1) 公司近年来投资类业务占比持续提升至同业最高水平，加大非标资产配置力度，非标监管趋严背景下拨备及资本或面临一定压力；2) 公司实行差异化存款定价策略，存款增长较快，但应关注吸存成本及规模增长的匹配程度。我们对公司 15 年盈利预测较市场一致预期低 3%，主要源于我们认为公司占比比较高的非标业务或面临一定资本和拨备的压力，同时高成本资金来源或为公司带来一定业务压力。目标价基于 PB/ROE 估值，目前公司估值处历史和同业较高水平，给予“卖出”评级。

乐观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 14.16 元。

悲观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 8.33 元。

近期催化剂

负面：经济下行带来资产质量压力及不良回升或超出预期；

负面：非标监管政策带来资本及拨备计提压力超出预期；

正面：降息及资金价格下行支撑盈利回升幅度超出预期。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb10.17

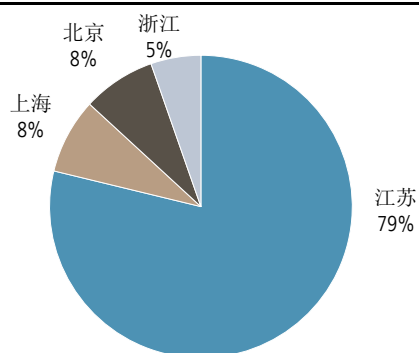
公司简介

南京银行成立于 1996 年，并于 2007 年在上交所上市。公司总部位于南京市，地处长三角地区。南京银行始终坚持“债券市场特色银行”优势，债券业务能力保持行业前列。

行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为，中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于南京银行，我们关注其非标业务规范化及高成本资金来源管控对于业绩的影响。

贷款按地区分布, 2013 (%)



来源: 公司数据

盈利预测

单位: 百万人民币	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	9,135	10,522	13,850	16,093	18,788
净利息收入	7,696	9,096	11,533	13,278	15,345
非利息收入	1,440	1,425	2,317	2,815	3,443
营业费用	3,167	3,823	4,464	5,259	6,217
拨备前利润	5,770	6,429	9,082	10,488	12,178
税前利润	4,980	5,609	6,566	7,498	8,519
净利润	4,013	4,497	5,340	6,091	6,911
每股盈利 (元)	1.35	1.51	1.80	2.05	2.33
每股净资产 (元)	8.29	8.96	10.29	11.90	13.71
每股股利 (元)	0.41	0.46	0.45	0.51	0.58

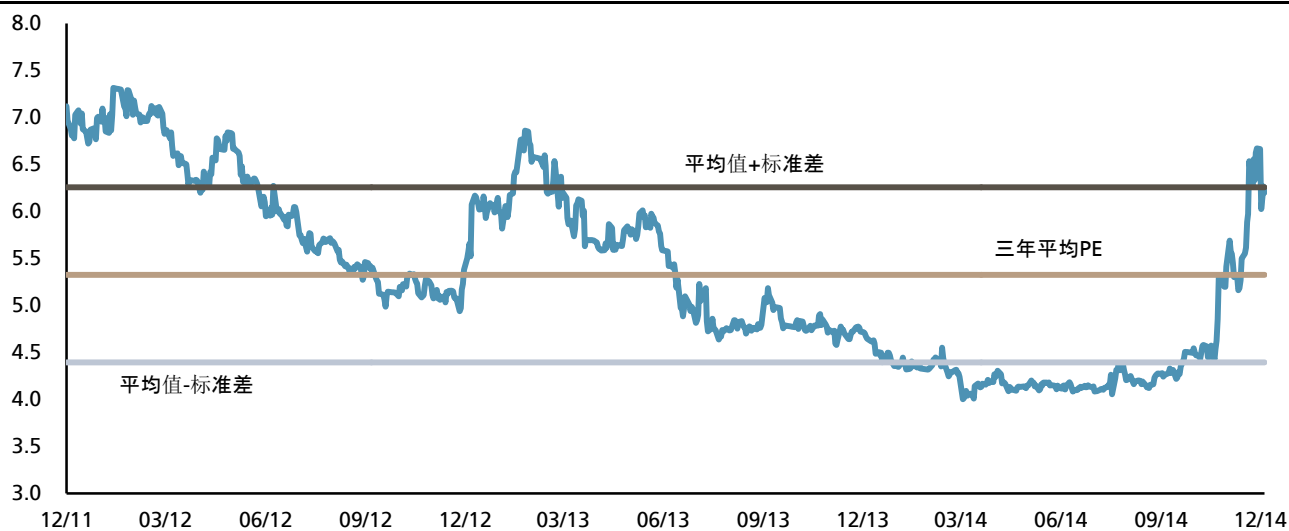
数据来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 48: 南京银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

图表 49: 南京银行动态 PE



来源: 瑞银证券估算

南京银行 (601009.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
净利息收入	6,512	7,696	9,096	11,533	26.8	13,278	15.1	15,345	17,658	20,388
非利息收入总额	989	1,440	1,425	2,317	62.6	2,815	21.5	3,443	4,225	5,231
总盈利	7,501	9,135	10,522	13,850	31.6	16,093	16.2	18,788	21,883	25,620
现金支出总额	(2,676)	(3,167)	(3,823)	(4,464)	-16.8	(5,259)	-17.8	(6,217)	(7,293)	(8,564)
折旧前营业利润	4,824	5,968	6,699	9,387	40.1	10,834	15.4	12,571	14,590	17,056
折旧和摊销(除商誉)	(135)	(199)	(269)	(305)	-13.4	(346)	-13.4	(393)	(445)	(505)
拨备前营业利润	4,689	5,770	6,429	9,082	41.2	10,488	15.5	12,178	14,145	16,551
总拨备	(740)	(789)	(821)	(2,516)	-206.4	(2,990)	-18.9	(3,659)	(4,440)	(5,329)
拨备后营业利润	3,949	4,980	5,609	6,566	17.1	7,498	14.2	8,519	9,705	11,222
来自联营及合资公司的利润(税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	3,949	4,980	5,609	6,566	17.1	7,498	14.2	8,519	9,705	11,222
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	3,949	4,980	5,609	6,566	17.1	7,498	14.2	8,519	9,705	11,222
税项	(714)	(936)	(1,078)	(1,182)	-9.6	(1,350)	-14.2	(1,533)	(1,747)	(2,020)
税后利润	3,235	4,045	4,531	5,384	18.8	6,148	14.2	6,986	7,958	9,202
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(24)	(32)	(34)	(44)	-30.0	(57)	-30.0	(74)	(96)	(125)
净利润(本地 GAAP)	3,212	4,013	4,497	5,340	18.8	6,091	14.1	6,911	7,862	9,076
净利润(不计优先股股息)	3,212	4,013	4,497	5,340	18.8	6,091	14.1	6,911	7,862	9,076
净利润(UBS)	3,212	4,013	4,497	5,340	18.8	6,091	14.1	6,911	7,862	9,076
每股(Rmb)										
每股收益(本地 GAAP, 基本)	1.08	1.35	1.51	1.80	18.8	2.05	14.1	2.33	2.65	3.06
每股收益(UBS 稀释后)	1.08	1.35	1.51	1.80	18.8	2.05	14.1	2.33	2.65	3.06
拨备前营业利润(稀释后)	1.58	1.94	2.17	3.06	41.2	3.53	15.5	4.10	4.76	5.57
每股股息净值	0.30	0.41	0.46	0.45	-2.2	0.51	14.1	0.58	0.66	0.76
每股账面价值	7.29	8.29	8.96	10.29	14.9	11.90	15.6	13.71	15.78	18.17
每股账面价值(UBS)	7.29	8.29	8.96	10.29	14.9	11.90	15.6	13.71	15.78	18.17
资产负债表(Rmb 百万)										
银行资产(年底)	281,792	343,792	434,057	502,785	15.8	592,379	17.8	687,010	797,051	925,214
银行资产(平均)	251,642	312,792	388,925	468,421	20.4	547,582	16.9	639,694	742,031	861,133
总资产(年底)	281,792	343,792	434,057	502,785	15.8	592,379	17.8	687,010	797,051	925,214
风险加权资产(RWA)(年底)	168,254	185,107	264,409	309,213	16.9	364,313	17.8	429,381	498,157	578,259
风险加权资产(RWA)(平均)	148,022	176,681	224,758	286,811	27.6	336,763	17.4	396,847	463,769	538,208
客户贷款	100,204	121,962	143,058	166,169	16.2	193,415	16.4	224,160	260,482	303,553
客户贷款(平均)	91,097	111,083	132,510	154,613	16.7	179,792	16.3	208,788	242,321	282,017
生息资产(平均)	246,342	306,024	380,122	458,307	20.6	536,038	17.0	624,590	723,480	839,604
客户存款	166,424	213,656	260,149	305,734	17.5	357,569	17.0	416,395	484,914	564,725
普通股权益(年底)	21,644	24,618	26,590	30,564	14.9	35,321	15.6	40,709	46,843	53,954
普通股权益(平均)	20,239	23,131	25,604	28,577	11.6	32,943	15.3	38,015	43,776	50,399
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	21,644	24,618	26,590	30,564	14.9	35,321	15.6	40,709	46,843	53,954
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	20,239	23,131	25,604	28,577	11.6	32,943	15.3	38,015	43,776	50,399
有形资产净值	21,644	24,618	26,590	30,564	14.9	35,321	15.6	40,709	46,843	53,954
Balance sheet structure (%)										
贷款/银行资产(年底)	35.6	35.5	33.0	33.0	0.3	32.7	-1.2	32.6	32.7	32.8
存款/银行资产(年底)	59.1	62.1	59.9	60.8	1.5	60.4	-0.7	60.6	60.8	61.0
存贷比	60.2	57.1	55.0	54.4	-1.2	54.1	-0.5	53.8	53.7	53.8
股东资金总额/银行资产(年底)	7.7	7.2	6.1	6.1	-0.8	6.0	-1.9	5.9	5.9	5.8

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

南京银行 (601009.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	19,787	22,454	23,691	29,384	34,057	39,375	45,447	52,482
总资本	25,171	27,729	29,508	40,496	44,865	50,042	56,029	63,047
风险加权资产 (RWA) (年底)	168,254	185,107	264,409	309,213	364,313	429,381	498,157	578,259
核心资本(一级资本)充足率%	11.8	12.1	9.0	9.5	9.3	9.2	9.1	9.1
一级资本充足率%	11.8	12.1	9.0	9.5	9.3	9.2	9.1	9.1
总资本充足率%	15.0	15.0	11.2	13.1	12.3	11.7	11.2	10.9
有形权益	21,644	24,618	26,590	30,564	35,321	40,709	46,843	53,954
权益对资产比率%	7.7	7.2	6.1	6.1	6.0	5.9	5.9	5.8
有形权益对有形资产比率%	7.7	7.2	6.1	6.1	6.0	5.9	5.9	5.8
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	803	1,044	1,308	2,388	4,254	7,133	8,387	9,876
风险准备金总额	2,601	3,306	3,904	6,146	8,849	12,202	16,312	21,286
不良贷款率	0.8	0.8	0.9	1.4	2.1	3.0	3.0	3.0
拨备覆盖率	324.0	316.7	298.5	257.4	208.0	171.1	194.5	215.5
拨备: 平均贷款余额	0.8	0.7	0.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9
不良资产净值与股东资金比率	(8.3)	(9.2)	(9.8)	(12.3)	(13.0)	(12.5)	(16.9)	(21.1)
盈利能力								
净息差(平均资产)	2.59	2.46	2.34	2.46	2.42	2.40	2.38	2.37
拨备与营业利润比率	15.8	13.7	12.8	27.7	28.5	30.0	31.4	32.2
股东权益回报率(UBS 盈利)	15.9	17.3	17.6	18.7	18.5	18.2	18.0	18.0
经调整的资产收益率	15.9	17.3	17.6	18.7	18.5	18.2	18.0	18.0
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	2.19	2.29	2.02	1.88	1.83	1.76	1.72	1.71
资产收益率	1.29	1.29	1.16	1.15	1.12	1.09	1.07	1.07
生产率								
成本收入比	37.5	36.8	38.9	34.4	34.8	35.2	35.4	35.4
成本与平均资产比率	1.12	1.08	1.05	1.02	1.02	1.03	1.04	1.05
薪酬费用比	21.5	20.2	20.9	17.5	18.1	18.7	19.2	19.6
增长率(%)								
营业收入	41.1	21.8	15.2	31.6	16.2	16.7	16.5	17.1
拨备前营业利润	39.7	23.0	11.4	41.2	15.5	16.1	16.1	17.0
净利润(UBS)	39.0	24.9	12.1	18.8	14.1	13.5	13.8	15.4
每股股息净值	50.0	35.3	13.3	-2.2	14.1	13.5	13.8	15.4
总资产(年底)	27.2	22.0	26.3	15.8	17.8	16.0	16.0	16.1
客户贷款	22.2	21.7	17.3	16.2	16.4	15.9	16.2	16.5
客户存款	19.1	28.4	21.8	17.5	17.0	16.5	16.5	16.5
Value (x)								
市值/收入	3.8	2.8	2.5	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
市值/存款	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	6.0	4.4	4.1	4.5	3.9	3.4	2.9	2.5
市盈率(本地 GAAP, 基本)	8.8	6.3	5.8	7.6	6.7	5.9	5.2	4.5
市盈率(UBS, 稀释后)	8.8	6.3	5.8	7.6	6.7	5.9	5.2	4.5
净股息收益率(%)	3.2	4.7	5.2	3.3	3.7	4.2	4.8	5.6
市净率	1.3	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
市净率(UBS)	1.3	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

风险声明

我们认为，影响中国银行业的主要下行风险因素包括：1) 宏观经济的下行风险以及由此带来的资产质量风险；2) 从紧货币政策、资本金政策、利率市场化政策等对银行信贷增速、净利差等方面带来的制约；3) 包括房地产政策在内的其他重要产业政策对银行经营的影响。