

## 南京银行(601009.SH)

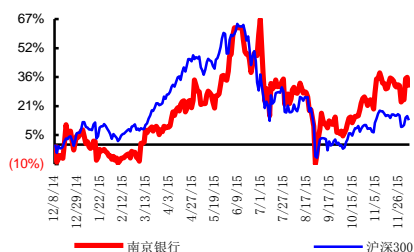
### “安全” + “成长”，Mini 优质银行股

评级：**买入** 前次：  
 目标价(元)：23.40-24.98  
 分析师 联系人  
 谢刚 何悦  
 S0740510120005  
 021-20315178 021-20315083  
 xiegang@r.qlzq.com.cn heyue@r.qlzq.com.cn  
 2015 年 12 月 07 日

#### 基本状况

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 3,366  |
| 流通股本(百万股) | 3,366  |
| 市价(元)     | 17.65  |
| 市值(百万元)   | 59,091 |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标            | 2013A   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 10478.2 | 15991.5 | 21897.9 | 28931.8 | 36901.9 |
| 营业收入增速        | 14.96%  | 52.62%  | 36.93%  | 32.12%  | 27.55%  |
| 净利润增长率        | 12.07%  | 24.72%  | 22.05%  | 20.67%  | 22.99%  |
| 摊薄每股收益(元)     | 1.51    | 1.89    | 2.03    | 2.45    | 3.02    |
| 前次预测每股收益(元)   | 1.51    | 1.89    | 2.03    | 2.45    | 3.02    |
| 市场预测每股收益(元)   |         |         |         |         |         |
| 偏差率(本次-市场/市场) |         |         |         |         |         |
| 市盈率(倍)        | 11.65   | 9.34    | 8.68    | 7.19    | 5.85    |
| PEG           |         |         |         |         |         |
| 每股净资产(元)      | 8.96    | 10.93   | 13.44   | 16.66   | 18.85   |
| 每股现金流量        |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 17.56%  | 19.00%  | 17.62%  | 16.31%  | 17.00%  |
| 市净率           | 1.97    | 1.61    | 1.31    | 0.00    | 0.00    |
| 总股本(百万股)      | 2968.93 | 2968.93 | 3365.95 | 3365.95 | 3365.95 |

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 基于以下四点我们认为南京银行未来三年净利润维持 20% 以上。**①区位优势仍然成立，南京银行主要客群融资需求仍然较为旺盛，贷款及类信贷的结构化融资规模仍将保持高增长。②49 亿元的优先股发行计划补充一级资本，静态估算下可提升资本充足率至 13.66%，预计可支撑南京银行未来三年资产规模年均增长 25%。③非信贷资产占比高达 70% 以上，息差对降息的敏感度小于同业。④依托债券和同业优势，为满足客户提供多层次、综合化的金融服务，中收继续保持高增长态势可期。
- 分行所在的地区风险先于全国暴露，拨备计提充分存在平滑盈余的空间。**南京银行 80% 的贷款投放在江苏地区，江苏地区经济呈现企稳迹象企业的偿债能力相对国内其他地区保持较高水平。南京银行仍然保持较为审慎的贷款分类政策，风险暴露比较充分，从先行指标情况看，南京银行未来资产质量压力相对较小。2015Q3 关注类贷款余额增速放缓，关注类贷款率环比下降 5bp。2015Q3 南京银行拨备覆盖率高达 377%，存在拨备调节利润的空间。最后，我们估算 2015Q3 南京银行所能承受的不良率最高上限为 11% 以上，高于真实不良率近 8pc，具有较高的安全边际。
- 消费金融或将成为南京银行未来盈利支柱之一。**消费金融市场前景光明，预计 5 年内消费信贷规模将突破 30 万亿大关。南京银行依靠外资股东法国巴黎银行的人力资源和科技指导，早在 8 年前已提前布局消费金融，经历数年业务系统、产品开发、人才培养逐步完善。消费金融业务突飞猛进，信贷规模年均增速超过 50%。牵手苏宁的能够实现优势互补，南京银行在消费金融领域市场竞争力将进一步提升。
- 首次覆盖给予“买入”评级。**我们认为银行股投资的首要吸引力在于其防御价值。从安全性和成长性的角度出发我们认为城商行的投资价值高于其他银行，推荐关注南京银行。南京银行业绩表现将继续领先同业，预计南京银行 2015-2017 年实现拨备前利润 149.4/197.0/252.1 亿元，归属于母公司净利润

68.5/82.6/101.6 亿元。净利润的同比增长率为 22.05%/20.67%/22.99%，对应 EPS 分别为 2.03/2.45/3.02 元，对应 BVPS 分别为 13.44/16.66/18.85 元。现价对应 2015E/2016EPB 分别为 1.32/1.07X。综合绝对估值和相对估值两种方法，我们给予南京银行目标估值区间为 1.4-1.5XPB，对应目标价 23.40-24.98 元。

■ **风险提示：经济持续恶化导致资产质量严重恶化，风险加速暴露**

## 内容目录

|                                   |        |
|-----------------------------------|--------|
| 区位优势助力高成长 .....                   | - 4 -  |
| 区位优势仍然成立，客户融资需求旺盛 .....           | - 4 -  |
| 备足弹药，奠定未来三年规模扩张动力 .....           | - 4 -  |
| 资产结构优，降息周期中息差敏感性低 .....           | - 5 -  |
| 依托债券及同业优势实现投贷联动，贡献中收并助力存款稳定 ..... | - 6 -  |
| 资产质量压力小于同业，拨备计提充分安全垫高 .....       | - 6 -  |
| 江苏地区经济相对平稳，南京银行资产质量压力相对较小 .....   | - 6 -  |
| 贷款分类审慎，拨备计提充分安全垫高 .....           | - 7 -  |
| 消费金融或将开启南京银行成长新通道 .....           | - 9 -  |
| 预计 5 年内消费信贷规模将突破 30 万亿大关 .....    | - 9 -  |
| 1+1>2，牵手苏宁实现优势互补 .....            | - 10 - |
| 盈利预测、估值和投资建议 .....                | - 10 - |
| 盈利预测 .....                        | - 10 - |
| 绝对估值——DDM .....                   | - 11 - |
| 相对估值——PB .....                    | - 11 - |
| 投资建议 .....                        | - 11 - |
| 风险提示 .....                        | - 12 - |

## 图表目录

|   |       |
|---|-------|
| 图表 1：江苏地区实体经济融资需求相对旺盛 .....                     | - 4 - |
| 图表 2：85%的资产分部在江苏地区 .....                        | - 4 - |
| 图表 3：全国各省市 GDP 总量及同比增长率对比 .....                 | - 4 - |
| 图表 4：南京银行贷款逆势高增 .....                           | - 4 - |
| 图表 5：静态估算 49 亿元优先股可提升南京银行资本充足率 1pc 至 13.11% ... | - 5 - |
| 图表 6：证券投资占比高达 50% 以上 .....                      | - 5 - |
| 图表 7：证券投资结构 .....                               | - 5 - |
| 图表 8：非标资产占证券投资比重 .....                          | - 5 - |
| 图表 9：息差较为稳定 .....                               | - 5 - |
| 图表 10：债券承销金额突破千亿 .....                          | - 6 - |
| 图表 11：南京银行在债券市场具备相对优势 .....                     | - 6 - |
| 图表 12：南京银行融资相关业务对中收贡献最大 .....                   | - 6 - |

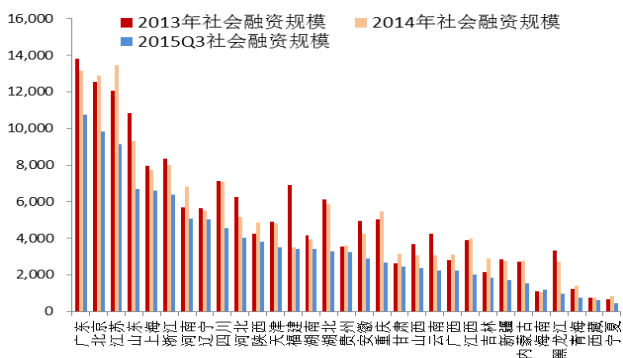
|  |        |
|--|--------|
| 图表 13: 融资相关手续费收入占比高达 61.31%.....             | - 6 -  |
| 图表 14: 2015H 贷款区域分布.....                     | - 7 -  |
| 图表 15: 江苏地区固定资产投资有所放缓.....                   | - 7 -  |
| 图表 16: 江苏地区工业增加值累计同比值企稳.....                 | - 7 -  |
| 图表 17: 主要分行所在地区 GDP 增速平稳微升.....              | - 7 -  |
| 图表 18: 南京银行贷款分类较为审慎.....                     | - 8 -  |
| 图表 19: 拨备覆盖率高达 377%位于行业第一位.....              | - 8 -  |
| 图表 20: 关注类贷款.....                            | - 8 -  |
| 图表 21: 不良率、关注类贷款率、不良净生成率.....                | - 8 -  |
| 图表 22: 静态估算南京银行所能承受极限不良率为 11.23%, 安全垫最高..... | - 9 -  |
| 图表 23: 消费信贷规模及同比增速.....                      | - 9 -  |
| 图表 24: 中美两国消费对 GDP 贡献度对比.....                | - 9 -  |
| 图表 25: 苏宁网点分布.....                           | - 10 - |
| 图表 26: 消费贷款规模同比增速超过 80%.....                 | - 10 - |
| 图表 27: 核心假设.....                             | - 11 - |
| 图表 28: 绝对估值法下南京银行每股公允价值为 29.67 元.....        | - 11 - |
| 图表 29: 南京银行盈利预测及估值.....                      | - 12 - |

## 区位优势助力高成长

### 区位优势仍然成立，客户融资需求旺盛

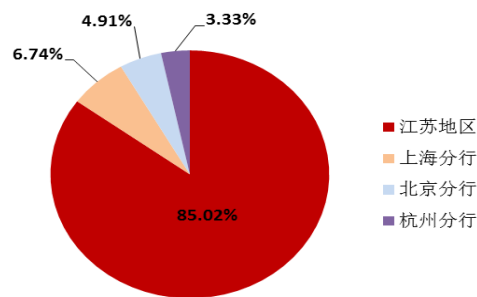
- 南京银行 85% 的资产位于江苏地区，南京主要客群融资需求仍然较为旺盛，贷款及类信贷的结构化融资规模仍将保持高增长。江苏省位于我国长三角地区，自然资源丰富，长期以来是我国的经济强省。至 2015Q3 江苏省地区经济呈现企稳迹象，GDP 同比增长率 8.5% 与中期持平，GDP 总量仅此于广东。目前江苏地区企业仍然表现出较为旺盛的融资需求，社会融资规模位居全国第三。此外，南京银行与地方政府以及地方企业在长期合作中建立了良好的合作互信关系，项目储备较为丰富为资产扩张积蓄动能。

图表 1：江苏地区实体经济融资需求相对旺盛



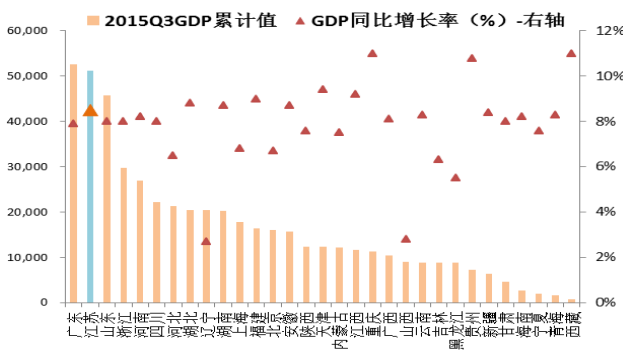
来源：中泰证券研究所

图表 2：85% 的资产分部在江苏地区



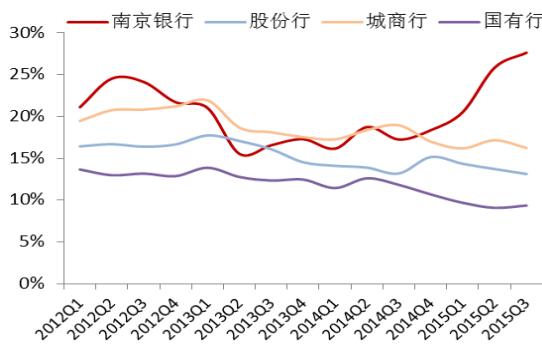
来源：中泰证券研究所

图表 3：全国各省市 GDP 总量及同比增长率对比



来源：中泰证券研究所

图表 4：南京银行贷款逆势高增



来源：中泰证券研究所

### 备足弹药，奠定未来三年规模扩张动力

- 6 月份南京银行完成定增，Q3 资本充足率为 12.11%，目前南京银行推出了 100 亿的优先股发行计划，第一期计划以非公开发行以及可分阶段调整的股息率设置方式融资 49 亿元，融资后补充一级资本。静态估算下 49 亿元的优先股发行后可提升南京银行资本充足率 1pc 至 13.63%（静态测算），在满足银监会要求的核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率监管红线前提下，融资完成后南京银行的资本预计可支撑公司未来三年资产规模年均增长 25%。

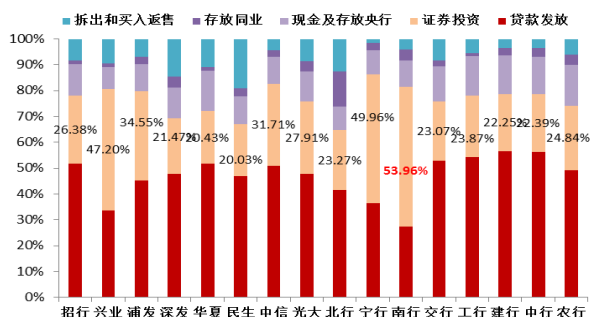
**图表 5：静态估算 49 亿元优先股可提升南京银行资本充足率 1pc 至 13.63%**

| 静态估算资本充足率     | 2013A   | 2014A   | 2015Q3  | 2015E   | 49 亿优先股<br>发行之后<br>2015E | N1E     | N2E       | N3E       |
|---------------|---------|---------|---------|---------|--------------------------|---------|-----------|-----------|
| 一级核心资本        | 26,834  | 32,716  | 44,391  | 45,634  | 45,634                   | 55,008  | 66,725    | 78,442    |
| 一级资本净额        | 26,718  | 32,606  | 44,406  | 45,634  | 50,534                   | 59,908  | 71,625    | 83,342    |
| 资本净额          | 34,105  | 45,580  | 58,788  | 60,823  | 65,723                   | 75,097  | 86,814    | 98,531    |
| 风险加权资产合计      | 264,409 | 379,685 | 485,639 | 482,075 | 482,075                  | 602,594 | 729,330   | 911,663   |
| 资产总额          | 434,057 | 573,150 | 770,197 | 765,199 | 765,199                  | 956,498 | 1,195,623 | 1,494,529 |
| 资产规模增长率 (%)   | 26.26%  | 32.04%  | 34.38%  | 34.08%  | 34.08%                   | 25.00%  | 25.00%    | 25.00%    |
| 权益倍数          | 60.92%  | 66.25%  | 63.05%  | 63.00%  | 63.00%                   | 63.00%  | 61.00%    | 61.00%    |
| Forwa         | 1.70%   | 1.48%   | 1.42%   | 1.42%   | 1.42%                    | 1.40%   | 1.40%     | 1.40%     |
| 核心一级资本充足率 (%) | 10.10%  | 8.59%   | 9.14%   | 9.47%   | 9.47%                    | 9.13%   | 9.15%     | 8.60%     |
| 一级资本充足率 (%)   | 10.10%  | 8.59%   | 9.14%   | 9.47%   | 10.48%                   | 9.94%   | 9.82%     | 9.14%     |
| 资本充足率 (%)     | 43.10%  | 48.37%  | 12.11%  | 12.62%  | 13.63%                   | 12.46%  | 11.90%    | 10.81%    |

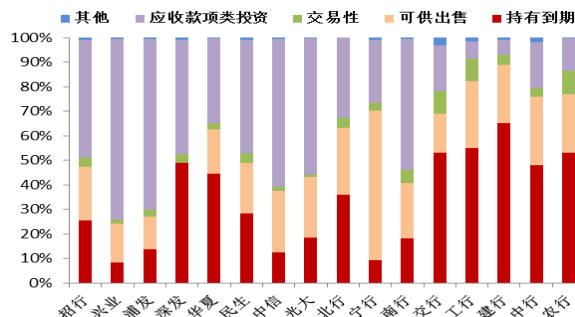
来源：中泰证券研究所

**资产结构优，降息周期中息差敏感性低**

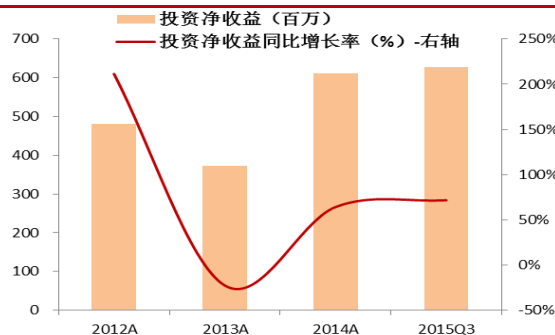
- 南京银行在 16 家上市银行中是非信贷资产占比最高的银行，2015Q3 同业资产/证券投资两项资产占总资产比重分别为 8.4%/54%。降息周期中，南京银行这种独特的资产结构表现出较强的盈利稳定性。一方面，贷款占比不足 30%，同等浮动比例下南京银行贷款定价水平中枢下移对盈利的负面冲击小于同业。另一方面，降息通道中货币环境持续宽裕，债券市场走出“长牛”趋势，南京银行凭借较强的交易能力能够通过交易类债券获取投资收益弥补贷款利率下降对利息收入的侵蚀。此外，高收益的非标资产占比提升对整体资产收益率水平有牵引作用，南京银行自年初以来较多的配置了非标资产，我们估算 2015Q3 非标占总资产比重较年初提升 4.7pc 达 28%。

**图表 6：证券投资占比高达 50% 以上**


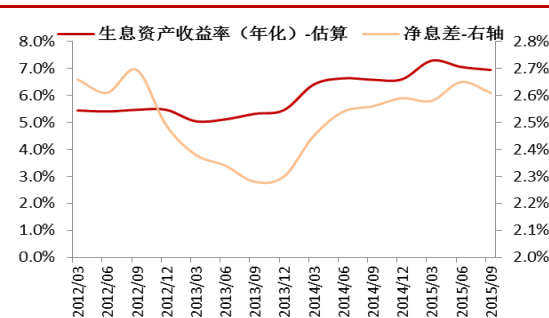
来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

**图表 7：证券投资结构**


来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

**图表 8：非标资产占证券投资比重**


来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

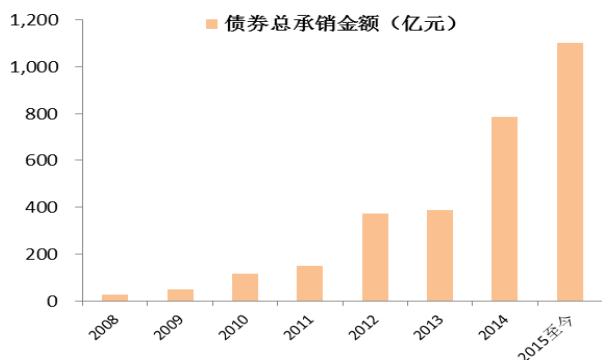
**图表 9：息差较为稳定**


来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

依托债券及同业优势实现投贷联动，贡献中收并助力存款稳定

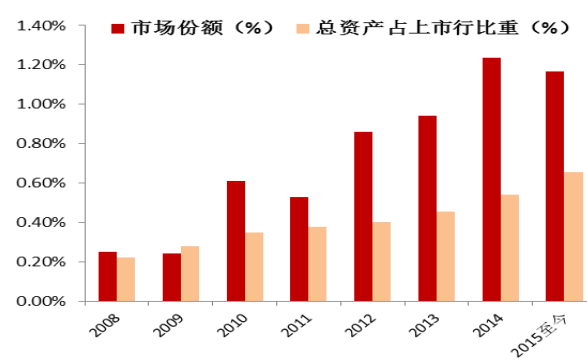
- 南京银行采用综合化经营的理念，依托债券和同业优势，以投贷联动的商业模式提供“融资”+“融智”服务满足客户多层次的金融需求。提高单位客户的毛利率，在赚取利差收入的同时也将轻资本消耗的非息收入收入囊中，并在资金的归结回笼过程中沉淀核心存款。目前，与企业融资相关的手续费（债券承销、信用承诺以及顾问和咨询费）已占到南京银行全部手续费与佣金收入的 61.32%。存款增长率高达 26%，处于行业前列，存款高增长以及稳定离不开这种综合金融服务对资金的沉淀。
- 南京银行在债券承销方面具有内外两方面优势。从内部层面看，南京银行具有一支经验丰富、协同度高、资源整合能力强的团队。债券承销数量和承销金额逐年攀升，2015 年至今承销了 159 只债券，累计承销金额 1104 亿元，占全部债券发行金额的 1.17% 高于，承销金额位列第 19 名。外部层面看，南京银行牵头成立紫金山鑫合金融家俱乐部，可以通过整合同业资源扩大债券承揽、承销、承做能力。

图表 10：债券承销金额突破千亿



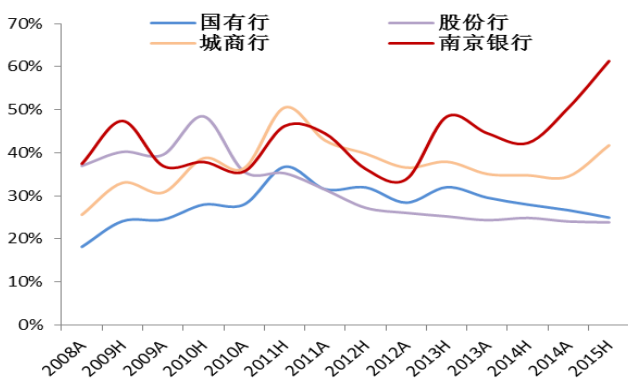
来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：南京银行在债券市场具备相对优势



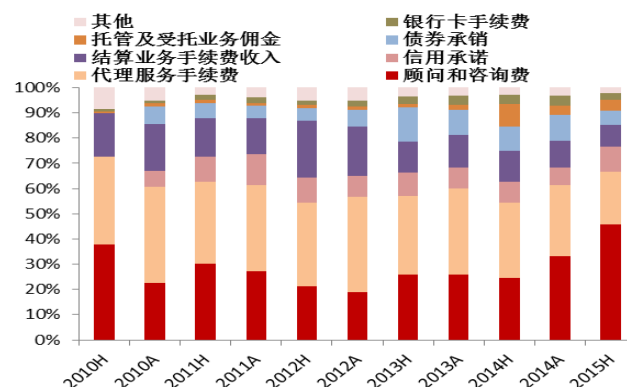
来源：wind，中泰证券研究所

图表 12：南京银行融资相关业务对中收贡献最大



来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

图表 13：融资相关手续费收入占比高达 61.31%



来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

## 资产质量压力小于同业，拨备计提充分安全垫高

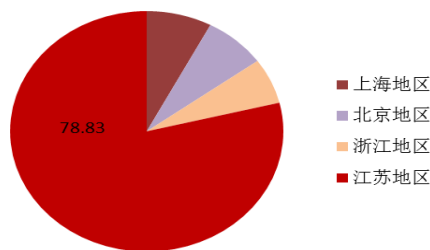
江苏地区经济相对平稳，南京银行资产质量压力相对较小

- 南京银行的分支机构主要集中在江苏地区，80%的贷款投放在江苏地区。

从规模和发展阶段来看，风险较为集中的区域分行多为近 3-5 年新设的，分行所在地区行业介入不深，贷款集中的区域风险可控。

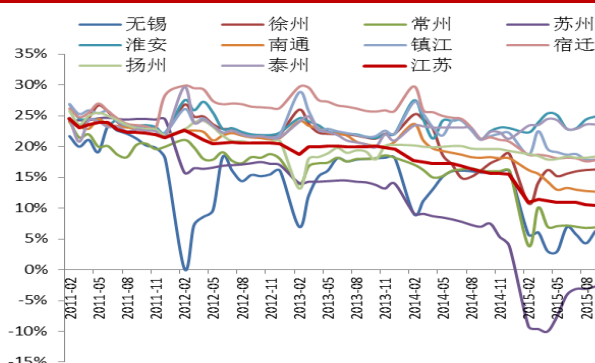
- 江苏地区的企业，以国企居多/脱胎于国企，受经济影响较小。整体而言江苏地区经济发展平稳，GDP 同比增速连续两个季度维持 8.5%，高于全国水平。虽然北京、浙江、上海地区工业增加值仍处在下滑阶段，但江苏地区的工业增加值基本企稳。受经济波动影响实体经济盈利能力略有下降，企业主动收紧固定资产投资，江苏地区固定资产投资增速有所放缓目前维持在 10%左右的水平。我们认为在经济下行周期时采取稳健保守的发展策略有利于实体经济的可持续发展，江苏地区企业的偿债能力相对其他地区仍然保持相对较高的水平，南京银行未来资产质量压力相对较小。

图表 14: 2015H 贷款区域分布



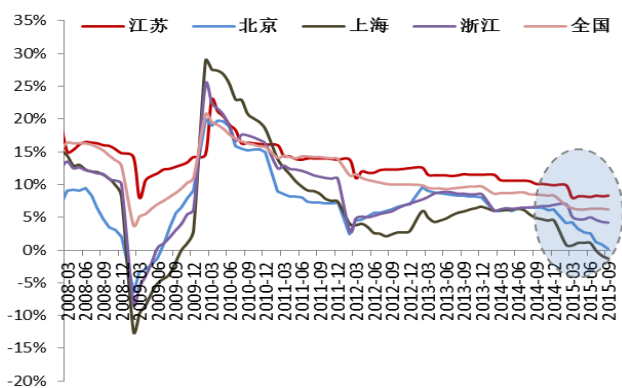
来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

图表 15: 江苏地区固定资产投资有所放缓



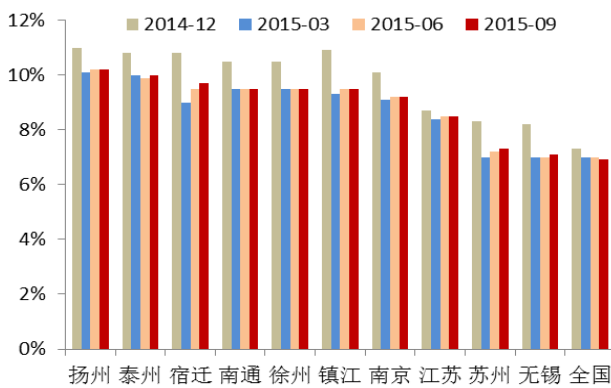
来源：wind，中泰证券研究所

图表 16: 江苏地区工业增加值累计同比值企稳



来源：wind，中泰证券研究所

图表 17: 主要分行所在地区 GDP 增速平稳微升



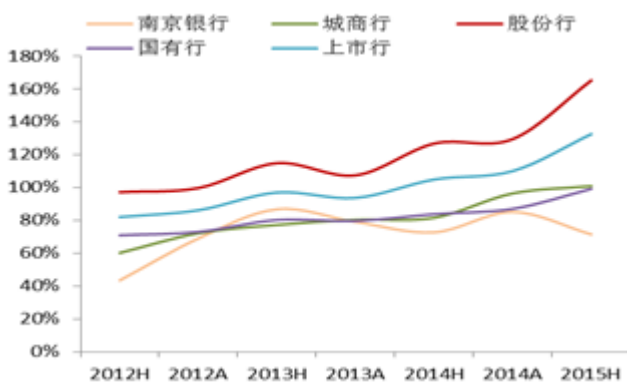
来源：wind，中泰证券研究所

**贷款分类审慎，拨备计提充分安全垫高**

- 2015H 南京银行 90 天以上逾期贷款占不良贷款的比重为 71.4% 低于 100% 也低于其他上市银行，表明不良贷款能够完全覆盖 90 天以上逾期贷款，侧面说明南京银行仍然保持较为审慎的贷款分类政策，风险暴露比较充分。未来南京银行将更加严格按照五级分类，将不良/可能的不良和逾期/可能的逾期贷款划入不良贷款。

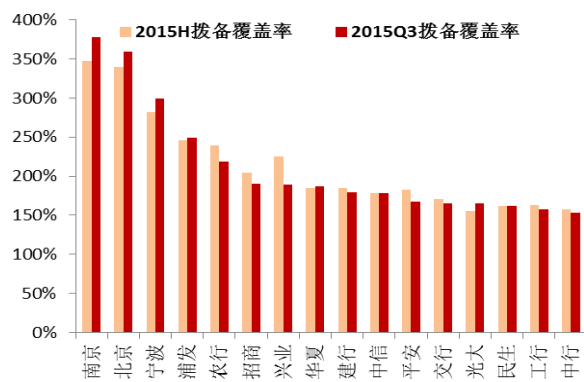
- 从先行指标关注类贷款情况看，南京银行未来拨备上行压力小于同业。2015Q3 关注类贷款余额增速放缓，关注类贷款率环比下降 5bp 至 2.25%。2015Q3 南京银行拨备覆盖率高达 377%较中期上升 30bp，拨贷比高达 3.59%，存在拨备调节利润的空间。
- 我们用银行所能承受的不良率和真实的不良率之间的差表示资产质量的安全垫。用不良贷款加关注贷款表示真实的不良贷款率，2015H/2015Q3 南京银行真实的不良贷款率为 3.26%/3.2%。我们估算出 2015Q3 南京银行盈亏平衡状态所能承受的不良率上限为 11%，高于真实不良率近 8pc，具有较高的安全边际。核心假设：
  - 在持续经营假设下，上市银行拨备覆盖率达到 150%；
  - 考虑退税因素的贷款损失率为 50%

**图表 18：南京银行贷款分类较为审慎**



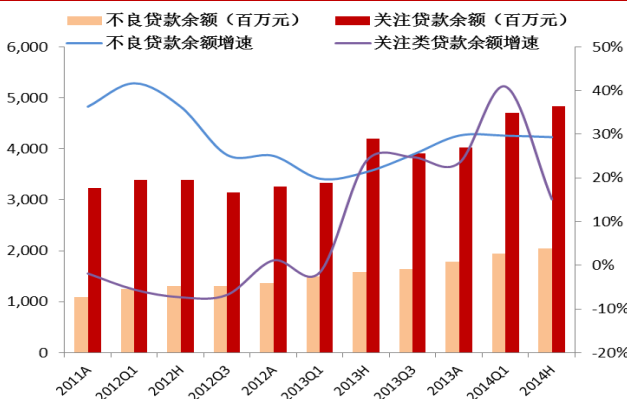
来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

**图表 19：拨备覆盖率高达 377% 位于行业第一位**



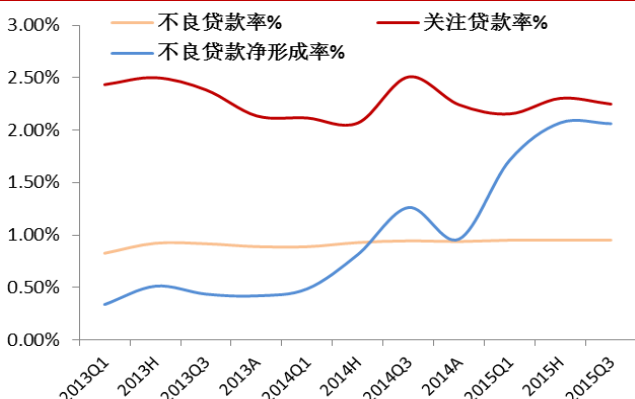
来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

**图表 20：关注类贷款**



来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

**图表 21：不良率、关注类贷款率、不良净生成率**



来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所



**图表 22：静态估算南京银行所能承受极限不良率为 11.23%，安全垫最高**

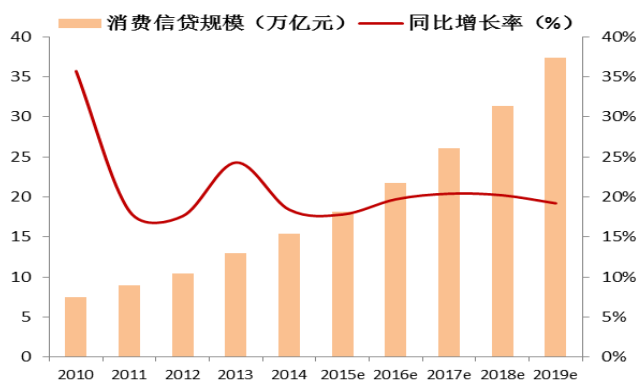
| 拨备覆盖率% | 2015H全部拨备 | 将Q3拨备前利润全部转为拨备后累计拨备 | 盈亏平衡状态极限不良 | 静态估算极限不良贷款率 | 2015H（关注+不良）/总贷款 | 安全垫   |
|--------|-----------|---------------------|------------|-------------|------------------|-------|
| 工行     | 267,138   | 619,228             | 412,819    | 6.95%       | 5.02%            | 1.93% |
| 建行     | 267,483   | 576,190             | 384,127    | 7.42%       | 4.21%            | 3.21% |
| 中行     | 196,794   | 420,083             | 280,055    | 6.20%       | 3.71%            | 2.49% |
| 农行     | 381,293   | 635,674             | 423,783    | 9.55%       | 5.95%            | 3.60% |
| 交行     | 85,478    | 173,743             | 115,829    | 6.22%       | 4.60%            | 1.62% |
| 招商     | 80,880    | 188,822             | 125,881    | 10.14%      | 3.92%            | 6.22% |
| 兴业     | 50,063    | 130,011             | 86,674     | 9.88%       | 4.02%            | 5.86% |
| 浦发     | 68,092    | 148,032             | 98,688     | 9.02%       | 4.48%            | 4.54% |
| 平安     | 28,789    | 49,986              | 48,007     | 7.94%       | 5.78%            | 2.16% |
| 华夏     | 25,287    | 49,986              | 33,324     | 6.55%       | 5.66%            | 0.90% |
| 民生     | 42,839    | 118,609             | 79,073     | 7.99%       | 4.78%            | 3.21% |
| 中信     | 54,410    | 126,717             | 84,478     | 7.11%       | 5.24%            | 1.87% |
| 光大     | 31,254    | 77,468              | 51,645     | 7.03%       | 5.73%            | 1.31% |
| 北京     | 23,073    | 46,290              | 30,860     | 8.17%       | 1.99%            | 6.18% |
| 宁波     | 5,783     | 14,823              | 9,882      | 8.17%       | 2.58%            | 5.59% |
| 南京     | 6,743     | 18,092              | 12,061     | 11.23%      | 3.26%            | 7.98% |
| 国有行    | 1,198,186 | 2,424,918           | 1,616,612  | 7.37%       | 4.63%            | 2.74% |
| 股份行    | 381,614   | 911,655             | 607,770    | 8.40%       | 4.78%            | 3.62% |
| 城商行    | 35,600    | 79,205              | 52,803     | 8.72%       | 2.22%            | 6.49% |
| 全行业    | 1,615,400 | 3,415,778           | 2,277,185  | 7.65%       | 4.62%            | 3.03% |

来源：上市公司定期报告，中泰证券研究所

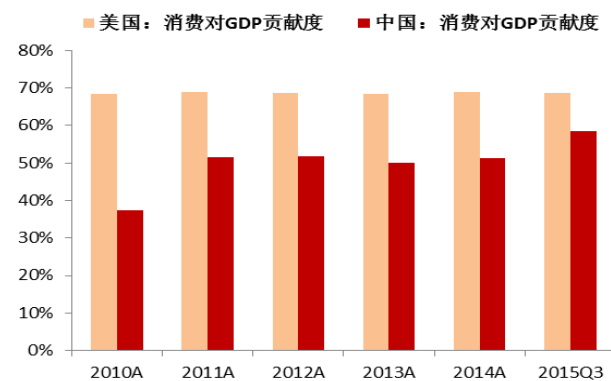
## 消费金融或将开启南京银行成长新通道

### 预计 5 年内消费信贷规模将突破 30 万亿大关

- 消费金融市场空间大，预计 5 年内消费信贷规模将突破 30 万亿大关。我国经济未来的转型方向是从投资主导转向需求拉动，随着居民消费能力和消费观念的转变，消费金融市场有望迎来爆发式增长。美国近 4 年来消费对 GDP 的贡献度趋于稳定基本维持在 68.5%-69% 的水平上，目前我国消费对 GDP 的贡献正在逐年提升，2015Q3 最终消费支出占 GDP 比重约为 58.4%，距离美国仍有较大的差距，消费金融市场潜力巨大。艾瑞咨询数据显示，2014 年中国消费信贷规模达到 15.4 亿元，预计未来 5 年中国消费信贷规模仍然将维持 19.5% 的复合增长率。

**图表 23：消费信贷规模及同比增速**


来源：中国人民银行，艾瑞咨询，中泰证券研究所

**图表 24：中美两国消费对 GDP 贡献度对比**


来源：wind，中泰证券研究所

### 1+1>2, 牵手苏宁实现优势互补

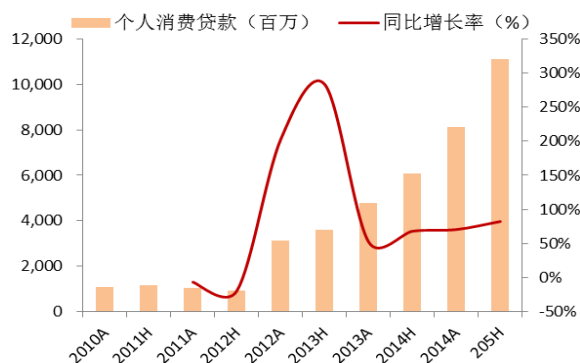
- 南京在消费金融领域具备独特的竞争优势，牵手苏宁后市场竞争力将进一步提升。南京银行外资股东 Cetelem Sa 是欧洲领先的消费信贷专业公司，在无担保无抵押个人消费贷款、信用卡、汽车贷款等产品系列拥有丰富的产品设计、系统开发和风险管理的成功经验。依托大股东的人力资源和科技指导，南京早在 8 年前南京银行已提前布局消费金融市场。经历数年，其业务系统、产品开发、人才培育已逐步完善，消费金融业务逐步融入南京银行自身的特点，目前的发展状况良好。消费信贷规模逐年扩张，至 2015H 已经达到 111 亿元，消费贷款占个人贷款比重接近 30%。但作为一家城商行一直受到银监会关于异地扩张的限制，而苏宁的线上线下渠道优势明显。
- 南京银行作为传统银行其风控和资本两方面的实力与苏宁的渠道和零售业务领域里的经验形成优势互补，预计南京银行将在消费金融市场实现规模 and 市场份额双升。至 2015Q3 苏宁在大陆市场、香港地区、日本市场店面合计 1681 家。其中在大陆/香港/日本市场分别拥有 1625/26/30 家店面。大陆地区拥有云店 34 家、常规店面 1471 家，线下网络覆盖全国 296 个地级以上城市。目前金融类产品主要在 34 家云店兜售。

图表 25: 苏宁网点分布

| 渠道 | 区域分布 | 网点数量 |
|----|------|------|
| 线上 |      | 34   |
| 线下 | 小计   | 1647 |
|    | 大陆   | 1591 |
|    | 香港   | 26   |
|    | 日本   | 30   |
| 合计 |      | 1681 |

来源：中泰证券研究所

图表 26: 消费贷款规模同比增速超过 80%



来源：中泰证券研究所

## 盈利预测、估值和投资建议

### 盈利预测

- 预计南京银行 2015-2017 年实现拨备前利润 149.4/197.0/252.1 亿元，归属于母公司净利润 68.5/82.6/101.6 亿元。净利润的同比增长率为 22.05%/20.67%/22.99%，对应 EPS 分别为 2.03/2.45/3.02 元，对应 BVPS 分别为 13.44/16.66/18.85 元。其中核心假设如下：
  - 2015-2017 年期初期末口径下净息差分别为 2.76%、2.69%、2.73%；
  - 2015-2017 年手续费与佣金收入增长率分别为 70%、50%、40%；
  - 2015-2017 年成本收入比分别为 25%、25%、25%；

- 2015-2017 年信用成本分别为 3%、3.2%、3.2%。

### 绝对估值——DDM

- 在三阶段增长模型估算出南京银行合理的公允价值为 29.67 元，对应 2016 年银行 PB 为 1.68X。核心假设如下：
  - 永续状态下 ROAE 为 10.4%，对应的永续增长率为 2.1%。
  - 折现率取 10.67%，折现率=无风险利率+ $\beta$ \*风险溢价，其中无风险利率我们选用十年期国债到期收益率， $\beta$  为最近 100 周股价和市场的相关程度取 0.94，风险溢价为 8%。

图表 27：核心假设

| 核心假设         | 第一阶段          | 第二阶段          | 永续期           |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
|              | 2017-2019     | 2020-2029     | 2030 及以后      |
| NIM          | 2.70%         | 2.30%         | 1.80%         |
| 生息资产/总资产     | 98%           | 95.00%        | 88.00%        |
| 贷款净额/生息资产    | 26.00%        | 28.00%        | 30.00%        |
| 净非利息收入/营业净收入 | 20%           | 25.00%        | 33.00%        |
| 成本收入比(含营业税)  | 30%           | 30.00%        | 27.00%        |
| PPOP ROAA    | <b>2.30%</b>  | <b>2.04%</b>  | <b>1.73%</b>  |
| 信用成本         | 3.30%         | 2.00%         | 1.60%         |
| tax          | 20%           | 20.00%        | 20.00%        |
| ROAA         | <b>1.17%</b>  | <b>1.21%</b>  | <b>1.04%</b>  |
| 权益倍数         | 17.50         | 15.00         | 10.00         |
| ROAE         | <b>20.54%</b> | <b>18.09%</b> | <b>10.43%</b> |
| 股利支付率        | 30%           | 35.00%        | 80.00%        |
| G            | <b>14.38%</b> | <b>11.76%</b> | <b>2.09%</b>  |

来源：中泰证券研究所

图表 28：绝对估值法下南京银行每股公允价值为 29.67 元

|          | 第一阶段         | 第二阶段         | 永续期          |
|----------|--------------|--------------|--------------|
|          | 2017-2019    | 2020-2029    | 2030 及以后     |
| 初始平均股东权益 | <b>15.05</b> | <b>22.83</b> | <b>66.21</b> |
| 阶段现金流折现  | <b>2.21</b>  | <b>9.82</b>  | <b>15.96</b> |
| 每股公允价值   | <b>27.99</b> |              |              |
| 隐含 PB    | <b>1.68</b>  |              |              |

来源：中泰证券研究所

### 相对估值——PB

- 我们认为银行板块 2016 年合理的估值中枢为 1.1XPB，南京银行是银行板块中具备较高成长性的投资标的，应该较可比公司享有 25%-30% 的估值溢价。给予南京银行 1.38-1.43XPB 的估值倍数，对应的合理的价值区间为 22.99-23.82 元。

### 投资建议

- 我们认为南京银行南京银行具备较高的成长性，目前规模处在快速扩张阶段。拨备计提充分，资产质量安全垫高，业绩稳定性强。我们认为南

京银行业绩表现将继续领先同业，现价对 PB2015E/2016 分别为 1.32/1.07X。综合绝对估值和相对估值两种方法，我们给予南京银行目标估值区间为 1.4-1.5XPB，对应目标价为 23.40-24.98 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 主要风险点在于①经济持续恶化导致资产质量严重恶化，风险加速暴露；②优先股发行方案获批存在一定不确定性。

**图表 29：南京银行盈利预测及估值**

| 每股盈利及估值      | 2013A       | 2014A       | 2015E       | 2016E       | 2017E         | 盈利驱动因素       | 2013A         | 2014A         | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 每股收益 (EPS)   | 1.51        | 1.89        | 2.03        | 2.45        | 3.02          | 生息资产规模增长     | 26.12%        | 31.90%        | 34.08%        | 25.73%        | 24.02%        |
| 每股拨备前收益      | 2.17        | 3.47        | 4.44        | 5.85        | 7.49          | 生息资产平均收益率    | 5.41%         | 5.96%         | 5.77%         | 5.65%         | 5.61%         |
| 每股净资产 (BVPS) | 8.96        | 10.93       | 13.44       | 16.66       | 18.85         | 计息负债平均付息率    | 3.26%         | 3.48%         | 3.18%         | 3.10%         | 3.12%         |
| P/E          | 11.65       | 9.34        | 8.68        | 7.19        | 5.85          | 净利差 (SPREAD) | 2.15%         | 2.48%         | 2.59%         | 2.54%         | 2.49%         |
| P/PPPOP      | 8.15        | 5.09        | 3.98        | 3.02        | 2.36          | 净息差 (NIM)    | 2.39%         | 2.73%         | 2.76%         | 2.69%         | 2.73%         |
| P/B          | 1.97        | 1.61        | 1.31        | 0.00        | 0.00          | 业务支出/营业净收入   | 31.07%        | 28.05%        | 25.00%        | 25.00%        | 25.00%        |
| ROAE         | 17.56%      | 19.00%      | 17.62%      | 16.31%      | 17.00%        | 有效税率         | 19.22%        | 19.86%        | 20.00%        | 20.00%        | 20.00%        |
| ROAA         | 1.16%       | 1.11%       | 1.02%       | 0.96%       | 0.95%         | 权益倍数 (A/E)   | 16.32         | 17.66         | 16.91         | 17.12         | 18.72         |
| 资产负债表摘要      | 2013A       | 2014A       | 2015E       | 2016E       | 2017E         | 规模增长         | 2013A         | 2014A         | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
| 总资产          | 434,057,293 | 573,150,181 | 765,198,756 | 959,773,561 | 1,188,045,084 | 总资产          | 26.26%        | 32.04%        | 33.51%        | 25.43%        | 23.78%        |
| 贷款总额         | 146,961,400 | 174,685,206 | 220,103,360 | 268,526,099 | 322,231,318   | 贷款净额         | 17.30%        | 18.38%        | 25.10%        | 21.04%        | 19.16%        |
| 证券投资         | 151,771,691 | 276,904,761 | 415,357,142 | 539,964,284 | 691,154,283   | 证券投资         | 66.13%        | 82.45%        | 50.00%        | 30.00%        | 28.00%        |
| 央行及同业资产      | 129,463,599 | 113,381,900 | 123,118,747 | 147,032,982 | 173,338,640   | 央行及同业资产      | 5.18%         | -12.42%       | 8.59%         | 19.42%        | 17.89%        |
| 总负债          | 407,201,159 | 540,366,394 | 719,564,302 | 903,278,749 | 1,124,115,711 | 总负债          | 27.66%        | 32.70%        | 33.16%        | 25.53%        | 24.45%        |
| 存款总额         | 260,149,321 | 368,328,882 | 515,660,435 | 644,575,544 | 786,382,163   | 存款总额         | 21.76%        | 41.58%        | 40.00%        | 25.00%        | 22.00%        |
| 其它计息负债       | 141,104,144 | 158,638,865 | 222,217,203 | 266,549,784 | 305,204,762   | 其它计息负债       | 40.59%        | 12.43%        | 40.08%        | 19.95%        | 14.50%        |
| 股东权益         | 26,589,991  | 32,448,913  | 45,251,969  | 56,064,716  | 63,451,667    | 股东权益         | 8.01%         | 22.03%        | 39.46%        | 23.89%        | 13.18%        |
| 损益表摘要        | 2013A       | 2014A       | 2015E       | 2016E       | 2017E         | 收入增长         | 2013A         | 2014A         | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
| 净利息收入        | 9,096,271   | 13,434,681  | 18,092,524  | 22,795,771  | 28,798,461    | 净利息收入        | 18.20%        | 47.69%        | 34.67%        | 26.00%        | 26.33%        |
| 净非利息收入       | 1,382,023   | 2,556,853   | 3,805,398   | 6,136,053   | 8,103,451     | 非利息收入        | -2.60%        | 85.01%        | 48.83%        | 61.25%        | 32.06%        |
| 营业净收入        | 10,478,294  | 15,991,534  | 21,897,922  | 28,931,824  | 36,901,912    | 营业净收入        | 14.96%        | 52.62%        | 36.93%        | 32.12%        | 27.55%        |
| 营业支出         | -4,095,642  | -5,735,470  | -7,014,666  | -9,283,731  | -11,746,440   | 营业支出         | 21.62%        | 40.04%        | 22.30%        | 32.35%        | 26.53%        |
| 营业利润         | 6,382,652   | 10,256,064  | 14,883,256  | 19,648,093  | 25,155,473    | 营业利润         | 11.06%        | 60.69%        | 45.12%        | 32.01%        | 28.03%        |
| 计提准备金前利润     | 6,429,484   | 10,302,880  | 14,938,256  | 19,703,093  | 25,210,473    | 计提准备金前利润     | 11.44%        | 60.24%        | 44.99%        | 31.90%        | 27.95%        |
| 当期计提准备金      | -820,963    | -3,245,272  | -6,321,828  | -9,318,071  | -12,452,119   | 当期计提准备金      | 4.04%         | 295.30%       | 94.80%        | 47.40%        | 33.63%        |
| 税前利润         | 5,608,521   | 7,057,608   | 8,616,427   | 10,385,022  | 12,758,354    | 税前利润         | <b>12.61%</b> | <b>25.84%</b> | <b>22.09%</b> | <b>20.53%</b> | <b>22.85%</b> |
| 净利润          | 4,496,857   | 5,608,621   | 6,845,531   | 8,260,406   | 10,159,072    | 净利润          | <b>12.07%</b> | <b>24.72%</b> | <b>22.05%</b> | <b>20.67%</b> | <b>22.99%</b> |
| 资产负债结构       | 2013A       | 2014A       | 2015E       | 2016E       | 2017E         | 资产质量指标       | 2013A         | 2014A         | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
| 央行及同业/总资产    | 29.83%      | 19.78%      | 16.09%      | 15.32%      | 14.59%        | 不良贷款率        | 0.89%         | 0.94%         | 1.00%         | 1.10%         | 1.20%         |
| 证券投资/总资产     | 34.97%      | 48.31%      | 54.28%      | 56.26%      | 58.18%        | 信贷成本         | 0.62%         | 1.59%         | 3.00%         | 3.20%         | 3.20%         |
| 贷款净额/总资产     | 32.96%      | 29.55%      | 27.69%      | 26.72%      | 25.72%        | 拨备覆盖率        | 298.51%       | 325.72%       | 374.80%       | 409.84%       | 431.13%       |
| 存款/总负债       | 63.89%      | 68.16%      | 71.66%      | 0.00%       | 0.00%         | 拨备/贷款余额      | 2.66%         | 3.06%         | 3.75%         | 4.51%         | 5.17%         |
| 贷款结构         | 2013A       | 2014A       | 2015E       | 2016E       | 2017E         | 其它数据         | 2013A         | 2014A         | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
| 企业贷款         | 80.40%      | 79.07%      | 78.00%      | 76.50%      | 75.50%        | 分支机构数量       | 118           | 132           |               |               |               |
| 票据贴现         | 2.50%       | 2.49%       | 2.50%       | 2.50%       | 2.50%         | 员工数量         | 4,357         | 6,108         |               |               |               |
| 个人贷款         | 17.10%      | 18.44%      | 19.50%      | 21.00%      | 22.00%        | 总股本数量        | 2,968,933     | 2,968,933     | 3,365,955     | 3,365,955     | 3,365,955     |

备注：货币单位均为千元

来源：wind，中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。