



2021-03-29

公司深度报告

买入/维持

南京银行(601009)

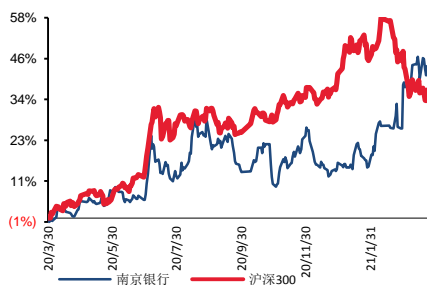
目标价: 13.5

昨收盘: 10.03

金融 银行

## 南京银行(601009): 被低估的优质城商行

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	10,007/8,482
总市值/流通(百万元)	100,370/85,077
12 个月最高/最低(元)	10.22/7.25

证券分析师: 董春晓

电话: 010-88321827

E-MAIL: dongcx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100001

### 投资要点

南京银行与宁波银行同时上市,为最早上市的两家城商行。在相当长的一段时间内(2012-2017年),其估值水平与宁波银行差距不大。但2017年后,因战略及主攻业务有所不同,南京银行在去杠杆过程中经营压力更大,营收及净利润增速放缓,二者估值差距逐渐拉开。2018年后,定增被否,管理层变动等,致使南京银行与宁波银行估值差距进一步扩大。如今,南京银行定增落地,管理层调整到位,估值制约因素已经不存在。

同时,南京银行顺应市场趋势,发力大零售。2017年起,南京银行开始落实大零售战略。2019年,南京银行制定了新的五年计划,以做强做精做出特色为目标,在做好此前优势业务(交易业务)的同时,发力零售业务。2021年,推出首张数字信用卡N Card,线上线下联动,推动数字信用卡及消费金融业务的发展。消费金融业务ROA水平高于南京银行整体水平,做大消费金融业务有利于提升ROA及ROE水平。聚焦大零售战略初见成效,改革后业务发展更具想象空间。当前估值低于合理估值水平。

南京银行具有较强的区位优势。南京银行所处区域经济发达,企业融资需求旺盛,与地方政府合作基础良好,项目储备丰富。截至三季度末,南京银行在南京地区市占率约8.7%,排名第二,仅次于工行。

南京银行资产质量优异,风险抵御能力强。截至2020年三季度末,南京银行不良率0.9%,为上市城商行中不良率第二低的(仅次于宁波银行),且关注类占比持续下降,低于可比同业。拨备覆盖率379.93%,风险抵御能力强。

投资建议:南京银行ROE水平在上市城商行中位居前三,不良率在上市城商行中第二低。目前,管理层调整到位,发力消费金融将为业绩带来更多增长点,有望进一步提升ROE水平。但估值水平仅1xPB左右,我们认为当前估值水平依然处于被低估的状态。预计公司2020至2022年实现归属于上市公司股东净利润分别为130.69/152.36/175.84亿元,BVPS分别为10.62/12.42/14.49元,当前股价对应估值分别为0.94/0.81/0.68倍PB,给予买入评级,目标价13.5元。

风险提示:监管政策超预期收紧、宏观经济波动导致的资产质量超预期恶化等风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	349	425	498	585
(+/-%)	7.72	21.78	17.18	17.47
净利润(百万元)	131	152	176	209
(+/-%)	4.94	16.58	15.42	18.75
摊薄每股收益(元)	1.54	1.80	2.07	2.46
市盈率(PE)	6.51	5.58	4.84	4.07

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、公司历史及股权结构 .....	5
(一) 公司成长史 .....	5
(二) 股权结构及股东背景 .....	5
二、资产质量优异，风险抵御能力强 .....	6
三、顺应市场趋势，发力大零售及交易银行 .....	7
四、深耕长三角，具有较强区位优势 .....	8
五、定增落地，管理层调整到位，估值极具性价比 .....	8
六、行业现状与发展趋势 .....	10
(一) 不良处置力度大，资产质量拐点可见 .....	10
(二) 经济复苏，息差压力有所缓解 .....	10
(三) 行业 ROE 水平有望回升 .....	11
(四) 估值及业绩进一步分化 .....	12
七、财务分析及盈利预测 .....	13
(一) 财务分析及盈利预测 .....	13
(二) 估值及投资建议 .....	13
八、风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1: 公司前 10 大股东持股情况 .....	5
图表 2: 上市城商行不良率及关注类占比情况 (3Q2020) .....	6
图表 3: 零售金额、存款占比及增速 .....	7
图表 4: 零售贷款金额、占比及增速 .....	7
图表 5: 南京银行核心一级资本充足率 .....	8
图表 6: 核心一级资本充足率 (3Q2020) .....	9
图表 7: 商业银行不良率及关注类占比 .....	10
图表 8: LPR 及加权平均贷款利率 .....	11
图表 9: 商业银行净息差 .....	11
图表 10: 商业银行 ROE 水平呈下降趋势 .....	12
图表 11: 上市银行估值差距不断加大 .....	12
图表 12: 键入图表的标题 .....	13
图表 12: 键入图表的标题 .....	13
图表 13: 上市城商行 ROE 水平对比 .....	14

## 一、 公司历史及股权结构

### （一） 公司成长史

南京银行成立于1996年2月6日，是继深圳、上海、北京后成立的第四家城商行。其前身为成立于1995年8月7日的南京城市合作银行。1998年4月，更名为南京市商业有银行，2006年12月更名为南京银行。

先后于2001年引入国际金融公司入股。2005年，法国巴黎银行受让国际金融公司持有的10%股份以及中方股东持有的9.2%的股份，成为南京银行第二大股东。后经多轮股权变动后，法国巴黎银行现持股13.92%，为南京银行第一大股东。

南京银行于2007年7月19日成功上市，为最早上市的两家城商行之一。

南京银行业务集中在南京地区，立足本地优质中小企业及居民业务。自2006年起开始探索异地展业。在全国率先尝试了城商行异地参股其他城商行的发展模式，于2006年成为日照市商业银行第一大股东。2007年设立第一家分行，自此跨区域经营不断推进，2016年，实现布局京沪杭及江苏省内设区市全覆盖。现已设立了17家分行，实现布局京沪杭及江苏省内设区市全覆盖。2020年，在中国银行业协会评选的“中国银行业100强”榜单上，南京银行位列第21位。

### （二） 股权结构及股东背景

南京银行于2001年引入境外战略投资者国际金融公司，2005年引入法国巴黎银行。如今的南京银行股权多样化，外资、国资、民营持股比例较为均衡。第一大股东为法国巴黎银行，持股比例13.92%，南京银行无实际控制人。多元化、无实质控制人的股权结构，使得南京银行的公司治理结构较为完善。

自2020年6月16日至2021年1月5日，大股东紫金投资及一致行动人南京高科累计增持1.016%，彰显了对南京银行发展前景的信心。增持后，紫金集团及其一致行动人（南京高科、南京市国有资产投资管理公司、资金信托）合计持股占比为22.82%。

图表1：公司前10大股东持股情况

股东名称	持股数量	比例 (%)	股东性质
法国巴黎银行	1,392,721,067	13.92	境外法人
南京紫金投资	1,193,204,777	11.92	国有法人
江苏交通控股	999,874,667	9.99	国有法人
南京高科股份	907,894,678	9.19	境内非国有
江苏省烟草公司	393,700,787	3.93	国有法人
幸福人寿保险-自有	355,955,111	3.56	国有法人
中国证监会	254,338,483	2.54	国有法人

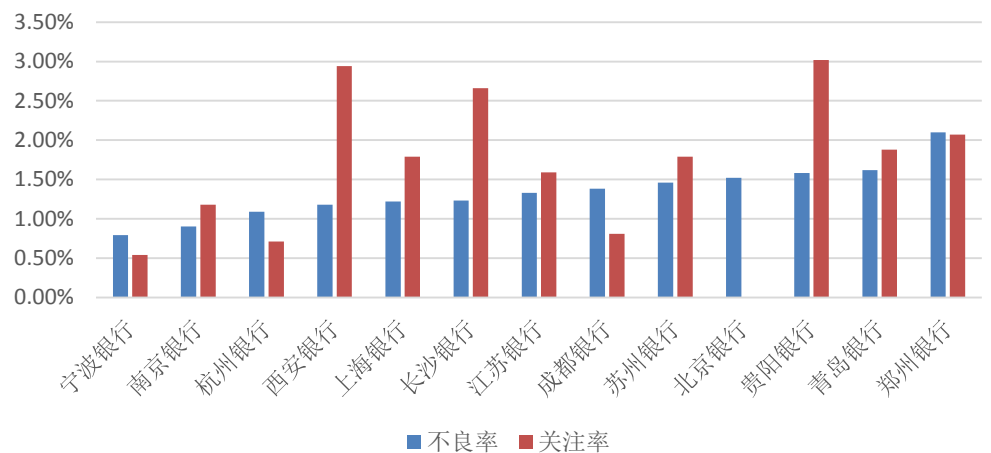
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## 二、 资产质量优异, 风险抵御能力强

南京银行资产质量水平在可比同业中出类拔萃。南京银行不良率水平一直低于同业,截至2020年三季度,南京银行不良率0.9%,为上市城商行中第二低。2020年,行业不良确认及处置加速,南京银行隐形不良也持续降低,关注类占比在2020年一季度达到高峰后持续下降,截至三季度末关注类占比1.18%,已低于疫情前水平,为上市城商行中第四低。拨备覆盖率379.93%,为上市城商行中第三高。

总的来说,南京银行不良逐渐出清,资产质量好于同业,风险抵御能力较强。

图表 2: 上市城商行不良率及关注类占比情况 (3Q2020)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### 三、 顺应市场趋势，发力大零售及交易银行

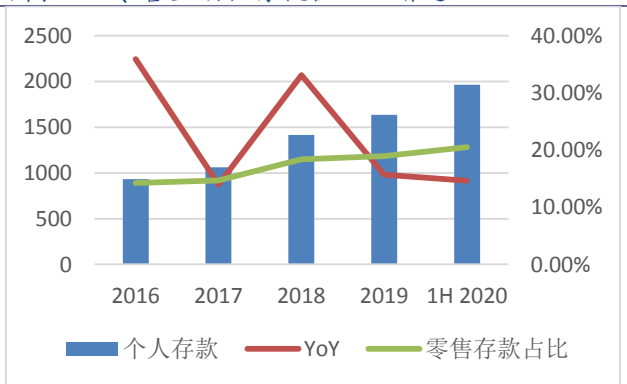
“零售转型”是各家银行近年来提到最多的经营战略。利率市场化及利率下行，对表外业务、同业业务的严监管，使得传统的单纯依靠规模增长（特别是依靠同业负债摆脱负债渠道限制实现规模快速增长、依靠表外业务脱离监管审查）的发展模式的逐渐被抛弃，轻资本、集约化发展成为商业银行在新的经营环境下最优的发展路径。

南京银行于 2016 年下半年发布大零售战略。2017 年大零售战略全面落地，在总行层面设立零售金融部、网络金融部、渠道与客户服务部、消费金融中心，形成零售业务管理委员会、创新委员会。2018 年，进一步优化协作机制，加强总行对分、支行零售业务发展的纵向指导与管理支撑，完成“一横一纵 T 字型”零售业务组织架构的调整。2019 年，南京银行开启了新的五年战略规划，继续推进“大零售”及“交易银行”。同时，南京银行加大了对科技的投入，以科技助力大零售战略。建设智能风控体系，建立了覆盖全业务周期的风险管控模式，通过风险管理前置，有效保证零售业务健康发展。

2021 年，南京银行推出 N Card，发力数字信用卡及消费金融业务。线上申请，无需等待实体卡寄送，最快 10 秒下卡，可直接绑定支付宝、微信，全消费场景可以返现，这些特色服务，使得 N Card 对年轻人有较高的吸引力，相信 N Card 将成为南京银行培育年轻客群的突破点。消费金融业务资本占用低，ROA 水平高于其他业务（2019 年 ROA 约 2%，南京银行整体 ROA 水平 0.96%）。发力消费金融将提高南京银行 ROA 水平，为长期发展打开空间。

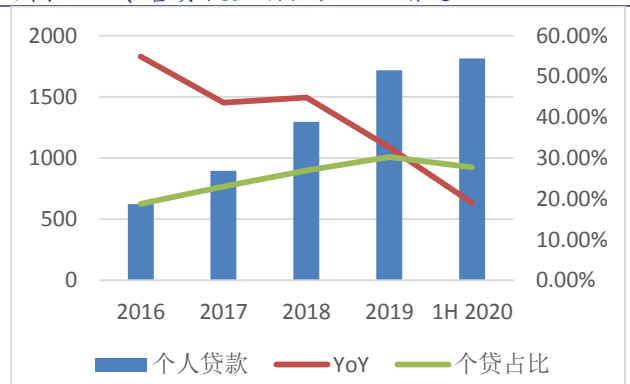
自“大零售”战略实施后，南京银行零售存款及零售贷款均保持较高业绩增速，零售存款在总存款中的占比不断提升。

图表 3：零售金额、存款占比及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：零售贷款金额、占比及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

“交易银行战略”是与“大零售战略”并行的转型重点。交易银行业务也是以往南京银行的

优势业务所在。交易银行线上化转型成效显著，目前拥有鑫国结、鑫 e 伴、网银三大线上渠道。2020 年上半年末，交易银行有效结算客户 46520 户，交易银行业务量 1198 亿元。交易银行客户、业务量、收入稳步增长。

#### 四、深耕长三角，具有较强区位优势

自 2011 年后，城商行异地扩张受阻，城商行的地域差异决定了其资产质量、项目储备、负债成本等多方面的差异。南京银行立足江苏省，深耕长三角和京沪浙地区。江苏省 GDP 总量位全国第二，GDP 增速高于全国平均水平，南京市经济增速领跑全省。目前南京银行在南京市占率排名市场第二，与当地政府有较为深入的合作。南京银行所处的地区，决定其具有得天独厚的条件，可以伴随当地及周边经济增长，这也是其 ROE 水平高于同业平均、不良率低于同业平均的原因之一。

#### 五、定增落地，管理层调整到位，估值极具性价比

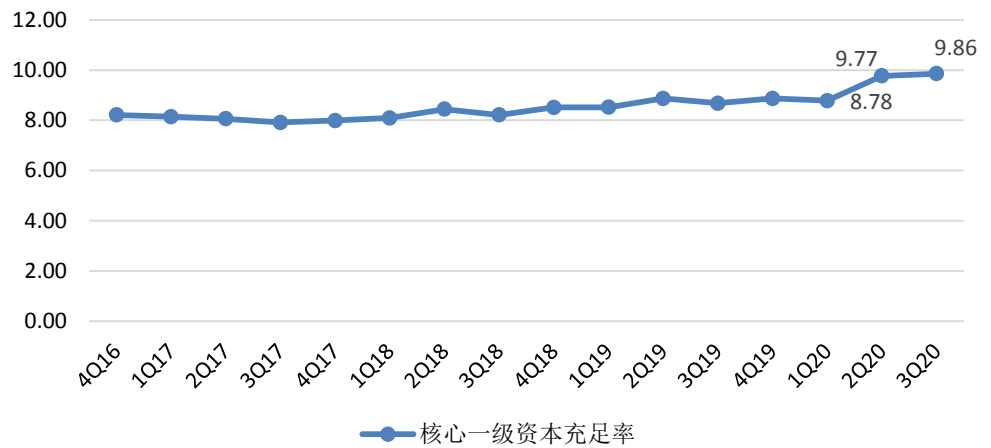
资本充足率水平是银行监管的核心指标，资本充足率水平决定了银行规模增速的上限，也就决定了银行的业绩增长空间。上市银行资本补充通常较为顺畅，但 2018 年南京银行定增计划被否，这一事件不但影响了公司核心一级资本的补充，更是成为相当长一段时期内制约其估值提升的重要因素。

南京银行于 2019 年重提定增计划，2020 年 4 月 116 亿定增落地。2020 年三季度末，南京银行核心一级资本充足率 9.86%，较 2019 年末提升 0.99 个百分点。如今南京银行核心一级资本充足率水平在上市城商行中位居第 4，且南京银行 ROE 水平较高，能够实现内生增长。

2020 年 10 月，公司公布可转债发行预案，计划发行不超过 200 亿元的可转债。目前可转债发行申请已获任保监会江苏监管局核准，有待证监会审批。可转债发行后并转股后，公司核心一级资本充足率水平将进一步提升。我们认为，当前公司资本补充途径多样化，前期制约其估值提升的问题已经不存在。

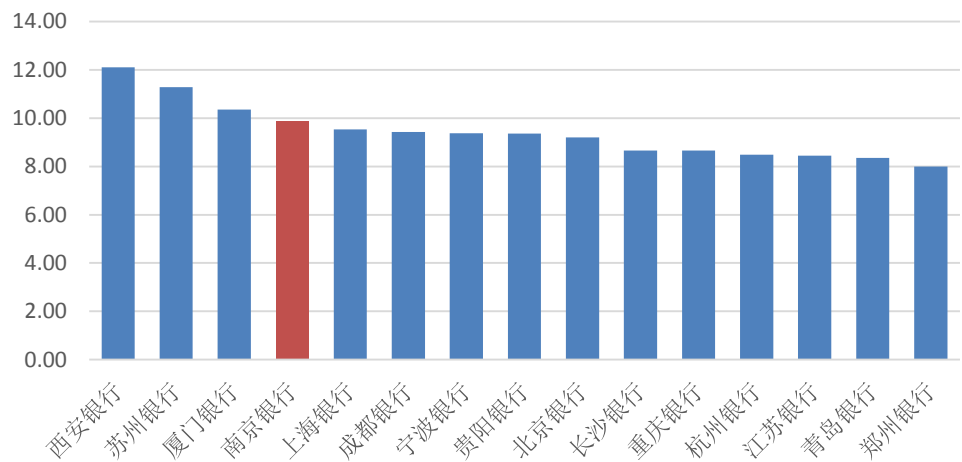
图表 5：南京银行核心一级资本充足率





资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 6: 核心一级资本充足率 (3Q2020)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

在经营管理方面, 2019 年, 前任行长束行农因工作调动离职后, 南京银行行长之位空悬将近一年。同时, 2019 年初, 其核心业务部门的管理层也出现了较大变动。管理层的动荡, 成为制约南京银行估值的另一重要因素。

2020 年新任行长林静然上任, 并推进职业经理人改革。我们认为, 职业经理人改革全部落地后, 各团队得积极性及竞争力均将实现显著提升。

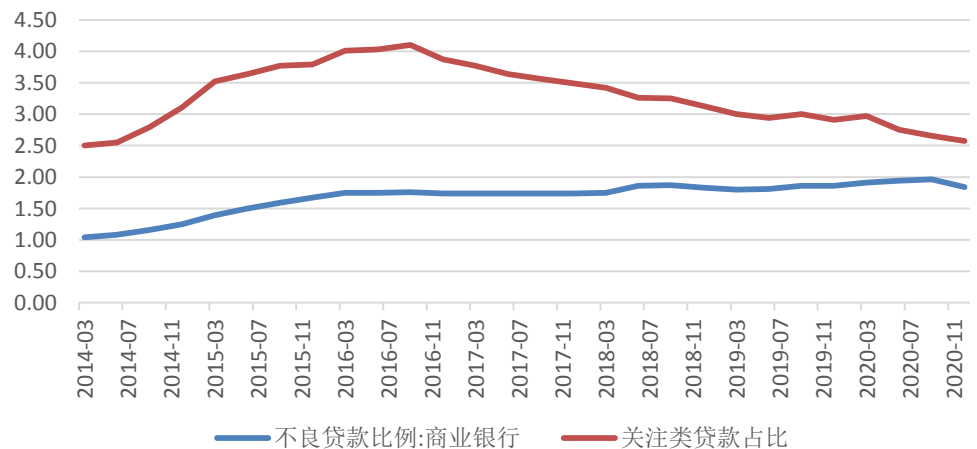
定增被否及管理层变动一度成为制约南京银行估值提升的主要因素, 如今问题都以得到解决。回归基本面来看, 南京银行资产质量、ROE 水平均属于行业中的佼佼者, 而估值仍在 1xPB 一下, 当前估值极具性价比。

## 六、行业现状与发展趋势

### (一) 不良处置力度大，资产质量拐点可见

自 2017 年起，监管部门对银行业进行了多次专项治理，出台了多项监管制度，如“三三四十”专项检查、资管新规等，银行业表外资产逐渐回表，隐形风险逐渐释放。2020 年受疫情冲击，银行资产质量出现短期波动，但银行业在经历了一轮严监管之后，近年来风险偏好已经降低，客户选择较几年前更为审慎，所以在疫情中遭受的损失可控。但在监管的窗口指导下，2020 年所有银行均加大了不良确认及不良处置力度，2020 年处置不良贷款超 3 万亿，比上一年增加七千八百亿。上市银行在 2020 年二、三季度出现净利润负增长。但与此同时，关注类贷款占比不断下降，上市银行四季度业绩均大幅反弹。均反映出上市银行隐形不良已经基本出清，实际资产质量水平已经出现拐点。2021 年拨备计提压力减轻，业绩增速有保障。

图表 7: 商业银行不良率及关注类占比



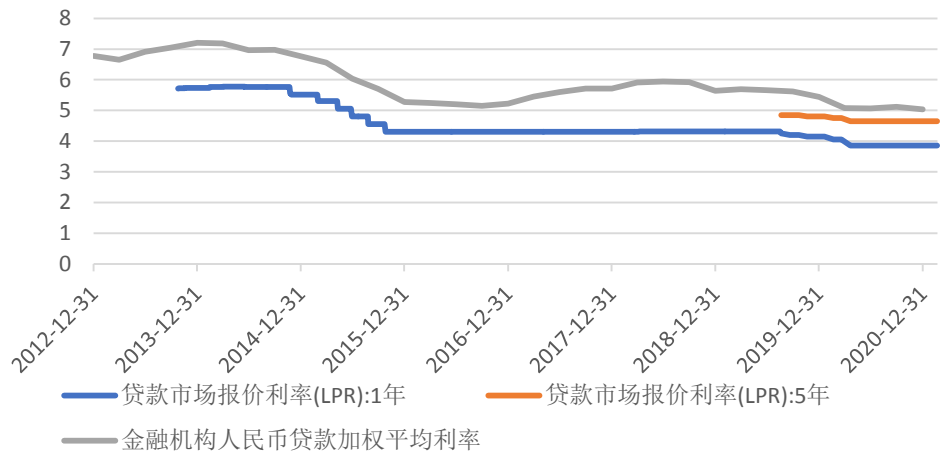
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### (二) 经济复苏，息差压力有所缓解

自 2019 年起，中国进入降息周期。2020 年，为应对疫情冲击，监管提出金融业向实体让利的要求，贷款利率持续下降。

但随着经济的企稳，需求改善，政策压力边际减轻，银行息差已有企稳趋势。LPR 报价已连续十期持平，2020 年四季度商业银行净息差水平为 2.10%，已较三季度回升 1BP。

图表 8: LPR 及加权平均贷款利率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 9: 商业银行净息差

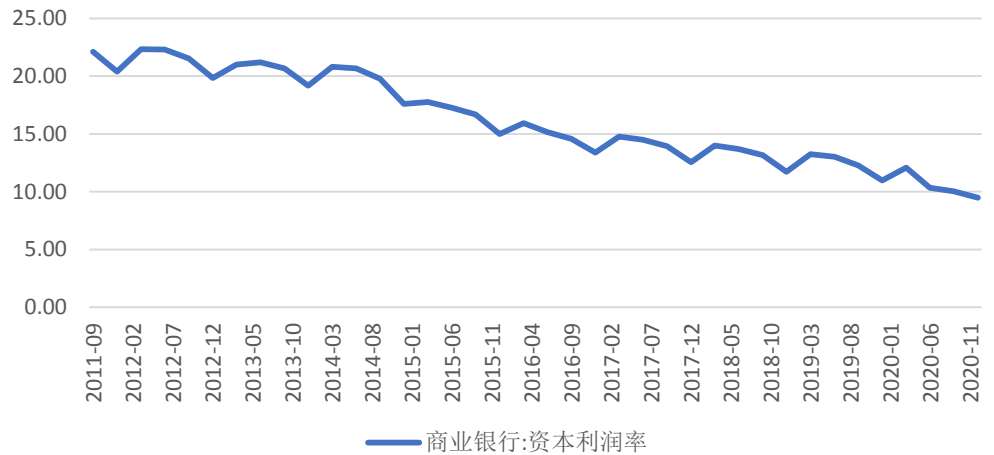


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### (三) 行业 ROE 水平有望回升

自 2012 年起, 随着利率市场化改革的推进及监管的收紧, 银行业 ROE 水平不断下降。2020 年商业银行 ROE 仅 9.48%, 不到 2012 年的一半。但随着不良资产的出清, 2021 年拨备计提压力减轻, 预计资产减值损失增速将下降。同时, 随着新发放贷款利率的企稳, 预计利息收入也将有所改善。我们认为 2021 年银行业 ROE 水平有望触底回升。

图表 10: 商业银行 ROE 水平呈下降趋势

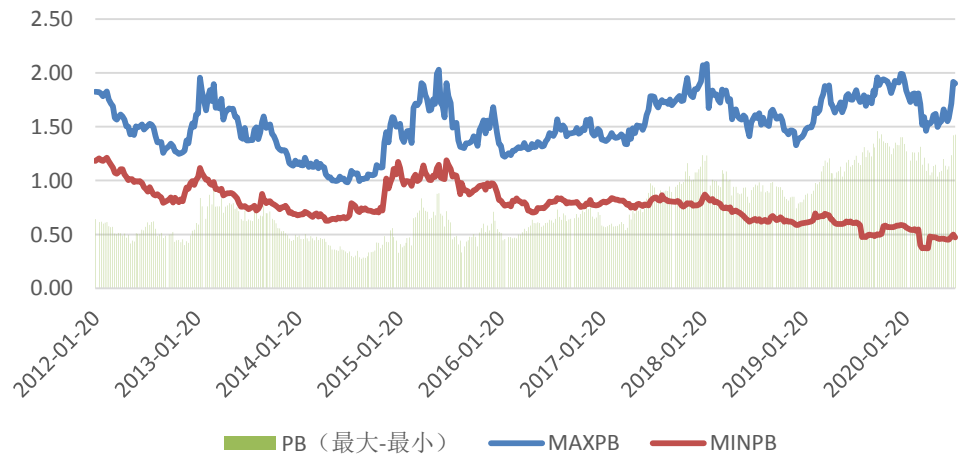


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

#### (四) 估值及业绩进一步分化

曾几何时, 银行在投资者心中是同质性极强的行业, 但随着监管的推进与行业的改革, 单纯以规模扩张为主的发展路径逐渐被抛弃, 上市银行逐渐向差异化经营转变。差异化经营成果也得到了市场的认可, 由图可见, 老 16 家上市银行的估值差距越来越大, 估值最高的银行与估值最低的银行 PB 差距由 2015 年 8 月份的 0.4 扩大到如今的。

图表 11: 上市银行估值差距不断加大



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## 七、 财务分析及盈利预测

### (一) 财务分析及盈利预测

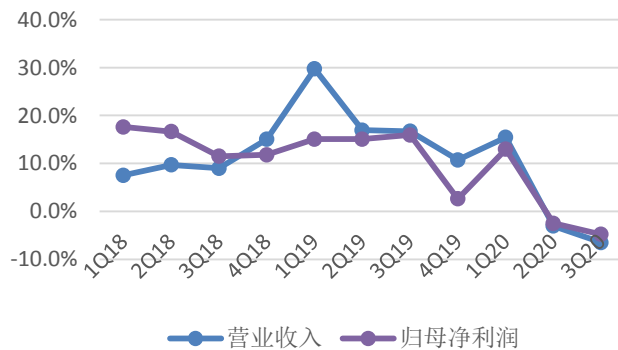
2020 年前三季度, 南京银行实现营业收入 250.5 亿元, 同比增长 2.4%, 实现归母净利润 100.9 亿元, 同比增长 2%。业绩增速放缓的原因是: 1) IFRS9 实施后, 投资收益项波动加大, 非息收入增速由正转负; 2) 拨备计提力度较去年同期加大, 使得净利润增速慢于营收增速。

拆分来看, 前三季度利息净收入同比增长 5.3%, 高于去年同期增速 (3.3%)。利息净收入增速回升主要是因为: 1) 息差降幅收窄, 三季度净息差较二季度回升 2BP 至 1.59%; 2) 规模增速提升, 实现了以量补价。

非息收入部分, 2020 年前三季度手续费及佣金净收入同比增长 16.57%, 增速快于去年同期 (14.85%), 非息收入的下降主要是收投资收益拖累。

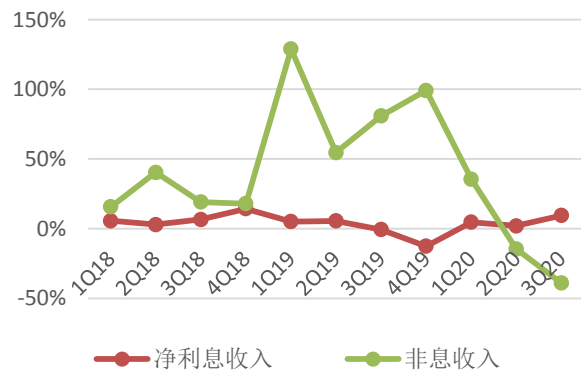
展望 2021 年, 我们认为随着经济复苏, 资产端收益率有望提升, 息差有望企稳。2020 年处置及拨备计提较为充分, 2021 年拨备计提压力减轻, 业绩确定性强。

图表 12: 营收净利润增速 (单季度)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 13: 利息及非息收入增速 (单季度)



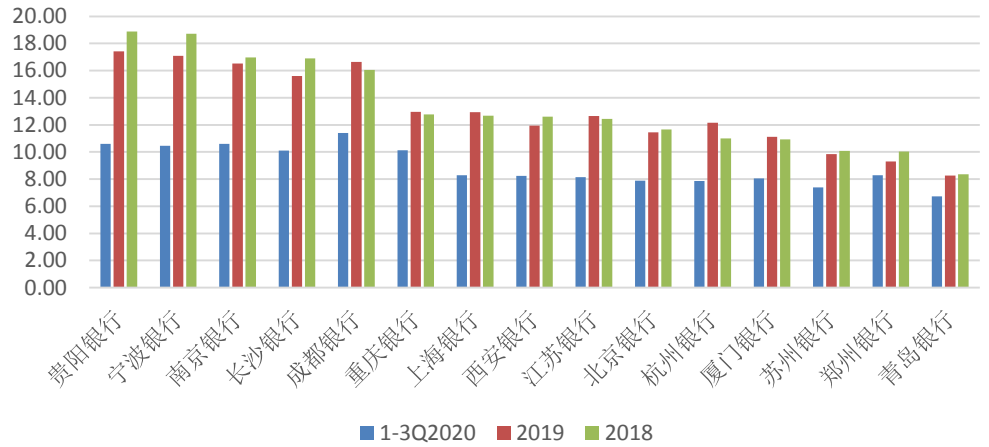
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

### (二) 估值及投资建议

南京银行 ROE 水平在上市城商行中位居前三, 不良率在上市城商行中第二低。目前, 管理层调整到位, 发力消费金融将为业绩带来更多增长点, 有望进一步提升 ROE 水平。但估值水平仅 1xPB 左右, 我们认为当前估值水平依然处于被低估的状态。

预计公司 2020 至 2022 年实现归属于上市公司股东净利润分别为 130.69/152.36/175.84 亿元, BVPS 分别为 10.62/12.42/14.49 元, 当前股价对应估值分别为 0.94/0.81/0.68 倍 PB, 给予买入评级, 目标价 13.5 元。

图表 14: 上市城商行 ROE 水平对比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## 八、 风险提示

监管政策超预期收紧、宏观经济波动导致的资产质量超预期恶化。

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E		2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
发放贷款	5495	6594	7715	9180	10925	营业收入	324	349	425	498	585
投资	515	509	500	491	482	利息净收入	214	232	296	354	423
存放同业	615	432	386	237	202	利息收入	552	570	589	608	628
拆出资金	8	8	8	7	7	利息支出	339	338	293	254	204
买入返售款项	272	277	264	250	238	手续费净收入	40	61	64	68	31
现金或存放央行	947	966	918	872	828	其他非息收入	70	57	65	77	131
其他资产	4935	5136	5297	3661	-3079	税金及附加	4	4	5	5	6
<b>资产合计</b>	<b>13434</b>	<b>14778</b>	<b>16034</b>	<b>17445</b>	<b>18945</b>	业务及管理费	89	96	119	143	173
吸收存款	8637	9595	10660	11950	13396	资产减值损失	81	91	115	135	152
已发行债券	2039	1999	1899	3702	10922	营业支出	175	192	240	285	333
同业存放	237	202	182	345	1001	营业利润	149	157	184	213	252
拆入资金	142	560	801	-1153	-9127	利润总额	149	157	184	213	252
卖出回购金融资产款	285	242	218	196	177	所得税	23	25	30	36	42
向央行借款	931	856	771	694	624	净利润	126	132	153	177	210
应交税费	27	30	33	35	38	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他负债	257	282	306	333	362	归母净利润	125	131	152	176	209
<b>负债合计</b>	<b>12555</b>	<b>13767</b>	<b>14869</b>	<b>16103</b>	<b>17394</b>						
股本	85	85	85	85	85	<b>预测指标</b>					
盈余公积	61	73	86	100	115		2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
一般风险准备	141	152	164	180	198	贷款增长率	19.30%	20.00%	17.00%	19.00%	19.00%
未分配利润	347	455	582	728	904	存款增长率	12.08%	11.10%	11.10%	12.10%	12.10%
归属母公司股东权益合计	865	999	1152	1328	1537	营业收入增速	18.38%	7.68%	21.58%	17.32%	17.43%
少数股东权益	10	12	13	14	15	利息净收入增速	-0.87%	8.55%	27.43%	19.65%	19.64%
<b>股东权益合计</b>	<b>879</b>	<b>1011</b>	<b>1165</b>	<b>1342</b>	<b>1552</b>	归母净利润增速	12.47%	4.94%	16.58%	15.42%	18.75%
						ROE	16.53%	14.14%	14.27%	14.27%	14.66%
<b>盈利能力</b>						ROA	0.97%	0.93%	1.00%	1.06%	1.15%
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	BPS (元)	9.08	10.62	12.42	14.49	16.95
生息资产收益率	4.79%	6.29%	5.78%	4.96%	3.51%	EPS(元)	1.42	1.54	1.80	2.07	2.46
成本收入比	27.39%	27.39%	28.09%	28.79%	29.49%	PE(X)	7.06	6.51	5.58	4.84	4.07
						P/PPOP(X)	3.70	3.43	2.85	2.45	2.11

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。