

# 南京银行 (601009.SH)

## 战略升级, 业绩抬升, 估值修复

### 核心观点:

- 市场逐渐认可南京银行基本面改善下的估值合理回归, 也在逐渐接受大零售 2.0+交易银行两大战略带来的估值溢价提升。我们前期发布多篇报告论述南京银行“基本面和估值修复共振”逻辑, 2021 年上半年业绩强势回升, 基本面向好得以验证, 但估值修复进程由于各种原因被打断。同时, 南京银行近期战略出现了众多新变化, 奠定了长期经营稳步向上的基石, 有望进一步打开股价估值增长空间。本篇报告将在详细解读近期战略新变化的基础上, 进一步探讨估值修复进程的重启。
- 零售转型再出新, (1) 获客活客: 重点突破年轻客群的数字信用卡 N Card 迈入 2.0 阶段, 将更多聚焦于品牌建设和平台运营, 持续提升客群贡献度。2021 年中报提出网点扩张, 计划 2023 年末增至 300 个 (2021H1 末 203 个), 通过“单产水平高+数量提升”进一步服务战略、深耕区域。(2) 信贷投放: 消费贷款与住房贷款“双轮并驱”升级为住房贷款、消费贷款和经营性贷款“三驾马车”协同发展, 因地制宜发展个人经营贷款, 有意将其培育成规模增长和利润增长新引擎。(3) 财富管理: 设立私人银行部议案通过 (升级总行一级部门), 战略地位提升有助于充分释放“比大银行更专注, 比小银行更专业”差异化战略价值。
- 对公业务再升级, (1) 重点客群: 深化“鑫伙伴”成长计划, 做精小微企业客群, 依托总分支三级小微专营服务架构和七大特色小微“鑫”品牌, 深度融入江苏地区民营经济发展。(2) 交易银行: 升级“鑫 e 伴” (成长版), 定位中小微企业全能手机银行, 以高频非金融服务带动低频金融服务, 成为获客活客利器。供应链金融启动“双百计划”, 多个项目相继落地, 深化对公禀赋和金融市场业务优势。(3) 科技金融: 投贷联动推出“政银园投”新模式, 政银企投多方共赢, 推广落地迅速。
- 7 月以来, 南京银行股价大幅回调, 估值修复被打断, 主要是 (1) 受经济预期、地产事件以及核心赛道表现突出影响, 银行板块持续调整, (2) 南京疫情反复引发市场担忧。针对 (1), 短期负面情绪消退后, 宽财政将驱动银行板块行情; 针对 (2), 市场可能高估了疫情对南京地区经济的冲击, 低估了南京银行经营的韧性。在基本面加速回升, 战略升级助力下, 南京银行估值仍有进一步提升空间, 新一轮行情值得期待。
- 盈利预测和投资建议: 战略升级, 业绩抬升, 估值修复重启。预计南京银行 2021/2022 年归母净利润增速为 24.6%/23.3%, EPS 为 1.63/2.01 元/股, BVPS 为 10.97/12.51 元/股, 当前 A 股股价对应 2021/2022 年 PE 为 6.0X/4.9X, PB 为 0.9X/0.8X。参考可比公司估值, 我们给予 2021 年 PB 估值 1.3X, 对应合理价值为 14.26 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 经济下行, 资产质量恶化。利率波动超预期, 其他非息拖累营收。区域存款竞争加剧, 成本压降不及预期。可转债转股不及预期。

### 公司评级

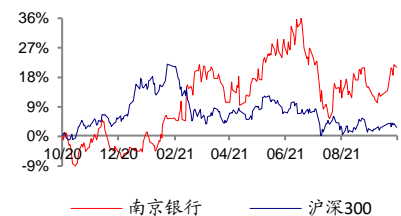
买入

当前价格	9.78 元
合理价值	14.26 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-19

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	10007.02/8482.21
总市值/流通市值 (百万元)	97868.63/82955.99
一年内最高/最低 (元)	11.00/7.59
30 日日均成交量/成交额 (百万)	37.73/354.15
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-2.30/9.94

### 相对市场表现



### 分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

### 分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

### 分析师:

王先爽



SAC 执证号: S0260520040002



SFC CE No. BQV910



021-38003645

wangxianshuang@gf.com.cn

请注意, 倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 联系人:

伍嘉慧 010-59136613

gwujiahui@gf.com.cn

## 目录索引

一、引言：重申南京银行高性价比品种.....	4
二、零售转型再出新.....	5
（一）N CARD 迈入 2.0 阶段，2023 年末网点数量预计扩张至 300 家.....	5
（二）“双轮并驱”升级“三驾马车”，个人经营性贷款成为新引擎.....	6
（三）私人银行战略地位提升，挖掘私行业务潜力.....	8
三、对公业务再升级.....	10
（一）做精小微客群，做大小微“鑫”品牌.....	10
（二）现金管理升级拳头产品“鑫 E 伴”，供应链金融启动“双百计划”.....	12
（三）打造“政银园投”投贷联动新模式，科技金融再迈一程.....	13
四、估值修复重启.....	15
（一）估值修复被打断，当前估值水平与基本面背离.....	15
（二）短期负面因素 PRICE-IN，新一轮行情或已启动.....	16
五、盈利预测和投资建议.....	19
（一）规模.....	19
（二）净息差.....	19
（三）非息收入.....	19
（四）信用成本.....	19
六、风险提示.....	20

## 图表索引

图 1: 南京银行营收、PPOP、归母净利润累计同比增速 .....	4
图 2: 南京银行网点数量少, 但单产水平高 (2021H1) .....	6
图 3: 江苏省经营性贷款集中于南京市和苏州市 (亿元) .....	6
图 4: 南京银行房地产集中度管理两项指标均离监管上限较远 .....	7
图 5: 南京银行个人贷款投放结构 .....	8
图 6: 南京银行 CFC 消费贷规模、客户稳步提升, 不良率保持平稳 .....	8
图 7: 江苏省高净值人群数量位于全国第一梯队 .....	9
图 8: 南京银行私行客户数及资产规模持续提升 .....	9
图 9: 江苏省民营经济发达 .....	10
图 10: 南京银行手续费及佣金收入结构 .....	12
图 11: “鑫 e 伴” (成长版) 全新升级, 定位中小微企业全能手机银行 .....	13
图 12: 科技文化金融贷款余额及小微客户占比 .....	14
图 13: 南京银行投贷联动业务运行模式 .....	14
图 14: 南京银行“政银园投”模式优势与价值 .....	15
图 15: 南京银行估值目前已回落至年初水平, 依然处于历史较低区间 .....	16
图 16: 南京银行盈利能力优秀, 估值相对偏低 (截至 2021 年 10 月 18 日) ....	16
图 17: 银行板块相对收益与业绩相关性不明显, 与财政周期相关性更高 .....	17
图 18: 南京市经济复苏总体不差 .....	17
图 19: 受疫情影响, 南京市 8 月社零增幅回落 .....	18
图 20: 南京市 7、8 月当月社零同比少增 (亿元) .....	18
图 21: 南京银行贷款集中度逐年压降 .....	18
图 22: 南京银行不良生成压力已经大幅回落 .....	18
表 1: 南京银行“私钻客户-财富客户-基础客户-互联网客户”全量零售分层服务管理体系 .....	5
表 2: 南京银行七大小微服务品牌对比 .....	11
表 3: 南京银行对公贷款主要投向小微企业集中的租赁商服、批零和制造业 (百万元) .....	11
表 4: 南京银行关键指标假设 .....	19
表 5: 南京银行可比同业估值 (截至 2021 年 10 月 18 日) .....	20

## 一、引言：重申南京银行高性价比品种

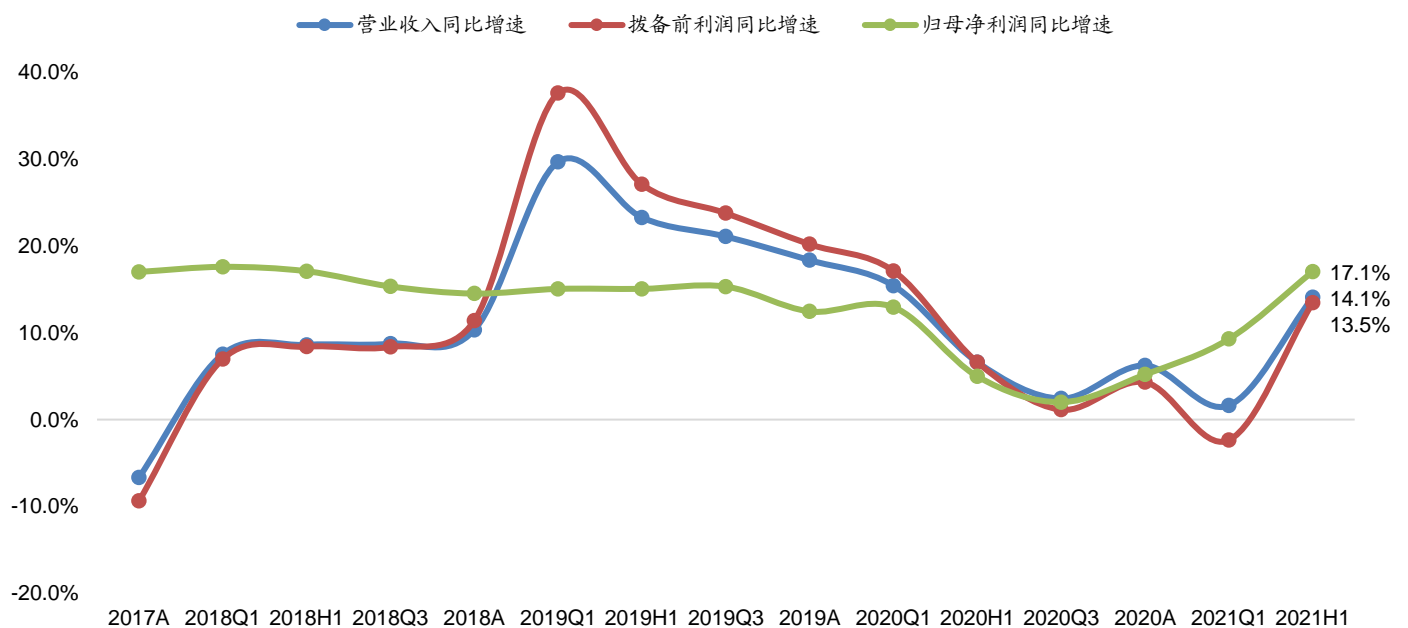
我们在2021年6月15日发布的《银行业2021年中期策略：攻守兼备，亦有弹性》中提出，下半年银行业景气度仍在回升，继续看好银行板块超额收益；推荐高弹性低估值的南京银行，看好当前优秀基本面和未来发展潜力，有望迎来ROE和估值双提升的戴维斯双击。

2021年6月22日发布《南京银行：基本面与估值修复共振》，再对南京银行“基本面与估值修复共振”投资逻辑进行详细阐述：随着2020年定增落地、新行长到任并增持、非标投资调整到位、存量大户风险基本化解，前期估值约束因素消散，定价重回基本面逻辑，估值步入修复上行通道。当前基本面稳健且盈利能力强，往后看，南京银行立足新五年，外部区域经济发达，内部公司治理增效，坚定推进大零售+交易银行战略转型，且南银转债发行助于夯实资本，未来持续稳健发展可期。

2021年8月19日发布《南京银行：业绩强势回升，资产质量平稳》，南京银行2021年中期业绩表现亮眼，核心盈利能力全面回升，基本面修复得以验证。再次强调南京银行“估值洼地+基本面优秀+高分红”，高性价比品种，攻守兼备。

目前来看，南京银行基本面向好趋势不改，当前估值依然较低主要受南京地区疫情反复和地产风险负面情绪外溢影响，修复进程被打断。随着短期因素price-in，市场逐渐认可南京银行基本面改善下的估值合理回归，也在逐渐接受大零售2.0+交易银行两大战略带来的估值溢价提升。本篇报告详细解读南京银行近期战略新变化，战略升级的背后，是零售和中小微客户的重要性在提升，科技金融再进一步，轻资本转型发展进入新阶段，在此基础上进一步探讨估值修复进程的重启。

图 1：南京银行营收、PPOP、归母净利润累计同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 二、零售转型再出新

### (一) N Card 迈入 2.0 阶段，2023 年末网点数量预计扩张至 300 家

目前，南京银行已经形成“私钻客户-财富客户-基础客户-互联网客户”全量零售分层服务管理体系，针对不同客群提供差异化服务。为了进一步强化零售线上获客活客能力，2021年3月，南京银行推出数字信用卡N Card，一方面，通过场景化、线上化提升获客能力，增加客户粘性，拉动低成本存款增长，另一方面，通过信用支付有效切入活跃基础客户，推动年轻客群批量营销，夯实零售业务发展的基础。

N Card以小程序为主要载体和运营平台，实现申卡用卡全流程体验，具有秒审秒批秒用、笔笔返现、等级权益、游戏交互等特色服务，成为培育年轻客群的突破点。截至2021H1末，N Card累计发卡达到36.81万张，对零售客群、AUM贡献度已经显现。下一阶段，N Card 2.0将更多聚焦于品牌建设和平台运营，一是进一步推动全客群经营的产品矩阵升级，二是构建全新生态圈，三是推动游戏交互升级，持续推进N Card客群贡献度的提升。

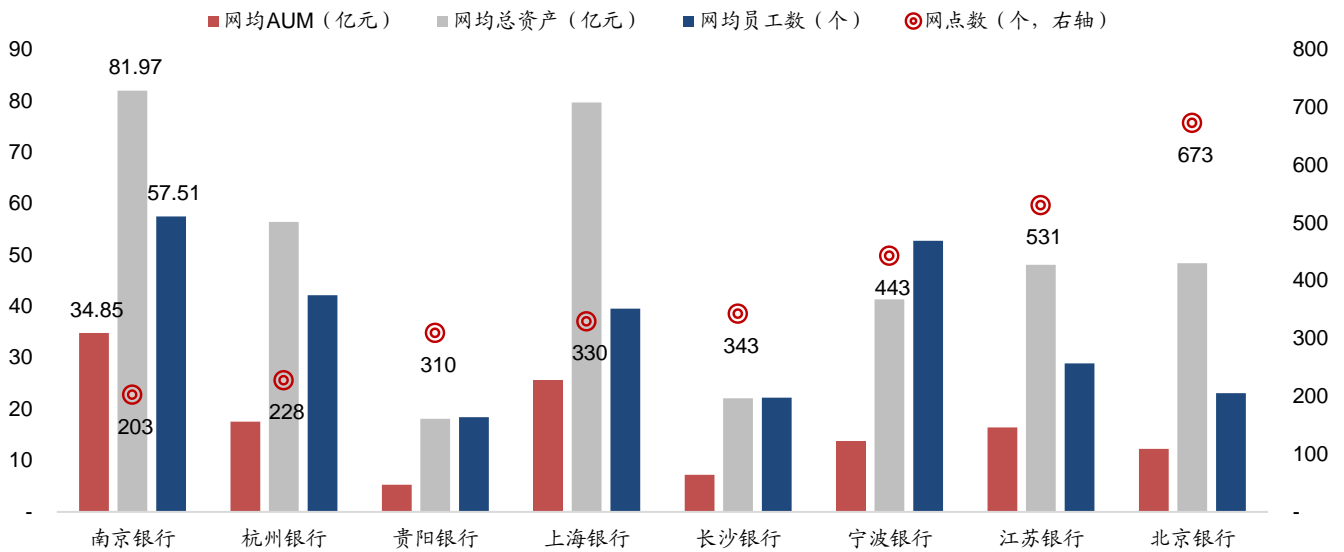
表 1: 南京银行“私钻客户-财富客户-基础客户-互联网客户”全量零售分层服务管理体系

客户层级	2017A	2018A	2019A	2020A	2021H1	较年初增速	差异化分层服务
零售客户 (万户)	1,304	1,763	1,944	2,161	2,284	5.68%	南京银行 APP 鑫 e 商城平台，丰富泛金融服务生态圈；你好银行 APP，深耕互联网客户的持续经营。
私钻客户 (户)	16,745	21,885	25,813	30,264	33,455	10.54%	打造 1 名私行顾问加 N 个专家团队的“1+N”服务模式，提升私行客群服务的专业化与定制化。
财富客户 (万户)	/	/	46	51	55	7.28%	依托“产品+服务”双体系赋能，通过“智能+人工”的精准触达，提升财富客户服务的广度与深度。
基础客户 (万户)	/	/	/	685	718	4.82%	更多将产品与服务嵌入场景、融入生态，提供更加智能、高效、有温度的综合金融服务。
互联网客户 (万户)	/	/	/	340	355	4.37%	对外开放实现多元化场景获客，加强联合运营，以投融资一体化综合服务推进客户体验升级与转化提升。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

据2021年中报披露，南京银行拥有203个营业网点，计划2023年末达到300个网点，即未来两年半提升50%的网点数量，主要原因：一是出于大零售战略要求，充足的网点和渠道能更好地开展客户服务；二是由所在区域位置决定，长三角地区是主要的财富聚集地和产业领先地，网点扩张实际上是深耕当地市场的需要；三是为了缩小与同业银行的差别，目前南京银行网点数低于其他可比上市城商行；四是网点单产水平较高，可进一步将现有网点管理经验的复制和外溢，将数量差距转化为增量空间，提升总产水平，实现战略外延式升级。

图 2: 南京银行网点数量少, 但单产水平高 (2021H1)

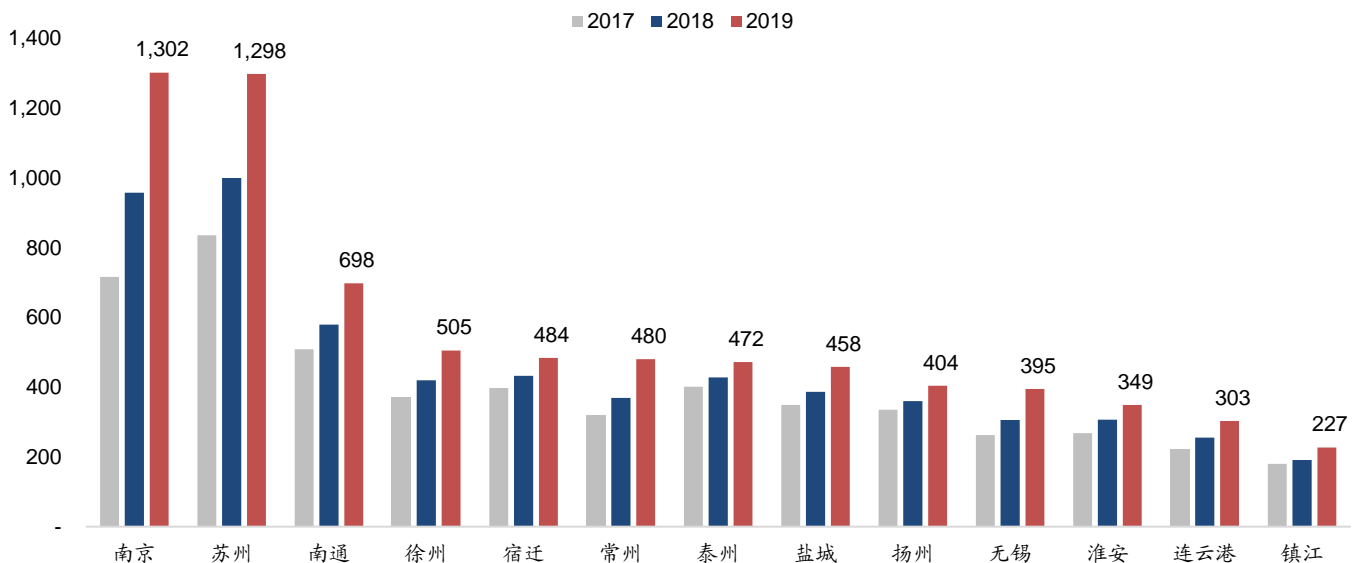


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) “双轮并驱” 升级 “三驾马车”, 个人经营性贷款成为新引擎

南京地区民营经济活跃, 小微企业、个体工商户融资需求旺盛, 个人经营性贷款投放空间广阔。为了更好服务当地经济, 南京银行在2021年中报中首次将零售业务消费贷款与住房贷款“双轮并驱”升级为住房贷款、消费贷款和个人经营性贷款“三驾马车”协同发展。2021年5月, 南京银行正式开办个人经营性抵押贷款业务——零售“鑫快捷”, 稳步推进互联网经营性贷款业务发展, 有意将个人经营贷款发展成为个贷规模增长和利润增长的新发力点。2021年上半年, 南京银行个人经营性贷款表现亮眼, 较年初增长15.5%, 其中互联网经营性贷款较年初增长66%, 占总个人经营性贷款比重约47%。

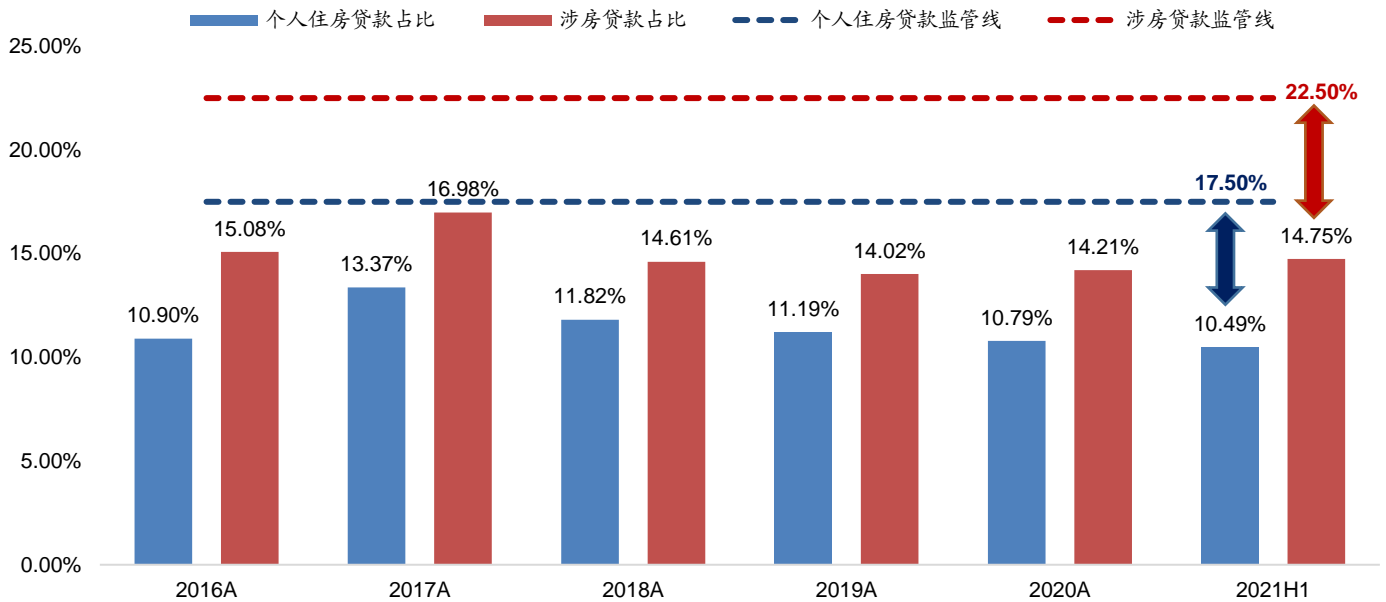
图 3: 江苏省经营性贷款集中于南京市和苏州市 (亿元)



数据来源: 江苏省统计局, 广发证券发展研究中心

个人住房按揭贷款一直是较为优质的零售信贷资产。根据房地产贷款集中度管理要求，南京银行目前两项指标离监管上限均有较大距离，未来业务规模可以保持平稳合理增长。

图 4：南京银行房地产集中度管理两项指标均离监管上限较远

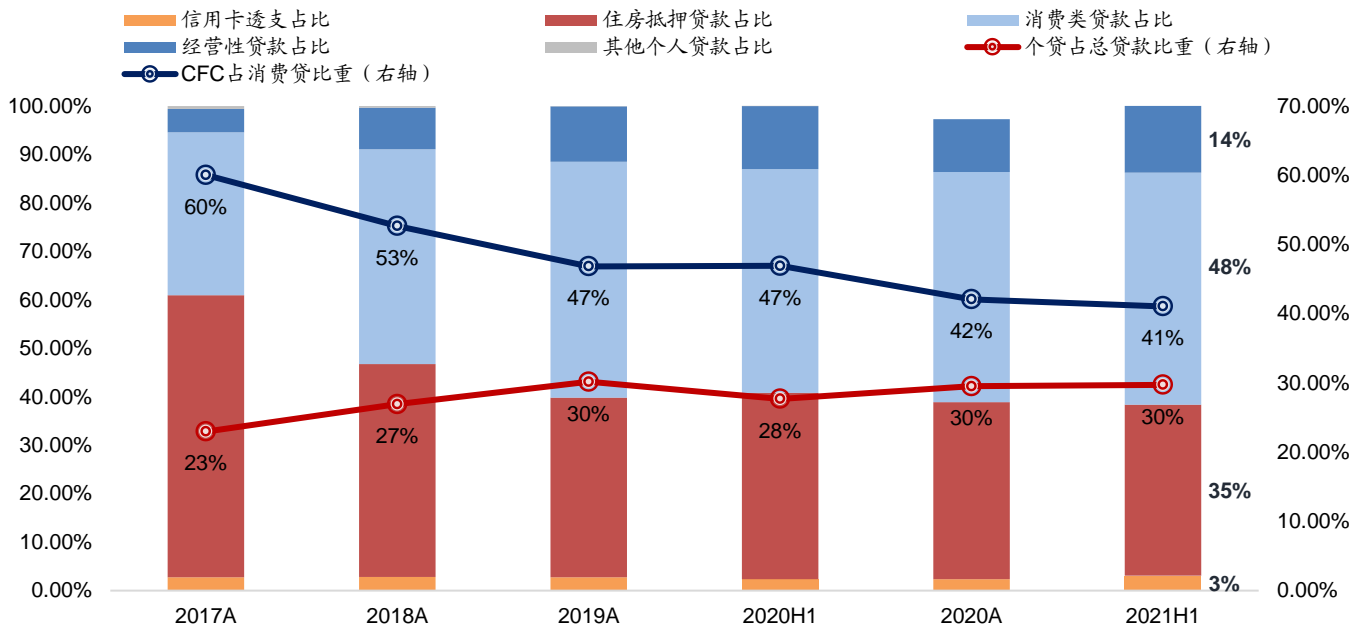


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

消费金融作为南京银行零售投放主战场之一，2021H1末，消费类贷款余额占个人贷款比重接近48%，其中接近42%由消费金融中心（CFC）投放。CFC前身是南京银行与法国巴黎银行全资子公司Cetelem在2007年联合成立的零售消费信贷中心，2014年更名为消费金融中心（即CFC），作为独立的零售金融板块业务，专注于消费金融业务。CFC以“鑫梦享+”为服务平台，采取与互联网龙头企业深入合作的互联网金融联营业务模式，平台合作伙伴包括360借条、度小满金融、飞贷金科、分众小贷、京东金融、万达普惠等平台。以诚易贷为主打产品，面向下沉客群，月入3000元即可申请。另有分别围绕IT人才、制造业人群、创业者打造的极客贷、匠客贷、创客贷三大专属产品。截至2021H1末，CFC消费贷款余额449亿元，表内贷款不良率1.22%，与总个人消费贷款不良率持平。

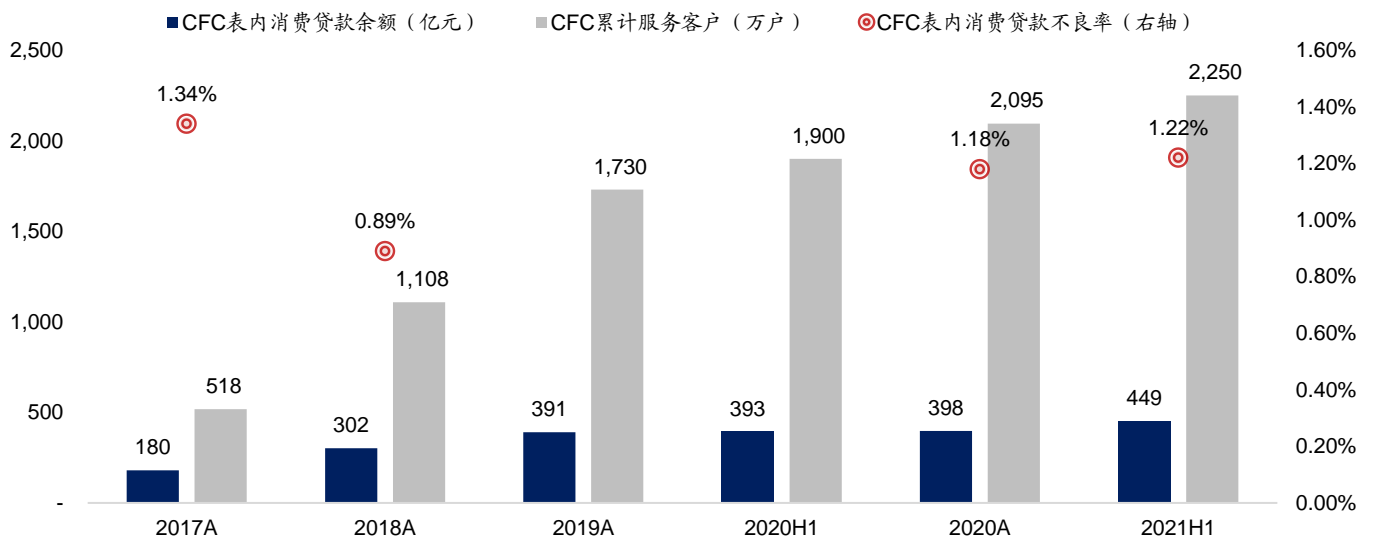
CFC以外，剩余58%的个人消费贷款由母行网络金融部等零售金融业务部门投放。主打产品“你好e贷”为一款纯线上个人信用消费贷款，定位类公务员、公积金等优质客户，与CFC形成互补，与本地生活消费场景深度融合。截至2021H1末，“你好e贷”累计授信户数47.52万户，授信启用户数超15万户，累计投放328.54亿元，余额达到262.13亿元。

图 5: 南京银行个人贷款投放结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 南京银行CFC消费贷规模、客户稳步提升, 不良率保持平稳



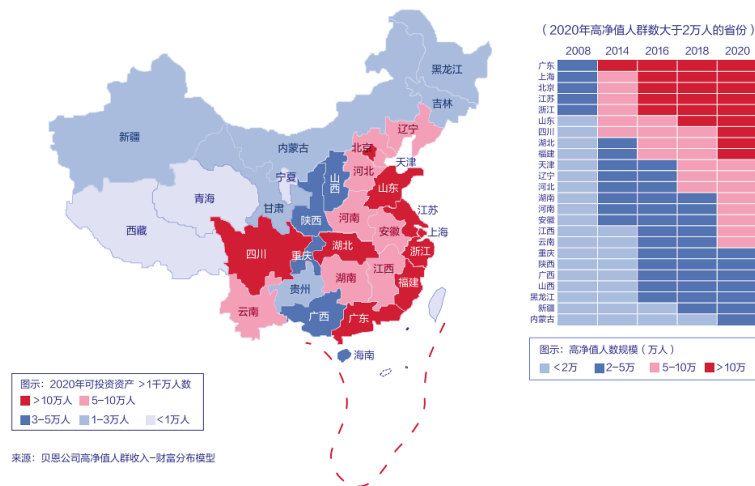
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 私人银行战略地位提升, 挖掘私行业务潜力

8月19日, 南京银行发布公告, 第九届董事会第七次会议审议并表决同意了设立南京银行私人银行部的议案, 私人银行部有望升级为总行一级部门, 此举意在强化对高端客户的深耕经营, 进一步发挥私人银行作为财富管理顶层业务所具备的抗周期性、利润贡献高、资本占用低、资产质量优的特点, 同时加强对于零售、投行业务的联动作用。

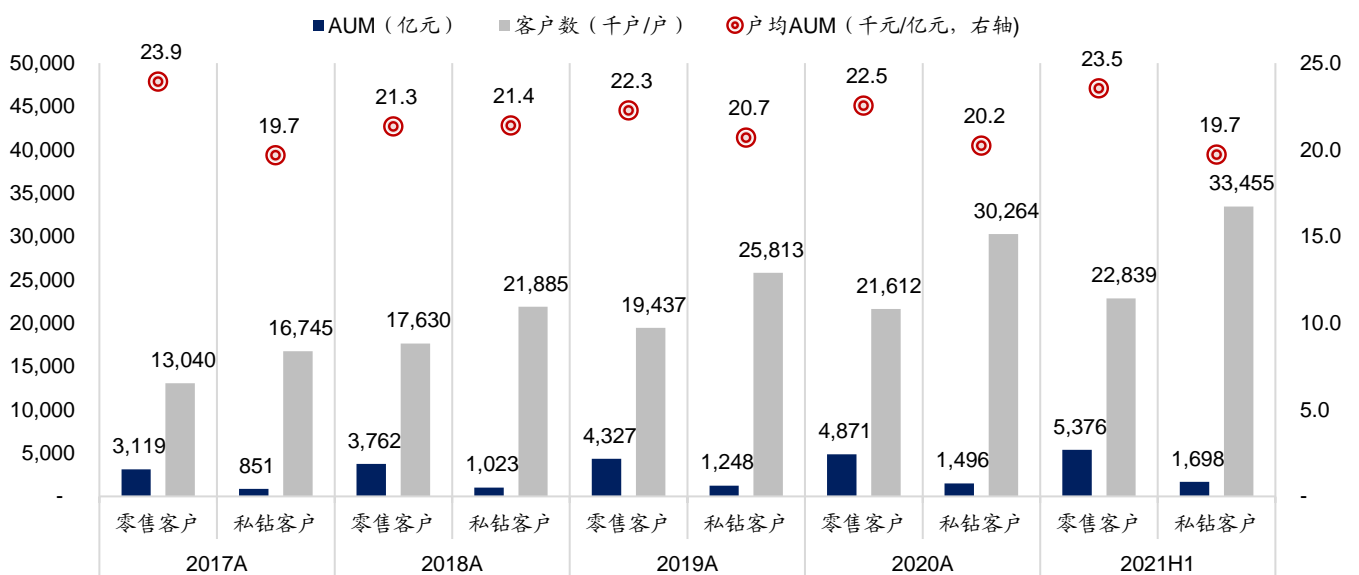
实际上，南京银行私人银行业务始于2015年8月，虽然起步较晚，且属于总行二级部门，但得益于南京银行强大的财富管理能力和区域高净值客户基础优势，近几年私人银行业务发展势头强劲。南京银行私人银行业务以“中等规模商业银行领先的私人银行业务提供商”为发展愿景，差异化战略体现在“比大银行更专注，比小银行更专业”，一是客户较国股行更为下沉，在目标客群的选择上更有针对性，目前南京银行私行客户门槛为月日均资产达600万（含），300万（含）-600万（不含）为钻石客户，提高类私行服务。二是深耕客群需求，利用专业优势为客户提供差异化服务，如与南银理财合作创新发行第一只FOF类私募理财产品、第一只量化私募理财产品，围绕“商行+投行+交易银行+私人银行”推进公私联动与综合化经营等。

图 7：江苏省高净值人群数量位于全国第一梯队



数据来源：招商银行《2021年中国私人财富报告》，广发证券发展研究中心

图 8：南京银行私行客户数及资产规模持续提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：零售客户对应客户数、户均AMU单位分别为千户、千元，私钻客户对应客户数、户均AMU单位分别为户、亿元。

### 三、对公业务再升级

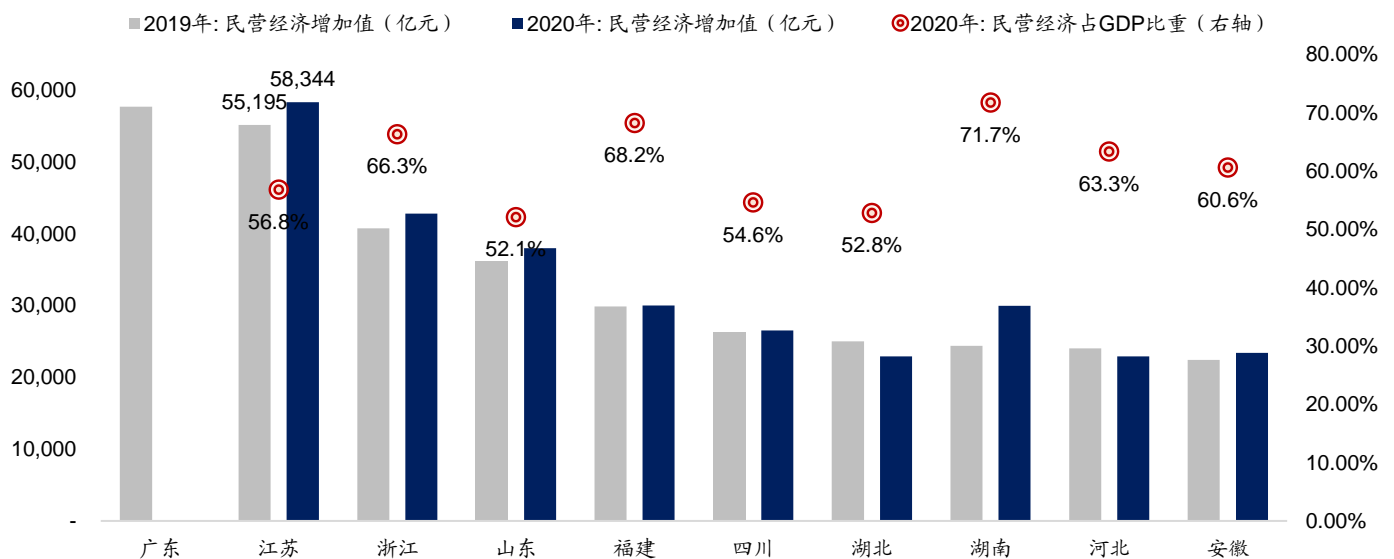
#### (一) 做精小微客群，做大小微“鑫”品牌

江苏地区民营经济发达，民营经济增加值全国领先，南京市民营经济占GDP比重也维持在46%的水平。面对小微企业旺盛的融资需求，作为南京市主要地方法人银行，南京银行很早便开始探索特色化小微金融服务，截至2021H1末，南京银行约31%的贷款投向南京地区，约82%的贷款投向江苏地区，小微贷款余额达到2,121亿元，占总贷款比重约28%。

2016年，南京银行推出“鑫伙伴”三年成长计划，着力培育小微企业客群，为优质小微客户量身定制涵盖企业融资、综合结算、现金管理、财富管理、投贷联动等综合金融服务方案。2021年，南京银行深化“鑫伙伴”成长计划，做精客户群体，提高客户认定标准，截至2021H1末，公司“鑫伙伴”客户总数共2,976户，其中基础客户2,674户，较年初增加593户，增幅28.50%。目前为止，已有多家“鑫伙伴”客户在主板、创业板、科创板以及中小企业板上市，入选工商联民营百强企业、南京市独角兽和瞪羚企业等。

历经数年打磨和沉淀，小微金融业务发展思路从“做业务”向“做客户”转变。一是搭建专业化的服务架构，形成“总行小企业金融部-分行小企业金融部-综合性支行小企业金融部”的三级小微专营服务架构，进一步下沉业务重心，延伸小微金融服务触角。二是以客户为中心细分行业类别与业务场景，创新产品服务，形成七大品牌，如“鑫智力”和“鑫动文化”是南京银行的科技文化特色小微业务，“鑫星农业”联合江苏省农担为三农企业或农户提供融资服务，“鑫云贷”联合芝麻信用，针对生产经营正常且开通企业芝麻分的小微型企业主、个体工商户。

图 9：江苏省民营经济发达



数据来源：Wind，各地方统计局，广发证券发展研究中心

表 2: 南京银行七大小微服务品牌对比

	客群定位	额度期限	主要特点	旗下产品	适用对象
鑫活力	变现能力强的优质小微企业及个人	最高额度 1000 万元, 最长期限 3 年	手续便捷、办理高效、期限长、范围广	鑫快捷	变现能力强的优质房产抵押人
				鑫采购	持有政府采购中标合同的小微企业
				鑫转贷	优质小微企业
				鑫联税	小微企业、小微企业主、个体工商户
鑫智力	具有智力成果的科技文化企业	最高额度 500 万元	利率优惠、担保条件放宽	专利权质押贷款	具有专利权的科技型企业
				投贷联动	初创期、成长期的科技文化型小企业
				鑫科保	科技型小微企业
				软件著作权质押贷款	具有软件著作权的科技型企业
				商标权质押贷款	具有注册商标专用权的科技型企业
鑫微力	微型企业和个人	最高额度 300 万元, 最长期限 3 年	纯信用、无担保、3-5 个工作日到账	苏科贷	科技型小微企业
				生意兴	微型企业、个体工商户和个人
				有钱途	个体工商户和个人
				周转灵	微型企业
				鑫超市	与超市有供应协议的小企业
				鑫租铺	承租市场铺位个体工商户
				福鑫卡	小微企业主、个体工商户
鑫动文化	从事文创设计类的企业	/	融资方式多样、可盘活无形资产	演艺贷	从事文艺创作、文艺表演的企业
				出版贷	从事新闻服务、书报刊及音像出版发行的企业
				影视贷	提供广播、电视、电影的制作与发行、放映等服务的企业
				动漫贷	从事动漫产品、网络游戏及其衍生品的研发、制作和销售的企业, 重点支持具有自主创新知识产权的企业
				广告贷	从事广告业和提供会展服务的企业
				设计贷	从事工业设计、建筑设计、平面设计、工艺美术设计、服饰设计、软件设计、网络设计等服务的企业
				文教贷	从事教育培训、艺术品交易、文化休闲娱乐服务相关企业
鑫星农业	三农企业及农户	最高额度 300 万元	快速审批、便捷高效	鑫农保	农业龙头企业、家庭农场、种养大户、农民专业合作社、农业社会化服务组织等三农企业或农户
				鑫伙伴计划	优质小微基础客户
鑫云贷	开通企业芝麻分的小微企业及个人	最高额度 30 万, 最长期限 1 年	自动审批速度快、客户范围广、财务成本低	鑫云贷	生产经营正常且开通企业芝麻分的小微企业主、个体工商户

数据来源: 南京银行官网, 广发证券发展研究中心

表 3: 南京银行对公贷款主要投向小微企业集中的租赁商服、批零和制造业(百万元)

按 2021H1 占比降序排列	2017A		2018A		2019A		2020A		2021H1	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
租赁和商务服务业	99,227	33.12%	115,589	32.93%	151,848	38.23%	201,043	42.29%	242,659	44.95%
批发和零售业	42,876	14.31%	53,390	15.21%	57,402	14.45%	56,135	11.81%	58,513	10.84%
制造业	33,989	11.34%	40,639	11.58%	41,695	10.50%	51,952	10.93%	57,702	10.69%
房地产业	14,037	4.69%	13,395	3.82%	16,118	4.06%	23,084	4.86%	32,737	6.06%
水利、环境和公共设施管理业	12,000	4.01%	15,461	4.41%	15,235	3.84%	18,559	3.90%	19,744	3.66%
信息传输、软件和信息技术服务业	6,695	2.23%	7,890	2.25%	9,589	2.41%	9,605	2.02%	11,875	2.20%
建筑业	8,160	2.72%	8,844	2.52%	10,272	2.59%	10,770	2.27%	10,549	1.95%
农林牧渔业	5,295	1.77%	6,248	1.78%	7,905	1.99%	8,456	1.78%	9,514	1.76%
科学研究和技术服务业	3,081	1.03%	5,772	1.64%	5,346	1.35%	6,784	1.43%	8,462	1.57%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	3,561	1.19%	4,082	1.16%	6,257	1.58%	6,333	1.33%	6,620	1.23%
对公贷款合计	299,605	100%	350,966	100%	397,240	100%	475,414	100%	539,839	100%

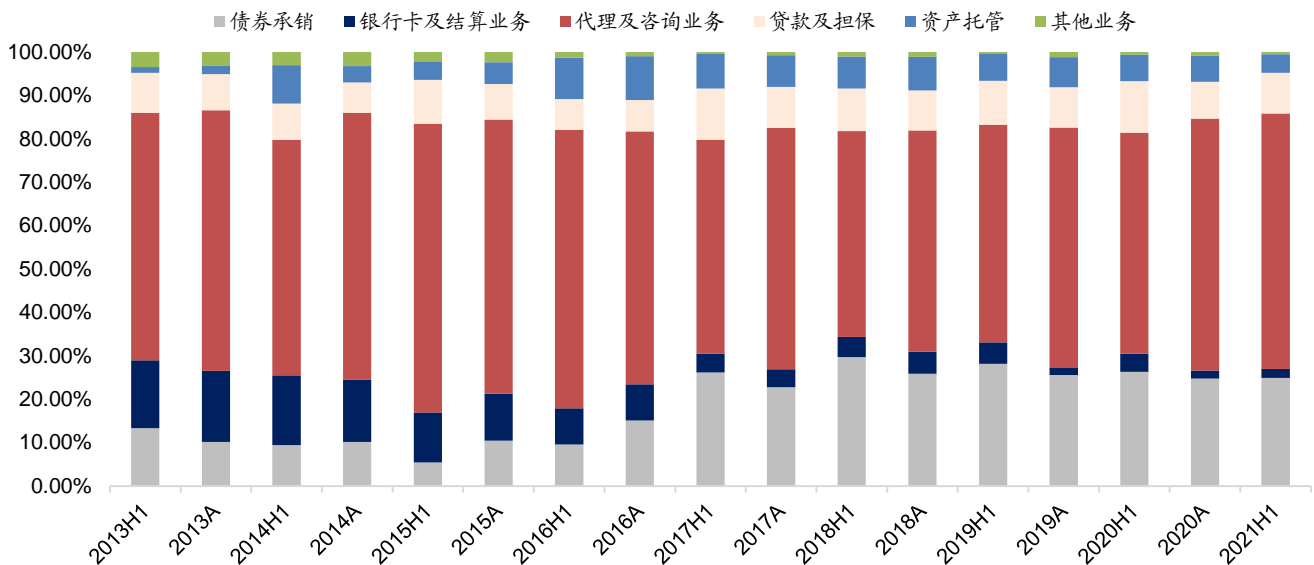
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 现金管理升级拳头产品“鑫e伴”，供应链金融启动“双百计划”

交易银行是与大零售并列的两大战略之一，是南京银行对公禀赋和金融市场业务优势的延续。交易银行业务具有高频、分散、低风险、低资本占用的特点，和零售业务一样具有天然的抗风险能力，有助于提升客户黏性和价值挖掘，具有规模效应。目前，南京银行交易银行战略围绕“现金管理、供应链金融、国际业务”三条业务主线，通过“交易银行+”联动整个公司金融板块的大中小客户以及投行客户，提升与公司金融板块的协同作用。

在客户分层分类的基础上，连续三年将客户指标作为重要的考核项，引导分行做大客户基础，提升交易银行产品覆盖面。截至2021H1末，交易银行有效客户6,561户，同比增长1,530户，实现交易银行业务量1,087亿元，实现交易银行手续费收入2.5亿元，汇兑及衍生收入5,107万元，同比增长32.5%。

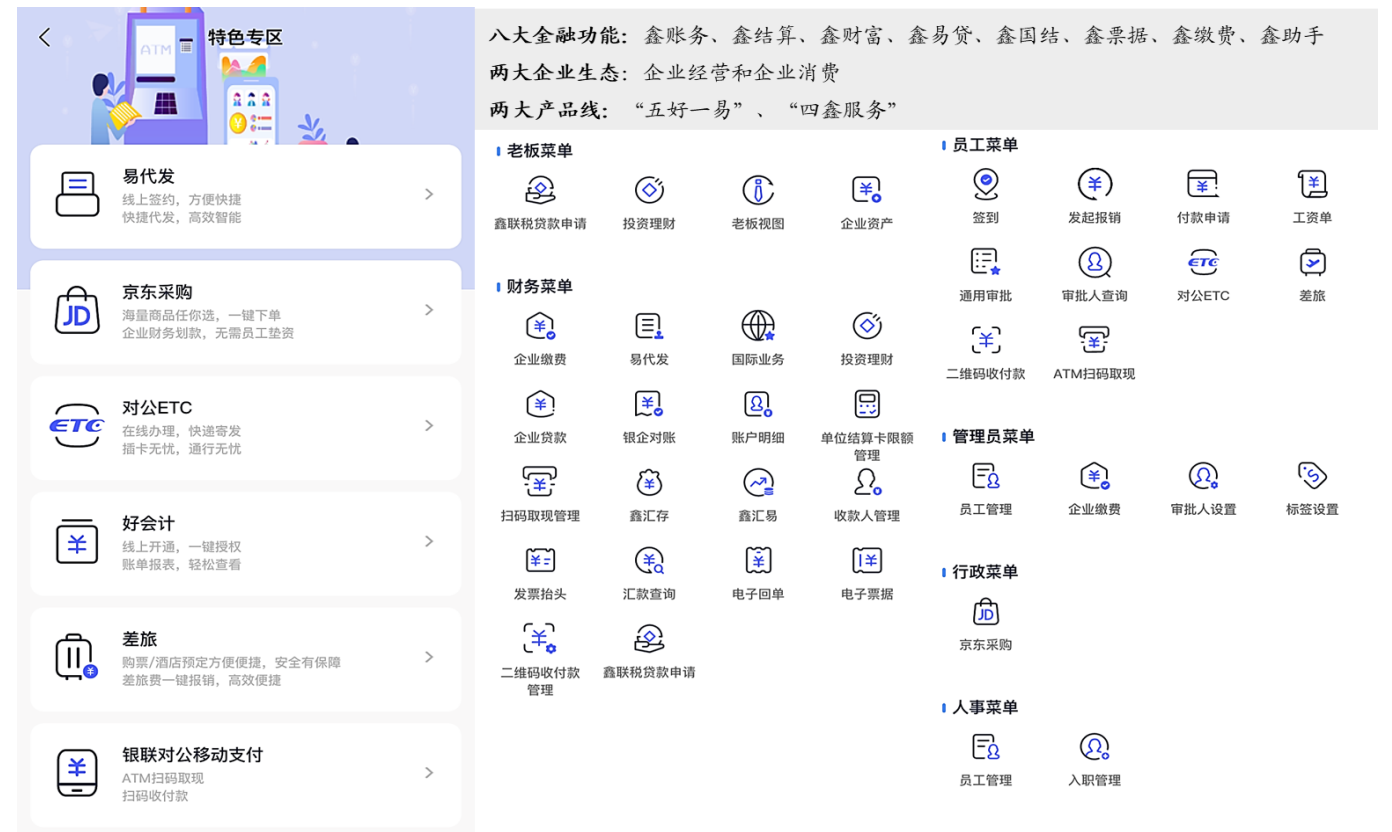
图 10: 南京银行手续费及佣金收入结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

现金管理业务聚焦企业客户结算需求，结合企业各类业务场景，成为抓结算和负债、提升客户粘性的有效手段。今年上半年，针对集团类大客户，现金管理财资客户数较年初增长近50%，覆盖活期结算存款近600亿元，较年初增长近40%；针对中小企业客户，在原有“鑫e伴”的基础上，10月12日正式推出“鑫e伴”（成长版），创新打造鑫账务、鑫结算、鑫财富、鑫易贷、鑫国结、鑫票据、鑫缴费、鑫助手八大金融功能，嵌入企业经营和企业消费两大企业生态，全面覆盖企业金融类、经营类、服务类多维度业务领域，赋能企业的日常经营和未来发展。作为中小微企业全能手机银行，“鑫e伴”（成长版）快速触达客户，以高频非金融服务带动低频金融服务，成为获客活客利器。今年上半年“鑫e伴”客户实现新增近六千户，目前该产品签约客户已经突破四万户。

图 11: “鑫e伴” (成长版) 全新升级, 定位中小微企业全能手机银行



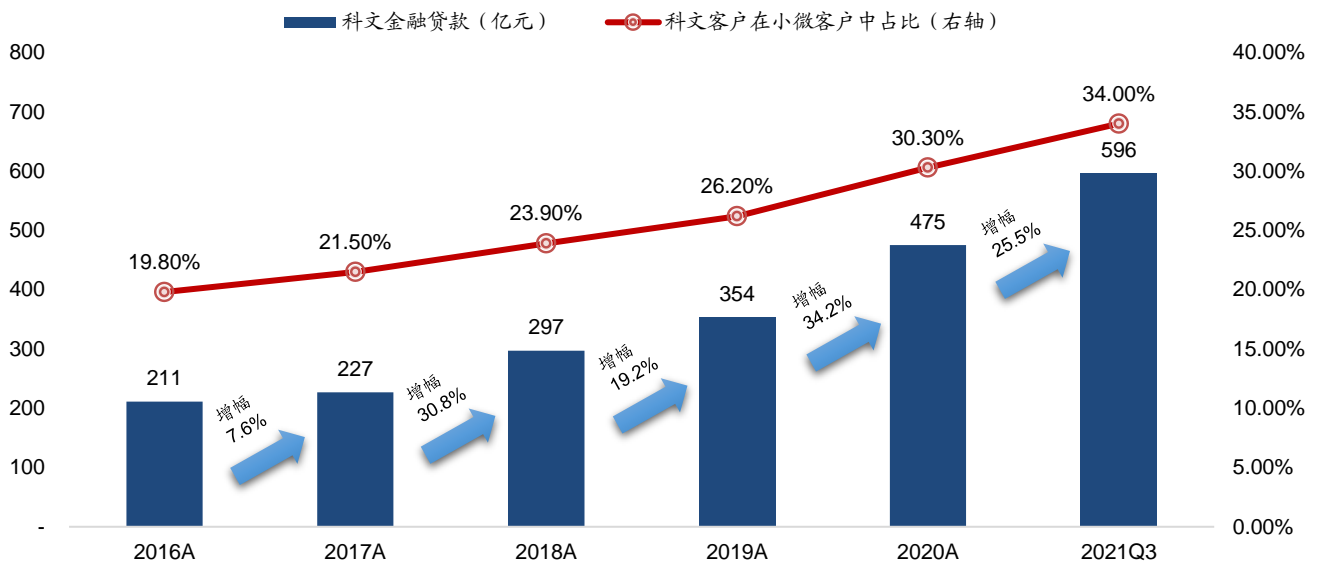
数据来源: 鑫 e 伴 APP, 广发证券发展研究中心

供应链金融方面, 南京银行启动供应链金融业务“双百计划”——全行与公共事业、消费类行业、建筑工程行业、农业等七大供应链场景中的100户产业龙头核心客户建立深度供应链金融合作关系, 实现全行100亿元的供应链金融投放。截至2021H1末, “数据供应链2.0”龙蟠科技项目、“鑫微贷”立邦项目和德施曼项目、“E企链动”海澜之家项目等各大场景约42个项目相继落地, 首个供应链金融产融一体公共服务平台“海安平台”在南通地区顺利上线。

### (三) 打造“政银园投”投贷联动新模式, 科技金融再迈一程

大多数科技型企业因为轻资产而缺少合格抵押品, 不符合银行传统的信贷审批偏好。事实上, 科技文化企业的技术、IP等无形资产的价值不输于房产、设备等“硬资产”价值。南京银行在开展科技文化金融业务过程中, 回归企业经营实质, 在投放中跳出传统重抵押重担担保思维, 围绕经营现金流, 以信用方式支持为主, 同时开展专利权、著作权、商标权等知识产权质押贷款, 解决科技文化企业缺乏抵押担保的痛点。服务科企数十年来, 累计支持科技企业超3.5万户, 提供资金支持超3,000亿元, 科技文化贷款在南京市场份额始终保持在一半以上。截至2021H1末, 南京银行科技文化金融贷款余额近500亿元, 有贷户数约6,800户, 占全行所有小微对公信贷户数50%以上, 其中高新技术企业客户4,648户, 占比近70%, 对应余额326亿元, 整体客户质态优良。

图 12: 科技文化金融贷款余额及小微客户占比

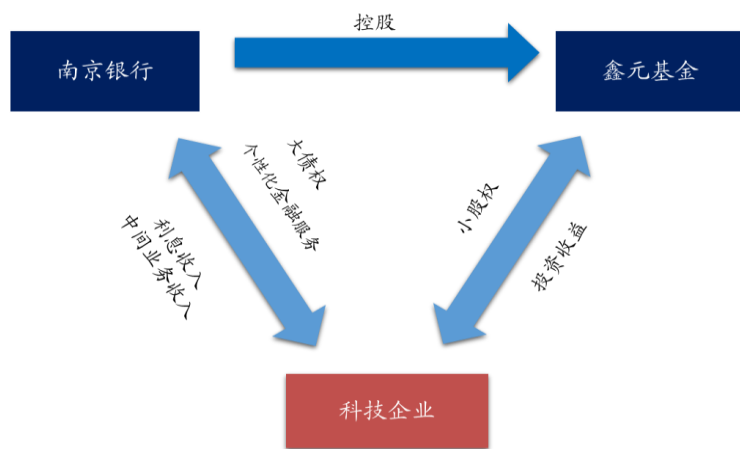


数据来源: 南京银行官网, 广发证券发展研究中心

2015年, 南京银行在科技金融服务经验积累的基础上, 创新推出“小股权+大债权”投贷联动服务模式, 依托股权投资公司, 主要是绝对控股子公司鑫元基金以及完全控股孙公司鑫沅资产和上海鑫沅股权投资, 以单户投资比例不高于3%的“小股权”作为纽带, 充分了解企业经营发展状况, 全面把脉企业发展脉搏, 结合企业实际资金需求, 一户一策, 量身配比“大债权”及综合金融服务方案, 变“远距离”服务为贴身定制化的“融入式”服务。目前已经落地134户, 大部分企业业绩增长迅速, 外部融资能力持续改善。

对于南京银行来说, 这种以债权投资为主, 股权投资为辅的业务模式能够在有效控制风险的基础上, 收获利息收入、中间业务收入以及股权投资回报, 真正实现南京银行与合作企业的共赢发展。

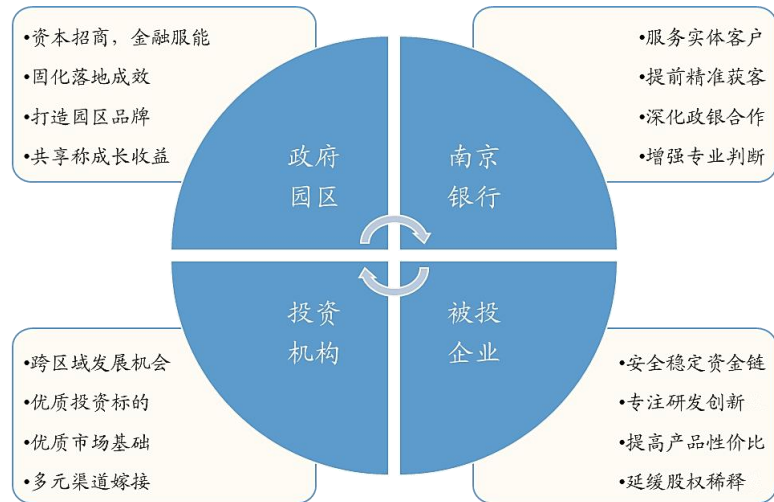
图 13: 南京银行投贷联动业务运行模式



数据来源: 广发证券发展研究中心

“政银园投”是南京银行投贷联动升级的新模式，由南京银行、政府园区、投资机构等多方参与，有效整合科技园区所具备的产业集聚及政策资源，为园内科技创新企业提供“股权投资+信贷资源+政策支持”的全方位服务。“政银园投”模式能够帮助解决政府、园区、银行、投资机构、科技企业多方参与主体的需求痛点，因而推广落地迅速，已相继在无锡新区、南通临江新区、日照高新区等9个园区成功落地，上海、江北新区、常州武高新等超10只支基金即将落地。

图 14: 南京银行“政银园投”模式优势与价值



数据来源：广发证券发展研究中心

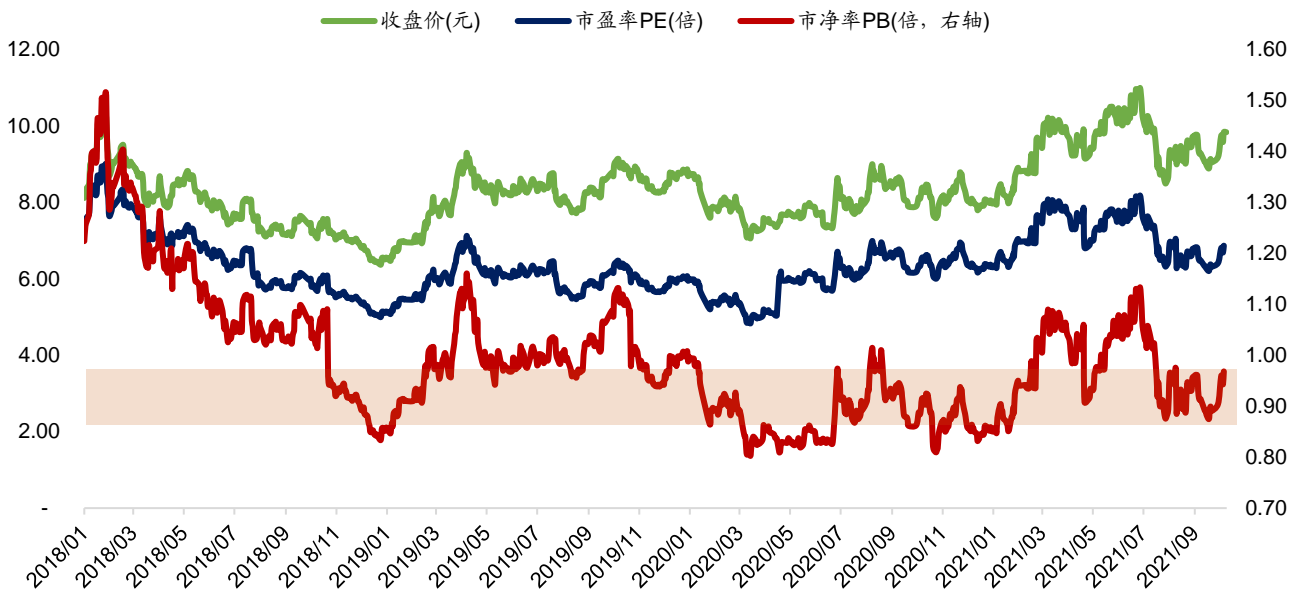
## 四、估值修复重启

### （一）估值修复被打断，当前估值水平与基本面背离

2017年以来，南京银行ROE呈现逐年修复态势，但估值受到各种因素影响持续走低。进入2021年后疫情时期，南京银行开启基本面与估值修复共振的“戴维斯双击”行情，2021Q1年化ROE为15.06%，2021H1年化ROE为15.30%，均居上市城商行第2位，上半年业绩如期回升，期间股价不断创新高，估值一度修复到1.1倍以上。

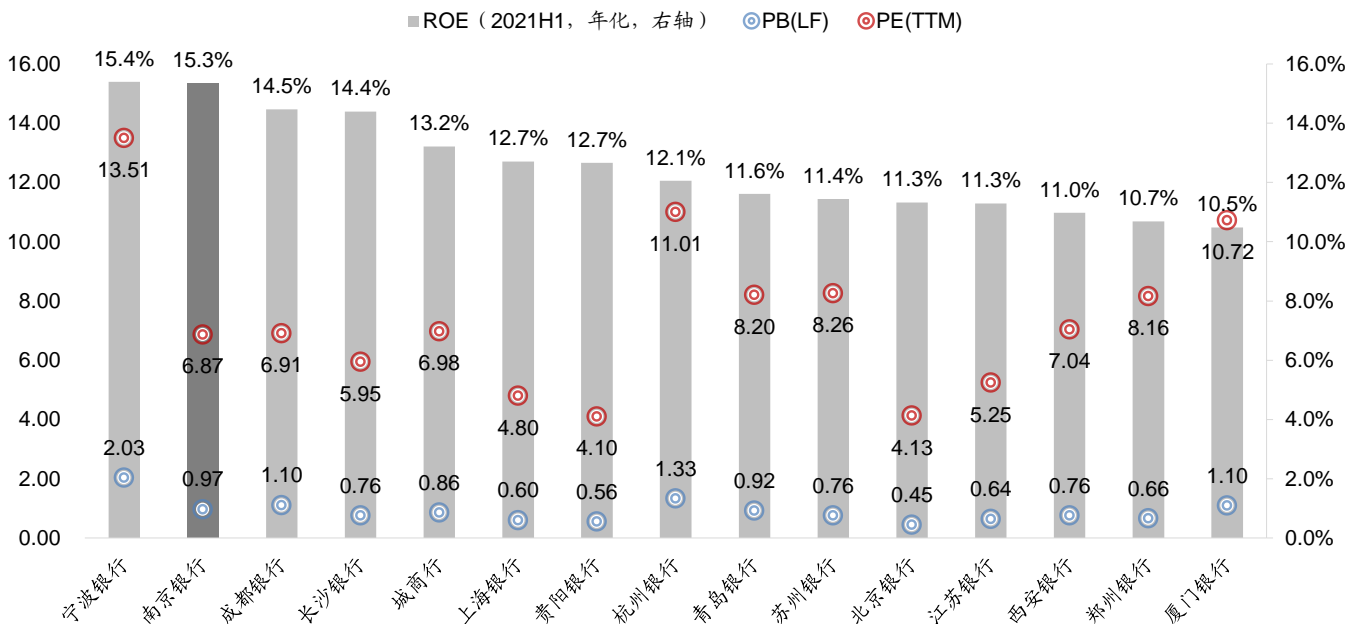
但进入7月以来，南京银行股价大幅回调，估值目前已回落至年初水平。截至2021年10月18日，当前南京银行PB(LF)为0.96X，PE(TTM)为6.83X，分别居上市城商行第5位、第9位。一方面，银行板块持续调整，主要是内需放缓、超预期降息、地产领域风险事件引发短期负面情绪以及“核心赛道”涨幅较快，银行板块估值明显错杀。另一方面，7月20日，南京禄口国际机场暴发疫情，市场对南京银行的经营状况和资产质量产生担忧。

图 15: 南京银行估值目前已回落至年初水平, 依然处于历史较低区间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 南京银行盈利能力优秀, 估值相对偏低 (截至2021年10月18日)

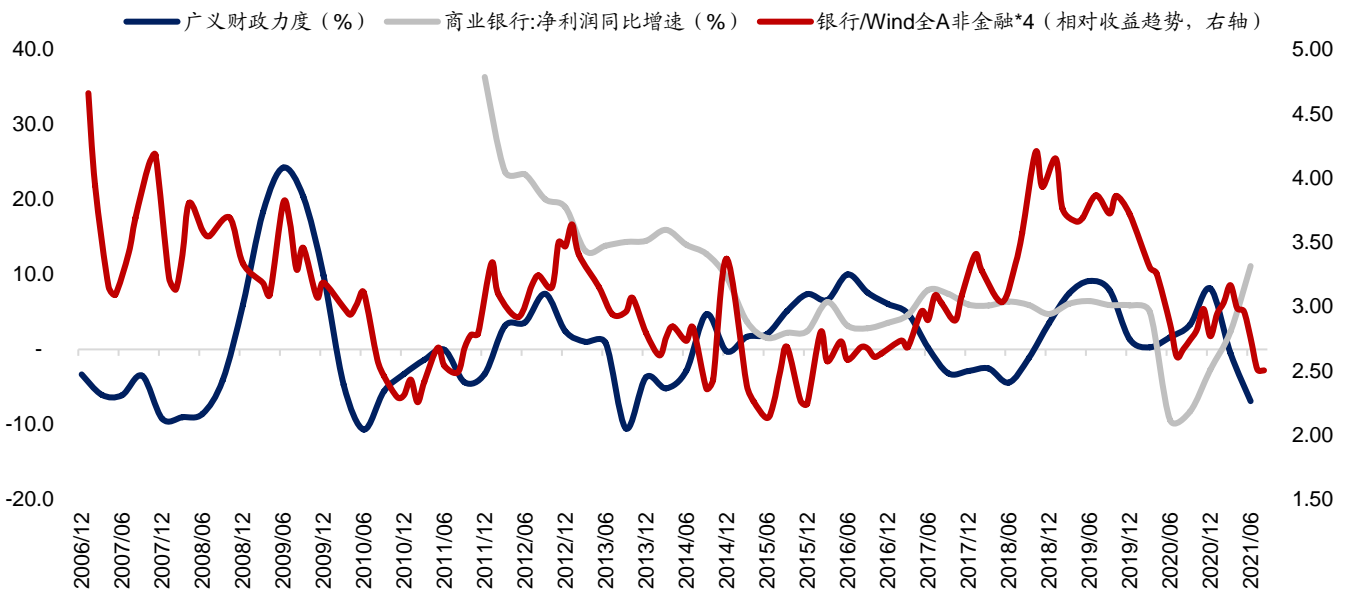


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 短期负面因素 Price-in, 新一轮行情或已启动

板块层面, 银行报表业绩有滞后性, 经济才是银行业景气度和行情的领先指标, 随着短期负面情绪 Price-in, 宽财政托底经济稳增长, 银行股行情启动可期, 既有绝对又有相对收益, 配置价值凸显。

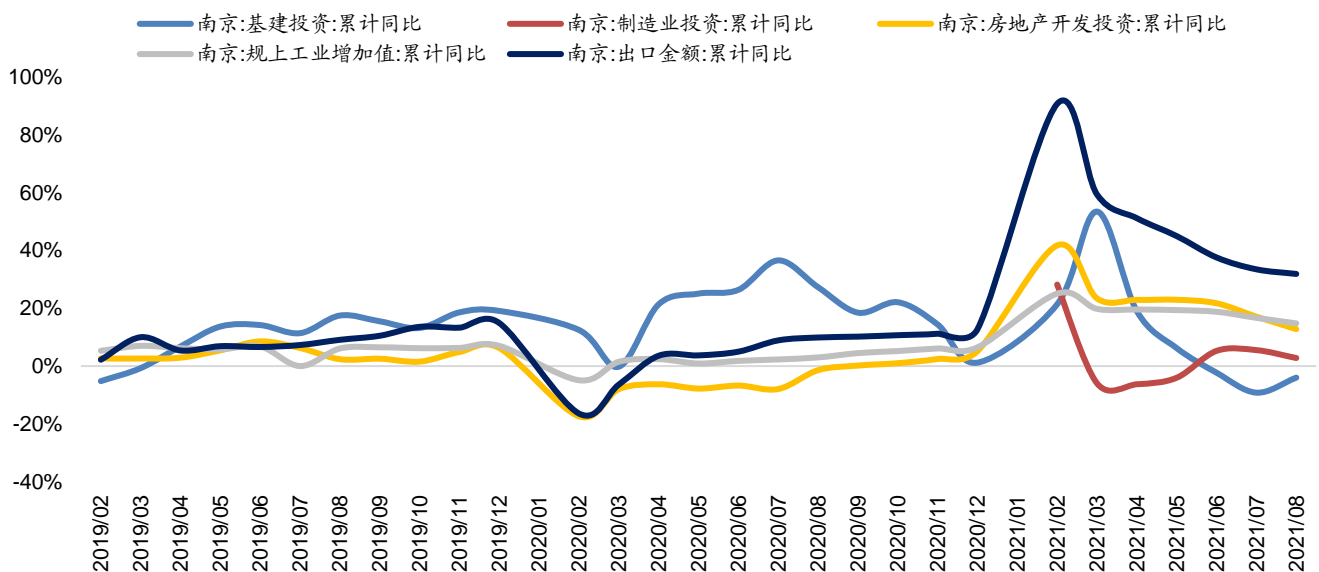
图 17: 银行板块相对收益与业绩相关性不明显, 与财政周期相关性更高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

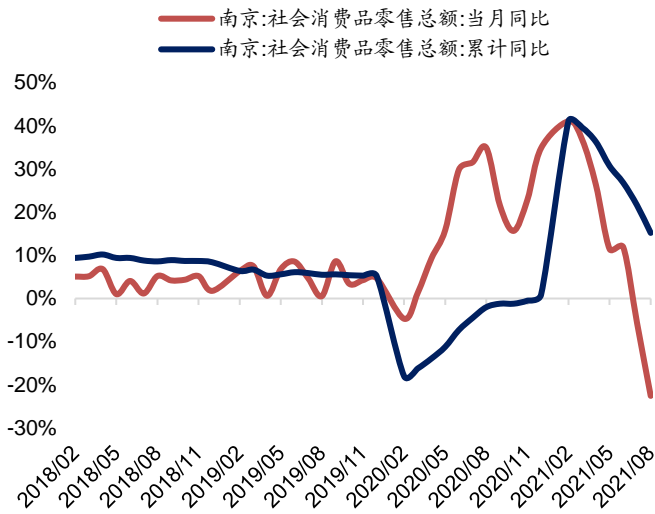
对于南京银行来说, 市场可能高估了本轮疫情对南京地区经济的冲击, 低估了南京银行经营的韧性。受疫情影响, 前8个月南京市社零累计同比增长15.2%, 增幅回落6.4pct, 7、8月当月社零同比负增, 但较2019年同期仍然多增, 总体消费情况不差。8月19日, 南京全域转为低风险, 恢复到常态化防控状况, 快速反应、快速控制, 疫情短期冲击可控, 后续复苏快于且好于预期。进入9月后, 南京市启动国际消费节、派发消费券, 积极推进企业复产复工和居民消费。据南京市商务局重点监测的150余家商贸企业显示, 中秋节期间实现销售额17.9亿元, 在去年中秋叠加国庆的基础上, 同比增长16.7%; 国庆黄金周合计实现销售额21.2亿元, 同比增长14.2%, 消费券乘数效应明显。总体来看, 南京市经济稳定复苏趋势不改。

图 18: 南京市经济复苏总体不差



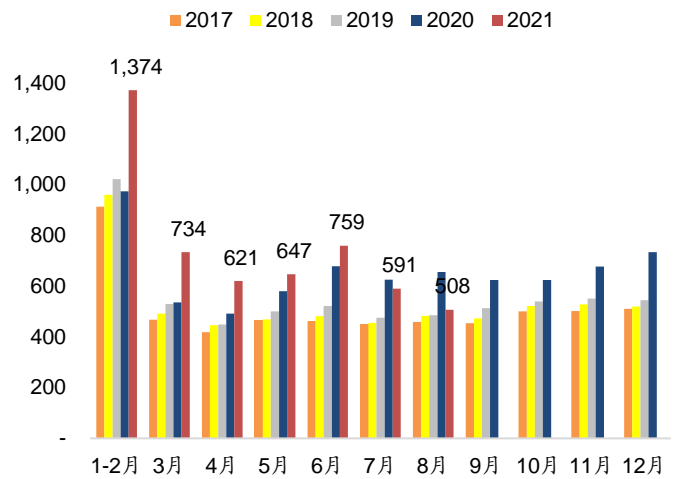
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 受疫情影响, 南京市8月社零增幅回落



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 南京市7、8月当月社零同比少增(亿元)



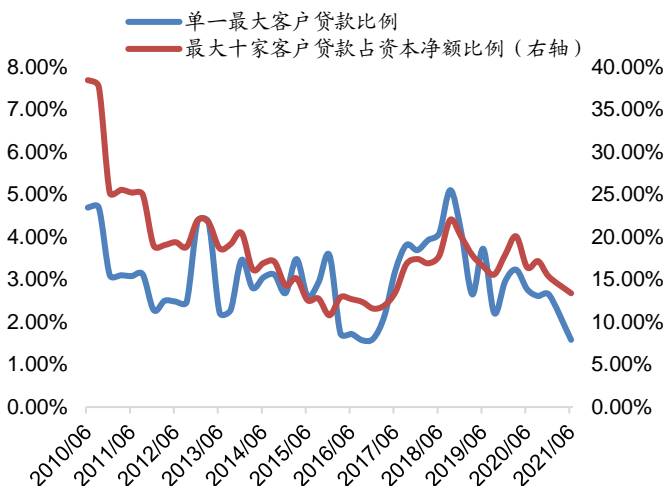
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

外部经济环境虽有波动, 但总体趋势保持相对平稳, 银行经营趋势亦是如此。南京银行自身而言, 近些年来, 贷款集中度不断下降, 一定程度上助于防范大额风险集中暴露对资产质量产生重大影响, 同时轻资本转型也强化了经营的抗周期波动能力。再者, 南京银行当前拨备厚实, 风险抵补能力强, 平稳经营无虞。

受恒大事件影响, 市场负面情绪外溢, 南京银行涉房贷款优质, 估值可能错杀。根据 2021 年中报披露数据, 南京银行对公房地产贷款无不良, 住房按揭不良率仅 0.36%。南京银行与恒大合作业务规模较小, 均为项目贷款, 缓释充足, 整体风险可控。

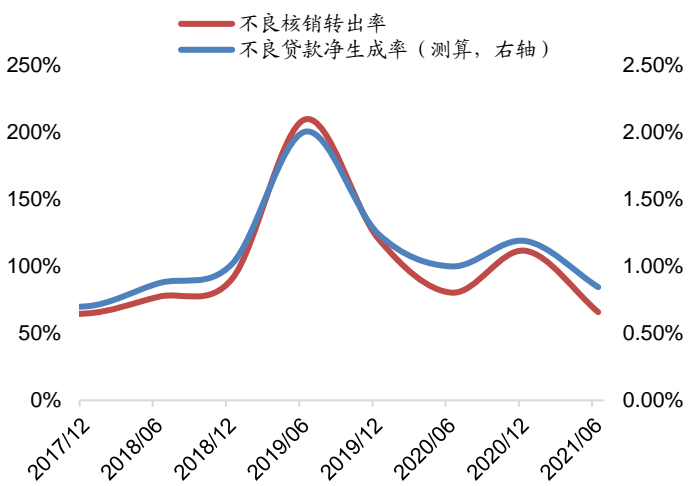
综上, 本轮南京疫情对南京银行经营冲击短暂且有限, 以恒大事件为代表的局部领域存量风险出清可能在一定程度上制约资产质量改善的空间, 但不足以扭转趋势。在基本面加速回升, 战略不断升级的助力下, 目前南京银行估值仍有进一步提升空间, 新一轮行情值得期待。

图 21: 南京银行贷款集中度逐年压降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 南京银行不良生成压力已经大幅回落



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测和投资建议

### （一）规模

随着南京银行全面推进大零售2.0改革转型，个人消费贷款、住房贷款和经营性贷款“三驾马车”协同发展，网点扩张计划将数量差距转化为增量空间，预计2021年末个人贷款占比有望达到30%，预计2021年贷款增速、生息资产增速分别为18.0%、11.8%。存款端，“鑫e伴”企业手机银行全新升级，获客活客能力强劲，推动交易银行业务量上升的同时沉淀大量低成本存款，提高结算性存款占比、活期存款占比，预计2021年全年存款增速、计息负债增速分别为11.5%、10.2%。

### （二）净息差

南京银行21H1净息差1.91%，较年初提高5bp，主要得益于负债端成本改善，一是低成本结算性存款的增加，二是多举措抓窗口压降高息存款。后续信贷投放逐渐向相对高收益的零售、小微倾斜，预计2021年末生息资产平均收益率略上行至4.03%，计息负债平均成本率维持2.51%的水平，支撑全年净息差回升至1.75%。

### （三）非息收入

目前理财业务与债券承销业务是中收两大主要板块，增长较快的第三板块主要来自交易银行业务和大零售下的财富私行业务，预计2021年中收增速好于2020年，全年增速在21H1增速32%的基础上进一步提升至35%。随着利率波动趋于平稳，南京银行金融市场板块在21Q1基础上调整投资策略和底层资产结构，21Q2单季度投资收益与公允价值损益正向拉动营收，预计21Q3累计同比增速回正，全年对营收产生正贡献。

### （四）信用成本

随着前期风险化解逐步推进，潜在风险相对可控，预计2021年在信用成本和拨备计提上的压力较2020年减轻，且拨备覆盖率连续两个季度回升，预计2021年信用成本约1.35%，合意的拨备覆盖率保持在400%左右。

表 4：南京银行关键指标假设

关键指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款增速	18.43%	18.58%	18.00%	15.00%	14.00%
存款增速	10.30%	12.85%	11.50%	10.00%	8.50%
生息资产增速	8.97%	12.64%	11.82%	9.88%	8.84%
计息负债增速	7.75%	13.22%	10.22%	8.07%	6.74%
贷款收益率	5.73%	5.62%	5.45%	5.45%	5.45%
生息资产收益率	4.32%	4.12%	4.03%	4.12%	4.17%
存款付息率	2.67%	2.54%	2.30%	2.30%	2.30%
计息负债付息率	2.89%	2.69%	2.51%	2.51%	2.50%
净息差(NIM)	1.68%	1.67%	1.75%	1.88%	1.97%
净手续费收入增速	10.66%	25.05%	35.00%	30.00%	25.00%
拨备支出/平均贷款	1.55%	1.37%	1.35%	1.30%	1.25%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5: 南京银行可比同业估值 (截至2021年10月18日)

代码	银行名称	最新总资产 (百万元)	货币	股价 (元)	PB (倍)			归母净利润 (百万元)		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600919.SH	江苏银行	25,533	CNY	6.10	0.67	0.60	0.54	15,066	18,219	21,958
002142.SZ	宁波银行	18,337	CNY	37.17	2.15	1.87	1.62	15,050	18,182	21,815
600926.SH	杭州银行	12,866	CNY	14.81	1.37	1.23	1.10	7,136	8,594	10,289

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 除南京银行以外, 其他银行归母净利润和 PB 估值预测均来自 Wind 一致预测。

战略升级, 业绩抬升, 估值修复重启。预计南京银行2021/2022年归母净利润增速为24.6%/23.3%, EPS为1.63/2.01元/股, BVPS为10.97/12.51元/股, 当前A股股价对应2021/2022年PE为6.0X/4.9X, PB为0.9X/0.8X。参考可比公司估值, 我们给予2021年PB估值1.3X, 对应合理价值为14.26元/股, 维持“买入”评级。

## 六、风险提示

宏观经济下行, 对公大户风险暴露超预期, 资产质量大幅恶化。债市利率波动超预期, 投资收益与公允价值损益拖累营收。区域存款竞争加剧, 存款成本压降不及预期。可转债后续转股不及预期。

附表：南京银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>价值评估 (倍)</b>						<b>利润表</b>					
P/E	6.89	7.30	6.00	4.86	4.09	净利息收入	21,454	23,694	27,858	33,124	38,060
P/B	1.08	1.01	0.89	0.78	0.68	利息收入	55,309	58,482	64,133	72,597	80,305
P/PPQP	3.60	4.08	3.34	2.80	2.41	利息支出	33,856	34,789	36,275	39,473	42,245
<b>每股指标</b>						净手续费收入	3,971	4,965	6,703	8,714	10,892
EPS	1.42	1.34	1.63	2.01	2.39	净其他非息收入	7,018	5,807	6,387	7,026	7,729
BVPS	9.08	9.70	10.97	12.51	14.32	营业收入	32,442	34,465	40,948	48,864	56,681
PPOPPS	2.71	2.40	2.92	3.49	4.05	营业支出	17,504	18,867	21,497	24,926	28,255
DPS	0.39	0.39	0.48	0.59	0.71	税金及附加	352	412	515	609	707
股息支付率	27.61%	29.33%	29.33%	29.33%	29.33%	业务及管理费	8,887	9,807	11,056	13,193	15,304
股息收益率	4.01%	4.02%	4.93%	6.07%	7.21%	营业利润	14,938	15,599	19,451	23,938	28,427
<b>驱动性因素</b>						营业外净收入	-45	-97	-107	-114	-120
贷款增长	18.43%	18.58%	18.00%	15.00%	14.00%	拨备前利润	23,022	24,013	29,270	34,948	40,550
存款增长	10.30%	12.85%	11.50%	10.00%	8.50%	资产减值损失	8,129	8,512	9,927	11,124	12,244
生息资产增长	8.97%	12.64%	11.82%	9.88%	8.84%	利润总额	14,893	15,501	19,344	23,824	28,306
计息负债增长	7.75%	13.22%	10.22%	8.07%	6.74%	所得税	2,327	2,291	2,902	3,574	4,246
平均贷款收益率	5.73%	5.62%	5.45%	5.45%	5.45%	净利润	12,567	13,210	16,442	20,250	24,060
平均生息资产收益率	4.32%	4.12%	4.03%	4.12%	4.17%	归母净利润	12,453	13,101	16,322	20,118	23,915
平均存款付息率	2.67%	2.54%	2.30%	2.30%	2.30%	<b>资产负债表</b>					
平均计息负债付息率	2.89%	2.69%	2.51%	2.51%	2.50%	贷款总额	568,864	674,587	796,012	915,414	1,043,572
净息差 (NIM)	1.68%	1.67%	1.75%	1.88%	1.97%	贷款减值准备	21,230	24,187	29,051	33,998	39,053
净利差 (Spread)	1.43%	1.43%	1.52%	1.61%	1.67%	贷款净额	549,478	652,629	766,961	881,416	1,004,519
净手续费收入增速	10.66%	25.05%	35.00%	30.00%	25.00%	投资类资产	618,721	662,634	695,766	716,639	738,138
净非息收入/营收	33.87%	31.25%	31.97%	32.21%	32.85%	存放央行	94,704	97,973	117,643	141,171	153,171
成本收入比	27.39%	28.46%	27.00%	27.00%	27.00%	同业资产	51,549	67,228	70,589	72,707	74,161
拨备支出/平均贷款	1.55%	1.37%	1.35%	1.30%	1.25%	其他资产	28,984	36,612	40,448	43,849	47,018
实际所得税率	15.62%	14.78%	15.00%	15.00%	15.00%	生息资产	1,333,838	1,502,421	1,680,010	1,845,931	2,009,042
<b>业绩年增长率</b>						资产合计	1,343,435	1,517,076	1,675,999	1,816,919	1,948,226
净利息收入	-0.52%	10.44%	17.58%	18.90%	14.90%	存款	849,916	959,173	1,069,477	1,176,425	1,276,421
净手续费收入	10.66%	25.05%	35.00%	30.00%	25.00%	向央行借款	93,066	117,195	119,398	119,398	119,398
营业收入	18.38%	6.24%	18.81%	19.33%	16.00%	同业负债	66,457	91,423	98,737	102,686	105,767
营业支出	19.96%	7.79%	13.94%	15.95%	13.35%	发行债券	203,942	205,948	226,542	237,869	245,006
拨备前利润	20.21%	4.30%	21.89%	19.40%	16.03%	计息负债	1,213,381	1,373,739	1,514,155	1,636,379	1,746,592
利润总额	17.52%	4.08%	24.79%	23.16%	18.81%	负债合计	1,255,507	1,409,043	1,553,068	1,678,433	1,791,478
净利润	12.32%	5.12%	24.47%	23.16%	18.81%	股东权益合计	87,928	108,033	122,931	138,486	156,747
归母净利润	12.47%	5.20%	24.59%	23.26%	18.87%	<b>资产质量</b>					
<b>盈利能力</b>						不良贷款余额	5,082	6,174	7,183	8,170	9,219
ROAA	0.95%	0.92%	1.03%	1.16%	1.28%	不良贷款率	0.89%	0.92%	0.90%	0.89%	0.88%
ROAE	16.53%	14.32%	15.79%	17.13%	17.82%	不良净生成率	1.24%	1.19%	0.90%	0.90%	0.90%
RORWA	1.51%	1.44%	1.60%	1.76%	1.90%	拨备覆盖率	418%	392%	404%	416%	424%
<b>资本状况</b>						拨贷比	3.73%	3.59%	3.65%	3.71%	3.74%
资本充足率	13.03%	14.75%	12.73%	10.99%	9.48%	<b>流动性</b>					
一级资本充足率	10.01%	10.99%	10.98%	11.18%	11.54%	存贷比	66.93%	70.33%	74.43%	77.81%	81.76%
核心一级资本充足率	8.87%	9.97%	10.07%	10.36%	10.79%	贷款/总资产	42.34%	44.47%	47.49%	50.38%	53.57%
加权风险资产	867,075	971,967	1,088,603	1,208,349	1,329,184	投资类资产/总资产	46.06%	43.68%	41.51%	39.44%	37.89%
风险加权系数	64.54%	64.07%	64.95%	66.51%	68.23%	同业资产/总资产	3.84%	4.43%	4.21%	4.00%	3.81%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：资深分析师，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 伍嘉慧：高级研究员，上海交通大学金融硕士，2020年7月加入广发证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。