

经营拐点已现，ROE 持续修复可期

——南京银行深度报告

核心观点

- **大股东增持空间打开，新管理层注入发展活力。**2022 年以来法巴、市国资委、江苏交控多次增持，对公司认可度高。银行保险机构的外资股份比例限制取消后，法巴增持空间进一步打开。新董事长已于年初就任，年轻有为，具备监管系统多年工作经验，有望带领公司战略规划和经营能力再上台阶。
- **经营特色持续沉淀，新增网点进入产能释放期。**对公端，政务金融优势稳固，并加大服务实体经济力度，科创、小微发展前景广阔；零售端，消费贷为零售转型的重要抓手，消金牌照落地再添增长动能。截至 2023 年底，新增 100 家网点计划基本完成，伴随新网点陆续进入产能释放阶段，后续资产扩张具备较高的确定性。
- **存量大额风险出清，风险拐点已现。**存量大额不良已充分计提减值，对业绩的拖累出清。近年公司持续优化贷款投向，降低贷款集中度，截至 2024Q1，不良率较 2023 年末下降 7bp 至 0.83%，资产质量拐点已现。当前零售领域压力虽边际抬升，但不良率绝对水平不高且核销周期较短，预计资产质量保持稳中向好。
- **息差下行压力可控，负债成本压降空间较大。**负债成本较同业偏高，主要受存款定期化拖累。伴随前期高息吸收的长期限存款陆续到期，发力管控高息负债额度，以及中间业务带动活期存款沉淀，负债成本具备较大改善空间，有望延缓息差下行。
- **业绩增速具备向上动能，ROE 有望保持同业领先。**2024Q1 营收、利润增速双回升，可转债转股意愿有望进一步驱动业绩释放；年化 ROE 较 2023 年末提升 1.85pct 至 13.21%，后续有望继续修复：1) 新增网点产能释放助力扩表。2) 负债成本改善空间较大。3) 非息收入有望保持高贡献度。4) 存量风险出清后，信用成本压力可控。当前位置上，公司估值、股息在核心城商行中具备比较优势。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 2024/25/26 年归母净利润同比增速分别为 10.4%/11.9%/14.6%，BVPS 分别为 14.76/16.35/18.18 元（前预测值为 14.70/16.26/18.11 元），当前 A 股股价对应 2024/25/26 年 PB 分别为 0.70/0.64/0.57 倍。采用历史估值法，参考近三年均值给予 24 年 0.82 倍 PB，对应目标价 12.04 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

经济复苏不及预期；货币政策超预期收紧；资本市场波动超预期；重点领域风险蔓延；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	44,606	45,160	47,635	53,530	60,971
同比增长(%)	9.0%	1.2%	5.5%	12.4%	13.9%
营业利润(百万元)	21,936	22,008	24,332	27,194	31,118
同比增长(%)	13.2%	0.3%	10.6%	11.8%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	18,408	18,502	20,431	22,853	26,179
同比增长(%)	16.1%	0.5%	10.4%	11.9%	14.6%
每股收益(元)	1.74	1.68	1.87	2.10	2.42
每股净资产(元)	12.22	13.34	14.76	16.35	18.18
总资产收益率(%)	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
平均净资产收益率(%)	15.1%	13.1%	13.3%	13.5%	14.0%
市盈率	5.90	6.18	5.56	4.94	4.29
市净率	0.85	0.78	0.70	0.64	0.57

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年06月28日）	10.39元
目标价格	12.04元
52周最高价/最低价	10.45/6.65元
总股本/流通A股（万股）	1,034,375/921,264
A股市值（百万元）	107,472
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2024年07月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	5.27	5.31	21.64	37.49
相对表现%	6.24	9.4	23.32	47.36
沪深300%	-0.97	-4.09	-1.68	-9.87



证券分析师

屈俊	qujun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523060001
于博文	yubowen1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020002

联系人

王霄鸿	wangxiaohong@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

相关报告

营收、利润增速双升，资产质量拐点已现：——南京银行 23A&24Q1 季报点评	2024-04-28
非息收入亮眼，贷款投放稳步增长：——南京银行 23Q3 季报点评	2023-11-02
消费贷投放较好，净息差显韧性：——南京银行 23H1 中报点评	2023-09-29

目录

一、区域经济基础雄厚，信贷需求有望跑出阿尔法	5
二、大股东增持空间打开，新管理层注入发展活力	6
三、经营特色持续沉淀，新增网点进入产能释放期	8
3.1 银政合作奠定对公优势，零售转型战略持续推进	8
3.2 新增 100 家网点计划基本完成，产能逐步释放有望支撑资产投放	11
四、存量大额风险出清，风险拐点已现	12
五、业绩增速具备向上动能，ROE 有望保持同业领先	15
5.1 业绩增速边际改善，可转债转股有望驱动业绩释放	15
5.2 息差下行压力可控，负债成本具备进一步压降空间	16
5.3 ROE 有望持续修复，估值、股息具备比较优势	18
六、盈利预测与投资建议	19
6.1 盈利预测	19
6.2 投资建议	21
七、风险提示	21

图表目录

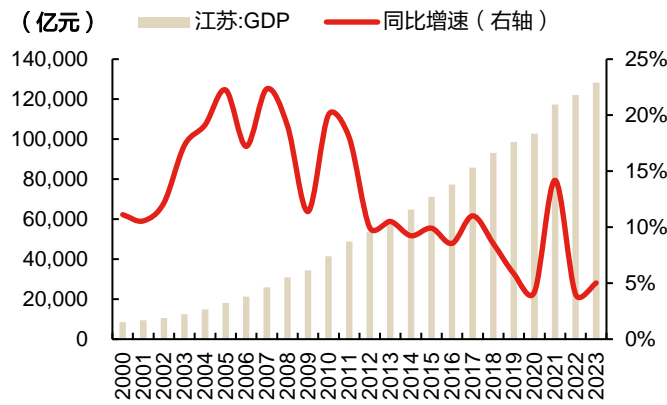
图 1: 江苏历年 GDP 及同比增速	5
图 2: 2023 年全国各省级单位居民人均可支配收入	5
图 3: 2022-2024 年江苏重点建设项目数量和年度计划投资额	5
图 4: 2023 年全国各省级单位 GDP 和宽口径债务率	6
图 5: 江苏及全国固定资产投资累计同比增速	6
图 6: 江苏高新技术企业数量及产业产值占规模以上工业比重	6
图 7: 截至 2024 年 4 月江苏不同注册资本企业数量占比	6
图 8: 南京银行对公贷款占比、同比增速及全部贷款同比增速	8
图 9: 南京银行对公贷款行业构成	8
图 10: 南京银行涉政类贷款及全部对公贷款同比增速	9
图 11: 南京银行对公主要行业及全行贷款不良率	9
图 12: 南京银行小微贷款余额及占对公贷款比重	9
图 13: 南京银行“鑫伙伴”计划客户数	9
图 14: 2023 年上市城商行对公存款占比	10
图 15: 2023 年上市城商行对公活期和定期存款成本率	10
图 16: 南京银行零售贷款占比及同比增速	10
图 17: 南京银行零售贷款品种构成	10
图 18: 2021-2023 年南京银行及可比同业资产规模、零售 AUM、网点数量和网均 AUM	11
图 19: 南京银行分支机构地区分布情况	12
图 20: 南京银行生息资产及贷款同比增速	12
图 21: 南京银行资产减值损失及信用成本率（测算）	13
图 22: 南京银行不良核销额	13
图 23: 南京银行新增贷款结构	14
图 24: 南京银行单一最大及前十大客户贷款比例	14
图 25: 南京银行不良率、关注率、逾期率和不良净生成率（测算）	14
图 26: 江苏商业银行不良率	14
图 27: 南京银行及城商行拨备覆盖率	15
图 28: 南京银行营收、PPOP、归母净利润同比增速	15
图 29: 南京银行各级资本充足率及监管要求	16
图 30: 南京银行净息差、生息资产收益率和计息负债成本率	16
图 31: 2023 年上市城商行净息差及同比降幅	16
图 32: 南京银行及可比同业贷款收益率	17
图 33: 南京银行贷款占比及消费贷占比走势	17
图 34: 南京银行及可比同业存款成本率	17

图 35：南京银行及上市城商行个人定期存款占比走势.....	17
图 36：2023 年上市银行存款结构.....	18
图 37：南京银行及可比同业年化 ROE 走势.....	18
图 38：上市城商行 PB-ROE.....	19
图 39：上市城商行 2023 年股息率.....	19
图 40：南京银行 PB-BAND.....	21
表 1：截至 2024Q1 南京银行前十大股东情况.....	7
表 2：南京银行管理层情况.....	7
表 3：南京银行三类消费贷特征.....	11
表 4：雨润、丰盛、三胞集团债务重组方案.....	13
表 5：南京银行核心指标假设.....	20
表 6：南京银行收入分类预测.....	20

一、区域经济基础雄厚，信贷需求有望跑出阿尔法

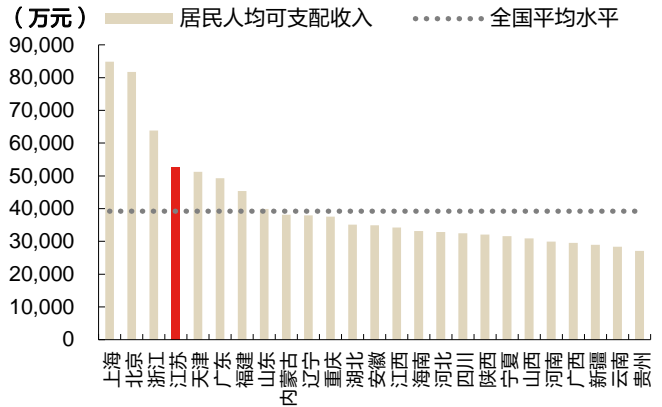
GDP 总量居全国第二，居民收入水平领先。江苏为我国经济大省，截至 2023 年底，GDP 总量达 12.8 万亿元，同比增长 5.0%，体量居各省级单位第二；居民人均可支配收入突破 5 万元，仅次于上海、北京和浙江，为银行业务的开展奠定了良好基础。

图 1：江苏历年 GDP 及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2023 年全国各省级单位居民人均可支配收入



数据来源：Wind，东方证券研究所

项目建设力度稳中有升，持续撬动区域信贷需求。2024 年江苏重点建设项目计划投资额为 6408 亿元，较 2023 年增长 13.0%，保持较高投入力度，从项目数量分布来看，重点向实体产业和基础设施建设倾斜，持续发挥重大项目对经济增长和信贷需求的支撑作用。

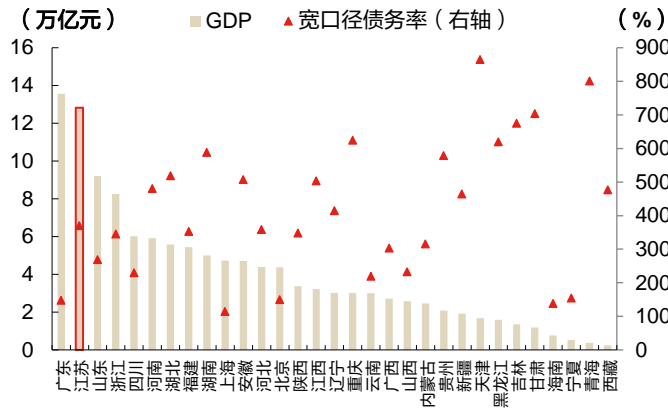
图 3：2022-2024 年江苏重点建设项目数量和年度计划投资额

	年度计划投资额 (亿元)		项目数量 (个)				
	合计	重大产业	创新载体	民生保障	生态环保	基础设施	
2022	5,590	220	166	6	10	10	28
2023	5,670	220	180	5	6	7	22
2024	6,408	510	280	0	12	13	145

数据来源：江苏省发改委，上海证券报，东方证券研究所

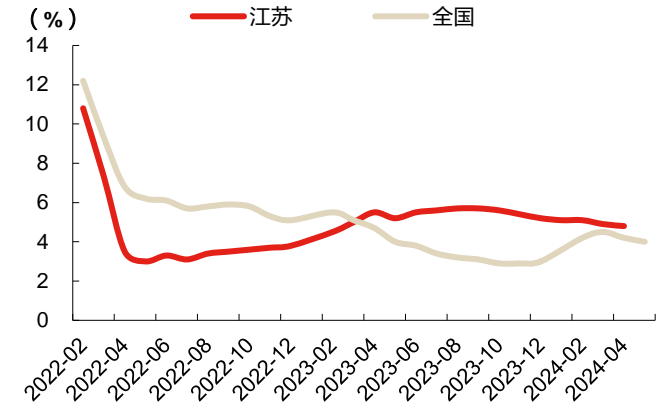
地方化债背景下江苏有望扛起信贷增量，固定资产投资增速自 2023Q2 以来持续领先全国水平。地方债务风险化解持续推进，但银行信贷支持实体经济力度不减的基调未变，江苏作为重点经济省份，财政实力雄厚，债务负担可控，预计将扛起增长重担，区域信贷需求有望跑出阿尔法。2023 年 4 月以来，江苏固定资产投资完成额同比增速始终高于全国平均水平，截至 2024 年 4 月底累计同比增长 4.8%，高出全国 0.6pct。

图 4：2023 年全国各省级单位 GDP 和宽口径债务率



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：宽口径债务率 = (地方债余额+城投有息负债) / (一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营收入)

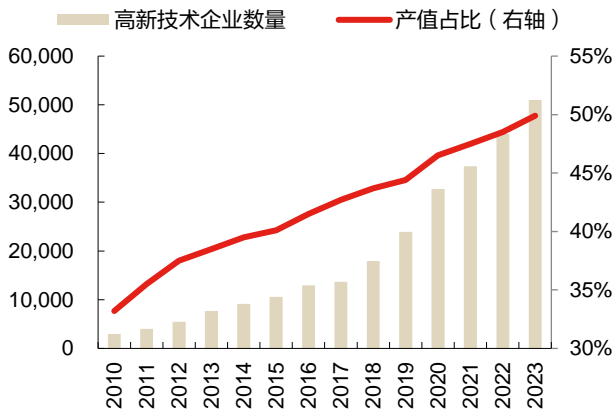
图 5：江苏及全国固定资产投资累计同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

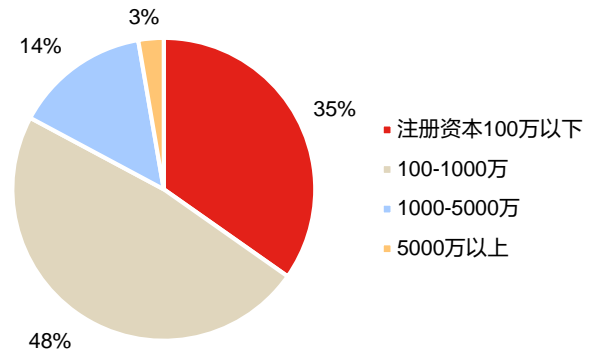
实体经济根基夯实，企业活力稳步释放。近年来，江苏坚守实体经济根基，高质量发展亮点不断涌现：1) **科创**：截至 2023 年底，高新技术产业超 5.1 万家，产值占规模以上工业产值比重达 49.9%，较 2010 年大幅提升 16.7pct，科创发展动能凸显。2) **民营**：江苏省内小微企业众多，民营经济活跃，截至 2024 年 4 月底，注册资本在 1000 万元以下的企业数量占比 83%，2016 年以来民营经济增加值占 GDP 比重过半且持续提升，截至 2023 年末为 57.9%。

图 6：江苏高新技术企业数量及产业产值占规模以上工业比重



数据来源：Wind，江苏省统计局，东方证券研究所

图 7：截至 2024 年 4 月江苏不同注册资本企业数量占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

二、大股东增持空间打开，新管理层注入发展活力

主要股东频繁增持，外资持股上限放开。截至 2024Q1，南京银行无控股股东和实际控制人，前十大股东合计持股 67.83%，近年来主要股东频繁增持，彰显了对南京银行长远发展的信心和鼎力支持：

- 第一大股东法国巴黎银行持股比例为 17.34%，也是南京银行的战略合作伙伴，近年分别于 2022 年 5-6 月、2024 年 2-3 月增持了 2.33%、0.77% 的股份。2024 年 1 月，金融监管总局宣布取消银行保险机构的外资股份比例限制，法巴后续增持空间有望进一步打开；
- 国有股东持股比例较高，银政合作基础良好且不断巩固。其中，南京市国资委通过紫金集团、南京高科合计持股 22.86%，近年分别于 2022 年 2-3 月、9-10 月增持了 1.05%、0.47% 的股份；江苏交控及其子公司云杉资本合计持股 14.79%，2022 年 8-11 月期间累计增持了 4.11% 的股份。

表 1：截至 2024Q1 南京银行前十大股东情况

股东名称	性质	持股数量（股）	持股比例（%）
法国巴黎银行	境外法人	1,576,214,136	15.24
南京紫金投资集团有限责任公司	国有法人	1,330,914,235	12.87
南京高科股份有限公司	境内非国有法人	1,034,371,343	9.99
江苏交通控股有限公司	国有法人	1,033,985,455	9.99
江苏云杉资本管理有限公司	国有法人	496,498,397	4.80
中国烟草总公司江苏省公司（江苏省烟草公司）	国有法人	471,583,361	4.56
幸福人寿保险股份有限公司	国有法人	406,792,306	3.93
中国证券金融股份有限公司	国有法人	254,338,447	2.46
法国巴黎银行（QFII）	境外法人	216,757,535	2.10
香港中央结算有限公司	其他	195,132,380	1.89
合 计		7,016,587,595	67.83

数据来源：Wind，东方证券研究所

新管理层已就位，有望注入发展活力。2024 年 2 月，董事长谢宁先生正式就任，谢宁先生出生于 1976 年，年轻有为，拥有丰富的央行系统工作经验，熟悉国家金融政策方针，有望带领南京银行的战略规划和经营能力再上台阶。行长朱钢先生在南京银行筹备初期便已加入，是亲历了南京银行发展全程的元老级人物，其余管理层也多具备多年行内工作经历。管理层整体年轻积极、搭配合理，有望推动南京银行面貌焕新。

表 2：南京银行管理层情况

姓名	出生年份	职务	任职时间	工作履历
谢宁	1976	董事长	2024.02	历任中国人民银行南京分行货币信贷管理处副处长；中国人民银行泰州市中心支行党委书记，副行长（主持工作），党委书记，行长兼国家外汇管理局泰州市中心支局局长；中国人民银行南京分行办公室（党委办公室）主任，党委委员，副行长；中国人民银行江苏省分行党委委员，副行长
朱钢	1968	行长	2022.12	历任南京银行政策法规处副处长，办公室副主任；信贷业务处副处长，公司业务部总经理，办公室主任，风险控制部总经理；行长助理，兼无锡分行党委书记，行长；党委委员，副行长，兼苏州分行党委书记，行长；南京银行党委委员，副行长，执行董事；南京银行党委副书记，副行长
周文凯	1968	副行长	2012.02	历任南京银行发展规划部副总经理，办公室主任；泰州分行党委书记，行长；南京银行行长助理；南京银行党委委员，副行长，兼南京分行（筹）工作组组长；南京银行党委委员，副行长，兼南京分行党委书记，行长；南京银行党委委员，副行长，兼苏宁消费金融公司监事长；南京银行党委委员，副行长，执行董事
江志纯	1970	副行长	2020.10	历任南京银行热河支行副行长（主持工作），行长；泰州分行党委书记，行长；杭州分行党委书记，行长；南京银行人力资源部总经理兼培训学院常务副院长，兼昆山鹿城村镇银行监事长

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

宋清松	1966	副行长	2020.10	历任南京银行营业部副主任，光华支行负责人，行长，洪武支行行长；南京银行公司业务部总经理，先后兼南京银行小企业金融部总经理，营业部总经理；南京分行（筹）工作组副组长，南京分行党委委员，副行长，负责人，南京银行业务总监
陈谐	1976	副行长	2024.01	历任南京市建邺区发改局副局长，南京市建邺区委办公室副主任，南京市建邺区委组织部副部长，南京市纪委（监察局）执法监察室副主任，南京市纪委（监察局）纪检监察三室副主任，南京市纪委办公厅副主任，南京市委巡察办副主任，南京市纪委监委研究室（法规室）主任，南京市纪委监委派驻南京银行纪检监察组组长
米乐	1973	副行长	2017.12	历任 PPF 集团北京代表处中国首席代表；捷信消费金融公司副董事长；西班牙对外银行中国区总裁；杭银消费金融公司副董事长；中国欧盟商会全国执行委员会副主席；消费金融工作组全国主席；银行工作组全国副主席；法国巴黎银行中国战略市场发展部主管
陈晓江	1965	副行长	2020.10	历任南京银行南通分行党委委员，副行长；南通分行党委书记，行长；上海分行党委书记，行长，南京银行业务总监

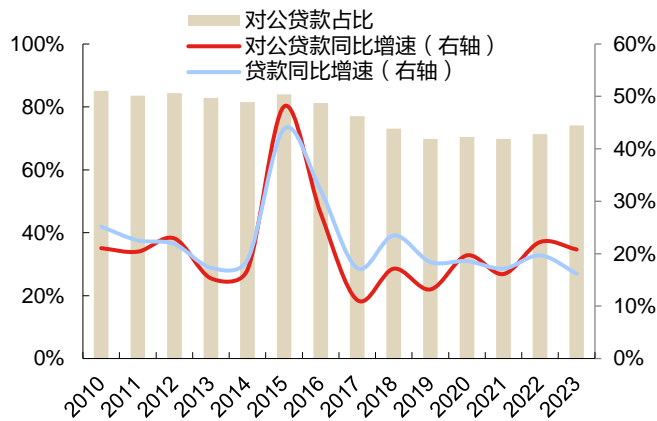
数据来源：Wind，东方证券研究所

三、经营特色持续沉淀，新增网点进入产能释放期

3.1 银政合作奠定对公优势，零售转型战略持续推进

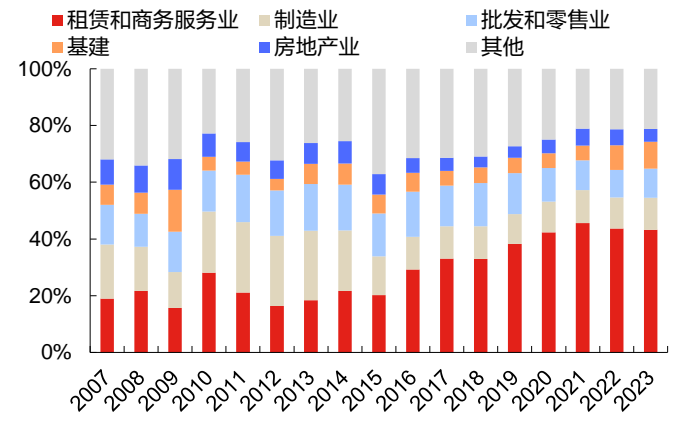
对公存款占比超七成，政务金融优势稳固，带动规模扩张和资产质量改善。南京银行对公贷款（含票据）占比稳定在七成以上，近年来投放景气度较高，同比增速保持在 20%左右，在需求偏弱的环境下有效支撑了资产规模的扩张。**结构上看**，2015 年以来涉政类贷款始终为首要投向，占据存量对公贷款的半壁江山，多数年份增速领先于对公贷款整体增速，同时不良率显著低于全行贷款不良率水平，已成为资产质量的压舱石。

图 8：南京银行对公贷款占比、同比增速及全部贷款同比增速



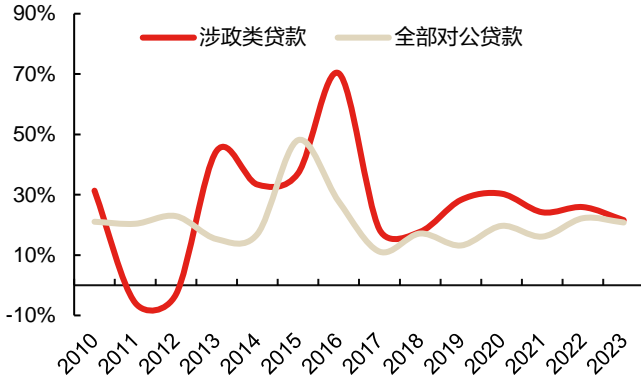
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：南京银行对公贷款行业构成



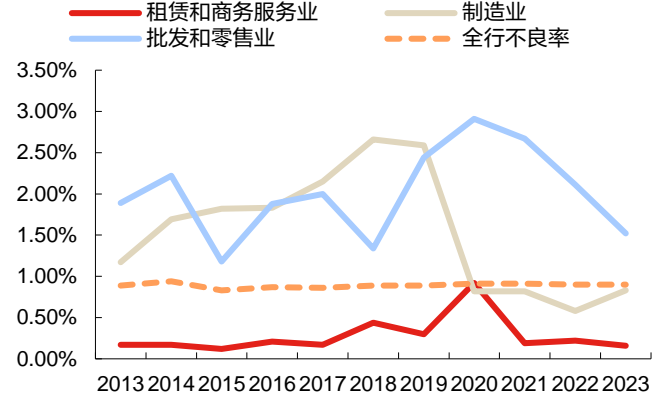
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10: 南京银行涉政类贷款及全部对公贷款同比增速



数据来源: Wind, 东方证券研究所 注: 涉政类贷款=租赁和商务服务业+基建

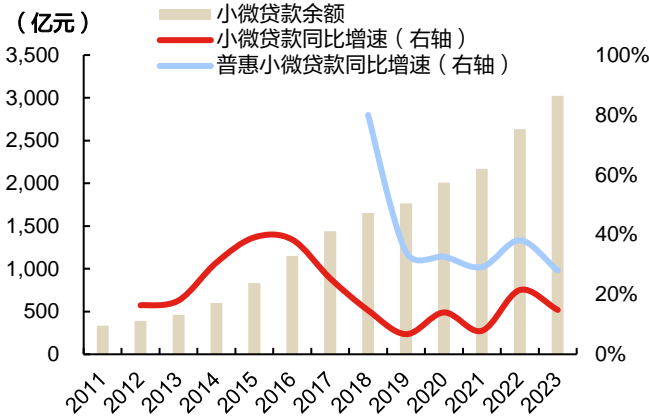
图 11: 南京银行对公主要行业及全行贷款不良率



数据来源: Wind, 公司公告, 东方证券研究所

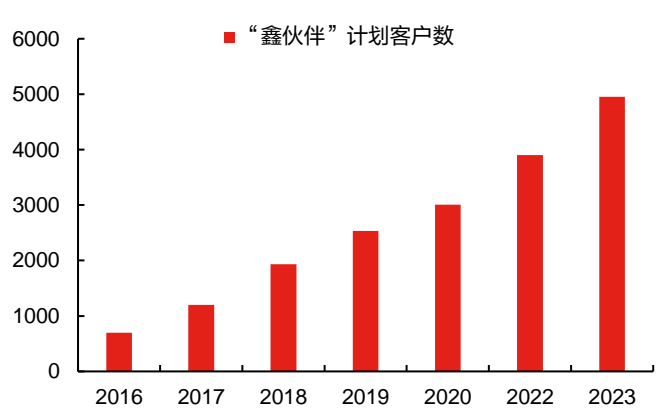
服务实体经济转型，科创、小微业务发展前景广阔。1) **科创**：2011 年率先在南京地区成立科技专营支行，2015 年推出“小股权+大债权”投贷联动模式，2020 年升级为“政银园投”模式，2023 年迭代升级“鑫 e 科企”线上产品。截至 2023 年底科创贷款余额近 850 亿元，同比增长 28.2%。2) **小微**：较早布局小企业业务，2016 年推出“鑫伙伴”三年成长计划，围绕小微实体企业提供综合金融服务方案，截至 2023 年底客户数量近 5000 家。2020 年完成总-分-支三级小微组织架构建设，适度下沉业务重心，普惠小微贷款余额快速增长。

图 12: 南京银行小微贷款余额及占对公贷款比重



数据来源: Wind, 公司公告, 东方证券研究所

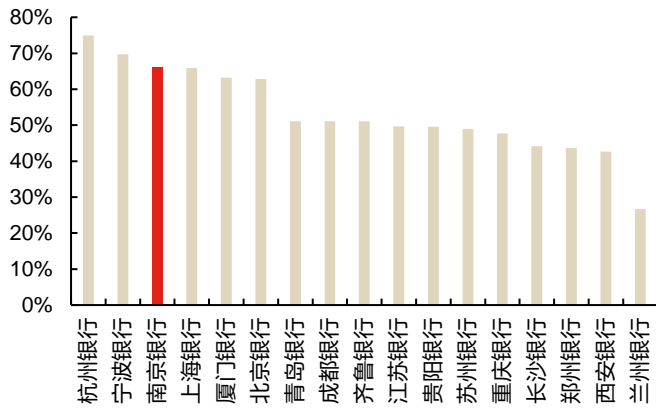
图 13: 南京银行“鑫伙伴”计划客户数



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所 注: 2021 年数据未披露

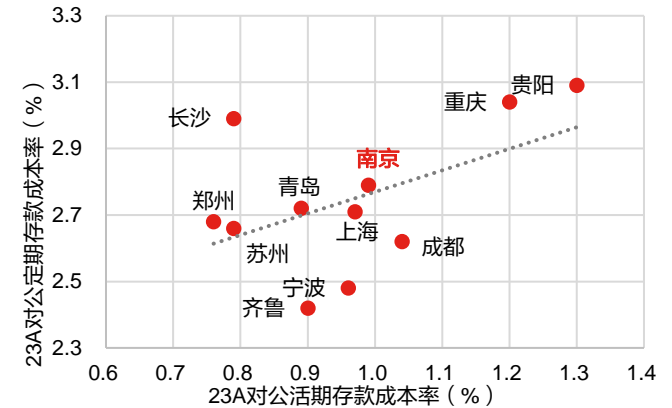
对公存款贡献度高且成本可控，交易银行战略进一步助推低成本存款沉淀。负债端，对公存款占比也保持在七成左右，2023 年占比为 66.1%，居上市城商行第三位，同时成本相对可控，对公存款整体成本率处于同业中游水平。2017 年，南京银行提出了交易银行战略，包括国际业务、现金管理、供应链金融三大主线，核心是基于细分经营场景以及客群特征，提供具有针对性的产品和服务，有望推动客户基础的拓展，并在过程中带动低成本活期存款的留存，负债成本具备进一步压降空间。

图 14：2023 年上市城商行对公存款占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

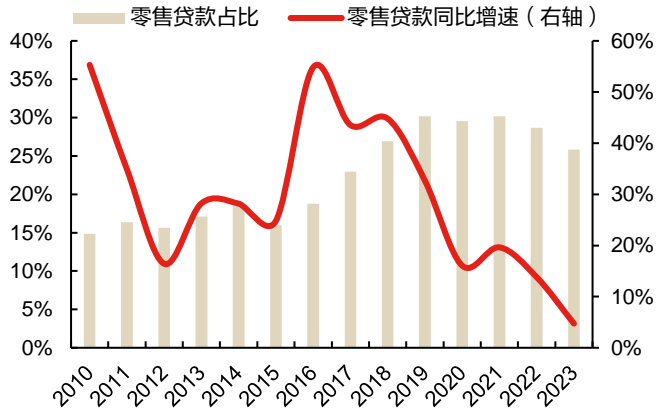
图 15：2023 年上市城商行对公活期和定期存款成本率



数据来源：Wind，东方证券研究所

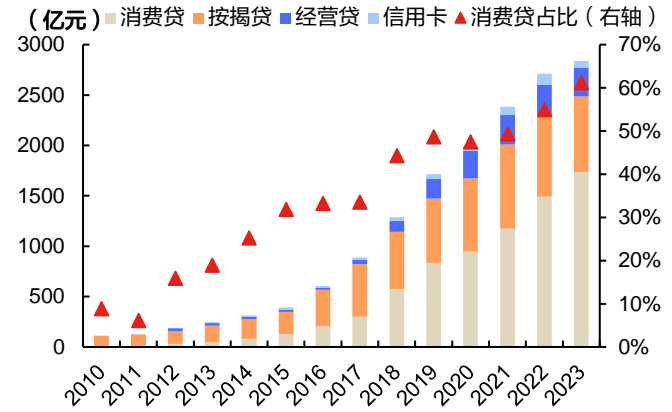
纵深推进大零售战略 2.0 改革转型，消费贷为有力增长极。2017 年，南京银行提出大零售战略，2020 年进一步启动大零售战略 2.0 改革，核心是搭建客户分层管理架构，针对不同层级客户提供精细化服务。分贷款品种来看，消费贷是大零售战略取得突破的主要抓手，2018 年底余额已经超过按揭贷，截至 2023 年底，消费贷在零售贷款中的占比达 61.2%，同比进一步提升 6.2pct，有效带动零售贷款持续增长。

图 16：南京银行零售贷款占比及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：南京银行零售贷款品种构成



数据来源：Wind，东方证券研究所

消费贷业务已形成“三驾马车”格局，收购消金牌照再添增长动能。目前南京银行的消费贷分为三个部分：1) 传统消费贷，客户资质最优，存量规模较为稳定。2) 网络金融贷款，与互联网平台合作投放，客群定位及定价水平处于中端，存量规模最大，有望伴随合作平台的拓展持续增长。3) 消金贷款，客群相对下沉，定价最高，此前由南京银行与法国巴黎银行合作成立的直属机构消费金融中心 (CFC) 经营，2022 年 3 月，南京银行完成了对苏宁消金的控股权收购，取得消金牌照，这意味着其消金业务可以突破展业区域限制，增长空间有望进一步打开。截至 2023 年底，南银法巴消金贷款余额为 315 亿元，较年初大幅增长 275 亿元，发展势头强劲。

表 3：南京银行三类消费贷特征

类别	定价水平	2023 年末余额 (亿元)	客群定位
传统消费贷款	3%+	331	自营消费贷，依托公积金、社保等公共服务数据进行筛选，客群资质最优
网络金融贷款	~10%	887	与主流或细分行业头部平台合作投放，客群定位介于传统消费贷和消金之间
南银法巴消金贷款	~13%	315	由南银法巴消金公司投放，客群相对下沉，定价最高

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

3.2 新增 100 家网点计划基本完成，产能逐步释放有望支撑资产投放

网点数量少于可比同业，网均 AUM 领先。2022 年，南京银行推出《江苏省内分行机构发展规划（2022-2023）》，计划到 2023 年底，网点数量达到 300 家，相比 2020 年底增加 100 家。提出这一计划的背景是，南京银行网点数量明显偏少，截至 2021 年底仅 221 家，为可比同业中最低，即使完成增设计划，网点数量相比同体量城商行依然不多；另一方面，其网均 AUM 在可比同业中保持领先，具备较大的产能释放潜力。

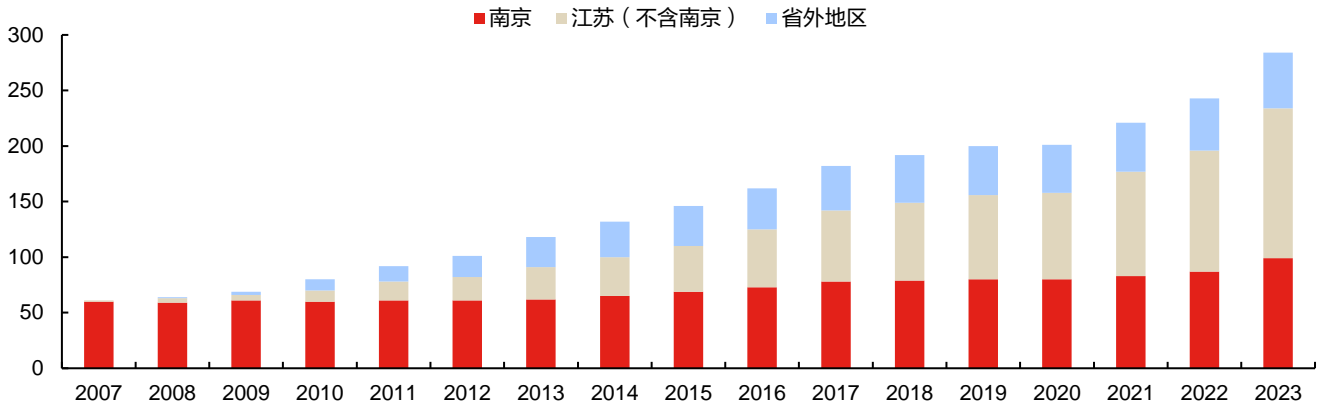
图 18：2021-2023 年南京银行及可比同业资产规模、零售 AUM、网点数量和网均 AUM

	资产规模 (亿元)			零售 AUM (亿元)			网点数量 (家)			网均 AUM (亿元)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
南京银行	17,489	20,595	22,883	5,667	6,209	-	221	243	284	25.6	25.6	-
江苏银行	26,189	29,803	34,034	9,226	10,700	12,400	531	532	537	17.4	20.1	23.1
杭州银行	13,906	16,165	18,413	4,242	4,807	5,174	238	255	274	17.8	18.9	18.9
宁波银行	20,156	23,661	27,117	6,562	8,056	9,870	463	484	496	14.2	16.6	19.9
上海银行	26,532	28,785	30,855	9,015	9,681	9,555	335	339	347	26.9	28.6	27.5
北京银行	30,590	33,880	37,487	8,845	9,749	10,365	653	639	635	13.5	15.3	16.3

数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所 注：南京银行 2023 年零售 AUM 数据未披露

新增 100 家网点计划基本完成，做深做透江苏省内市场。截至 2023 年底，南京银行分支机构数量为 284 家，已基本完成增设计划。从区域分布上看，相比 2020 年末，南京、南京以外的省内地区、省外地区新增网点数量分别为 19 家、57 家以及 7 家，有望在巩固南京区域本地优势的同时，进一步做深做透省内其他区域的市场。

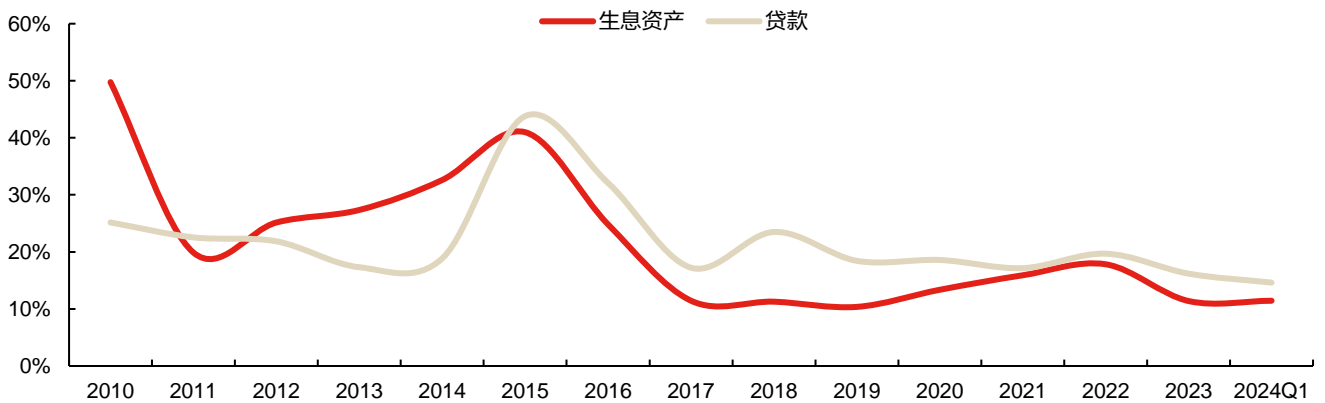
图 19：南京银行分支机构地区分布情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

新增网点逐步进入产能释放期，有望支撑中长期资产投放。由于网点开业前期即有工作组入驻，开展项目储备工作，预计网点扩张对于对公资产投放的拉动作用有望在较短时间内显现；中长期来看，伴随新增网点对周边客群的持续挖掘和服务，大零售业务也将明显受益。首批新增网点已经设立三年左右，随着新增网点陆续进入产能释放阶段，我们认为南京银行后续资产扩张具备较高的确定性。截至 2024Q1，南京银行生息资产、贷款规模分别同比增长 11.4%、14.6%，未来三至五年或有望继续保持两位数增长。

图 20：南京银行生息资产及贷款同比增速

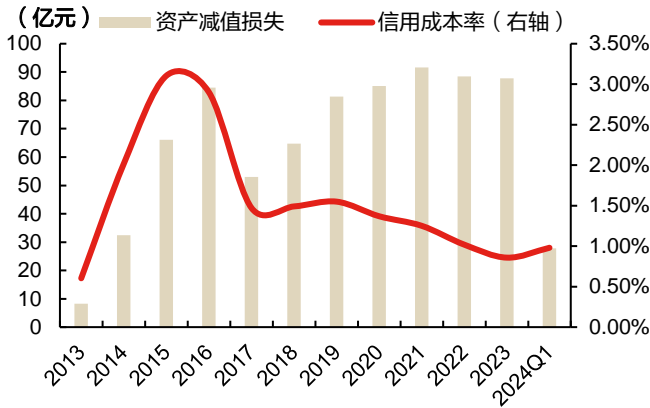


数据来源：Wind，东方证券研究所

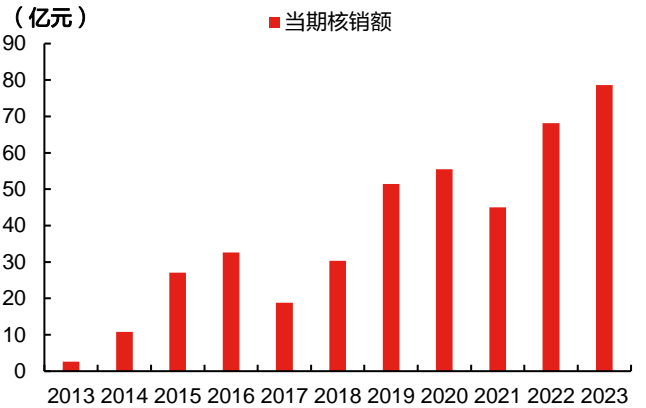
四、存量大额风险出清，风险拐点已现

存量大额风险减值计提充分，对业绩的拖累消退。2018年起，江苏部分民营企业出现债务危机，区域不良明显攀升，南京银行的三家本地客户雨润、丰盛、三胞发生违约。出险后，南京银行减值损失计提力度明显提升，2019-2023年历年计提的减值损失均超过 80 亿元，对不良贷款的覆盖较为充分，对业绩的拖累基本出清，同时大力开展核销处置工作，目前三家公司的债务重组方案均在推进当中，若清收进展顺利，有望进一步回补利润。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 21：南京银行资产减值损失及信用成本率（测算）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：南京银行不良核销额


数据来源：公司公告，东方证券研究所

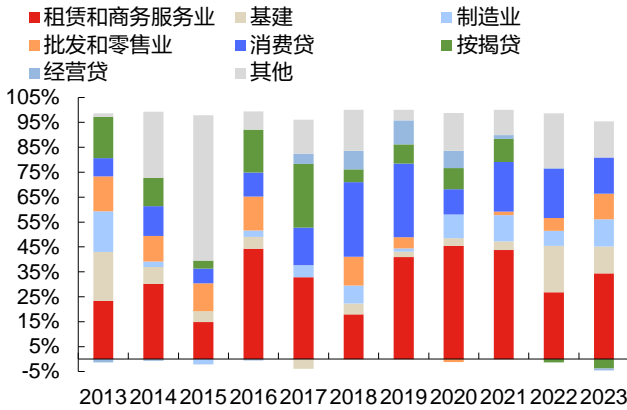
表 4：雨润、丰盛、三胞集团债务重组方案

	方案通过时间	方案内容
雨润	2022 年 1 月	搭建证券化平台雨润精选，华融作为重整战略投资人向雨润精选投资 30 亿元。采取“现金清偿+留债分期清偿+以股抵债清偿”阶梯式偿债方式，做到债权本金和利息全覆盖：30 万元以下债务一年内一次性现金清偿完毕；30 万元-300 万元五年内现金清偿完毕；300 万元以上按 17.8 元/股价格实施债转股
丰盛	2022 年 4 月	采取“留债分期清偿+以股抵债”方式：对于规模不到 100 亿元的经营债权，采取展期方式进行留债清偿，计划前三年清偿 50%，五年清偿完毕；对于非经营债权，将集团旗下 25 家公司的全部股权打包设立财产权信托计划，债权人通过信托计划享有重整后的新平台公司 100%权益，以股抵债，六年完成清偿
三胞	2021 年 11 月	三胞集团法律主体保留不变，采取协议重组方式，不对债权本金进行调整，债权本金全部纳入留债清偿本金。积极盘活主业优质资产，清理处置留存业务资产白名单以外的非主营业务资产，该等资产处置所得款项或资产价值将全部用于清偿债务；同时引进有实力的战略投资者，作为资金纾困方提供相应纾困资金

数据来源：腾讯网，中国经济网，东方证券研究所

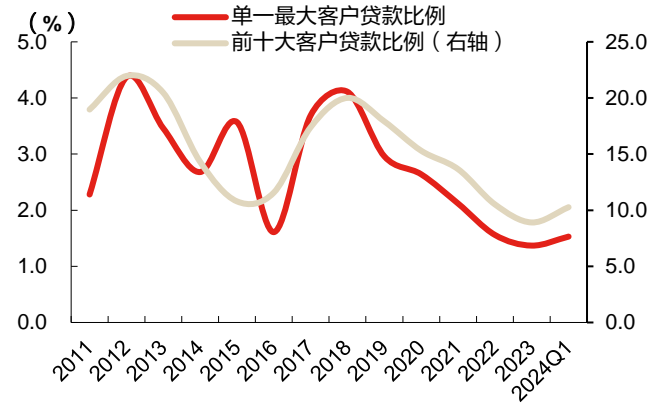
增强风险管控能力，优化贷款投向，降低贷款集中度。从新增贷款结构来看，2018 年以来南京银行持续优化贷款投向，通过加大对不良率极低的涉政类贷款，以及风险相对分散的个人消费贷、经营贷的投放，在资产结构层面防范风险。同时，南京银行持续压降客户集中度，截至 2024Q1，单一最大和前十大客户贷款比例分别为 1.53%、10.27%，相比于 2018 年末下降了 2.58、9.74pct，有效助力风险分散。

图 23：南京银行新增贷款结构



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：南京银行单一最大及前十大客户贷款比例

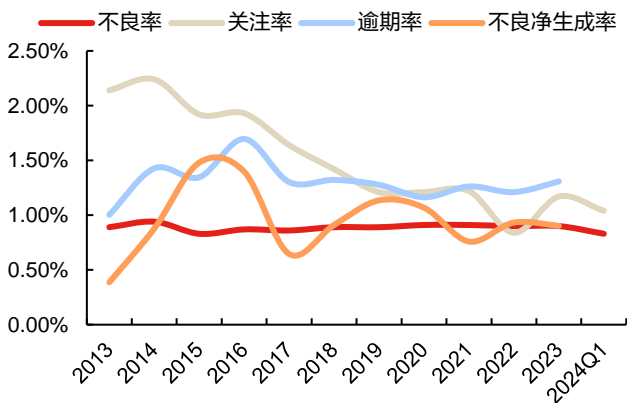


数据来源：Wind，东方证券研究所注：贷款比例=贷款总额/资本净额

不良率拐点已现，不良前瞻性指标保持稳定。得益于存量不良的大力核销和风险管控能力的优化，2020 年以来南京银行不良率稳中有降，截至 2024Q1，不良率较 2023 年末大幅下降 7bp 至 0.83%，来到上市城商行第五位。从前瞻性指标来看，关注率、逾期率水平较为稳定，我们测算 2023 年不良净生成率为 0.90%，同比下降 3bp。

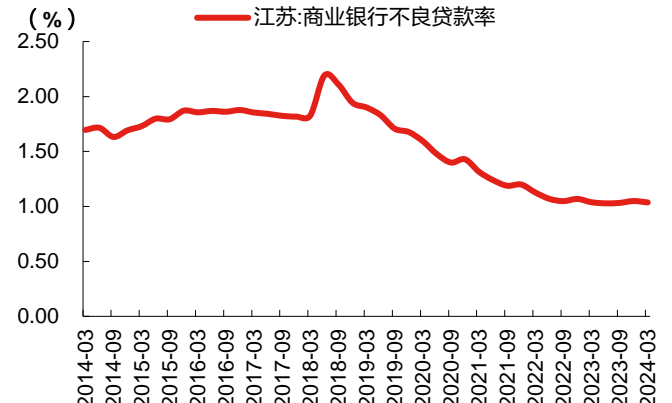
后续来看，南京银行资产质量有望保持稳中向好趋势。一是江苏信用环境良好、财政实力雄厚，区域不良率自 2018 年以来持续下降，南京银行作为政务金融优势突出的本地银行有望受益；二是现阶段不良生成压力相对较大的领域为消费贷，其与经济修复同步程度较高、核销周期较短，整体压力可控。截至 2023 年末，南京银行个贷不良率同比上行 0.41pct 至 1.50%，绝对水平不高，且一定程度上受到南银法巴成立后，母行贷款余额缩减的影响。

图 25：南京银行不良率、关注率、逾期率和不良净生成率（测算）



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

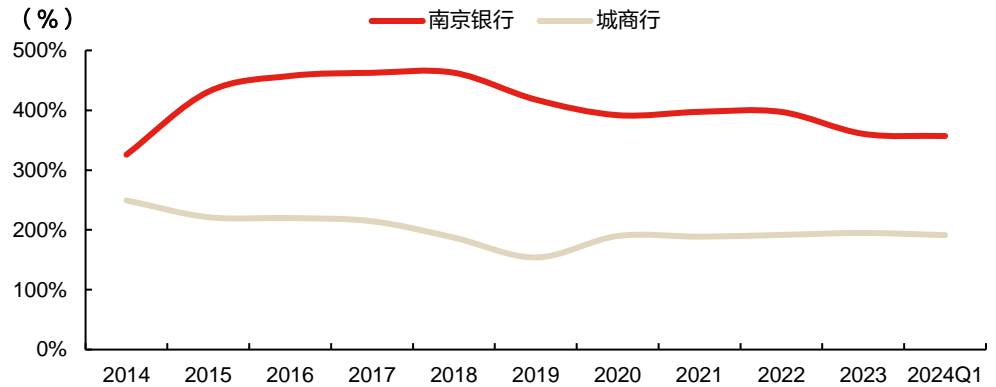
图 26：江苏商业银行不良率



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险抵补能力充足，拨备反哺利润仍具空间。2015年以来，南京银行拨备覆盖率保持在350%以上，显著领先城商行整体水平。截至2024Q1，拨备覆盖率为357.0%，较2023年末小幅下降3.6pct，反哺利润空间依然充足。

图 27：南京银行及城商行拨备覆盖率



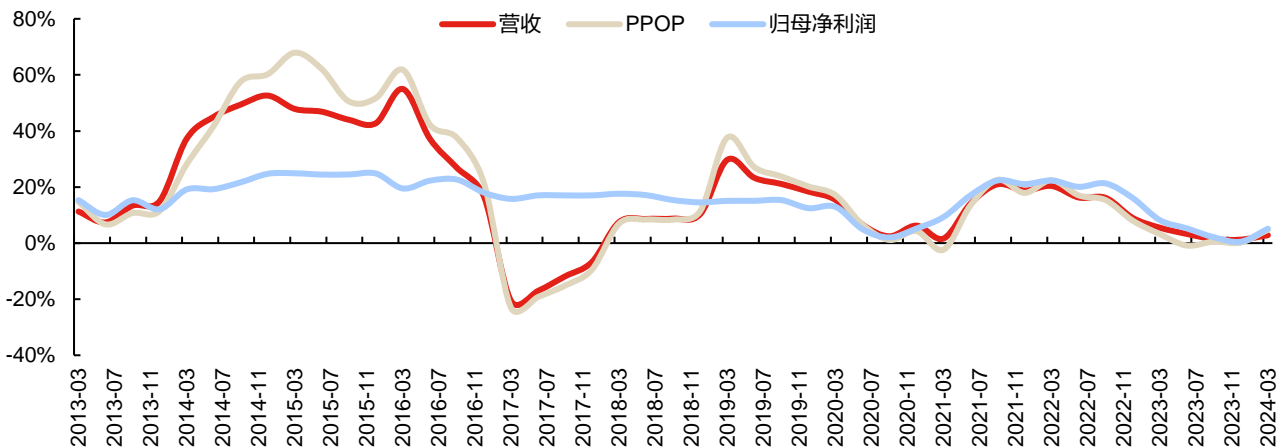
数据来源：Wind，东方证券研究所

五、业绩增速具备向上动能，ROE 有望保持同业领先

5.1 业绩增速边际改善，可转债转股有望驱动业绩释放

2024Q1 营收、利润增速双回升，全年有望持续修复。截至2024Q1，南京银行营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为2.8%、4.8%和5.1%，环比2023年末分别提升1.6pct、4.6pct以及4.6pct。后续来看，得益于资产投放的高景气度、伴随息差下行的放缓以及非息收入的较好表现，我们认为业绩改善趋势有望持续。

图 28：南京银行营收、PPOP、归母净利润同比增速

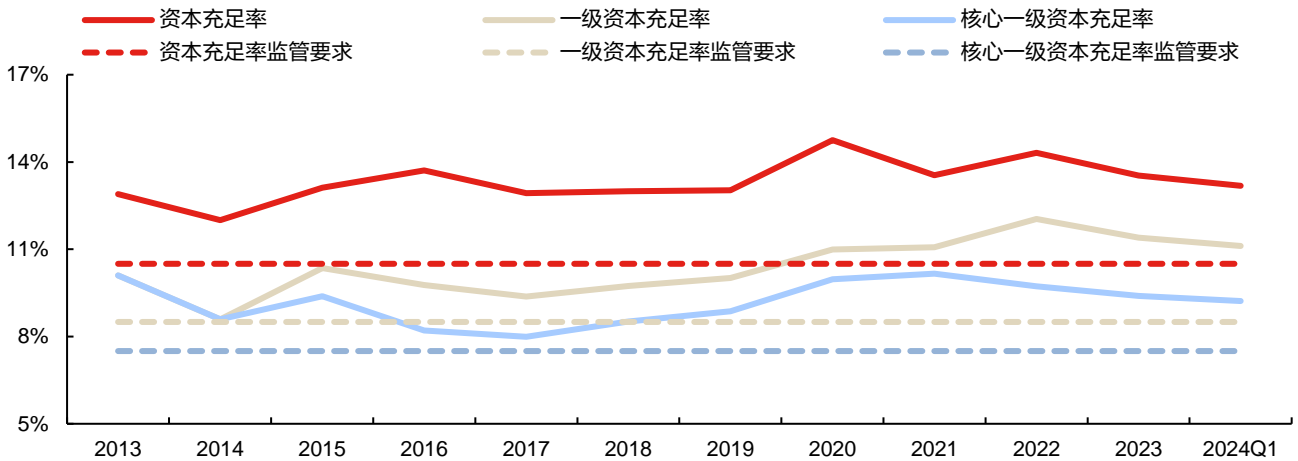


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

资产扩张带来资本补充需求，可转债转股意愿或进一步驱动业绩释放。截至 2024Q1，南京银行核心一级资本充足率距离监管要求尚有 1.7pct 的安全边际，但考虑到新增网点逐步带动资产扩张，将会带来资本补充需求。截至 2024 年 6 月 26 日，南银转债转股比例仅 16.02%，未转股余额超 166 亿元，转股意愿推动下，业绩增长具备较强动力。同时，资本补充对规模扩张形成支撑，也有望为中长期的基本面改善奠定基础。

图 29：南京银行各级资本充足率及监管要求

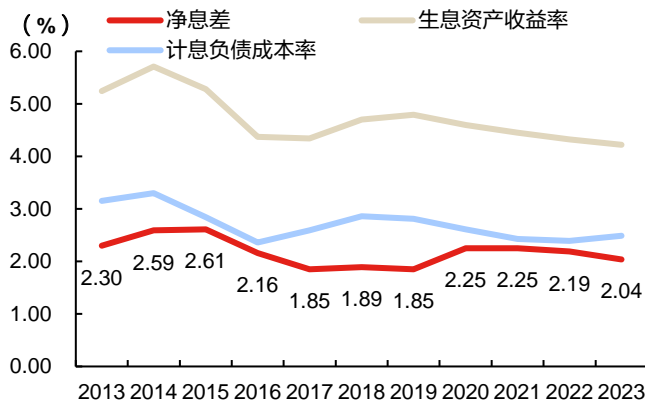


数据来源：Wind，国家金融监督管理局，东方证券研究所

5.2 息差下行压力可控，负债成本具备进一步压降空间

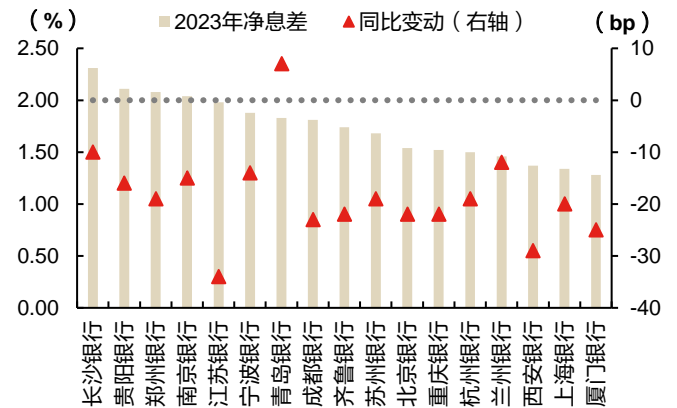
息差保持同业领先，2023 年收窄幅度相对可控。2023 年南京银行净息差为 2.04%，处于上市城商行第五位，全年降幅 15bp，小于行业平均水平，展现出一定的韧性。

图 30：南京银行净息差、生息资产收益率和计息负债成本率



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：南京银行 2022 年对息差计算口径进行调整，2020 年及以后数据为调整后的重述值。

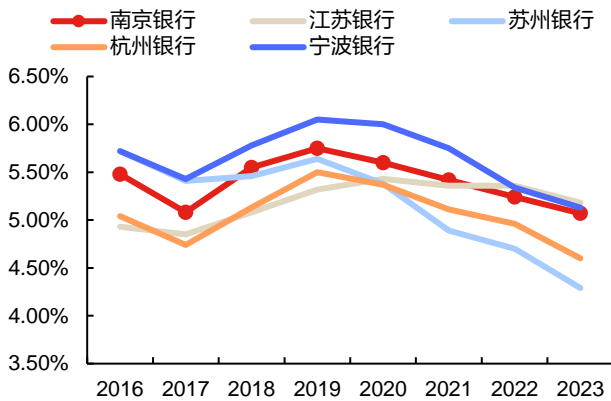
图 31：2023 年上市城商行净息差及同比降幅



数据来源：Wind，东方证券研究所

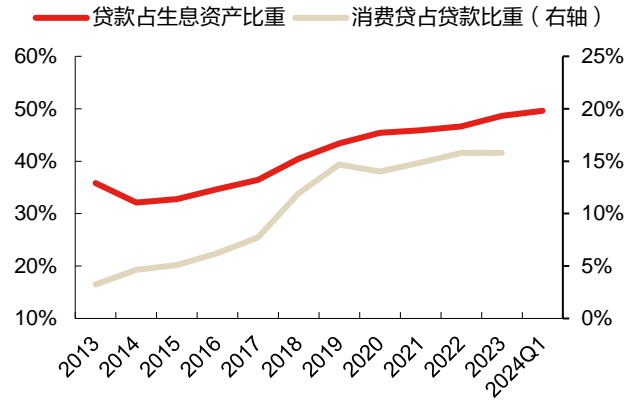
资产收益率相对较优，资产结构仍有优化空间。2023 年南京银行计息负债成本率为 4.22%，其中贷款收益率为 5.07%，保持可比同业较优水平。后续来看，资产结构仍有一定优化空间，有望继续支撑资产端收益水平的相对优势。一是贷款占生息资产比重的持续提升，2017-2024Q1 已累计提升 13.2pct；二是贷款当中相对高收益的消费贷占比的提升，伴随零售转型战略的推进，2017-2023 年累计提升 8.1pct，随着互联网平台贷款以及南银法巴消费金融的持续投放，后续仍有提升空间。

图 32：南京银行及可比同业贷款收益率



数据来源：Wind，东方证券研究所

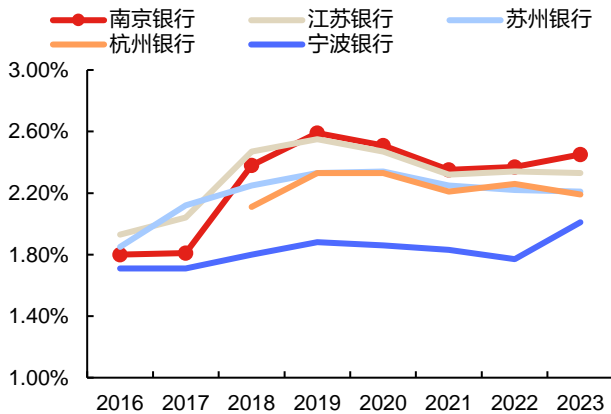
图 33：南京银行贷款占比及消费贷占比走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

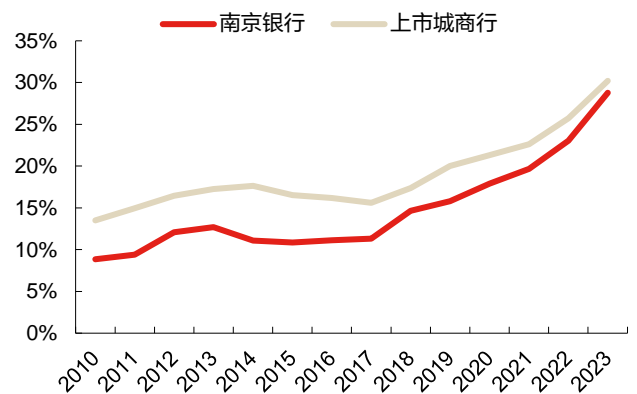
负债成本改善空间较大，有望延缓息差下行。尽管南京银行对公存款成本率处于同业中游水平，但整体负债成本相比同业偏高，主要受到近年来高息个人定期存款占比快速抬升的影响，2017-2022 年抬升幅度达 17.5pct，高于行业整体水平。截至 2023 年底，定期存款占比为 77%，处于上市城商行第二位，定期化对负债成本的拖累较大，后续来看具备较大改善潜力。一是今年以来，伴随前期高息吸收的长期限存款陆续到期，存款挂牌利率调降的效果有望显现；二是南京银行主动调整新增负债结构，管控高息负债额度；三是现金管理、交易结算业务的持续发展，也有望带动低成本活期存款的沉淀。

图 34：南京银行及可比同业存款成本率



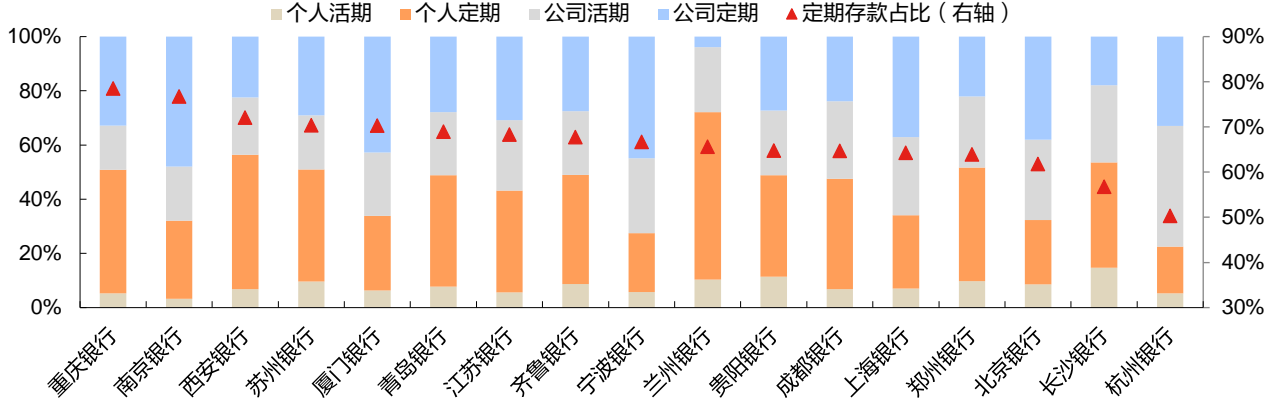
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 35：南京银行及上市城商行个人定期存款占比走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 36：2023 年上市银行存款结构

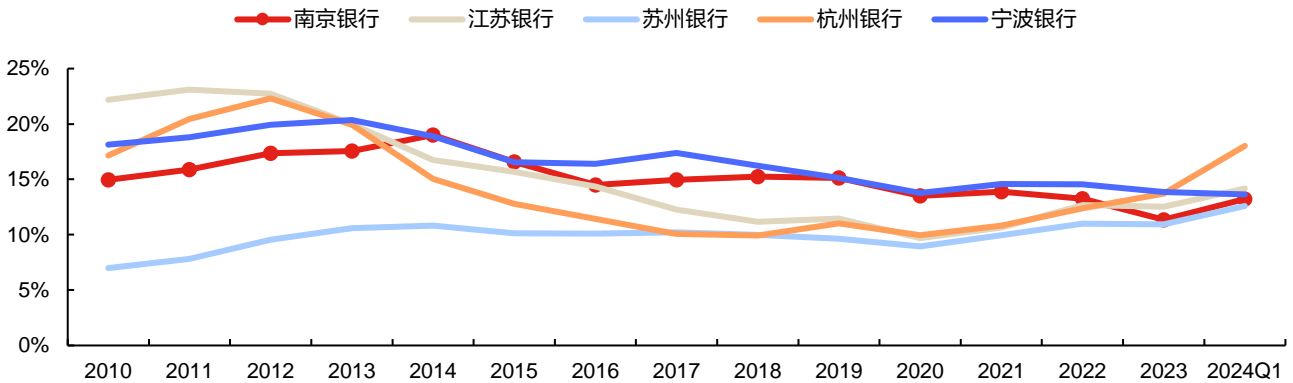


数据来源：Wind，东方证券研究所

5.3 ROE 有望持续修复，估值、股息具备比较优势

ROE 长期保持同业较高水平。南京银行 ROE 历经周期检验，长期保持上市城商行前列，2024Q1 年化 ROE 为 13.21%，较 2023 年末提升 1.85pct，位居上市城商行第五位。

图 37：南京银行及可比同业年化 ROE 走势

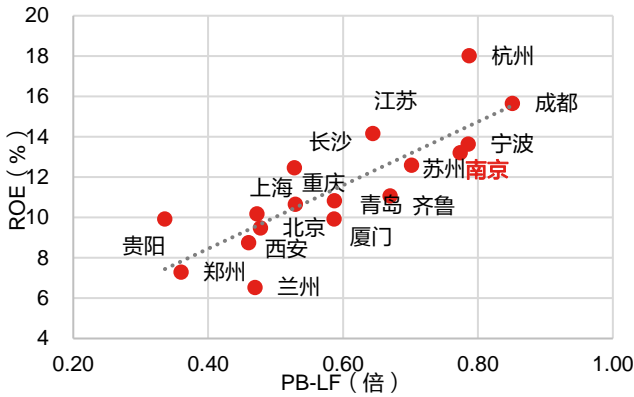


数据来源：Wind，东方证券研究所 注：2024Q1 为年化数据

中长期来看，南京银行 ROE 具备几方面支撑，有望持续修复：1) 规模：新设网点逐步释放产能，资本较为充足且可转债转股意愿较强，规模扩张有较高确定性。2) 息差：负债成本改善空间较大，资产结构有望进一步优化，息差下行压力可控。3) 非息收入：财富管理和交易银行业务持续推进，投资类资产占比高，有望受益于债市行情，非息收入预计保持高贡献度。4) 信用成本：存量大额风险基本出清，资产质量拐点已现，后续信用成本压力预计较为可控。

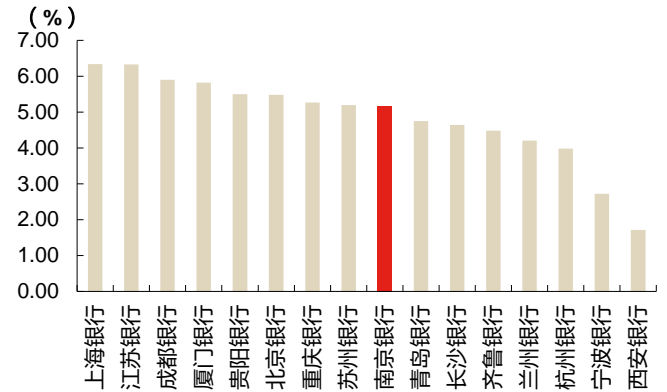
当前位置上估值、股息在核心城商行中具备比较优势。截至 2024 年 6 月 28 日，南京银行 PB (LF) 为 0.77 倍，相比核心城商行（成都、宁波、杭州）偏低，叠加超 30% 的高现金分红比例，2023 年股息率达 5.2%，配置性价比凸显。

图 38：上市城商行 PB-ROE



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：ROE 为 2024Q1 年化数据；PB(LF) 为 2024 年 6 月 28 日数据

图 39：上市城商行 2023 年股息率



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：数据截至 2024 年 6 月 28 日

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 规模增速**：资产端，经营区域有望扛起信贷增量，新增网点进入产能释放期，扩表确定性较高，预计 2024-2026 年贷款同比增速分别为 15.0%、14.0%、14.0%，生息资产同比增速分别为 11.6%、9.6%、10.1%；负债端，公司或通过主动管控高息负债额度压降成本，预计 2024-2026 年存款同比增速分别为 10.0%、9.0%、8.0%，计息负债同比增速分别为 9.8%、9.0%、8.1%。
- 净息差**：资产结构优化有望在一定程度上对冲贷款价格下行，负债成本压降空间较大，净息差或逐渐筑底企稳，预计 2024-2026 年净息差（测算值）分别为 1.08%、1.14%、1.23%。
- 非息收入**：财富管理和交易银行业务持续推进，叠加低基数效应，中收增速有望回正，预计 2024-2026 年净手续费收入同比增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%；债券投资能力较好，有望带来稳定的收入贡献，预计 2024-2026 年净其他非息收入同比增速分别为 10.0%、8.0%、8.0%。
- 资产质量**：存量大额不良基本出清，不良净生成率边际下行，资产质量有望保持稳中向好，拨备反哺利润空间充足，预计 2024-2026 年不良贷款净生成率分别为 0.72%、0.68%、0.66%，拨备支出/平均贷款分别为 0.77%、0.77%、0.78%。

表 5：南京银行核心指标假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利息业务					
贷款增速	19.69%	16.19%	15.00%	14.00%	14.00%
存款增速	15.92%	10.72%	10.00%	9.00%	8.00%
生息资产增速	17.99%	11.17%	11.63%	9.58%	10.10%
计息负债增速	17.29%	10.83%	9.81%	9.01%	8.05%
生息资产收益率-测算值	3.64%	3.45%	3.28%	3.29%	3.36%
计息负债付息率-测算值	2.42%	2.49%	2.43%	2.41%	2.41%
净息差-测算值	1.42%	1.17%	1.08%	1.14%	1.23%
净利差-测算值	1.22%	0.96%	0.85%	0.88%	0.95%
非息业务					
净手续费收入增速	-7.87%	-32.10%	5.00%	5.00%	5.00%
净其他非息收入增速	53.24%	30.81%	10.00%	8.00%	8.00%
资产质量					
拨备支出/平均贷款	1.02%	0.86%	0.77%	0.77%	0.78%
不良贷款净生成率	1.03%	0.97%	0.72%	0.68%	0.66%
其他					
成本收入比	29.75%	30.47%	28.00%	28.00%	27.50%
实际所得税率	14.70%	14.83%	15.00%	15.00%	15.00%
风险资产增速	18.20%	15.04%	12.00%	12.00%	12.00%

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：生息资产收益率、计息负债付息率、净息差、净利差测算值分母为本年度与前一年度生息资产/计息负债余额的均值，后同

表 6：南京银行收入分类预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
规模 (百万元)					
净利息收入	26,970	25,452	26,138	30,428	36,140
利息收入	68,945	74,748	79,201	87,811	98,391
利息支出	41,975	49,297	53,063	57,384	62,250
手续费及佣金净收入	5,344	3,629	3,810	4,001	4,201
净其他非息收入	12,292	16,079	17,687	19,102	20,630
营业收入	44,606	45,160	47,635	53,530	60,971
同比增速					
净利息收入	-0.49%	-5.63%	2.70%	16.41%	18.78%
利息收入	7.29%	8.42%	5.96%	10.87%	12.05%
利息支出	12.97%	17.44%	7.64%	8.14%	8.48%
手续费及佣金净收入	-7.87%	-32.10%	5.00%	5.00%	5.00%
净其他非息收入	53.24%	30.81%	10.00%	8.00%	8.00%
营业收入	9.00%	1.24%	5.48%	12.38%	13.90%
占营收比重					
净利息收入	60.46%	56.36%	54.87%	56.84%	59.27%
手续费及佣金净收入	11.98%	8.04%	8.00%	7.47%	6.89%
净其他非息收入	27.56%	35.61%	37.13%	35.68%	33.84%

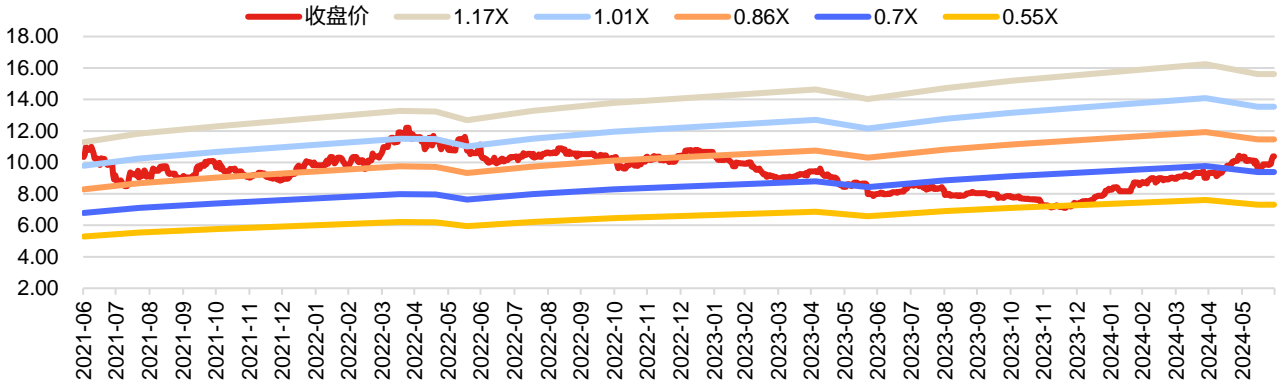
数据来源：Wind，东方证券研究所

6.2 投资建议

江苏经济基础雄厚，或将扛起信贷增量，南京银行主要股东近年频繁增持，管理层焕新带来发展活力，政务金融优势稳固，科创、小微前景广阔，以消费贷为代表的零售转型持续推进，新增网点释放产能有望推动扩表，存量大额风险基本出清，拨备反哺利润空间充足，2024年全年业绩增速有望向上，ROE有望保持较高水平。预计公司2024/25/26年归母净利润同比增速分别为10.4%/11.9%/14.6%，BVPS分别为14.76/16.35/18.18元（前预测值为14.70/16.26/18.11元），当前A股股价对应2024/25/26年PB分别为0.70/0.64/0.57倍。

我们采用历史估值法对南京银行进行估值。我们认为南京银行经营拐点已现，伴随业绩增速、ROE的持续改善，估值有望不断修复。参考近三年PB(LF)均值，给予24年0.82倍PB，对应目标价12.04元/股，维持“买入”评级。

图 40：南京银行 PB-BAND



数据来源：Wind，东方证券研究所

七、风险提示

经济复苏不及预期。如果经济复苏不及预期，实体信贷需求不足、企业风险暴露超预期可能对公司业绩增速和资产质量造成影响。

货币政策超预期收紧。当前我国货币环境相对宽松，若货币政策超预期收紧，公司资金成本可能抬升，对盈利能力造成一定压力，利率上行也将抑制企业和居民融资需求，使银行信贷投放承压。

资本市场波动超预期。若权益和债券市场出现较大幅度波动，投资收益和公允价值变动损益减少可能拖累营收，理财产品收益下降、市场风险偏好降低也会对中收带来一定扰动。

重点领域风险蔓延。若重点领域风险蔓延，资产减值损失增加，贷款投放受阻，可能对公司业绩形成拖累。

假设条件变化影响测算结果。报告中的测算以假设条件为前提，若假设条件发生变化，可能对测算结果产生一定影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	核心假设	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	26,970	25,452	26,138	30,428	36,140	贷款增速	19.69%	16.19%	15.00%	14.00%	14.00%
利息收入	68,945	74,748	79,201	87,811	98,391	存款增速	15.92%	10.72%	10.00%	9.00%	8.00%
利息支出	41,975	49,297	53,063	57,384	62,250	生息资产增速	17.99%	11.17%	11.63%	9.58%	10.10%
净手续费收入	5,344	3,629	3,810	4,001	4,201	计息负债增速	17.29%	10.83%	9.81%	9.01%	8.05%
营业收入	44,606	45,160	47,635	53,530	60,971	平均生息资产收益率	3.64%	3.45%	3.28%	3.29%	3.36%
营业支出	22,671	23,152	23,304	26,337	29,854	平均计息负债付息率	2.42%	2.49%	2.43%	2.41%	2.41%
税金及附加	558	620	868	935	1,061	净息差-测算值	1.42%	1.17%	1.08%	1.14%	1.23%
业务及管理费	13,271	13,762	13,338	14,988	16,767	净利差-测算值	1.22%	0.96%	0.85%	0.88%	0.95%
资产减值损失	8,842	8,770	9,098	10,414	12,026	净手续费收入增速	-7.87%	-32.10%	5.00%	5.00%	5.00%
营业利润	21,936	22,008	24,332	27,194	31,118	净其他非息收入增速	53.24%	30.81%	10.00%	8.00%	8.00%
利润总额	21,739	21,874	24,190	27,044	30,959	拨备支出/平均贷款	1.02%	0.86%	0.77%	0.77%	0.78%
所得税	3,195	3,244	3,629	4,057	4,644	不良贷款净生成率	1.03%	0.97%	0.72%	0.68%	0.66%
净利润	18,544	18,630	20,562	22,987	26,315	成本收入比	29.75%	30.47%	28.00%	28.00%	27.50%
归母净利润	18,408	18,502	20,431	22,853	26,179	实际所得税率	14.70%	14.83%	15.00%	15.00%	15.00%
						风险资产增速	18.20%	15.04%	12.00%	12.00%	12.00%

资产负债表						业绩增长率					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	945,913	1,099,073	1,263,934	1,440,885	1,642,609	净利息收入	-0.49%	-5.63%	2.70%	16.41%	18.78%
贷款减值准备	33,826	35,586	37,775	40,903	44,766	营业收入	9.00%	1.24%	5.48%	12.38%	13.90%
贷款净额	914,911	1,066,932	1,226,159	1,399,982	1,597,843	拨备前利润	8.01%	0.20%	8.63%	12.53%	14.76%
投资类资产	901,865	972,086	1,040,132	1,092,138	1,157,667	归母净利润	16.09%	0.51%	10.42%	11.86%	14.55%
存放央行	114,474	115,303	145,920	159,053	171,777	盈利能力					
同业资产	90,115	95,199	97,103	99,045	101,026	ROAA	0.97%	0.86%	0.86%	0.88%	0.92%
其他资产	38,119	38,756	42,522	46,353	50,134	ROAE	15.12%	13.12%	13.30%	13.52%	14.04%
生息资产	2,052,367	2,281,661	2,547,090	2,791,122	3,073,079	RORWA	1.55%	1.34%	1.30%	1.30%	1.33%
资产合计	2,059,484	2,288,276	2,510,660	2,736,847	2,960,074	资本状况					
存款	1,261,132	1,396,366	1,536,002	1,674,243	1,808,182	资本充足率	14.31%	13.53%	13.16%	12.83%	12.57%
向央行借款	129,737	153,318	153,318	153,318	153,318	一级资本充足率	12.04%	11.40%	11.08%	10.79%	10.57%
同业负债	253,638	270,237	318,879	369,900	421,686	核心一级资本充足率	9.73%	9.39%	9.28%	9.18%	9.12%
发行债券	230,766	258,373	273,875	290,308	304,823	资产质量					
计息负债	1,875,274	2,078,293	2,282,075	2,487,768	2,688,009	不良贷款率	0.90%	0.90%	0.86%	0.85%	0.82%
负债合计	1,901,785	2,115,682	2,323,129	2,532,523	2,736,367	拨贷比	3.58%	3.24%	2.99%	2.84%	2.73%
股本	10,344	10,344	10,344	10,344	10,344	拨备覆盖率	397%	361%	347%	336%	331%
其他权益工具	31,572	31,572	31,572	31,572	31,572	估值和每股指标					
资本公积	26,456	26,409	26,395	26,395	26,395	P/E (倍)	5.90	6.18	5.56	4.94	4.29
盈余公积	10,128	11,857	13,502	15,365	17,807	P/B (倍)	0.85	0.78	0.70	0.64	0.57
未分配利润	58,516	66,587	75,771	87,367	101,795	EPS (元)	1.74	1.68	1.87	2.10	2.42
股东权益合计	157,699	172,594	187,530	204,323	223,708	BVPS (元)	12.22	13.34	14.76	16.35	18.18
负债和股东权益合计	2,059,484	2,288,276	2,510,660	2,736,847	2,960,074						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。