

评级：审慎推荐（维持）

金融/银行

公司研究报告

 第一创业研究所
 陈曦 S1080209110060
 电话：0755-25832903
 邮件：chenxi@fcsc.cn

南京银行（601009.SH）

——资源优势启增长空间，盈利能力保股东收益

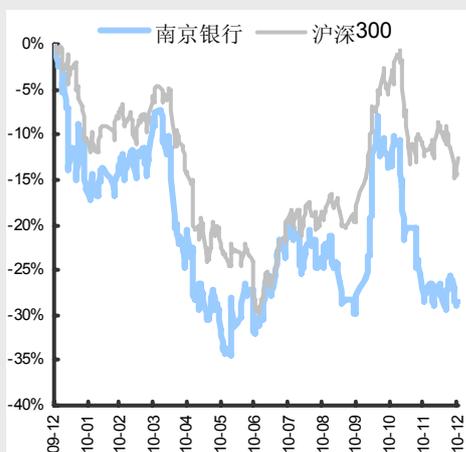
交易数据（10/12/30）

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价（元） | 9.88 |
| 52周内股价区间（元） | 9.68-19.85 |
| 总市值（百万元） | 29511.00 |
| 流通股本（百万股） | 2969.00 |
| 流通股比率（%） | 100.00 |

资产负债表摘要(10/9/30)

| | |
|-----------|-----------|
| 资产总额（百万元） | 198569.17 |
| 股东权益（百万元） | 13718.25 |
| 每股净资产（元） | 5.75 |
| 市净率 | 1.72 |

公司与沪深300指数比较



相关报告

报告要点：

● **公司业务区域资源优势明显** 公司第一大股东南京紫金控股是南京市国资集团的独资子公司，股东背景给公司的业务发展带来较多支持。大多数中小型银行在区域扩张的进程中，贷款的高增长都受到存款低增长的拖累。但南京银行并没有遇到类似情况，其在江苏省内开设分行的几个城市，对公存款的市场占有率都上升很快。公司贷存比指标在上市银行中一直处于低水平，其中起主要贡献作用的是企业客户存款的高增长。

● **个人业务出现发展契机** 南京市政府于2009年1月底正式推出南京市民卡，该卡经南京市人民政府授权发放，整合了社会保障卡、金陵通卡和银行卡功能。可用于识别个人身份、办理个人相关社会事务、享受公共服务、进行电子支付。该卡还具有银行账户功能，可在银行卡相关领域使用。南京市民卡的合作银行仅有南京银行与工商银行两家。市民卡的推出，是南京银行个人银行业务发展的一个大机遇。随着市民卡对市民生活的渗透，南京银行的个人金融业务也有望取得更大的市场份额。

● **进取型的资产负债配置策略** 公司在债券业务方面拥有传统优势，对于市场利率的研判能力强。公司利用这方面的优势以及能力，采用了进取型的资产负债配置策略，将核心负债全部配置在高收益的贷款及债券资产上，同时积极运用主动负债方式在货币市场筹集低成本资金以支持一部分债券资产，通过放大财务杠杆达到提升盈利的目的。

● **资产盈利能力优异** 近几年来，公司的资产盈利能力在上市银行中一直稳居前三，这在全部16家上市银行中是绝无仅有的。银行资产的盈利能力可以分解为三个方面：资产管理效率、费用管理能力以及赋税管理效率，而南京银行在这三个方面都有优良的表现。从未来变动趋势看，资产管理效率以及赋税管理效率的稳定性较好，预计仍将保持良好水平，而费用对ROA的贡献作用在短期可能被削弱。

● **投资评级** 我们预计公司2010至2012年的EPS分别为0.76元、0.87元、1.01元，对应当前股价的PE为12.96倍、11.33倍、9.78倍。DDM的估值结果为每股价值12.34元，高于12月30日的收盘价9.88元。我们给予公司“审慎推荐”的投资评级。



目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 风格进取、资源雄厚的小型商业银行 | 3 |
| 1.1 进取型的资产负债配置策略 | 3 |
| 1.2 强公司业务显资源优势 | 5 |
| 1.3 弱个人业务现发展契机 | 6 |
| 1.4 中间业务占比低，但经营机制优良 | 8 |
| 1.5 债券业务是传统特色 | 10 |
| 2. 资产盈利能力优异 | 12 |
| 2.1 ROA水平稳列上市银行第一梯队 | 12 |
| 2.2 高收益、低风险的息差业务显示公司良好的资产管理效率 | 13 |
| 2.3 受益于资源优势的低费用投入 | 15 |
| 2.3 税赋管理能力良好 | 18 |
| 3. 盈利预测与估值 | 19 |
| 4. 风险提示 | 19 |



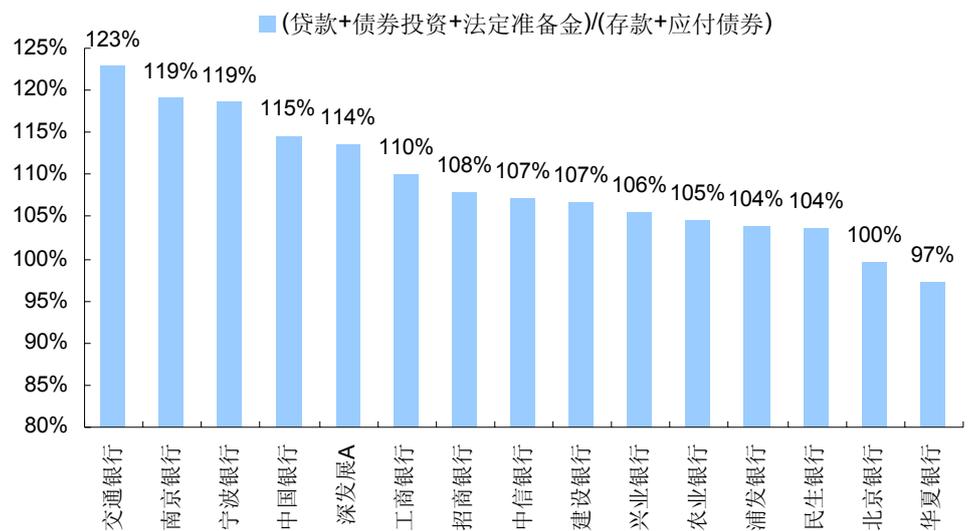
1. 风格进取、资源雄厚的小型商业银行

1.1 进取型的资产负债配置策略

商业银行的核心负债是社会公众存款以及发行的债券，最基本的资产配置是贷款以及存款准备金，同时作为对流动性、利率风险以及收益性的平衡，商业银行会投资相当规模的债券资产。确定基础配置方案之后，富余的流动性投向货币市场，如果出现流动性不足，也主要通过货币市场解决。衡量商业银行的资产负债配置策略是偏向保守稳健的，或是偏向积极进取的，主要考察其基本的资产配置在多大程度上靠核心负债来满足，在货币市场上从事的主要是资金的净融入还是净融出。

南京银行的法定准备金、贷款及债券资产三项之各，占核心负债（存款与应付债券）的比重为118%，该指标仅次于交通银行，在上市银行中位列第二。南京银行有相当一部分的资产配置要依靠同业净负债来满足。

图1 上市银行资产负债配比（一）

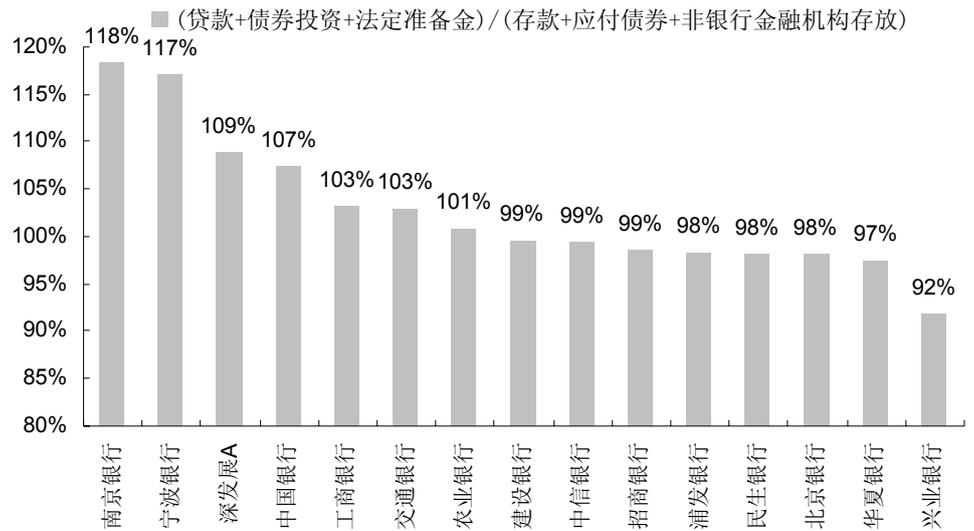


资料来源：公司公告，第一创业研究所

在商业银行的同业负债中，有一部分是非银行金融机构存放的款项。此类款项主要构成是证券公司以及基金公司的存款，这部分资金成本较低并且来源相对稳定，在经营管理上的特性更类似于银行的活期存款。如果将这部分负债视同商业银行的核心负债，再考察上市银行的资产负债配比情况，则南京银行在资产负债配置上的进取程度列居上市银行第一位，第二位是宁波银行，且前两位与其他上市银行在指标上的差距很明显。



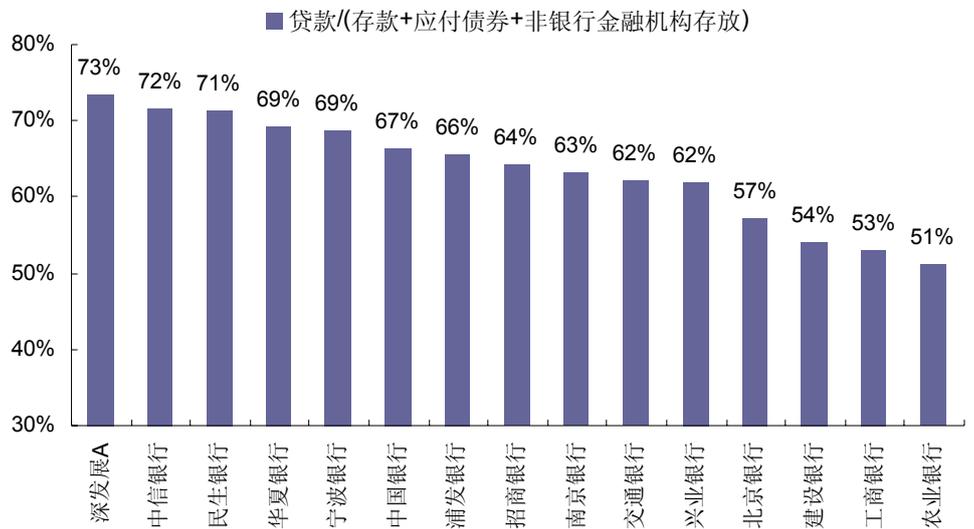
图2 上市银行资产负债配比（二）



资料来源：公司公告，第一创业研究所

南京银行对信贷资产的配置力度在上市银行中处于中等水平，贷款占用了63%的核心负债（存款+应付债券+非银行金融机构存放），上市银行平均水平是64%。而南京银行在债券资产上的配置比例则大大高于同业水平，40%的核心负债用于支持债券投资，在上市银行中位列第一。换言之，南京银行进取的资产负债配置策略，具体来讲是运用主动负债策略在货币市场上融入低成本资金，以支持其对债券资产的大比例配置。

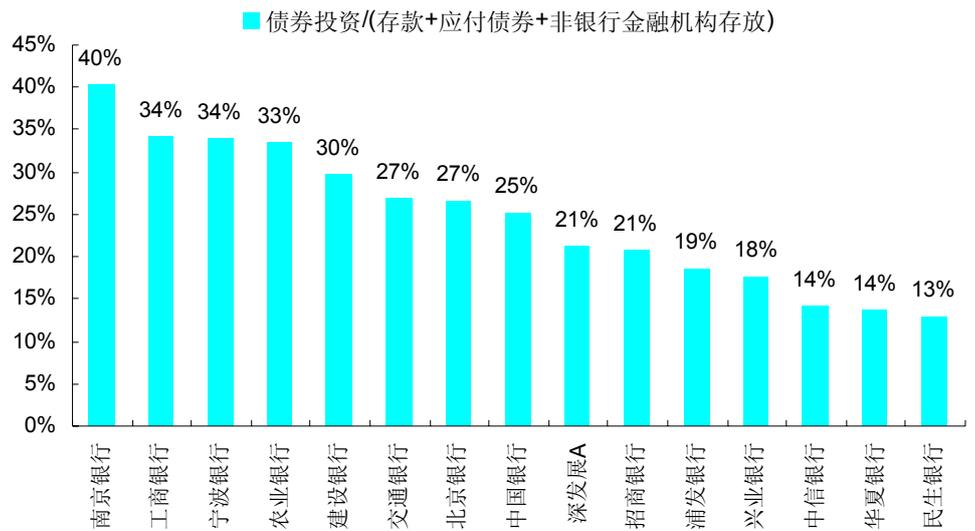
图3 上市银行资产负债配比（三）



资料来源：公司公告，第一创业研究所



图 4 上市银行资产负债配比（四）



资料来源：公司公告，第一创业研究所

将核心负债全部配置在高收益的贷款及债券资产上，同时积极运用主动负债方式在货币市场筹集低成本资金以支持一部分债券资产。这种策略通过放大财务杠杆而达到提到盈利的目的，适合于对市场利率具有较强研判能力的银行。

1.2 强公司业务显资源优势

南京银行第一大股东是南京紫金投资控股有限责任公司，持有公司13.35%的股份。紫金控股是南京市国资集团的独资子公司，其持有的南京银行股份由南京市国资集团的无偿划转取得。南京银行的政府背景深厚，区域大企业资源优势明显。

表 1 南京银行持股比例 10%以上的股东

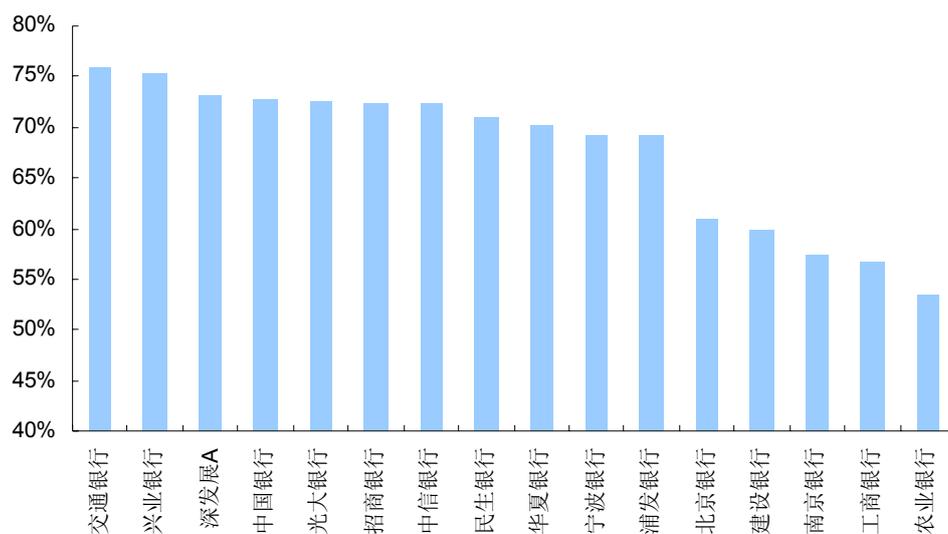
| 股东名称 | 持股数量(股) | 持股比例(%) |
|----------------|---------------|---------|
| 南京紫金投资控股有限责任公司 | 398,352,501 | 13.42 |
| BNP PARIBAS | 376,520,789 | 12.68 |
| 南京新港高科技股份有限公司 | 333,450,000 | 11.23 |
| 合计 | 1,108,323,290 | 37 |

资料来源：公司公告，第一创业研究所

商业银行的贷款扩张通常比存款扩张容易，相比贷款，存款的增长在更大程度上受到产品、营销以及客户资源的制约。大多数的股份制银行在扩张的进程中，贷款的高增长都受到存款低增长的拖累，宁波银行在近年的区域扩张中，也出现了贷存比的明显上升。但南京银行在扩张的进程中，却并没有遇到类似情况，贷存比指标在上市银行中一直处于低水平，其中起主要贡献作用的是企业客户存款的高增长。



图 5 上市银行贷存比水平（3Q10）

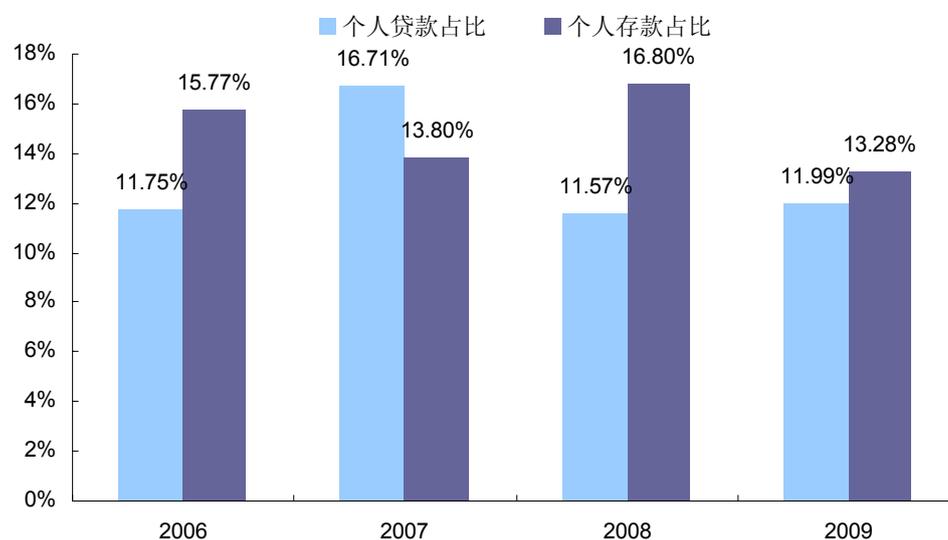


资料来源：公司公告，第一创业研究所

1.3 弱个人业务现发展契机

虽然南京银行上市之初就提出“市民银行”的定位，然而其在个人业务方面的经营表现并没有突出的亮点。过去几年，南京银行个人客户存贷款在全部存贷款中的比重没有明显变化，甚至整体呈现略微下降的趋势。

图 6 个人银行业务占比情况

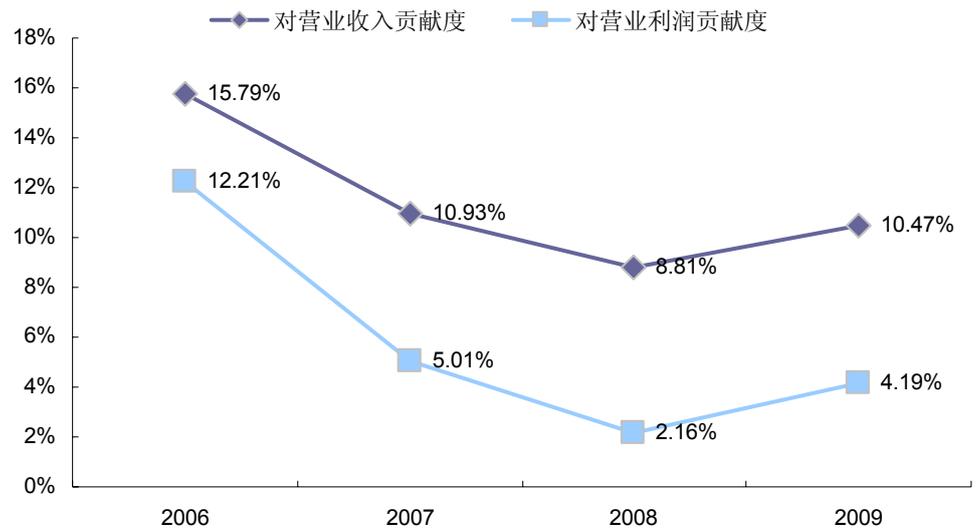


资料来源：公司公告，第一创业研究所

近几年来，南京银行个人银行业务对全行营业收入与营业利润的贡献度下降明显。09年度，个人业务营业收入仅占全行营业收入的比重只有十分之一左右，而个人业务的营业利润占全行营业利润的比重仅为4%。



图 7 个人业务对营业收入与营业利润的贡献度



资料来源：公司公告，第一创业研究所

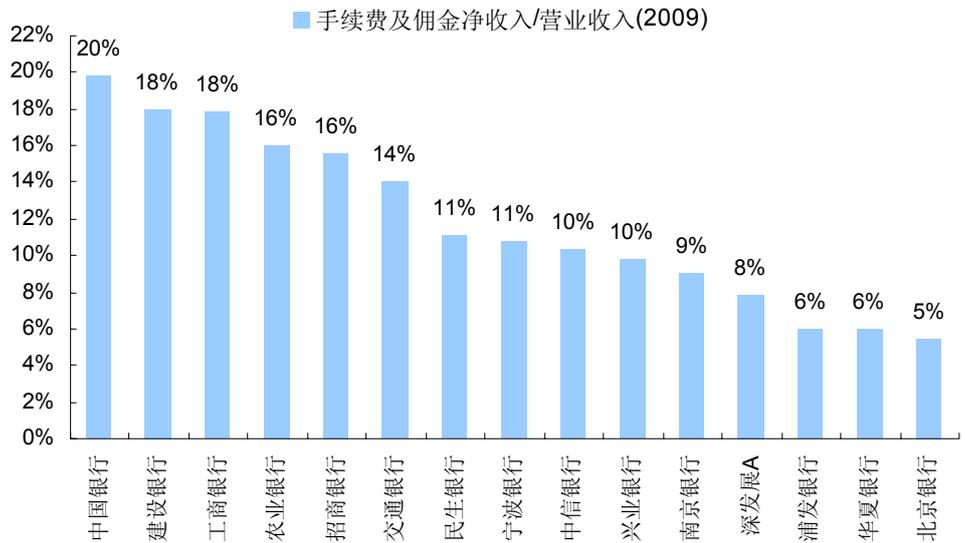
南京市政府于 2009 年 12 月正式推出了南京市民卡，该卡经南京市人民政府授权发放，用于识别个人身份、办理个人相关社会事务、享受公共服务、进行电子支付，可以在全市多领域应用的智能型集成电路卡，整合了社会保障卡、金陵通卡和银行卡功能。南京银行在市民卡项目筹建阶段即积极介入，参与设计与谋划市民卡的发卡模式和合作模式，深入介入市民卡标准建立，推进市民卡系统建设作用。市民卡正式推出后，其合作银行仅有南京银行与工商银行两家。市民卡的推出，很可能是南京银行个人银行业务发展的一个大机遇。随着市民卡对市民生活的渗透，南京银行的个人金融业务也有望取得更大的市场份额。



1.4 中间业务占比低，但经营机制优良

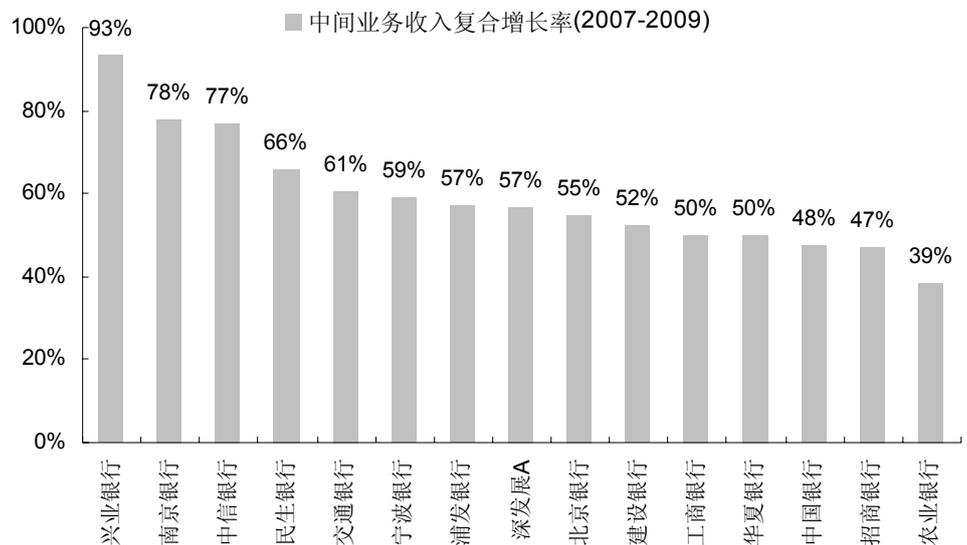
南京银行中间业务收入对营业收入的比重在上市银行中处于中低水平，但近几年来增长迅速。2007至2009年的复合增长率高达78%，仅次于兴业银行，复合增速在上市银行中位列第二。10年前3季度公司中间业务收入同比增长48%，在上市银行中排第7位。

图8 各上市银行中间业务收入占比



资料来源：公司公告，第一创业研究所

图9 各上市银行中间业务收入复合增长率



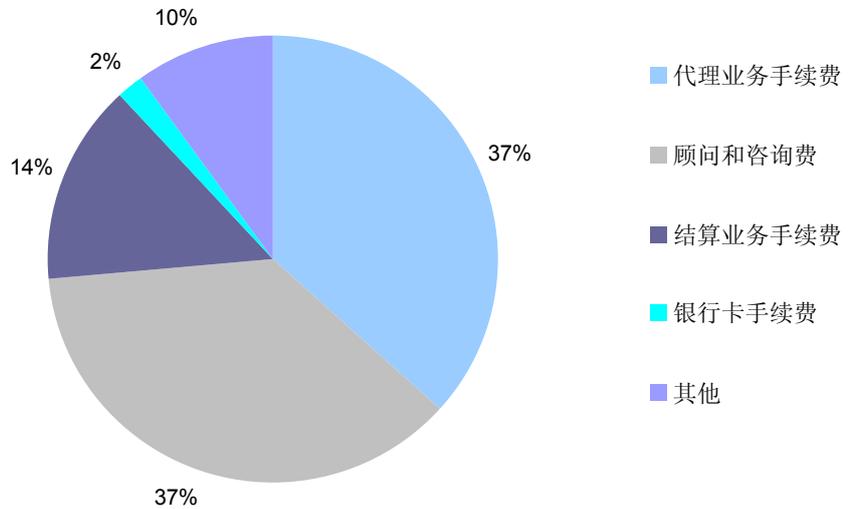
资料来源：公司公告，第一创业研究所

在南京银行中间业务收入的构成中，占比最大的三项是代理业务、顾问咨询业务以及结算业务，09年度合计占比接近90%。由于信用卡业务尚处于起步阶段，银行卡手续费对中间业务收入的贡献极其微小，09年银行卡手续费收入占中间业务收入的比重仅为2%，而其他上市银行银行卡业务收入占中间业务收入的比都在12%以上，最高的宁波银行达到了43%的水平。商业银行中间业务收入



最主要的四块分别是：结算及清算、银行卡、代理、顾问和咨询，南京银行的中间收入业务受银行卡的拖累最大。

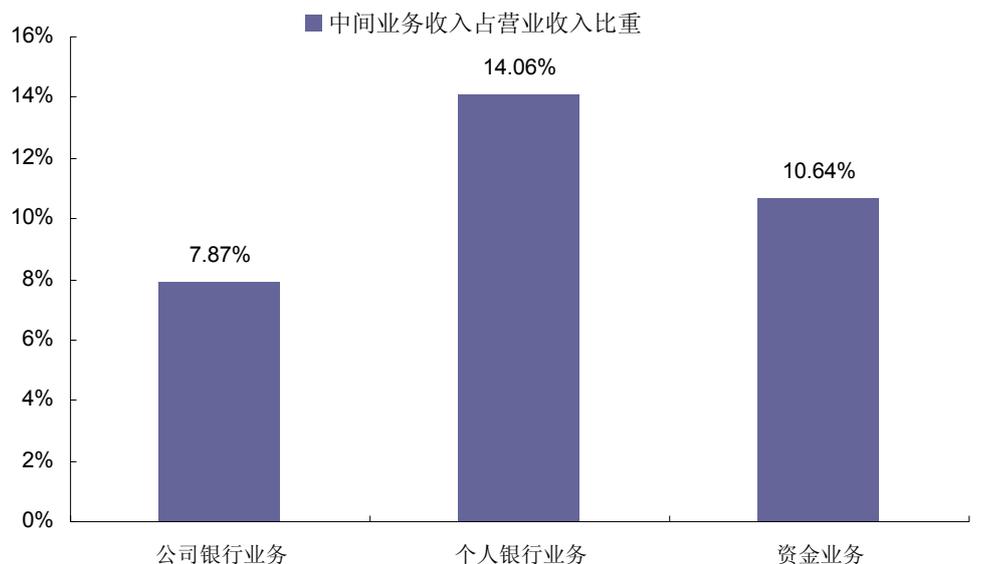
图 10 南京银行中间业务收入构成



资料来源：公司公告，第一创业研究所

在商业银行三大业务模块中，通常个人银行业务的中间业务收入占比最高，其次是公司银行业务，资金业务的中间业务收入占比一般最低。南京银行的分部数据也显示了个人银行业务中间收入占比高的特点，而个人银行业务的欠发达是南京银行中间业务收入总体占比较低的重要原因。

图 11 南京银行三大业务模块中间业务收入占比



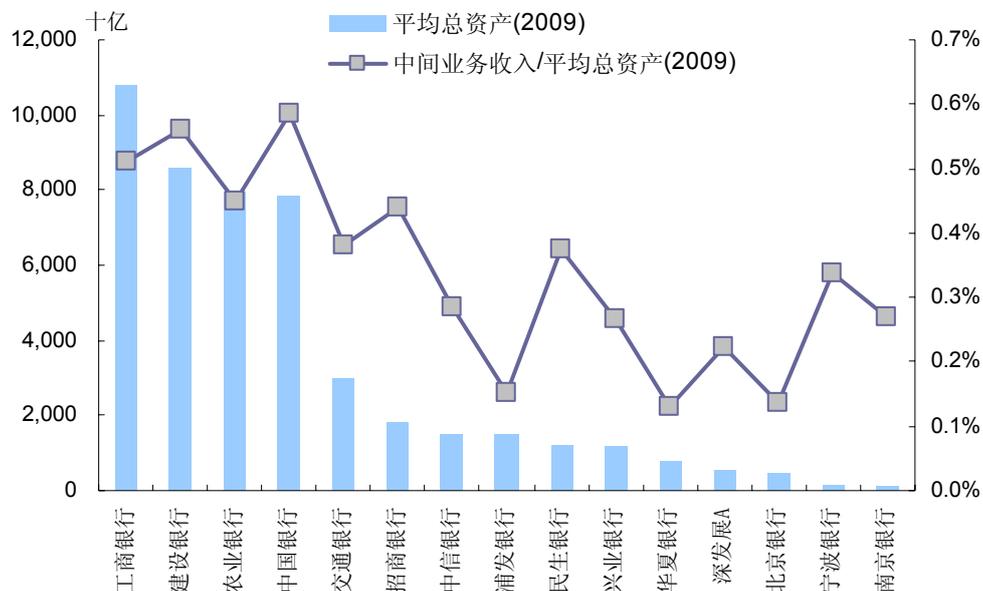
资料来源：公司公告，第一创业研究所

中间业务收入具有较强的规模效应，通常资产规模较大的银行，其资产生成中间业务收入的能力也较强。南京银行的资产规模在上市银行中位列最末，但其总资产生成中间业务收入的能力排在中游水平，说明其有关中间业务的经营理念



以及经营机制相对优良。

图 12 上市银行中间业务盈利能力

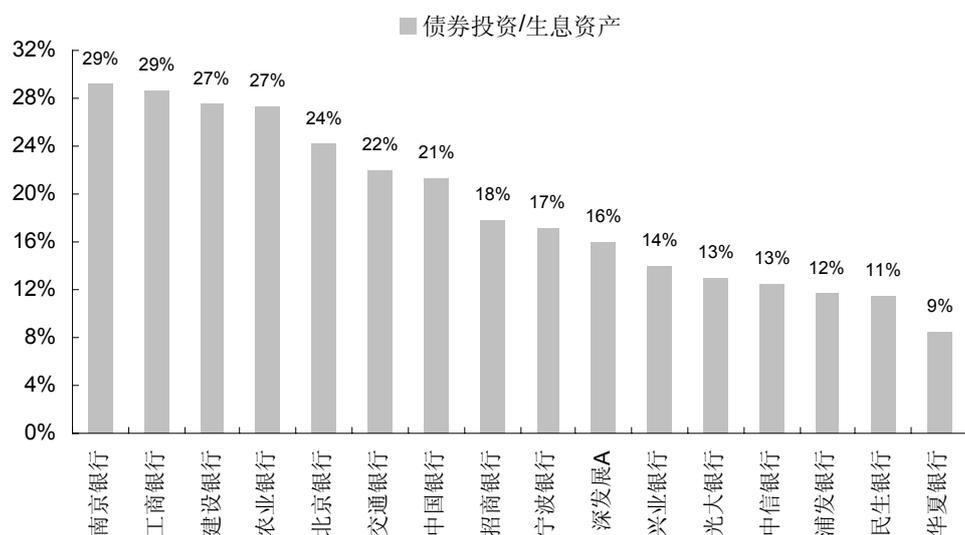


资料来源：公司公告，第一创业研究所

1.5 债券业务是传统特色

债券业务是南京银行的传统强项，南京银行的生息资产在债券资产上的配置比例在上市银行中处于高水平。

图 13 上市银行债券类资产配置比例 (3Q10)



资料来源：公司公告，第一创业研究所

南京银行积极从事债券二级市场的买卖交易，赚取价差收入。大部分上市银行都更多的将债券投资划分为持有至到期投资或可供出售金融资产，这样债券市值的波动将不会对利润表造成影响，属于较为保守的划分方法，而南京银行有接近20%的债券资产划分为交易性金融资产，也显示了南京银行在债券市场这一领域的自信。



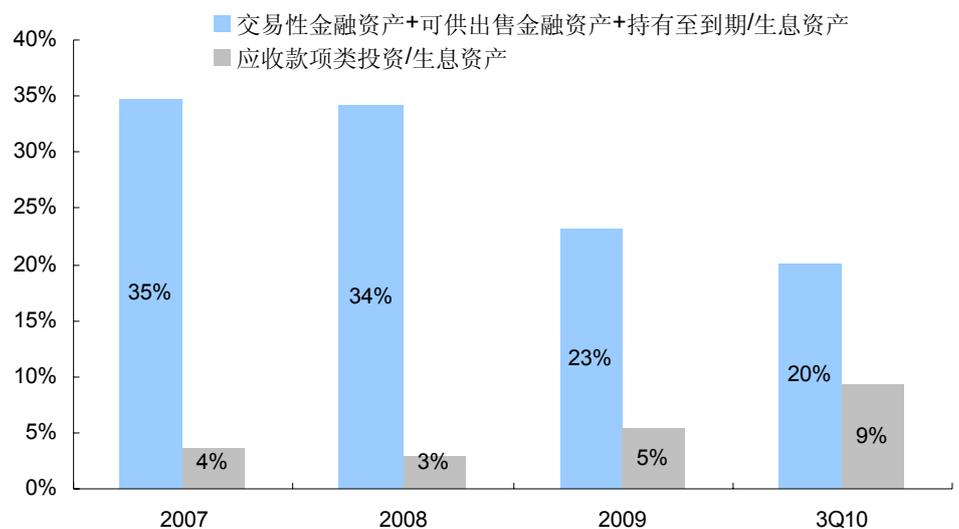
表2 上市银行各类债券资产占比 (3Q10)

| 证券简称 | 交易性 金融资产 | 可供出售 金融资产 | 持有至 到期投资 | 应收款项 类投资 |
|-------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 工商银行 | 0.46% | 25.47% | 60.78% | 13.29% |
| 建设银行 | 1.38% | 22.94% | 64.44% | 11.23% |
| 农业银行 | 2.96% | 24.01% | 43.33% | 29.70% |
| 中国银行 | 4.08% | 31.36% | 51.14% | 13.41% |
| 交通银行 | 4.58% | 18.94% | 70.51% | 5.97% |
| 招商银行 | 4.73% | 71.34% | 22.13% | 1.80% |
| 浦发银行 | 0.00% | 37.29% | 61.15% | 1.56% |
| 中信银行 | 2.61% | 53.14% | 44.25% | 0.00% |
| 兴业银行 | 3.31% | 49.71% | 12.69% | 34.29% |
| 民生银行 | 8.32% | 29.34% | 54.84% | 7.50% |
| 光大银行 | 16.13% | 44.49% | 39.37% | 0.00% |
| 华夏银行 | 1.49% | 17.12% | 80.24% | 1.15% |
| 北京银行 | 7.61% | 58.54% | 31.27% | 2.58% |
| 深发展 A | 0.53% | 38.01% | 42.46% | 19.00% |
| 宁波银行 | 1.18% | 9.64% | 24.08% | 65.10% |
| 南京银行 | 15.14% | 23.87% | 29.47% | 31.52% |
| 平均 | 4.66% | 34.70% | 45.76% | 14.88% |

资料来源：公司公告，第一创业研究所

09年以来，南京银行将业务重心更多地向传统存贷款业务上倾斜，对债券资产的配置力度有所减弱。交易性金融资产、可供出售金融资产以及持有至到期投资这三项合计占生息资产的比重在09年初为34%，到10年3季度末下降至20%。同时应收款项类投资则有大幅度的增长，主要是南京银行购买了大量的理财产品。09年末理财产品投资金额在45亿，至10年上半年末增加至99亿。

图 14 南京银行债券类资产占生息资产比重



资料来源：公司公告，第一创业研究所



2. 资产盈利能力优异

2.1 ROA水平稳列上市银行第一梯队

长期来看，ROE是衡量企业盈利能力的最好指标，涵盖了企业经营中所有影响净利润的因素，是企业经营目标的最终指向。然而在一定时期内，该指标却未必能反应企业盈利能力的高低。拿银行类企业来讲，当银行的资产扩张速度超过净资产盈利能力以及股利支付率限制的内含增长率时，银行必须通过资本市场补充资本。如果银行预计未来数年，资产增速超过内含增长率将成为一种常态，则募集资本时，会考虑到未来至少三年资产扩张对资本的需求，而非仅仅是满足短期扩张的需要。这种情况下，银行一次资本募集完成后，财务杠杆必然降低到一个较低水平，从而影响ROE的表现。然而对银行而言，财务杠杆的最大运用能力主要受到资本充足率监管指标的限制，各银行之间差异不大，不反应银行主要的经营能力。ROA才是驱动ROE的基本动力，是衡量各家银行盈利能力的关键指标。

在过去几个会计年度以及2010年前3季度中，南京银行的平均资产利润率（ROAA）在上市银行中一直稳居前三位，且领先优势明显。

图 15 上市银行 2007 年度 ROAA (%)

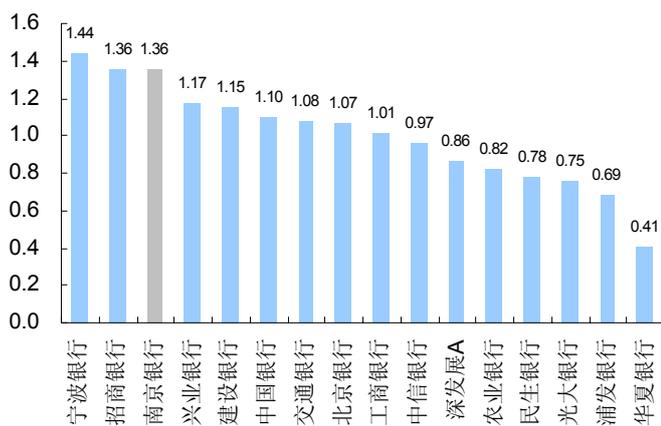
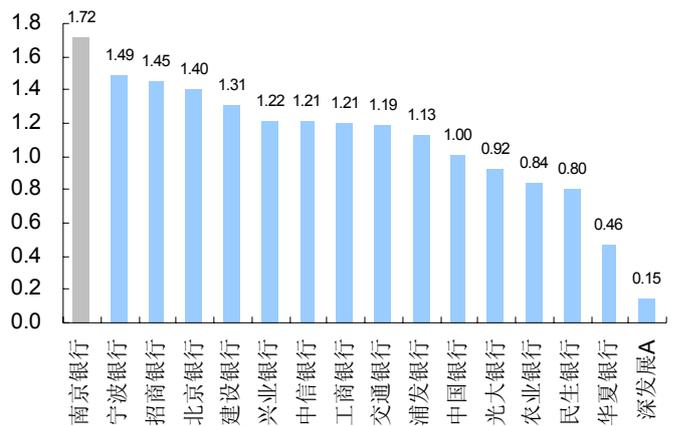


图 16 上市银行 2008 年度 ROAA (%)



资料来源：公司公告，Wind，第一创业研究所

图 17 上市银行 2009 年度 ROAA (%)

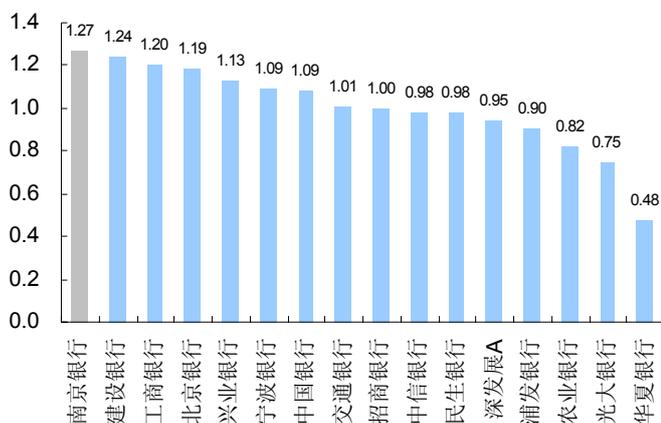
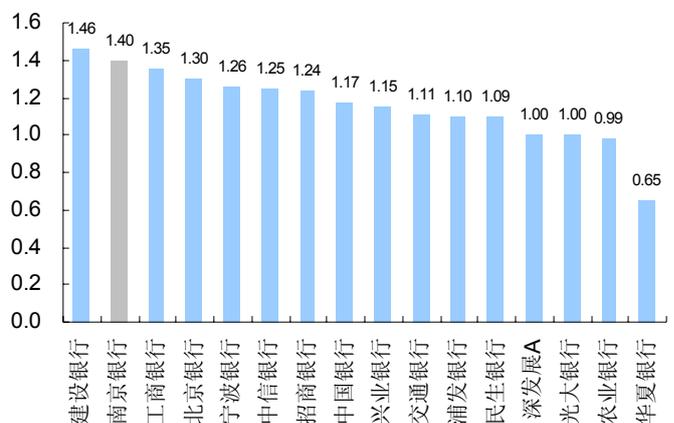


图 18 上市银行 2010 年 1 季度 ROAA (年化, %)



资料来源：公司公告，Wind，第一创业研究所



将ROA分解为三部分：资产利润率 = 拨备后营业收入/总资产 × 利润总额/拨备后营业收入 × 净利润/利润总额。“拨备后营业收入/总资产”衡量资产管理效率以及资产质量与拨备政策的影响；“利润总额/拨备后营业收入”衡量费用管理能力；“净利润/利润总额”衡量赋税管理效率。

分析上市银行近年来的财务数据，可以发现南京银行在以上三项指标上均有不俗表现，堪称ROA的“三好学生”。

2.2 高收益、低风险的息差业务显示公司良好的资产管理效率

南京银行总资产产生收入的能力在上市银行排名靠前。进一步拆分，在营业收入/平均总资产指标上，公司表现更优，而拨备支出/平均总资产指标上，公司的优势不突出。

近年来商业银行拨备支出的多寡主要受拨备政策的影响，各期间变动幅度较大。而南京银行良好资产管理效率的来源在于拨备外的因素，稳定性较好。

图 19 拨备后营业收入/平均总资产（2009，%）

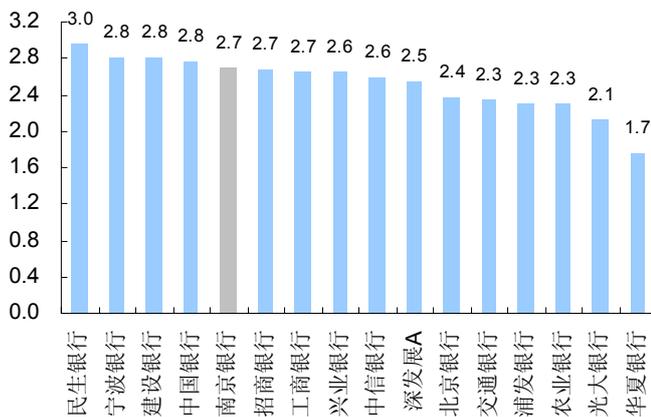
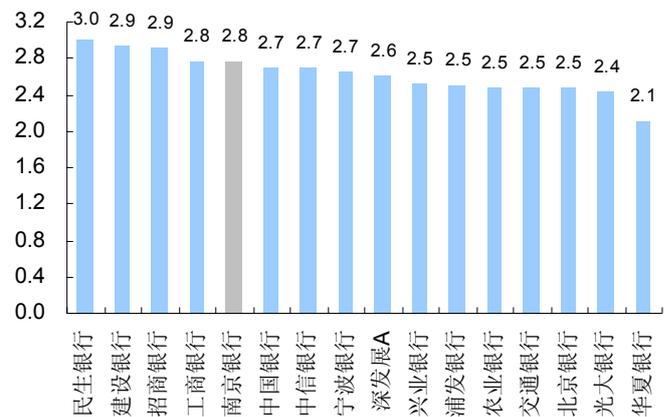


图 20 拨备后营业收入/平均总资产（1-3Q10，年化，%）



资料来源：公司公告，Wind，第一创业研究所

图 21 营业收入/平均总资产（2009，%）

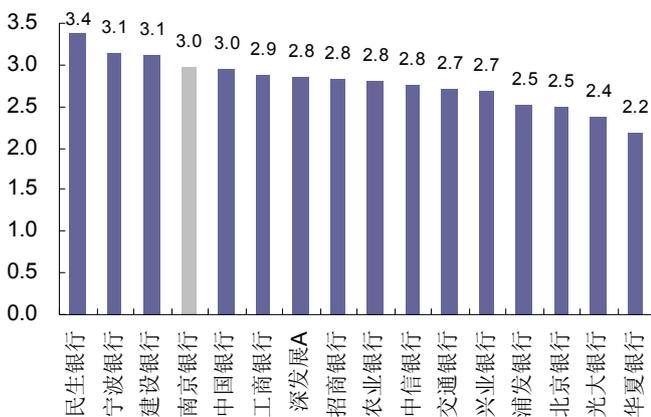
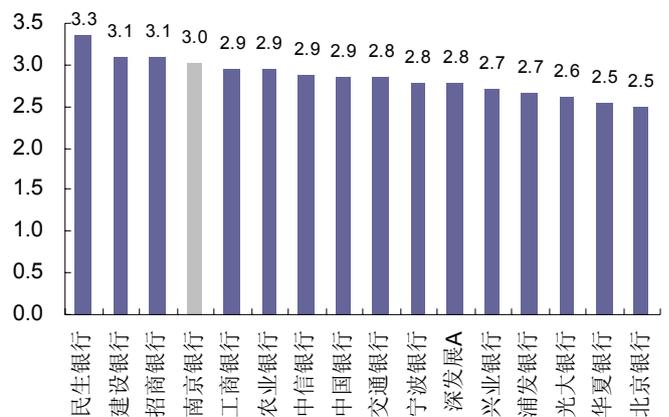


图 22 营业收入/平均总资产（1-3Q10，年化，%）



资料来源：公司公告，Wind，第一创业研究所



图 23 拨备支出/平均总资产 (2009, %)

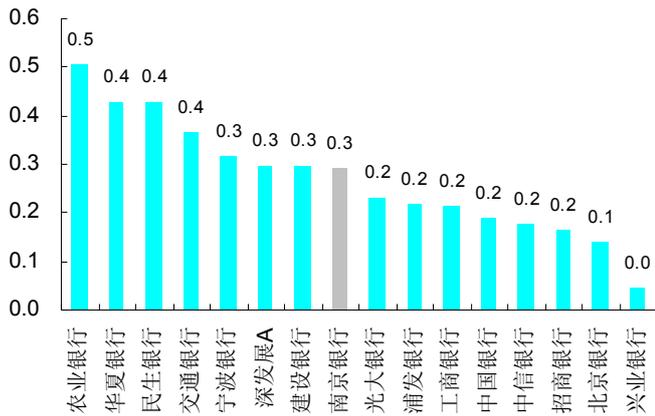
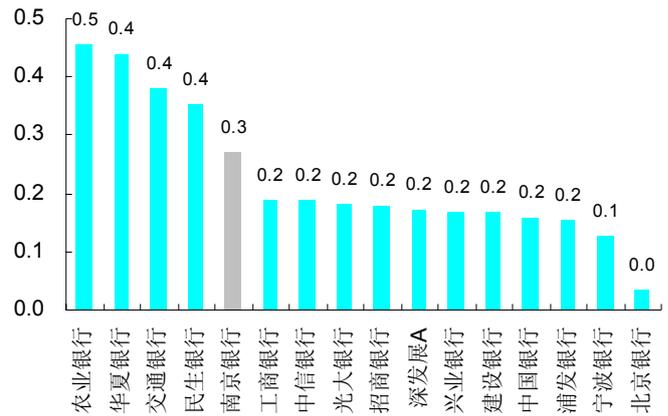


图 24 拨备支出/平均总资产 (1-3Q10, 年化, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 第一创业研究所

营业收入进一步分为息差收入、中间业务收入以及其他非息收入, 通常息差收入与中间业务收入的稳定性较好, 而其他非息收入受市场价格波动影响稳定性较差。南京银行较强的资产管理效率主要得益于息差业务, 中间业务方面南京银行没有优势。由于交易性金融资产持有较多, 南京银行在其他非息业务方面的表现略强, 但这部分占比很低, 对总营业收入的贡献较小。

图 25 息差收入/平均总资产 (2009, %)

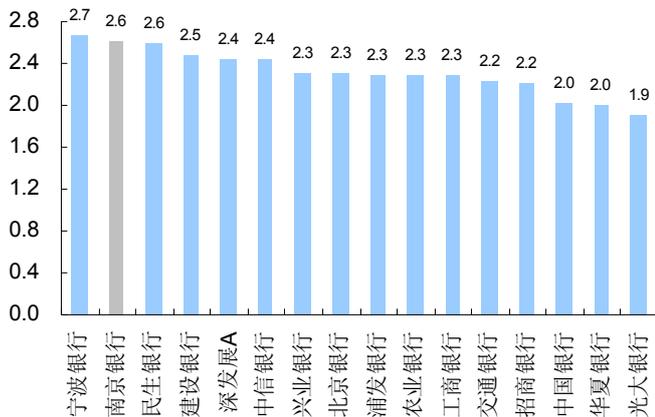
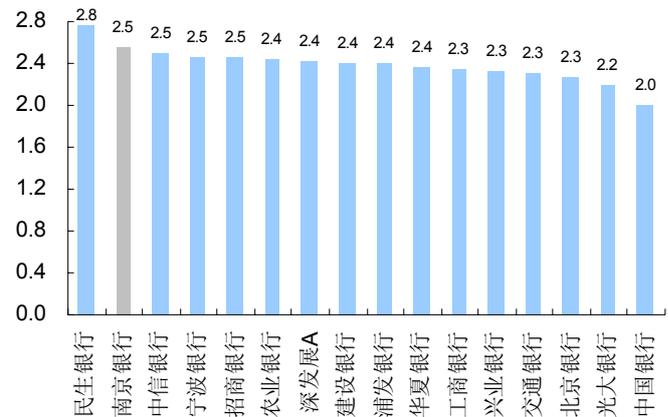


图 26 息差收入/平均总资产 (1-3Q10, 年化, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 第一创业研究所

图 27 中间业务收入/平均总资产 (2009, %)

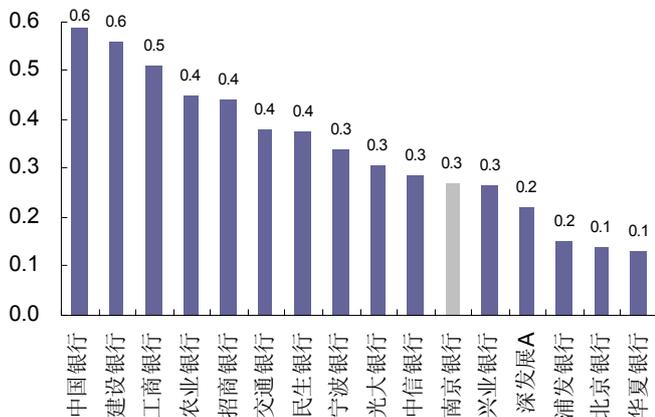
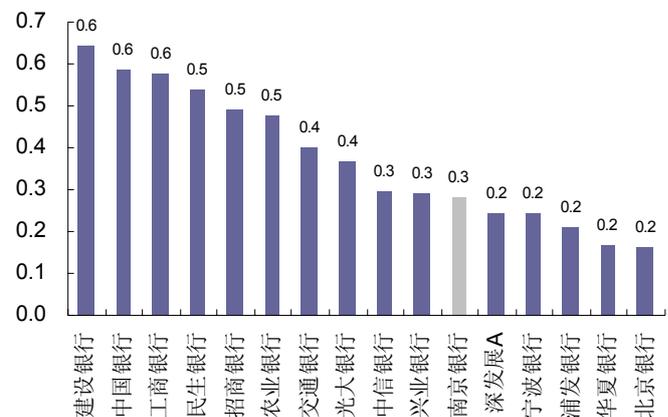


图 28 中间业务收入/平均总资产 (1-3Q10, 年化, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 第一创业研究所



图 29 其他非息收入/平均总资产 (2009, %)

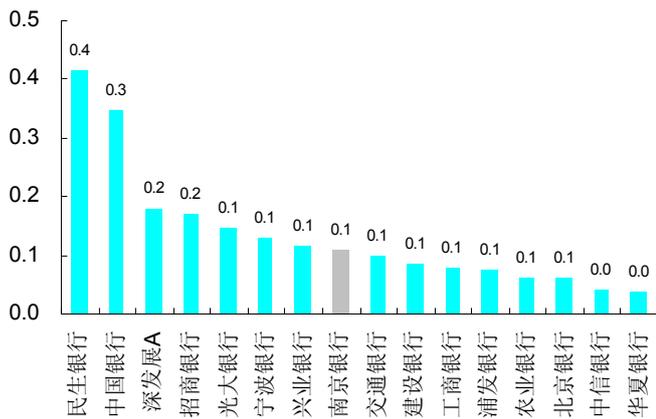
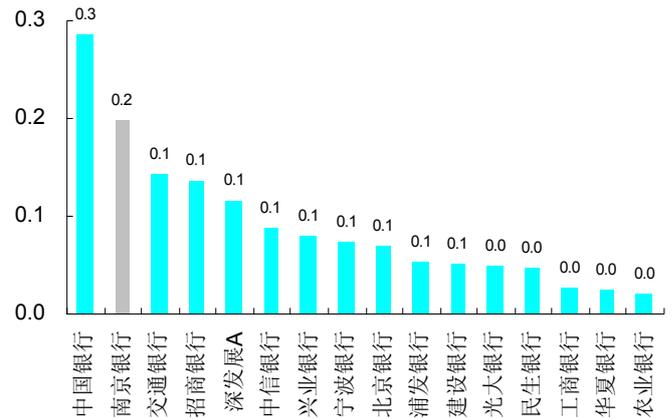


图 30 其他非息收入/平均总资产 (1-3Q10, 年化, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 第一创业研究所

南京银行优异的总资产生成息差收入的能力, 并非源于资产的高信用风险。公司息差收入/平均总资产指标在09年度以及10年前3季度位列上市银行第2, 而平均总资产的风险权重在上市银行中仅排在中等水平。

图 31 平均总资产风险权重 (2009, %)

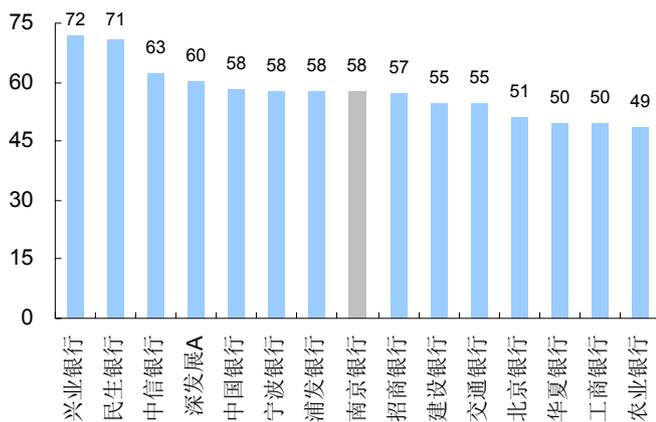
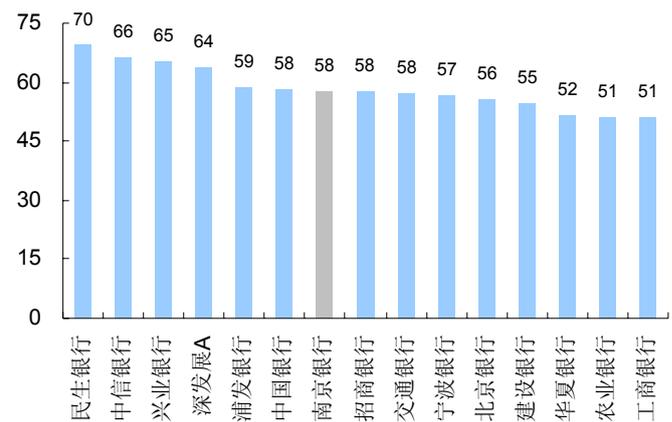


图 32 平均总资产风险权重 (1-3Q10, 年化, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 第一创业研究所

这里附加一点说明: 根据银行ROE的另一种分解方法, $ROE \approx RORWA \div$ 核心资本充足率。核心资本充足率代表杠杆的使用, 受到监管的限制, 银行盈利能力的核心在于风险加权资产的获利能力RORWA。这种分析方法更好地反映了“商业银行最大杠杆由监管制度限定”这一事实, 而缺点在于RORWA指标对息差以外的业务的分析上, 例如将中间业务收入与风险加权资产相比可能不够合理。因而本文从ROA而非RORWA入手分析银行盈利能力。

由于 $ROA = RORWA \times$ 总资产风险权重, 而南京银行的总资产风险权重在上市银行中处于中等水平, 因此可以看出公司较高ROA来源于较高的RORWA。即使用另一种分解方法, 南京银行的核心盈利能力也是较强的。

2.3 受益于资源优势的低费用投入

过去几年, 南京银行的管理费用以及营业税收及附加在收入中的占比一直处于行业内较低水平。此类指标偏低的通常是大型国有银行以及城商行, 这类银行



以较少的费用投入获得较多的收入的能力,主要得益于他们在资源方面的先天优势。

图 33 营业税收及费用/拨备后营业收入(2009, %)

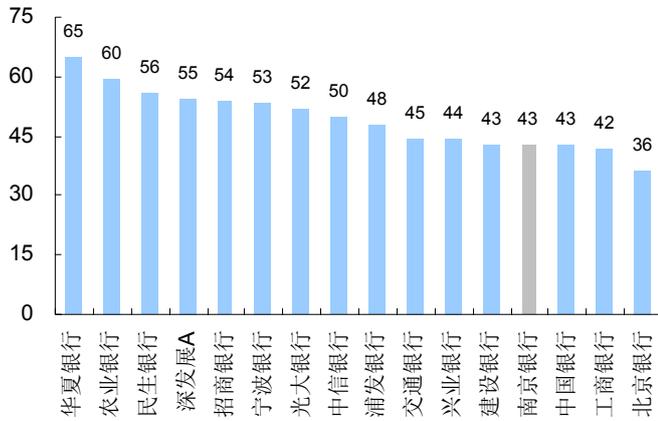
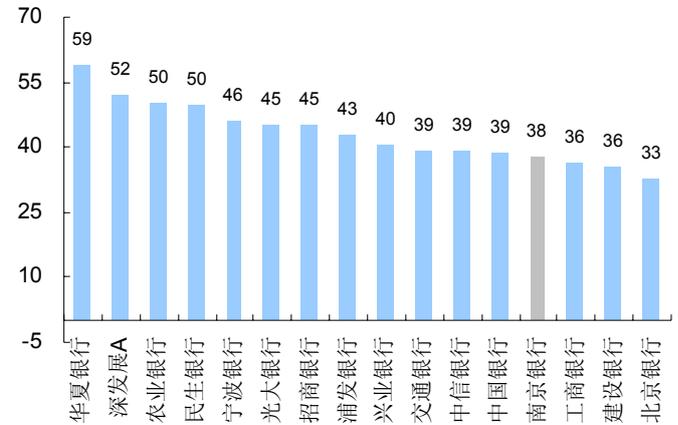


图 34 营业税收及费用/拨备后营业收入(1-3Q10, %)



资料来源:公司公告, Wind, 第一创业研究所

图 35 营业税收及费用/营业收入(2009, %)

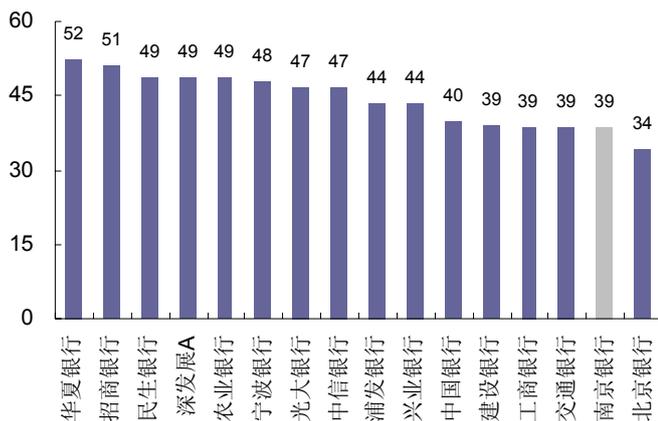
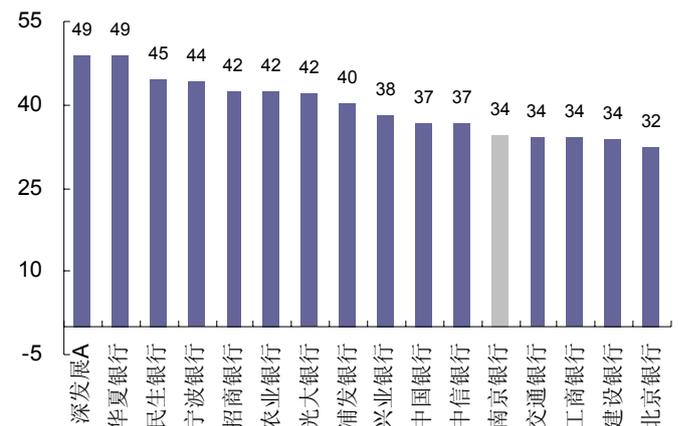


图 36 营业税收及费用/营业收入(1-3Q10, %)



资料来源:公司公告, Wind, 第一创业研究所

自 2007 年以来,南京银行迈开了异地扩张的步伐。公司现有 8 家分行,07 年开业一家,08 年开业两家,09 年开业两家,10 年开业三家。此外还有三家分行的筹建议案已获董事会通过。

表3 南京银行分行名称及开业时间

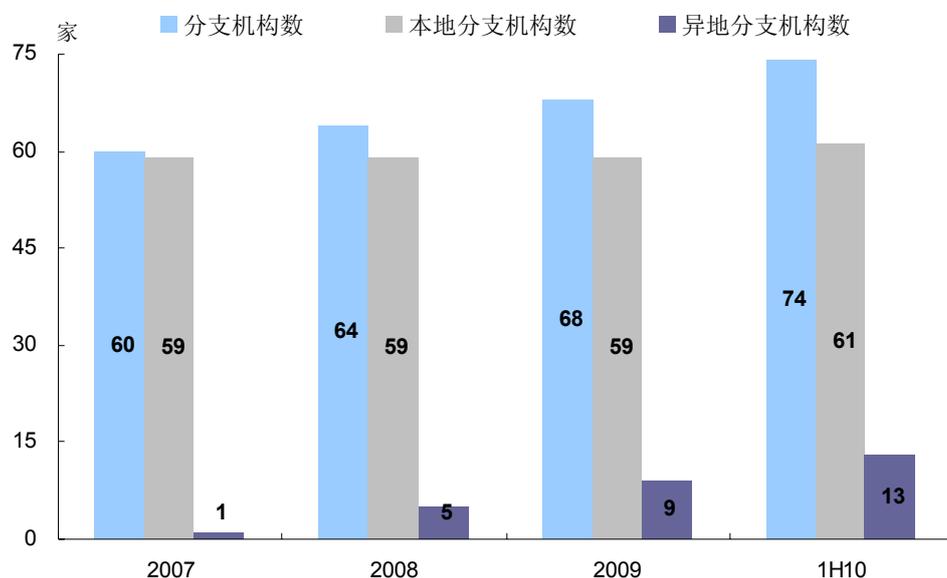
| 分行名称 | 开业时间 | 分行名称 | 开业时间 |
|------|--------|------|--------|
| 泰州分行 | 2007 年 | 扬州分行 | 2010 年 |
| 上海分行 | 2008 年 | 苏州分行 | 2010 年 |
| 无锡分行 | 2008 年 | 宁波分行 | 董事会通过 |
| 北京分行 | 2009 年 | 深圳分行 | 董事会通过 |
| 南通分行 | 2009 年 | 常州分行 | 董事会通过 |
| 杭州分行 | 2010 年 | | |

资料来源:公司公告, Wind, 第一创业研究所



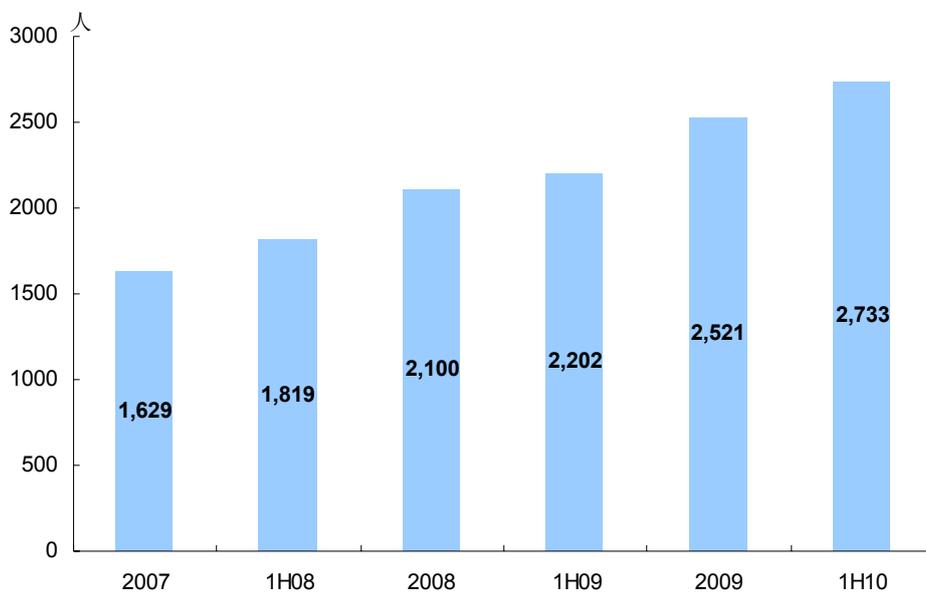
除新开分行外，南京银行的支行网点数目也在加速增长，08年至09年共有8家分支机构开业，而10年上半年新开业机构便已达到6家。10年上半年末总共的分支机构数量较年初增长了约9%。机构网点扩张的同时，公司雇佣的员工数也大幅增长，10年上半年末，公司共有员工2733人，较09同期增长24%。

图 37 南京银行分支机构数



资料来源：公司公告，第一创业研究所

图 38 南京银行员工总人数



资料来源：公司公告，第一创业研究所

随着分支机构以及员工总数的高速增长，09年以来公司的管理费用呈现高速增长的态势，同比增速位列上市银行第一。10年前3季度的费用同比增速更是高达56%。公司的高扩张仍在持续中，费用预计仍将保持较快的增长势头。

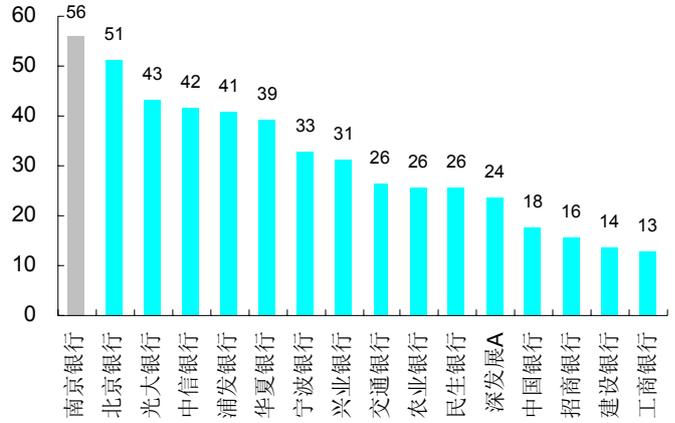


如果未来持续受监管限制贷款增速不能跟上的话，成本收入比可能会出现明显提升。

图 39 管理费用同比增速（2009，%）



图 40 管理费用同比增速（1-3Q10，%）



资料来源：公司公告，Wind，第一创业研究所

2.3 税赋管理能力良好

南京银行显示了良好的税赋管理能力，所得税实际税率在上市银行中处于较低水平。公司持有了大量的国债，免税的利息收入在公司的收入中占有较大比重。

图 41 所得税实际税率（2009，%）



图 42 所得税实际税率（1-3Q10，%）



资料来源：公司公告，Wind，第一创业研究所

过去几年，南京银行的资产管理效率、费用管理能力以及赋税管理效率在上市银行中都排在较高水平，从而使得公司的ROA水平稳居行业前三。从未来变动趋势看，资产管理效率以及赋税管理效率的稳定性较好，预计仍将保持良好水平，而费用对ROA的贡献作用在短期可能被削弱。



3. 盈利预测与估值

我们运用DDM模型对南京银行权益的绝对价值进行评估。预计2010-2012年，公司实现的归属母公司所有者的税后净利润分别为22.64亿、25.89亿、30.00亿，分红率20%。转换期7年，转换期ROE为15%，分红率20%。永续期ROE为13%，分红率50%。

表4 南京银行DDM模型估值

| DDM 模型参数 | |
|------------|--------|
| 无风险收益率 | 3.50% |
| 市场风险溢价 | 7.50% |
| BETA | 0.99 |
| 股权成本 | 10.95% |
| DDM 模型结果 | |
| 预测期价值（百万） | 1,407 |
| 转换期价值（百万） | 3,912 |
| 永续期价值（百万） | 31,313 |
| 权益总价值（百万） | 36,632 |
| 已发行股份数（百万） | 2,969 |
| 每股价值（元） | 12.34 |

资料来源：第一创业研究所

DDM的估值结果为每股价值12.34元，高于12月30日的收盘价9.88元，我们给予公司“审慎推荐”的投资评级。

4. 风险提示

我们谨慎评估了利率市场化可能给公司未来中长期经营环境带来的负面影响，并已反映在对转换期与永续期ROE的预测中。

如果利率市场化的进程快于我们的预期，或者银行业息差的收窄幅度大于我们的预期，可能会出现转换期价值以及永续期价值低于模型预测值的情况，提示投资者注意风险。



财务预测

| 每股指标与估值 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.84 | 0.76 | 0.87 | 1.01 |
| BVPS | 6.55 | 6.45 | 7.32 | 8.33 |
| P/E | 11.76 | 12.96 | 11.33 | 9.78 |
| P/B | 1.51 | 1.53 | 1.35 | 1.19 |

| 盈利能力 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| ROAA | 1.27% | 1.31% | 1.18% | 1.09% |
| ROAE | 13.23% | 14.52% | 12.66% | 12.91% |
| 净利差 (SPREAD) | 2.43% | 2.38% | 2.40% | 2.40% |
| 净息差 (NIM) | 2.58% | 2.51% | 2.55% | 2.53% |
| 信贷成本 | 0.63% | 0.57% | 0.54% | 0.65% |
| 成本收入比 | 31.38% | 33.00% | 37.77% | 40.34% |
| 所得税有效税率 | 17.46% | 18.70% | 20.11% | 20.11% |

| 利润表 (百万) | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 利息净收入 | 3,167 | 4,579 | 5,668 | 7,061 |
| 手续费净收入 | 328 | 486 | 711 | 1,000 |
| 其他非息收入 | 132 | 182 | 270 | 343 |
| 营业收入 | 3,628 | 5,248 | 6,649 | 8,404 |
| 营业费用与税金 | 1,397 | 2,032 | 2,901 | 3,883 |
| 资产减值损失 | 357 | 425 | 495 | 751 |
| 营业利润 | 1,874 | 2,790 | 3,253 | 3,770 |
| 营业外收支净额 | -2 | 1 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,871 | 2,791 | 3,253 | 3,770 |
| 所得税 | 327 | 522 | 654 | 758 |
| 少数股东利润 | 1 | 5 | 10 | 12 |
| 净利润 | 1,544 | 2,264 | 2,589 | 3,000 |

| 资产负债表 (百万) | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及存放央行 | 15,190 | 21,036 | 26,059 | 33,522 |
| 同业资产 | 23,947 | 40,280 | 49,898 | 64,189 |
| 证券投资 | 41,714 | 51,759 | 62,537 | 78,111 |
| 贷款总额 | 67,028 | 81,946 | 101,512 | 130,586 |
| 贷款损失准备 | 1,420 | 1,808 | 2,303 | 3,054 |
| 贷款净额 | 65,608 | 80,138 | 99,209 | 127,532 |
| 生息资产总额 | 147,880 | 195,022 | 240,006 | 306,408 |
| 总资产 | 149,566 | 197,501 | 243,016 | 309,988 |
| 同业负债 | 31,563 | 33,829 | 42,763 | 56,396 |
| 存款 | 102,127 | 140,240 | 173,725 | 223,481 |
| 应付债券 | 800 | 800 | 800 | 800 |
| 付息负债 | 134,490 | 174,868 | 217,288 | 280,677 |
| 总负债 | 137,398 | 178,212 | 221,133 | 285,100 |
| 少数股东权益 | 129 | 134 | 144 | 156 |
| 母公司所有者权益 | 12,039 | 19,154 | 21,738 | 24,732 |

| 资产质量 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 不良贷款率 | 1.22% | 0.98% | 0.90% | 0.81% |
| 不良贷款净生成率 | 0.28% | -0.02% | 0.12% | 0.12% |
| 拨备覆盖率 | 173.91% | 225.00% | 252.00% | 290.00% |
| 拨备/贷款总额 | 2.12% | 2.21% | 2.27% | 2.34% |

| 资本 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 资本充足率 | 14.07% | 15.08% | 14.14% | 12.83% |
| 核心资本充足率 | 12.89% | 14.08% | 13.20% | 11.94% |

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|------------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120