

行业“紧日子”中彰显优势

增持维持

目标价格：11.78 元

投资要点：

- 📖 资产负债结构优势明显
- 📖 异地分行有序扩张
- 📖 利润增长点明显，增持评级

报告摘要：

- **资产负债结构优势明显。**南京银行贷款占比低，贷存比压力最小，而优势业务债券投资已扩展至货币市场领域，分行在 2011 年将开展同业业务，总行优势得以发挥。低贷款业务模式在紧缩中也许是最有利的选择，一方面可以避免差别管制，一方面可以发挥债券业务优势。基于此，我们判断南京银行有望成为 2011 年银行板块日子最好过的一家银行。
- **牺牲部分净息差为巩固客户基础。**南京银行房贷优惠利率取消的比较晚，导致净息差回升速度低于预期，主要是为了巩固 VIP 客户，实现交叉销售。
- **异地分行有序扩张。**南京银行按照每年新设 2-3 家异地分行的速度稳步扩张。从经营目标上看，到 2011 年底异地分行和南京银行总部分行利润贡献度和存贷款占比分别达到 50%。
- **2011 年利润增长点：**同业业务进一步扩展，继续发挥债券市场的优势，逐步转向货币市场；中小企业综合收益提高、新设网点贡献度提高；中间业务收入占比会上升，收入结构优化；净息差保持稳中有升。资本补充后，充足率再次大幅提高，为各项业务进展奠定资金基础。
- **投资建议。**我们预计南京银行 2010 年净利润增速 51.2%，归属于母公司股东的净利润 23.34 亿元，每股收益 0.79 元，2011 年净利润增速 33.1%，达到 31.06 亿元，每股收益 1.05 元，2012 年每股收益 1.27 元，2011 和 2012 年对应的 PE 分别为 9.79 和 8.09 倍，PB 分别为 1.39 和 1.21 倍，增持评级。

联系人：张继袖

电话：010-88085976

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



相关研究

1 《宏源证券*公司研究*南京银行：规模因素主导利润增长，NIM 反弹乏力*601009*银行*张继袖》，2010.8

(百万元,元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	3223	3627	5524	7288	8862
净利润	1456	1545	2336	3108	3760
摊薄 EPS(元)	0.79	0.84	0.79	1.05	1.27
BVPS(元)	6.15	6.55	6.42	7.36	8.49
PE(X)	12.92	12.18	13.02	9.79	8.09
PB(X)	1.67	1.56	1.60	1.39	1.21

目录

一、资产负债结构优势明显	4
(一) 贷款占比低, 存准率上调影响较小	4
(二) 债券业务继续领跑行业	5
(三) 银信合作对信贷额度影响大部分已释放	6
二、牺牲部分 NIM 以巩固客户基础	6
三、异地分行扩张有序进行	7
四、资产质量的重新认识	8
五、2011 年利润增长点	8
六、盈利预测和投资建议	8

插图

图 1: 南京银行资产配置.....	4
图 2: 各家银行 2010 年中期贷款/资产比例.....	4
图 3: 南京银行债券投资收益率走势.....	5
图 4: 各家银行 2010 年中期债券/资产比例.....	5

表格

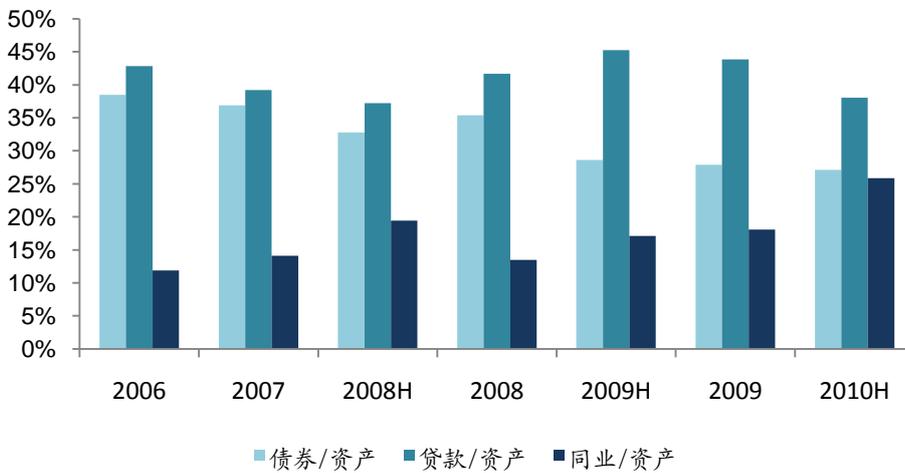
表 1: 南京银行个贷金额.....	6
表 2: 南京银行个贷占比.....	7
表 3: 南京银行异地分行数据.....	7
表 4: 南京银行贷款地区分布.....	7
表 5: 南京银行盈利预测表.....	9
表 6: 上市银行盈利预测表.....	10
表 7: 上市银行估值.....	10

一、资产负债结构优势明显

(一) 贷款占比低，存准率上调影响较小

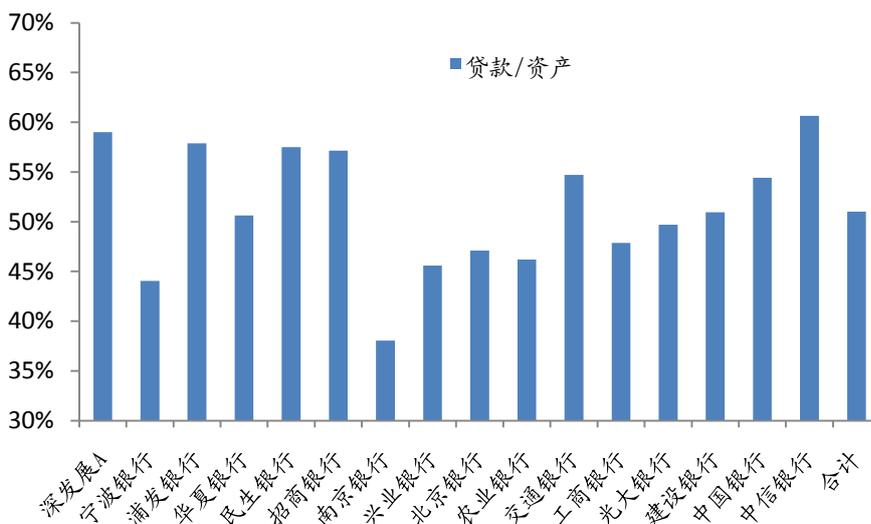
南京银行以债券交易业务为特色，贷款占比历来低与其他银行，在存准率仍有上调空间，贷存比监管和存款稀缺的背景下，对南京银行更有利。2010年中期，南京银行的贷款占比仅为38.06%，预计2010年底时也不会超过50%，在同业中处于低水平，保证了总资产的百分之四十几的调控空间。低贷款业务模式在紧缩中也许是最有利的选择，一方面可以避免差别管制，一方面可以发挥债券业务优势。基于此，我们判断南京银行有望成为2011年银行板块日子最好过的一家银行。

图 1：南京银行资产配置



资料来源：公司财报，宏源证券

图 2：各家银行 2010 年中期贷款/资产比例

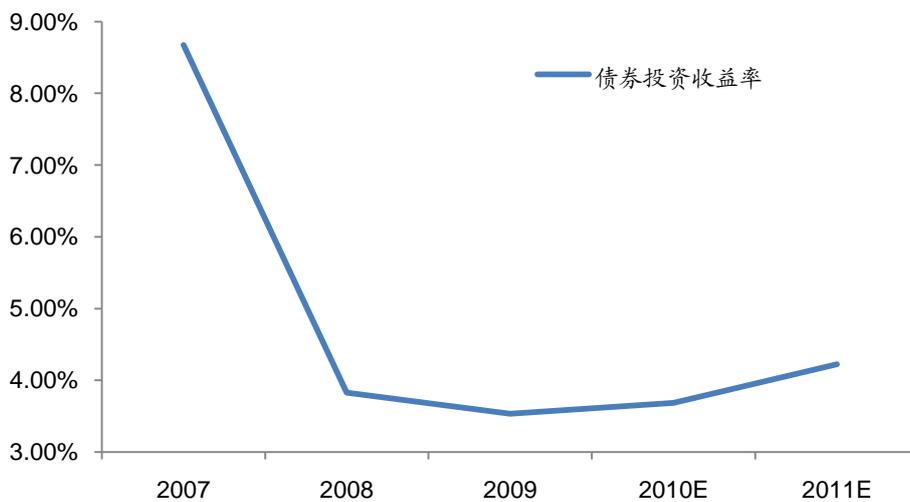


资料来源：公司数据，宏源证券

(二) 债券业务继续领跑行业

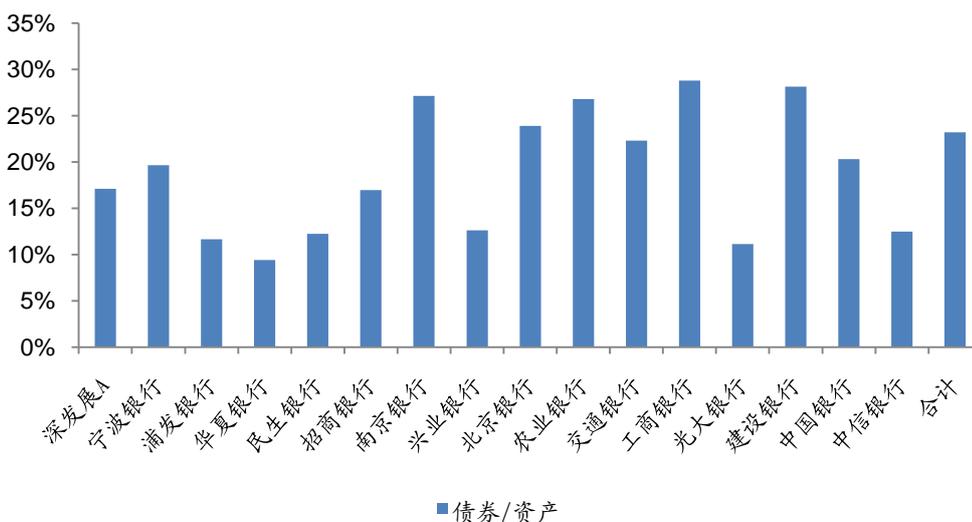
南京银行在 2010 年继续保持债券业务特色和优势地位。债券收益率 2010 年保持在 3.6%，公司战略上有将债券业务延伸的方案，用债券平台做其他业务-如发票、衍生品、同业，而且改变原来只有总行做债券的做法，在人员经过几年培训后，2011 年开始，分行将陆续做债券业务。这样债券作为融资工具了，公司手上可用资源增加。但是，在加息周期中，利率调整将对债券投资公允价值的影响存在不确定性，

图 3: 南京银行债券投资收益率走势



资料来源：公司数据，宏源证券

图 4: 各家银行 2010 年中期债券/资产比例



资料来源：公司数据，宏源证券

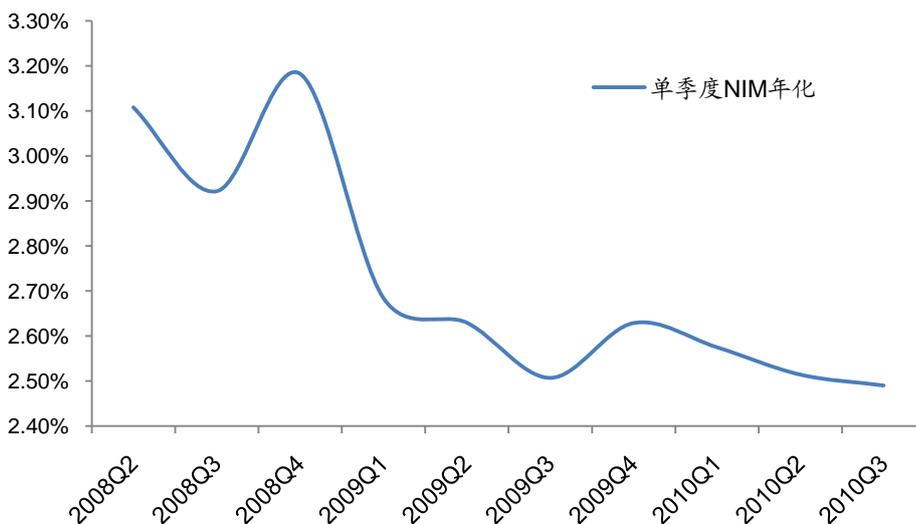
(三) 银信合作对信贷额度影响大部分已释放

南京银行银信合作余额不超过4个亿(最新数据),约占2010年新增贷款的2.4%。按照到期自然结转,预计2011年1季度全部进表,不会占用太多新增贷款额度,南京银行2011年信贷节奏与去年基本同步。

二、牺牲部分 NIM 以巩固客户基础

城商行的客户基础比较薄弱,在2010年部分银行争相对按揭客户提高利率时,南京银行并未急于提高利率,而是稳扎稳打做好客户基础,巩固VIP客户,以达到留住客户,为后期交叉销售打好基础。原因在于:南京银行个贷占比低,在价格竞争情况下,低利率更容易吸引优质客户,所以优惠利率取消的慢,为了提高个贷占比和节约资本。这样,在前三季度净息差弹性较弱,而四季度NIM上升很快。

图5: 南京银行单季度净息差年化走势图



资料来源: 公司数据, 宏源证券

表1: 南京银行个贷金额

百万, %	金额					
	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H
贷款总额	25505	30629	40180	60034	67028	76288
其中: 公司贷款(不包括贴现)	19869	23747	31562	48117	57069	63425
贴现	2638	1764	3970	6475	1924	1040
个人贷款	2997	5118	4648	5442	8035	11823
其中: 住房按揭	2493	3483	3120	3879	3963	6831
贷款损失准备	675	806	1122	1348	1420	1639
单项拨备	215	287	408	535	521	552
组合拨备	460	519	714	813	899	1087

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 2: 南京银行个贷占比

百万,%	占比					
	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H
贷款总额	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其中: 公司贷款(不包括贴现)	77.90	77.53	78.55	80.15	85.14	83.14
贴现	10.34	5.76	9.88	10.79	2.87	1.36
个人贷款	11.75	16.71	11.57	9.06	11.99	15.50
其中: 住房按揭	9.78	11.37	7.76	6.46	5.91	8.95
贷款损失准备	2.65	2.63	2.79	2.25	2.12	2.15
单项拨备	31.86	35.58	36.40	39.68	36.70	33.69
组合拨备	68.14	64.42	63.60	60.32	63.30	66.31

资料来源: 公司数据, 宏源证券

三、异地分行扩张有序进行

南京银行按照每年新设 2-3 家异地分行的速度稳步扩张。从经营理念上看, 南京银行秉承存款大于贷款的原则, 新设分行利润高于当地同期开业的其他银行分行。从经营目标上看, 到 2011 年底异地分行和南京银行总部分行利润贡献度和存贷款占比分别达到 50%。

表 3: 南京银行异地分行数据

开业时间	员工-人			资产规模-百万元			
	2009	2010-6-30	人员增长%	2009	2010-6-30	资产增长%	
泰州分行	2007.2.10	124	156	25.81	3,432	7,578	120.77
上海分行	2008.6.25	142	209	47.18	9,553	18,544	94.12
无锡分行	2008.9.26	132	143	8.33	11,132	12,691	14.01
北京分行	2009.5.12	90	108	20.00	6,658	13,815	107.48
南通分行	2009.12.17	63	74	17.46	1,649	5,521	234.78
杭州分行	2010.3.18		67			4,150	
扬州分行	2010.4.18		62			1,749	
苏州分行	2010.12.26						

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 4: 南京银行贷款地区分布

百万, %	2010-6-30		2009-12-31		2008-12-31	
	余额	比例	余额	比例	余额	比例
南京地区	40,744	53.41	38,235	57.04	31,699	78.89
泰州地区	5,935	7.78	5,147	7.68	2,303	5.73
无锡地区	9,625	12.62	8,244	12.3	2,626	6.54
上海地区	8,370	10.97	7,715	11.51	3,552	8.84
北京地区	6,546	8.58	6,075	9.07		
南通地区	3,001	3.93	1,583	2.36		
苏州地区	277	0.36	29	0.04		

杭州地区	930	1.22				
扬州地区	860	1.13				
合计	76,288	100	67,028	100	40,180	100
个别评估贷款损失准备	552		521		408	
组合评估贷款损失准备	1,087		899		714	
贷款损失准备小计	1,639		1,420		1,122	
贷款和垫款帐面价值	74,649		65,608		39,057	

资料来源：公司数据，宏源证券

四、资产质量的重新认识

从巧丽事件发生开始，我们开始担心南京银行的风控能力。近期，我们重新了解了南京银行的风控系统。2000年，IFC和南京银行各家出资50%，合作开发南京银行的风控系统，经过几年的磨合，这套后台系统运行良好。

“巧丽事件”完全是公司的谨慎作法。巧丽是集团企业，下面包括十几个法人企业，2010年企业生产正常，是当地力保的企业，当年进行资产质量降级处理是由于老板个人声誉出现问题，企业盈利并没发生实质性变化。

对于中小企业贷款，南京银行结合地区特色，主要是中小国企贷款，银监会对小企业的风险容忍度2.2%，预计南京银行2010年小企业不良率0.67%。

五、2011年利润增长点

由于贷款占比低，表外进表内压力小，债券业务扩展得力，存款来源稳定，预计2011年南京银行各项业务将比2010年更突出。

我们分析南京银行2011年业务增长点在于几个方面：同业业务进一步扩展，继续发挥债券市场的优势，逐步转向货币市场；中小企业综合收益提高、新设网点贡献度提高；中间业务收入在连续3年50%增长的基础上，收入占比会上升，收入结构优化，2011年保持中间业务增长50%；净息差保持稳中有升。资本补充后，充足率再次大幅提高，为各项业务进展奠定资金基础。

对于2011年存在两个变数：利率调整会对债券市场公允价值产生较大影响，债券规模管理和利润贡献度较难确定。第二个变数是信贷投放，会在央行的管制下进行，银行本着稳健原则，不会冲信贷规模。

六、盈利预测和投资建议

我们预计南京银行2010年净利润增速51.2%，归属于母公司股东的净利润23.34亿元，每股收益0.79元，2011年净利润增速33.1%，达到31.06亿元，每股收益1.05元，2012年每股收益1.27元，2011和2012年对应的PE分别为9.79和8.09倍，PB分别为1.39和1.21倍，增持评级。

表 5: 南京银行盈利预测表

资产负债表					利润表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及存放央行	15190	20374	24753	29801	净利息收入	3167	4772	6266	7577
存放同业和其它	4484	6014	7307	8797	手续费及佣金净收入	328	503	673	821
拆出资金	600	805	978	1177	其他净收入	132	249	349	464
证券投资	41714	55839	71029	89854	营业收入合计	3627	5524	7288	8862
买入返售金融资产	18863	25301	30739	37008	营业税金及附加	259	387	510	620
衍生金融资产	0	0	0	0	业务及管理费	1138	1712	2259	2747
发放贷款及垫款	65608	82064	95574	109703	资产减值损失	357	573	682	799
固定资产	1112	829	914	996	营业支出合计	1754	2672	3452	4167
递延所得税资产	221	287	347	416	营业利润	1874	2852	3836	4696
无形资产	60	24	25	25	营业外收支净额	-2	-3	-4	-5
其他资产合计	1714	2898	3601	4424	拨备前利润	2230	3425	4519	5495
资产合计	149566	194436	235267	282203	利润总额	1871	2848	3832	4690
同业和其它金融机构					减: 所得税	327	513	724	931
存放	10645	25565	31317	42905	净利润	1545	2336	3108	3760
拆入资金	3018	1800	2205	3575	归属于母公司的净				
卖出回购金融资产款	17899	7842	9786	12310	利润	1544	2334	3106	3757
吸收存款	102127	127659	156382	188050	少数股东损益	1	1	2	2
应付债券	800	800	800	800	基本每股收益	0.84	0.79	1.05	1.27
其他负债合计	2908	11582	12808	9229	稀释每股收益	0.84	0.79	1.05	1.27
负债合计	137398	175247	213298	256869	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1837	2969	2969	2969	成长性				
资本公积金	6209	10496	10538	10591	营收增长率	12.6%	52.3%	31.9%	21.6%
盈余公积金	631	864	1175	1551	EBIT 增长率	7.4%	51.3%	34.1%	22.2%
未分配利润	2286	3653	6078	9013	净利润增长率	6.0%	51.2%	33.1%	21.0%
一般风险准备	1076	1076	1076	1076	盈利性				
少数股东权益	129	131	132	134	ROA	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%
股东权益合计	12039	19058	21837	25200	ROE	12.7%	12.2%	14.1%	14.8%
现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT 率	52.5%	52.2%	53.0%	53.3%
净利润	1544	2334	3106	3757	净息差	2.77%	2.93%	3.08%	3.09%
EBIT	1904	2881	3865	4723	成本收入比	31.4%	31.0%	31.0%	31.0%
NOPLAT	1572	2363	3134	3786	估值倍数				
资产准备	357	573	682	799	PE	12.18	13.02	9.79	8.09
折旧与摊销	55	65	56	57	P/S	5.19	5.50	4.17	3.43
来源	55037	37850	38051	43571	P/B	1.56	1.60	1.39	1.21
运用	55860	44870	40831	46936	股息收益率	2.93%	0.60%	1.22%	1.47%
自由现金流	804	-4593	410	478	EV/EBITDA	9.67	10.28	7.67	6.24

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 6: 上市银行盈利预测表

公司名称	每股收益 (元)					BVPS			
	08	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E
深发展 A	0.62	1.44	1.81	2.28	2.88	5.87	9.27	11.01	13.18
宁波银行	0.25	0.51	0.78	1.23	1.68	3.38	5.52	6.34	7.45
浦发银行	0.44	0.92	1.26	1.60	1.94	4.74	9.19	10.90	12.98
华夏银行	0.39	0.75	0.85	1.17	1.48	6.06	8.17	9.15	10.39
民生银行	0.23	0.45	0.57	0.73	0.90	3.30	3.87	4.58	5.40
招商银行	0.61	0.85	1.14	1.52	1.83	4.30	6.27	7.46	8.91
南京银行	0.27	0.52	0.79	1.05	1.27	4.06	6.42	7.36	8.49
兴业银行	1.09	2.22	3.28	3.63	4.92	9.95	15.34	19.14	23.88
北京银行	0.47	0.90	1.16	1.50	1.87	6.03	7.03	8.27	9.80
交通银行	0.28	0.53	0.67	0.84	1.06	2.91	4.07	4.78	5.67
工商银行	0.18	0.37	0.45	0.54	0.64	1.93	2.31	2.62	2.99
建设银行	0.23	0.43	0.55	0.69	0.85	2.22	2.80	3.18	3.66
中国银行	0.15	0.29	0.34	0.41	0.49	1.84	2.33	2.55	2.81
中信银行	0.22	0.37	0.51	0.66	0.80	2.63	3.07	3.61	4.27
农业银行	0.00	0.20	0.28	0.36	0.45	1.06	1.67	1.91	2.21
光大银行	0.00	0.19	0.36	0.40	0.50	1.19	2.01	2.23	2.55

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 7: 上市银行估值

	收盘价		市盈率 (倍)			市净率(倍)				
	2011-2-9	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E	
深发展 A	15.25	10.56	8.44	6.68	5.30	2.60	1.65	1.39	1.16	
宁波银行	12.20	24.14	15.61	9.95	7.25	3.61	2.21	1.93	1.64	
浦发银行	12.63	13.71	10.00	7.91	6.51	2.67	1.37	1.16	0.97	
华夏银行	11.12	14.76	13.15	9.47	7.51	1.84	1.36	1.22	1.07	
民生银行	5.03	11.10	8.79	6.87	5.61	1.53	1.30	1.10	0.93	
招商银行	12.60	14.91	11.08	8.29	6.87	2.93	2.01	1.69	1.41	
南京银行	10.24	19.69	13.02	9.79	8.09	2.53	1.60	1.39	1.21	
兴业银行	25.50	11.51	7.77	7.02	5.18	2.56	1.66	1.33	1.07	
北京银行	11.50	12.71	9.94	7.65	6.14	1.91	1.64	1.39	1.17	
交通银行	5.50	10.29	8.25	6.58	5.19	1.89	1.35	1.15	0.97	
工商银行	4.24	11.51	9.35	7.85	6.61	2.20	1.84	1.62	1.42	
建设银行	4.81	11.26	8.67	7.01	5.63	2.16	1.72	1.51	1.31	
中国银行	3.22	11.12	9.39	7.93	6.53	1.75	1.38	1.26	1.14	
中信银行	5.15	14.04	10.19	7.86	6.43	1.96	1.68	1.43	1.21	
农业银行	2.60	12.99	9.29	7.30	5.81	2.46	1.56	1.36	1.18	
光大银行	3.83	20.26	10.64	9.58	7.64	3.22	1.91	1.72	1.50	
行业平均		14.04	10.22	7.98	6.39	2.36	1.64	1.42	1.21	
国有大行平均			11.43	8.99	7.33	5.95	2.09	1.57	1.38	1.20
股份制银行平均			13.86	10.01	7.96	6.38	2.41	1.62	1.38	1.16
城商行平均			18.85	12.86	9.13	7.16	2.68	1.81	1.57	1.34

资料来源: 公司数据, 宏源证券

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。