

南京银行（601009）跟踪报告

量足补价 风险可控 增长确定

投资要点

- ❖ **行业投资逻辑：量足补价、风险可控推动 09 年城商行业绩超行业平均。**1 月贷款同比增速达 21.3%，规模扩张成为银行收入增长的最积极因素。而由于票据占比增加及存量房贷 7 折，上市银行息差收窄幅度超预期，部分银行已较 08 年中期收窄了 60-90BP。量难补价，行业收入增长面临挑战，部分股份制银行 1 季度可能出现收入同比负增长。综合收入和信贷成本两方面，城商行由于量足补价、风险可控，具备业绩超行业平均的可能。
- ❖ **区域经济优势增强后续发展动力。**江苏地区国有经济占比高，产业结构以电子、军工、汽车等领域为主。08 年江苏省固定资产投资份额为 7.67%、居全国第二，仅次于山东；固定资产增速为 24%，大大超过了山东、浙江及广州，与中、西部地区相当。江苏省金融发达，新增贷款及新增基建类贷款份额为 8.8% 和 7.8%，均居全国第二。预计 4 万亿投资将显著拉动当地经济增长，受益政府支持背景，南京银行后续增长潜力巨大。
- ❖ **收入正增长源于量能补价：规模增长潜力大，息差下降低于同业。**南京银行贷款占比为 62%，资本充足率高达 26%，公司具备较大的贷款增长潜力，预计其 09 年贷款增长在 30% 以上。公司定价能力强，下浮利率贷款占比约 20%；房贷占比仅 9.8%，贷款利率受降息负面影响小。公司债券占资产比达 40%，08 年加大了交易类占比，预计 08 年债券收益率显著高于同业。预计南京银行 09 年净息差达 2.65%，较 08 年下降 34BP，低于行业平均下降 50BP 的水平。
- ❖ **08 年 4 季度加大拨备计提，缓解 09 年信用成本上升压力。**公司 08 年 4 季度对巧丽针织计提了 1.4 亿拨备，并对 300 万美元的雷曼债全额计提拨备，预计 08 年信贷成本将达 1.2%，大大高于以往年份 0.6% 左右的水平，有效缓解了 09 年信用成本上升压力。随着公司更加严格的贷款分类以及不良的陆续清收，我们预计公司 09 年信贷成本将回到以前年份 0.6% 左右水平，进而贡献利润增长。
- ❖ **风险提示。**解禁高峰影响股价波动。2 月份贷款环比增速可能下降较快。公司资产质量超预期恶化。
- ❖ **维持南京银行“增持”评级。**南京银行（08/09/10 年 EPS 0.84/1.00/1.10 元，08/09/10PE 13/11/10 倍，当前价 11.06 元，目标价 14 元，“增持”评级）。

重点公司盈利预测及投资评级

项目/年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1,508	1,925	3,101	3,507	4,092
增长率YoY %	23.8%	27.6%	61.1%	13.1%	16.7%
净利润(百万元)	595	909	1,536	1,828	2,018
增长率YoY%	61.9%	53.0%	68.9%	19.0%	10.4%
EPS (元)	0.49	0.50	0.84	1.00	1.10
BVPS (元)	2.17	5.41	5.99	6.78	7.61
P/E	22	22	13	11	10
P/B	5.1	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：中信证券研究部，注：股价为 2009 年 2 月 20 日收盘价。

增持（维持）

当前价：11.06 元

目标价：14.00 元

中信证券研究部

朱琰

电话：010-84588601

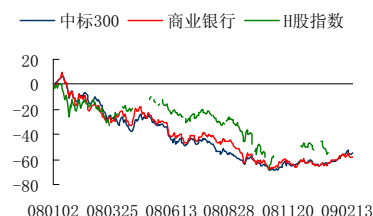
邮件：zhuy@citics.com

联系人 肖斐斐

电话：010-84588047

邮件：xff@citics.com

市场表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关报告

《银行业 2009 年 2 月跟踪报告—量难补价或将导致收入减少，信贷成本下降或将缓解利润压力》.....2009-2-13

《银行业 2009 年 1 季度投资策略—宽货币和高信贷改善银行收入增长和不良预期》.....2009-2-3

《银行业 2009 年 1 月跟踪报告—未雨绸缪提拨备，信贷加快振业绩》.....2009-1-16

目 录

估值及投资评级	1
绝对估值	1
相对估值	1
投资评级	2
量足补价、风险可控，城商行业绩稳超行业平均	2
量难补价，行业收入下行压力加大	2
高信贷改善短期不良预期，08 年加大提备缓解 09 年信贷成本压力	3
量足补价、风险可控，城商行业绩稳超行业平均	4
区域优势增强后续发展动力	5
收入正增长源于量能补价：贷款增长潜力大，息差下降幅度低	6
规模增长潜力大：贷存比低、资本充足率高	6
息差下降幅度低：贷款及债券收益率显著高于同业	7
资产质量可控，4 季度加大提备有效缓解 09 年增长压力	9
风险因素	11
盈利预测	11

插图目录

图 1：新增贷款额月度对比	2
图 2：新增贷款结构月度对比	2
图 3：各类银行新增票据融资占比	2
图 4：各类银行新增中长期贷款占比	2
图 5：上市银行房贷占比对比（2008H 数据）	3
图 6：上市银行票据融资结构对比	3
图 7：上市银行资本充足率对比（2008H 数据）	4
图 8：上市银行贷存比对比（2008H 数据）	5
图 9：股份制银行贷存比月度变化趋势	5
图 10：各地固定资产投资总额份额占比	5
图 11：各地固定资产投资增速对比	5
图 12：按地区分布的贷款分布（08 年末）	6
图 13：按地区分布的新增贷款分布（08 年）	6
图 14：上市银行生息资产结构对比（08Q3 数据）	6
图 15：资产负债科目同比增长率	6
图 16：南京银行贷存比及资本充足率变化趋势	7
图 17：上市银行贷存比及资本充足率变化趋势	7

图 18：上市银行存贷利率对比（2008H 数据） 8

图 19：南京银行债券投资结构变化趋势..... 9

图 20：南京银行收入结构变化趋势..... 9

表格目录

表 1：上市银行估值水平对比（按 2 月 20 日收盘价算） 1

表 2：上市银行资本充足率及资产质量数据..... 3

表 3：08E 各行拨备覆盖率增长情况 4

表 4：预测重点公司贷款增速情况（预测） 7

表 5：南京银行贷款行业分布 7

表 6：南京银行前十大贷款客户（2008H） 8

表 7：预计各行 2009 年息差缩窄情况..... 9

表 8：南京银行资产质量数据 10

表 9：南京银行贷款损失准备预测..... 10

表 10：09 年重点银行重要指标变化..... 10

表 11：南京银行盈利预测及估值关键假设..... 11

表 12：预测南京银行资产负债表..... 12

表 13：预测南京银行利润表 12

估值及投资评级

绝对估值

我们采用三阶段现金股利折现模型（DDM）对南京行进行估值，将南京银行未来成长过程划分为高速增长（2008-2012 年）、中速增长（2013 年-2019 年）及长期稳定增长（2020 年及以后）三个阶段。

Cost of Equity=11%，基于 5% 的无风险利率，5% 的市场风险溢价，以及 $\beta=1.2$ 。上述假设主要考虑了南京银行的业务模式所体现出来的风险水平，在我们对中国上市银行股的估值体系中，该股权成本与其他城商行相当。

永续阶段增长率=2.5%，我们以略低于 GDP 的自然增长率（约 2.5%）作为永续期增长率。

根据上述假设，我们用 DDM 估值模型给出的估值结果为 14.10 元/股。

相对估值

目前，中国银行业的估值水平已落入安全边际内，08 年平均 PE 在 10 倍，PB 在 1.9 倍左右。我们预计的南京银行 08/09/10 年 EPS 分别为 0.84/1.00/1.10 元，给予城商行平均的 12 倍 PE 水平，对应目标价 12 元。另，我们预计南京银行 08/09/10 年 BVPS 分别为 5.99/6.78/7.61 元，给予 2 倍 PB 水平，对应目标价 13.80 元。

表 1：上市银行估值水平对比（按 2 月 20 日收盘价算）

	评级	2007 EPS	2008E EPS	2009E EPS	2010E EPS	2007 BVPS	2008E BVPS	2009E BVPS	2010E BVPS
工商银行	买入	0.24	0.32	0.35	0.39	1.61	1.76	1.92	2.10
建设银行	增持	0.30	0.41	0.44	0.48	1.81	2.04	2.26	2.50
招商银行	买入	1.04	1.35	1.47	1.65	4.62	5.69	6.73	7.92
民生银行	增持	0.44	0.48	0.54	0.59	3.47	3.04	3.37	3.73
浦发银行	增持	1.26	2.21	2.22	2.29	6.5	6.89	8.39	9.85
兴业银行	增持	1.72	2.27	2.30	2.40	7.78	9.84	11.68	13.65
华夏银行	增持	0.5	0.67	0.73	0.80	3.11	5.45	5.90	6.41
深发展	增持	1.16	0.20	1.35	1.48	5.67	5.16	6.18	7.29
南京银行	增持	0.5	0.84	1.00	1.10	5.41	5.99	6.78	7.61
北京银行	增持	0.54	0.84	0.92	1.07	4.28	5.14	5.75	6.52
	评级	2007 PE	2008E PE	2009E PE	2010E PE	2007 PB	2008E PB	2009E PB	2010E PB
工商银行	买入	16.0	12.0	10.9	9.9	2.4	2.2	2.0	1.8
建设银行	增持	14.2	10.4	9.7	8.9	2.4	2.1	1.9	1.7
招商银行	买入	13.8	10.7	9.8	8.7	3.1	2.5	2.1	1.8
民生银行	增持	11.0	10.1	9.0	8.2	1.4	1.6	1.4	1.3
浦发银行	增持	13.4	7.6	7.6	7.4	2.6	2.4	2.0	1.7
兴业银行	增持	11.0	8.4	8.3	7.9	2.4	1.9	1.6	1.4
华夏银行	增持	18.3	13.6	12.5	11.4	2.9	1.7	1.6	1.4
深发展	增持	11.8	68.8	10.1	9.2	2.4	2.6	2.2	1.9
南京银行	增持	22.1	13.2	11.1	10.1	2.0	1.8	1.6	1.5
北京银行	增持	20.1	12.9	11.7	10.1	2.5	2.1	1.9	1.7
A 股平均		15.2	16.8	10.1	9.2	2.4	2.1	1.8	1.6
大银行平均		15.1	11.2	10.3	9.4	2.4	2.1	1.9	1.8
中银行平均		13.2	19.9	9.5	8.8	2.5	2.1	1.8	1.6
城商行平均		21.1	13.0	11.4	10.1	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：中信证券研究部

投资评级

综合估值结果，我们认为南京银行合理目标价为 14 元，维持“增持”评级。

量足补价、风险可控，城商行业绩稳超行业平均

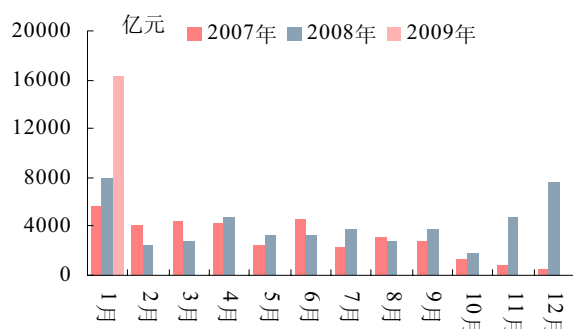
量难补价，行业收入下行压力加大

国家适度宽松的货币政策下，各家银行自 11 月份以来开始加大贷款投放，贷款增长明显加快。不过，从过去 3 个月银行的实际运行来看，上市银行息差下降幅度远超预期，部分银行甚至较 08 年中期下降了 60-90 个 BP，量难补价、行业收入下行压力加大。

信贷持续加快，新增票据占比高

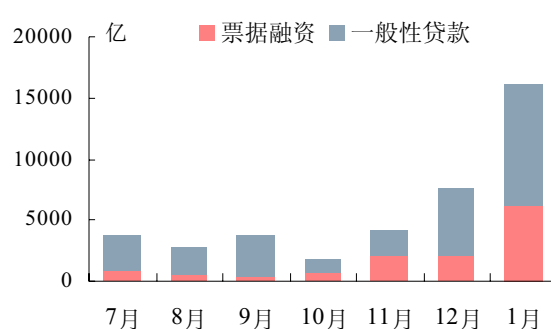
11 月、12 月、1 月当月新增贷款分别为 4769 亿、7718 亿和 1.62 万亿，信贷增长持续加快；当月新增贷款中票据分别新增 2104 亿、2147 亿和 6239 亿，新增贷款中票据融资占比比较高。

图 1：新增贷款额月度对比



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

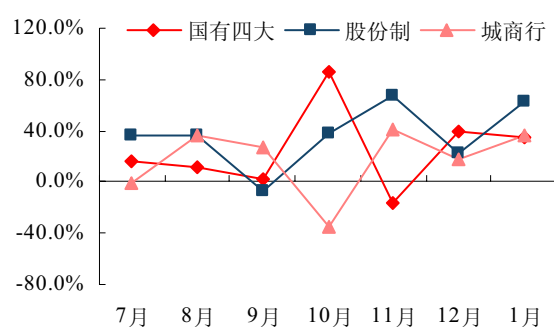
图 2：新增贷款结构月度对比



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

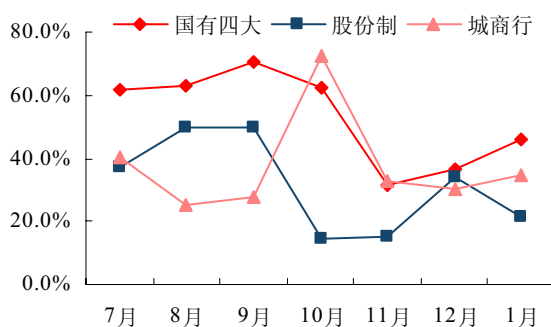
从分部门数据来看，股份制银行新增票据较高，仅 1 月份即新增 3000 亿，中长期贷款增长最为缓慢；大银行新增票据占比稍低，但中长期贷款增长开始加快；城商行新增贷款结构较为均衡。

图 3：各类银行新增票据融资占比



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 4：各类银行新增中长期贷款占比

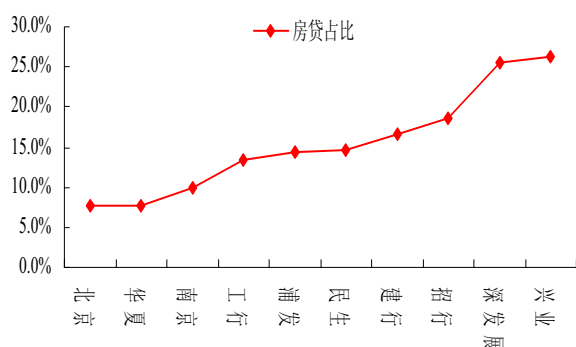


资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

票据和按揭 7 折导致息差大幅下降

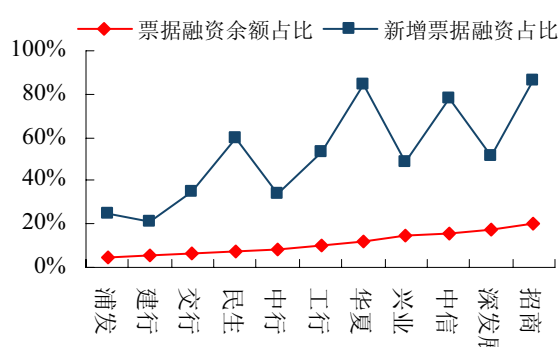
降息负面作用在 09 年上半年陆续体现，而各行关于存量房贷 7 折细则的实施也将大幅收窄息差。兴业、深发展、招商等银行房贷占比高，存量房贷 7 折对这些银行的息差影响要高于其他行。不过，深发展住房贷款重定价方式不同于其它银行为每年 1 月 1 日重定价，而是采取 Y-to-Y 方式，房贷 7 折对其息差影响在全年表现得较为平稳。

图 5：上市银行房贷占比对比（2008H 数据）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 6：上市银行票据融资结构对比



资料来源：公司财报，中信证券研究部

目前，贴现贷款利率不到 2%，低于一般性贷款利率，尽管部分银行可能加大周转、但不少银行息差收窄幅度可能仍超市场预期、1 季度利息收入可能会出现负增长，量不补价使得银行收入下行压力加大。上市银行中，招商、深发展、中信票据融资占比高，华夏、中信、招商新增票据较多。

高信贷改善短期不良预期，08 年加大提备缓解 09 年信贷成本压力

我们预计 09 年新增贷款将在上半年完成 70% 左右，新增贷款如果投放在中长期贷款等有国家信用保障的基础建设投资上，将在资产质量较有保证的基础上有效改善各银行息差水平。由于信贷增长加快增加社会总需求、促进经济增长，保障企业经营能力进而缓解银行不良生成压力，改善银行资产质量恶化预期。

根据银监会指引，08 年所有股份制银行拨备覆盖率达到 150%，国有银行拨备覆盖率达到 130%。除了浦发、招商、南京和宁波银行的拨备覆盖率较高之外，其余银行均需要补提准备金至要求水平，其中华夏、民生、中信和深发展则需要补提较多的准备金，使 08 年信贷成本高于其他行。由于各家银行拨备覆盖率水平大体相当，考虑经济下滑带来的系统性风险给各行带来不良贷款的概率也基本相同，那么各行 09 年的信贷成本应趋同，而 08 年信贷成本较高的公司在 09 年的信贷成本压力将会明显减小，因此华夏、民生、中信、深发展、南京、北京等在 08 年预计补提较多拨备的银行在 09 年的信贷成本压力会相对小于其他银行。

表 2：上市银行资本充足率及资产质量数据

2008H														
%	工行	建行	中行	交行	中信	招商	浦发	民生	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
资本充足率	12.46	12.06	13.78	14.06	14.28	10.41	8.66	9.21	10.85	8.22	8.53	19.14	25.59	17.02
核心资本充足率	10.33	10.08	10.85	9.98	12.34	8.83	4.95	6.57	8.49	4.51	6.15	16.18	22.56	15.50
不良率	2.41	2.21	2.58	1.83	1.45	1.25	1.22	1.21	1.04	2.06	4.64	1.74	1.39	0.40
拨备覆盖率	116.1	117.2	120.4	107.7	115.4	216.1	215.1	114.2	174.4	126.1	53.8	140.9	191.9	323.4
2008Q3														
%	工行	建行	中行	交行	中信	招商	浦发	民生	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
资本充足率	12.62	12.10	13.89	13.77	14.66	12.82	8.47		11.05		8.84			16.44
核心资本充足率	10.51	10.20	11.04	9.79	12.88	8.00	5.17				6.48			15.00
不良率	2.37	2.17	2.58	1.75	1.37		1.19	1.22	1.06		4.28			0.63
拨备覆盖率	121.2	119.4	121.5	113.8	120.3		215.9	123.8	168.3		54.6			201.7

资料来源：公司财报，中信证券研究部

假设 09 年的拨备覆盖率保持不变，宏观经济不出现大的系统性风险，新增不良贷款减少导致信贷成本压力减轻，拨备/拨备前利润下降。我们测算，2008 年拨备/拨备前利润指标平均为 31.19%，国有银行、股份制银行和城商行分别为 21.43%、38.97%和 17.6%；全行业信贷成本约为 1.08%，国有银行、股份制银行和城商行分别为 0.95%、1.17%和 0.92%。按照拨备覆盖率不变的假设，2009 年拨备/拨备前利润指标平均为 23.14%，较 08 年有大幅下降，其中国有银行、股份制银行和城商行分别为 18.06%、27.85%和 14.11%；平均信贷成本降为 0.74%，国有银行、股份制银行和城商行分别为 0.75%、0.77%和 0.67%。

表 3：08E 各行拨备覆盖率增长情况

	2008			2009		
	拨备/拨备前利润	信贷成本	拨备覆盖率	拨备/拨备前利润	信贷成本	拨备覆盖率
工行	23.00%	1.00%	131%	21.66%	0.80%	131%
建行	19.87%	0.90%	132%	16.34%	0.70%	132%
深发展	89.84%	2.87%	105%	34.77%	0.94%	130%
浦发	22.16%	0.70%	198%	20.85%	0.60%	198%
民生	32.40%	1.00%	155%	28.78%	0.80%	156%
招商	24.84%	0.64%	195%	15.21%	0.60%	199%
兴业	14.39%	0.51%	167%	16.78%	0.52%	179%
华夏	50.19%	1.32%	149%	50.69%	1.17%	171%
北京	16.99%	0.69%	163%	18.45%	0.69%	189%
南京	18.21%	1.15%	177%	9.77%	0.64%	162%
全行业平均	31.19%	1.08%	157.20%	23.33%	0.75%	164.70%
国有银行平均	21.43%	0.95%	131.50%	19.00%	0.75%	131.50%
股份制银行平均	38.97%	1.17%	161.50%	27.85%	0.77%	172.17%
城商行平均	17.60%	0.92%	170.00%	14.11%	0.67%	175.50%

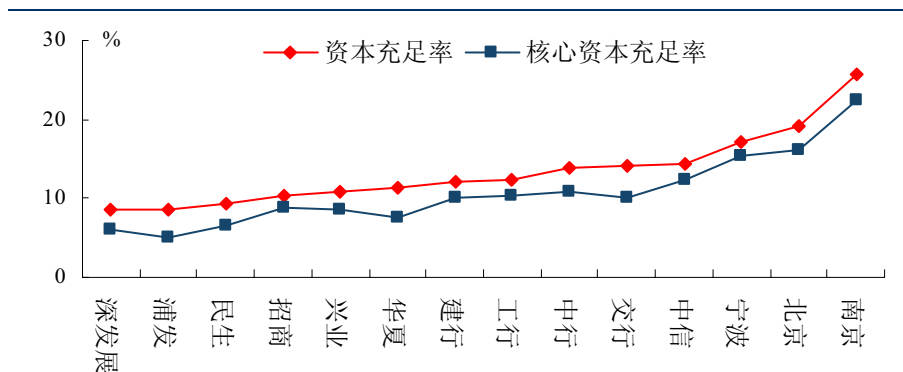
资料来源：wind，中信证券研究部

量足补价、风险可控，城商行业绩稳超行业平均

我们寻求 09 年业绩增长超预期的银行，业绩超预期源于规模增长潜力大和信用成本压力小。资本充足率高、存贷比低的银行规模扩张潜力大；部分上市银行在 08 年大幅提高拨备后，09 年信用成本压力有所缓解。

城商行由于 07 年刚上市融资，资本充足率大都在 17%以上；大银行由于上市募集资金较为充裕、资产中风险系数高的贷款占比低，资本充足率也大都在 12%以上。股份制银行如果按 10%的标准来看，除华夏刚完成定向增发外，其余银行均稍有压力。

图 7：上市银行资本充足率对比（2008H 数据）

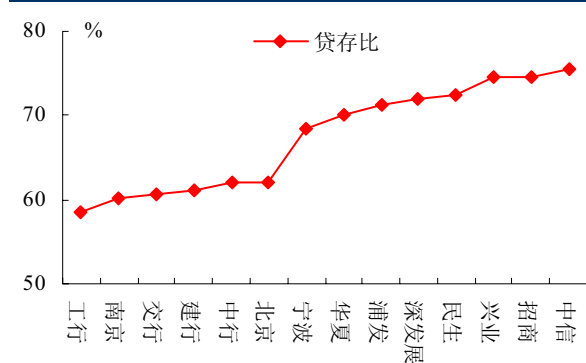


资料来源：公司财报，中信证券研究部

注：华夏银行按增发后算

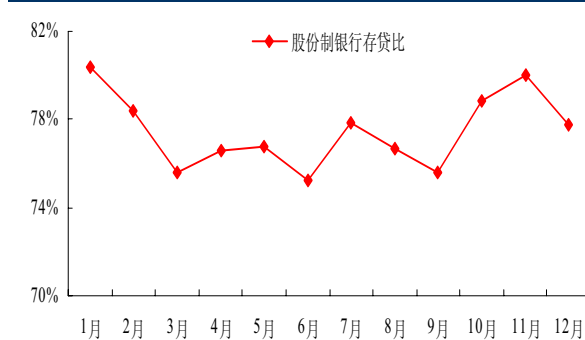
从贷存比数据来看，城商行及大银行由于资产配置中债券投资占比较高，因此贷存比都维持在 60%左右；股份制银行贷款资产占比高，贷存比大都接近或超过 75%。尽管银监会放松了部分符合条件银行的贷存比限制，但城商行及大银行的贷款增长潜力仍然要高于股份制银行。

图 8：上市银行贷存比对比（2008H 数据）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 9：股份制银行贷存比月度变化趋势



资料来源：公司财报，中信证券研究部

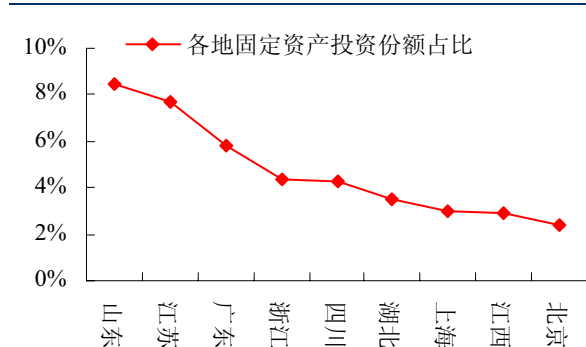
3 家城商行都于 07 年上市，在此之前已基本化解历史包袱，且各自业务集中在当地，管理层对客户了解度较高，风控能力强；目前不良率在 2%以内，拨备覆盖率在 150%以上；并且大都在第 4 季度提足拨备，09 年信用成本压力相应较小。

综合来看，城商行和部分股份制银行可能在规模扩张、结构调整带动业绩增长上有亮眼表现。

区域优势增强后续发展动力

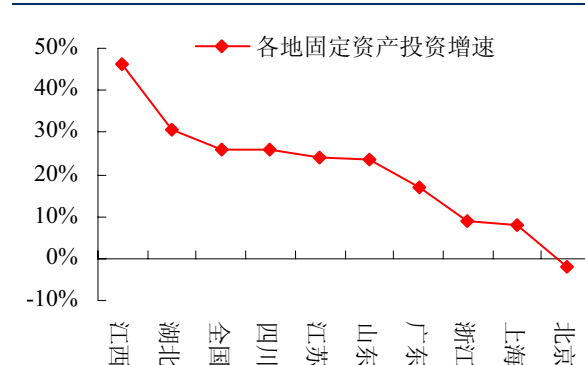
南京银行地处江苏首府南京，业务范围在全省境内，受益于当地活力经济，南京银行自 06 年以来表现优异。江苏地区固定资产投资份额 08 年为 7.67%、居全国第二，仅次于山东；08 年固定资产增速为 24%，大大超过了山东、广州、浙江等地区，与中、西部地区增速相当。受益于国家 4 万亿固定资产投资拉动，预计 09、10 年江苏省固定资产投资也将显著提高。

图 10：各地固定资产投资总额份额占比



资料来源：wind，中信证券研究部

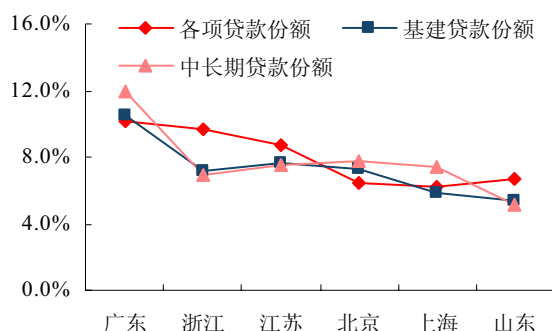
图 11：各地固定资产投资增速对比



资料来源：wind，中信证券研究部

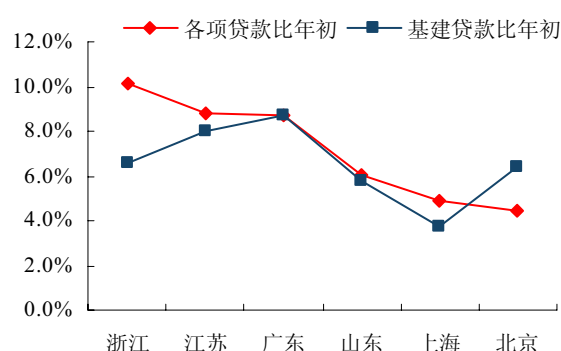
江苏地区 08 年末贷款市场份额为 8.7%、居全国第 3，低于广东和浙江；基建类贷款份额达 7.6%，居全国第二，仅低于广东。从 08 年全年新增贷款来看，新增贷款份额为 8.8%，为全国第 2、仅低于浙江；新增基建类贷款市场份额为 7.8%，为全国第 2，仅低于广东。江苏地区金融发达，预计 09、10 年新增贷款份额也将保持此领先势头。

图 12：按地区分布的贷款分布（08 年末）



资料来源：中信证券研究部

图 13：按地区分布的新增贷款分布（08 年）



资料来源：中信证券研究部

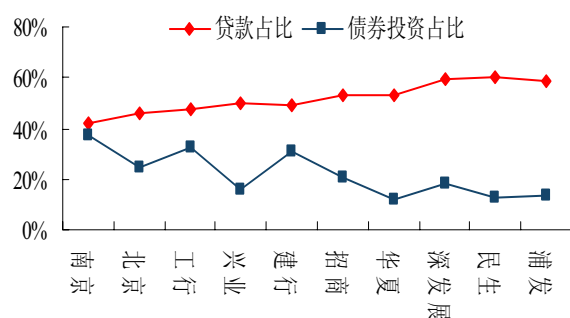
因此，受益于江苏全国经济大省背景及其经济蓬勃发展势头，南京银行势必加倍分享整个地区经济成长的成果。

收入正增长源于量能补价：贷款增长潜力大，息差下降幅度低

规模增长潜力大：贷存比低、资本充足率高

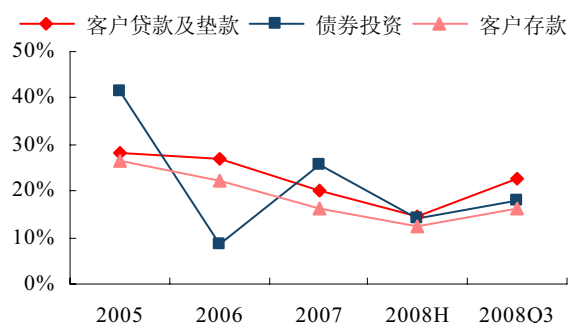
南京银行过去两年贷款增长率在 23% 左右，受益于国家财政投资拉动，预计公司 09 年贷款增长不低于 30%；新增贷款多为中长期贷款，期限在 3 年左右，大都以基准利率发放（公司贷款中利率下浮的占比约 20%）。

图 14：上市银行生息资产结构对比（08Q3 数据）



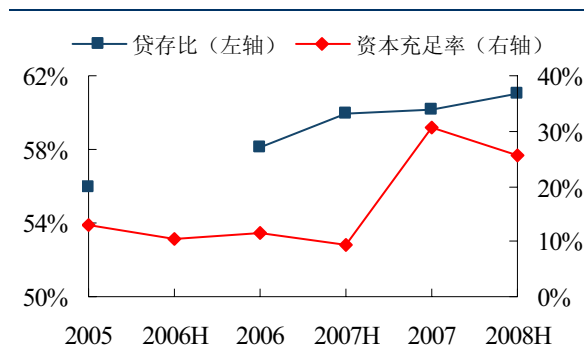
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 15：资产负债科目同比增长率



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 16：南京银行贷存比及资本充足率变化趋势



资料来源：公司财报，中信证券研究部

南京银行 08H 贷存比仅为 62%左右，资本充足率高达 26%，贷款资产占比仅为 42%，公司具备较大的贷款增长潜力。

表 4：预测重点公司贷款增速情况（预测）

	2008	2009	2010
工行	10.81%	15.00%	13.00%
建行	11.41%	14.00%	13.00%
深发展	29.85%	25.00%	20.00%
浦发	21.85%	19.56%	20.60%
民生	14.18%	20.17%	19.17%
招商	15.27%	19.08%	18.05%
兴业	16.27%	20.17%	14.23%
华夏	16.06%	20.62%	14.59%
北京	20.24%	28.00%	26.00%
南京	23.68%	30.00%	28.00%
全行业平均	17.96%	21.16%	18.66%
国有银行平均	11.11%	14.50%	13.00%
股份制银行平均	18.91%	20.77%	17.77%
城商行平均	21.96%	29.00%	27.00%

资料来源：中信证券研究部预测

息差下降幅度低：贷款及债券收益率显著高于同业

南京银行公司贷款主要集中在制造业、商务租赁业、批发零售业、教育以及房地产业，其贷款结构可能与江苏省以国有经济为主的结构略有不同，有相当部分的贷款投向在中小企业等领域。依赖其政府背景，南京银行与当地许多优质企事业单位建立了良好关系，前十大贷款客户中，教育、医院、电力等客户贷款占比较高。

表 5：南京银行贷款行业分布

	余额（百万）			占比（%）		
	2006n	2007n	2008H	2006n	2007n	2008H
公司贷款						
制造业	3500	4872	5674	13.7%	15.9%	16.5%
租赁和商务服务业	3771	4838	5413	14.8%	15.8%	15.7%
批发和零售业	3223	3552	4104	12.6%	11.6%	11.9%
教育	2152	2716	2461	8.4%	8.9%	7.1%
房地产业	2262	2266	3377	8.9%	7.4%	9.8%
交通运输、仓储和邮政业	1020	1218	1299	4.0%	4.0%	3.8%
建筑业	814	1176	1041	3.2%	3.8%	3.0%

	余额（百万）			占比（%）		
	2006n	2007n	2008H	2006n	2007n	2008H
电力、煤气和水的生产和供应业	541	618	729	2.1%	2.0%	2.1%
水利、环境和公共设施管理业	690	597	676	2.7%	1.9%	2.0%
信息传输、计算机服务和软件业	470	409	384	1.8%	1.3%	1.1%
住宿和餐饮业	282	365	378	1.1%	1.2%	1.1%
卫生、社会保障和社会福利业	195	321	421	0.8%	1.0%	1.2%
其他	660	469	576	2.6%	1.5%	1.7%
小计	19579	23418	26533	76.8%	76.5%	77.0%
贴现	2749	1764	2330	10.8%	5.8%	6.8%
押汇	180	329	846	0.7%	1.1%	2.5%
公司贷款合计	22508	25511	29708	88.2%	83.3%	86.2%
个人贷款						
信用卡	12	17	18	0.0%	0.1%	0.1%
住房抵押	2493	3483	3388	9.8%	11.4%	9.8%
其他	492	1618	1336	1.9%	5.3%	3.9%
个人贷款合计	2997	5118	4743	11.8%	16.7%	13.8%
贷款合计	25505	30629	34451	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

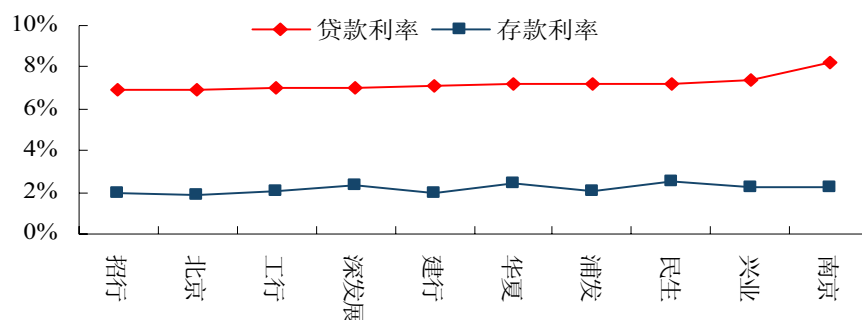
表 6：南京银行前十大贷款客户（2008H）

客户名称	贷款金额（百万）	占贷款总额比例（%）
江苏海事职业技术学院	358	1.04
南京秦淮河建设开发有限公司	286	0.83
南京工业职业技术学院	282	0.82
南京大地豪丰房地产开发有限公司	250	0.73
张家港沙洲电力有限公司	250	0.73
南京商茂房地产开发有限责任公司	229	0.66
南京市浦口区中心医院	225	0.65
南京玉朗集团有限公司	223	0.65
泰州中盛泰通光电有限公司	222	0.64
南京市秦淮河河道堤防管理处	210	0.61
合计	2,535	7.36

资料来源：公司财报，中信证券研究部

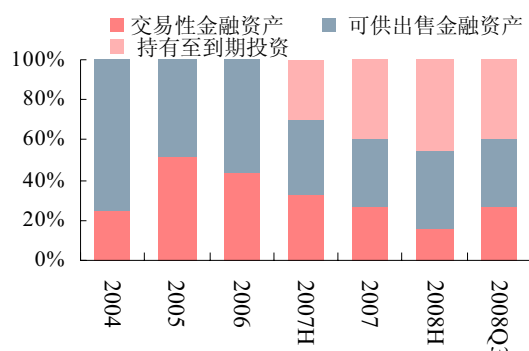
南京银行议价能力在上市银行中排前列，其贷款利率一直是上市银行中最高的，仅次于宁波。在降息背景下，由于其贷款占比低，贷款利率下降的负面影响要小于其他银行；而贷款中大客户占比低，贷款利率上浮比例要远远低于其他银行，目前仅为 20%。另外，南京银行的债券资金业务表现良好，债券投资占比为上市银行最高，接近 40%。08 年以来，公司加大了交易类债券投资占比，预计公司 08 年债券投资收益率将保持较高水平。公司目前债券久期在 4 年左右。综合贷款及债券两方面收益情况，预计公司整体息差下降幅度要低于同业。

图 18：上市银行存贷利率对比（2008H 数据）



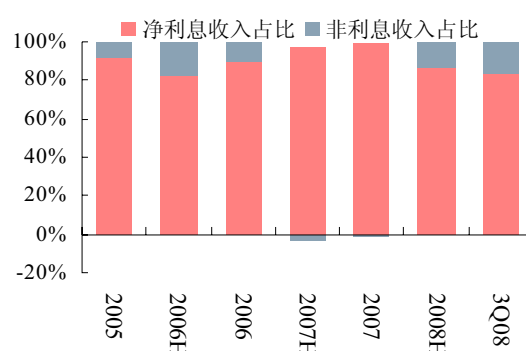
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 19：南京银行债券投资结构变化趋势



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 20：南京银行收入结构变化趋势



资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 7：预计各行 2009 年息差缩窄情况

NIM	2008	2009	2010	2009 缩窄幅度	2010 缩窄幅度
工行	2.66%	2.21%	2.11%	-0.45%	-0.10%
建行	2.94%	2.45%	2.27%	-0.49%	-0.18%
深发展	3.06%	2.49%	2.27%	-0.57%	-0.22%
浦发	3.10%	2.73%	2.43%	-0.37%	-0.30%
民生	2.95%	2.38%	2.16%	-0.57%	-0.23%
招商	3.07%	2.29%	2.03%	-0.78%	-0.26%
兴业	2.71%	2.38%	2.17%	-0.33%	-0.21%
华夏	2.56%	2.21%	2.12%	-0.35%	-0.09%
北京	2.87%	2.55%	2.41%	-0.32%	-0.14%
南京	2.99%	2.65%	2.61%	-0.34%	-0.04%
全行业平均	2.89%	2.43%	2.26%	-0.46%	-0.18%
国有银行平均	2.80%	2.33%	2.19%	-0.47%	-0.14%
股份制银行平均	2.91%	2.41%	2.20%	-0.49%	-0.22%
城商行平均	2.93%	2.60%	2.51%	-0.33%	-0.09%

资料来源：中信证券研究部预测

我们预计南京银行 09 年净息差达 2.65%，较 08 年下降 34BP，低于行业平均下降 50BP 的水平。另外，我们判断未来公司不会增加债券投资占比，而是调整债券投资结构、进而保持整体债券投资收益率。依靠贷款比低、资本充足率高的优势，南京银行具备规模扩张的潜力；而依靠自身议价能力强、债券业务领先的优势，南京银行具备保持较高息差的能力；综合来看，南京银行具备量能补价、收入增长超预期的可能。

资产质量可控，4 季度加大提备有效缓解 09 年增长压力

南京银行不良率仅为 1.3% 左右，预计年底拨备覆盖率在 160% 以上，公司 08 年底关注类贷款比年初有所上升。市场传闻江苏巧丽针织公司不良 1.46 亿，公司已在 08 年底 100% 全额计提，09 年信用成本压力有所缓解。另外，持有的 300 万美元雷曼债，也在年底 100% 全额计提。对于不良可能发生点的民营房地产企业及个别外贸企业，也基本在五级分类中有所反映。

在 4 季度加大计提拨备的基础上，公司 08 年净利润预增 70%，利润环比持平。我们推测公司 08 年信用成本将达到 1.2%，大大高于以往年份水平，因此我们判断，随着公司更加严格的贷款分类以及不良的陆续清收，公司 09 年信贷成本可能下降至以往年份的正常水平 0.6% 左右，进而贡献利润增长。

表 8：南京银行资产质量数据

	2004	2005	2006	2007H	2007	2008H
正常类	90.8%	89.1%	88.2%	91.3%	91.5%	97.0%
关注类	4.8%	7.5%	9.3%	6.7%	6.7%	1.7%
次级类	1.5%	1.6%	0.4%	0.5%	0.8%	0.3%
可疑类	1.9%	0.8%	1.4%	0.9%	0.7%	0.4%
损失类	1.0%	1.0%	0.7%	0.6%	0.3%	0.6%
不良率%	4.4%	3.3%	2.5%	2.0%	1.8%	1.3%
不良贷款覆盖率%	76.3%	94.4%	107.2%	113.1%	146.9%	191.9%
信贷成本		1.0%	0.4%	0.25%	0.67%	0.69%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 9：南京银行贷款损失准备预测

单位：百万	2006N	2007N	2008E	2009E	2010E
期/年初余额	634	675	806	1,201	1,477
(+) 本期/年计提/(转回)	97	188	395	276	332
(-) 本期/年核销	-43	-66	0	0	0
(+) 本期/年收回已核销					
(-) 本期/年释放的减值准备折现利息	0	8	0	0	0
(+) 汇率变化及其他调整	0	0	0	0	0
其他	-13	0	0	0	0
本年重分类					
期/年末余额	675	806	1,201	1,477	1,809
减值贷款准备金覆盖率(%)	107.25%	146.88%	176.98%	162.39%	143.90%
信用成本(%)	0.42%	0.67%	1.15%	0.64%	0.59%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 10：09 年重点银行重要指标变化

2009	信贷增速	息差缩窄	信贷成本降低	拨备/拨备前利润降低	净利息收入增速	净利润增速
工行	15.00%	-0.45%	-0.10%	-1.34%	-3.87%	9.27%
建行	14.00%	-0.49%	-0.20%	-3.53%	-2.58%	7.90%
深发展	25.00%	-0.57%	-1.93%	-55.08%	1.30%	575.65%
浦发	19.56%	-0.37%	-0.10%	-1.32%	7.97%	0.75%
民生	20.17%	-0.57%	-0.20%	-3.62%	-2.05%	11.37%
招商	19.08%	-0.78%	-0.04%	-9.63%	-7.92%	9.40%
兴业	20.17%	-0.33%	0.01%	2.39%	4.32%	1.29%
华夏	20.62%	-0.35%	-0.15%	0.50%	5.58%	7.94%
北京	28.00%	-0.32%	0.00%	1.46%	9.52%	10.07%
南京	30.00%	-0.34%	-0.61%	-8.45%	11.39%	20.18%
全行业平均	21.16%	-0.46%	-0.33%	-7.86%	2.37%	65.38%
国有银行平均	14.50%	-0.47%	-0.15%	-2.44%	-3.22%	8.59%
股份制银行平均	20.77%	-0.49%	-0.40%	-11.12%	1.53%	101.07%
城商行平均	29.00%	-0.33%	-0.30%	-3.49%	10.46%	15.13%

资料来源：中信证券研究部

风险因素

行业风险

解禁高峰到来影响股价波动

本月 27 日，招行迎来 47.99 亿限售股解禁，限售股东分别为招商局轮船（17.82 亿股）、中国远洋（9.48 亿股）、广州海运（5.65 亿股）和其他股东（15 亿股）。随后中行、工行、浦发、华夏等银行相继迎来解禁高峰，我们认为上半年的解禁会对市场股价有所影响。

2 月份贷款环比增速可能下降较快

由于 1 月份信贷的高增长基数，2 月新增贷款量环比可能出现较大下降。

公司风险

公司资产质量超预期恶化。

盈利预测

规模增长速度。我们预计 09 年南京银行贷款增长率在 30%左右，考虑到未来三年公司跨区域发展将推动公司规模增长，年均复合增长速度在 28%左右。

信贷成本。公司 08 年信贷成本预计将达到 1.2%，预计 09 年会降至 08 年以前年份的 0.6%左右。

佣金收入增长。2008 年南京银行非息收入增长迅速，主要是由于基数较低。预计未来三年佣金收入年均复合增长率在 35%左右。

费用收入比。我们预计该指标较 08 年前 3 季度的 24%略有提升，大概在 27%左右。

表 11：南京银行盈利预测及估值关键假设

	第一阶段 2008-2012	第二阶段 2013-2019	永续增长阶段
资产规模 CAGR	19.2%	10.9%	2.5%
NIM 水平(平均)	2.67%	2.28%	2.16%
佣金收入 CAGR	20.4%	18.0%	2.5%
非息收入占比(平均)	17.9%	23.8%	27.3%
费用收入比(平均)	-27.2%	-27.0%	-27.0%
净利润 CAGR	15.0%	11.5%	2.5%
现金分红比率(平均)	28.8%	40.4%	84.7%
ROAA(平均)	1.58%	1.40%	1.42%
ROAE(平均)	16.1%	19.6%	16.3%
杠杆(平均)	10.3	14.0	13.1
核心资本充足率(平均)	18.6%	12.7%	12.4%
资本充足率(平均)	20.3%	13.4%	13.2%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 12：预测南京银行资产负债表

	2006N	2007N	2008E	2009E	2010E
贷款(原值)	25,505	30,629	37,884	49,165	62,849
存放中央银行款项	3,768	7,251	11,612	15,279	16,234
金融往来资产 ex 央行	5,471	8,153	10,483	13,101	16,372
投资及交易类金融工具	22,455	28,247	34,353	40,388	51,988
生息资产	57,198	74,280	94,332	117,934	147,444
非生息资产	1,400	2,590	3,292	4,096	5,093
拨备前总资产	58,599	76,869	97,624	122,030	152,538
贷款拨备	(675)	(806)	(1,201)	(1,477)	(1,809)
总资产	57,923	76,064	96,423	120,553	150,729
	0	0	0	0	0
存款	43,858	50,932	61,118	76,397	95,497
发行债券及存款证	800	800	800	800	800
金融往来负债	8,258	11,477	19,815	26,279	34,686
衍生金融负债	0	0	0	0	0
付息负债	52,916	63,208	81,733	103,476	130,982
非付息负债	2,396	2,913	3,693	4,617	5,773
总负债	55,312	66,121	85,426	108,093	136,755
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1,207	1,837	1,837	1,837	1,837
所有者权益合计	2,624	9,942	10,998	12,460	13,974

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 13：预测南京银行利润表

	2006N	2007N	2008E	2009E	2010E
利息收入	1,548	3,403	3,991	4,292	5,219
利息支出	(916)	(1,447)	(1,467)	(1,476)	(1,779)
净利息收入	631	1,956	2,524	2,815	3,440
	0	0	0	0	0
手续费及佣金收入	70	79	173	234	292
手续费及佣金支出	(12)	(13)	(26)	(35)	(44)
净手续费及佣金收入	58	66	147	199	248
	0	0	0	0	0
投资收益	751	21	344	404	312
其他经营净收入	68	(118)	87	89	92
非利息净收入	877	(31)	577	691	652
	0	0	0	0	0
营业净收入	1,508	1,925	3,101	3,507	4,092
	0	0	0	0	0
营业费用	(531)	(582)	(806)	(940)	(1,125)
营业税金及附加	(94)	(118)	(160)	(174)	(205)
	0	0	0	0	0
营业利润	883	1,225	2,135	2,393	2,761
营业外收支净额	(7)	26	35	48	62
	0	0	0	0	0
拨备前利润	877	1,251	2,171	2,440	2,823
资产损失准备	(106)	(188)	(395)	(276)	(332)
贷款损失准备	(97)	(188)	(395)	(276)	(332)
其它资产减值准备	(9)	0	(0)	0	(0)
税前利润	771	1,063	1,775	2,164	2,491
所得税	(176)	(154)	(239)	(336)	(473)
净利润	595	909	1,536	1,828	2,018
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属股东净利润	595	909	1,536	1,828	2,018

资料来源：公司财报，中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
基准；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	行业投资评级	弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			