

上海银行 (601229.SH) 银行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

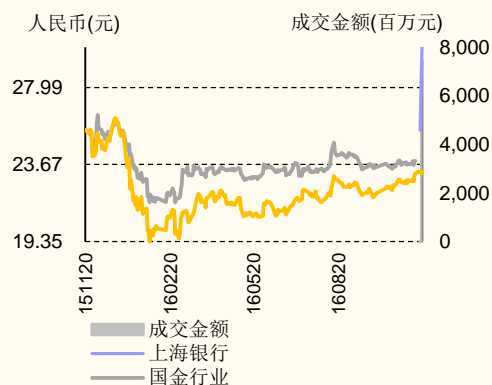
市场价格(人民币)：30.24元

享金融中心的区域优势，经营具有差异化

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	600.45
总市值(百万元)	181,574.57
年内股价最高最低(元)	30.24/25.59
沪深300指数	3417.46
上证指数	3192.86



刘志平 分析师 SAC 执业编号：S1130516080004
(8621)61038229
liuzhiping@gjzq.com.cn

投资看点

- **全国第二大城商行，上海地区贡献利润近 80%。**公司是我国成立时间最早的城市商业银行之一。按 2015 年末资产总额排名，公司是全国第二大城商行。2015 年末，上海地区的利润贡献占比超过 79%，长三角地区的利润贡献占 82%。
- **深耕上海和长三角地区，享金融中心以及长三角地区的区域优势。**上海市是我国 GDP 贡献最大的城市，第三产业占比高。上海市汇集了众多金融机构，2015 年上海地区证券市场交易总量达到 11.17 万亿元，金融市场交易量遥遥领先。上海所在的长三角地区是我国最重要及最发达的经济与金融地区之一。2015 年长三角地区 26 个城市生产总值为 13.6 万亿元，占我国 GDP 的 20.2%。
- **经营形成差异化：金融市场业务突出，利润贡献占比超 50%。**基于上海市金融中心的显著地位，公司将主要业务差异化定位于金融市场业务，2013-2015 年公司的资金业务分部利润贡献占比分别为 50%、55%、57%，远超同业水平。一方面，公司在资产配置上更加注重金融市场业务。另一方面，公司在金融资产配置结构上更加趋向高收益的资产，自营投资资产中应收款项类投资占比显著高于同业。
- **净息差同业中较低，大中型银行金融机构占主导的客观环境以及自身的资产负债结构使然。**2013-2015 年公司的净息差分别为 2.18%、2.21%、2.02%，息差水平处于同业较低的水平。具体分拆来看，一方面公司的生息资产收益率水平处于同业中等偏下，而另一方面公司的付息负债的成本相对同业却较高。2015 年末公司的资产结构分部中资金业务的资产占 60% 以上，贷款资产仅占 36%，低于同业水平。公司的负债结构中同业负债占比高，存款结构中活期存款占比低。
- **资产质量相对较好，不良确认较为严格。**2013-2015 年公司的不良分别为 0.82%、0.98%、1.19%，不良率处于同业较低的水平。2015 年公司的贷款/90+逾期的指标超过 100%，达到 112%，在不良确认上较为严格。

盈利预测和估值

- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母净利润分别同比增长 11.1%、16.5%。我们认为公司主要有以下几点投资逻辑：1) 公司所在的上海和长三角地区经济发达，优质资源比较集中，同时信用风险相对较低。2) 公司业务差异化于低资本消耗、低信用成本的金融市场业务，形成自身特色。3) 借助上海市金融中心的区域优势，公司中收业务有望保持较快增长。目前作为次新股估值相对较高，首次覆盖给予公司增持投资评级。

风险提示

- 经济持续低迷，信用风险集中爆发；公司运营风险等。

内容目录

公司基本情况：全国第二大城商行，上海地区贡献利润近 80%	4
成立最早的城商之一，全国第二大城商行	4
上海地区存贷款市场份额高，上海地区利润贡献近 80%	5
当地客户基础殷实，机构金融、养老金融特色业务突出	6
投资要点	7
深耕上海和长三角地区，享金融中心以及长三角地区的区域优势	7
经营立足差异化：金融市场业务突出，利润贡献占比超 50%	8
净息差同业中较低，大中型银行金融机构占主导的客观环境以及自身的资产 负债结构使然	11
资产质量相对较好，不良确认较为严格	14
中收增长快，投行业务和托管业务增速突出	16
盈利预测和估值	17

图表目录

图表 1：公司深耕上海，上海地区营业网点数量达 233 家	4
图表 2：公司是上海市网点布局最多的城商行	4
图表 3：2015 年资产规模排名公司是全国第二大城商行	4
图表 4：公司第一大股东为联和投资公司，股权相对分散	4
图表 5：公司占据 62% 上海地区城商行营业网点份额	5
图表 6：公司在上海地区存贷款市场份额高	5
图表 7：公司 73.5% 存款规模来自上海地区	5
图表 8：公司的贷款规模中 72% 投向长三角地区	5
图表 9：上海地区的利润贡献占比超过 79%	6
图表 10：长三角地区的利润贡献占 82%	6
图表 11：公司机构金融业务特色突出，机构存款占比高	6
图表 12：公司的养老金融业务是品牌业务	6
图表 13：上海市是我国 GDP 贡献最大的城市	7
图表 14：上海市第三产业占比高	7
图表 15：上海地区证券市场交易量遥遥领先	8
图表 16：上海市城镇居民人均可支配收入全国最高	8
图表 17：2015 年长三角地区占我国 GDP 的 20.2%	8
图表 18：2015 年人均生产总值最高的五大省份及直辖市	8
图表 19：公司的资产分部中资金业务占比达 60% 以上	9
图表 20：公司的资产分部结构以资金业务为主	9
图表 21：公司的资金业务资产规模占比同业最高	9
图表 22：公司的资金业务利润贡献占比达 57%	9
图表 23：公司的资金业务利润贡献占比同业最高	10

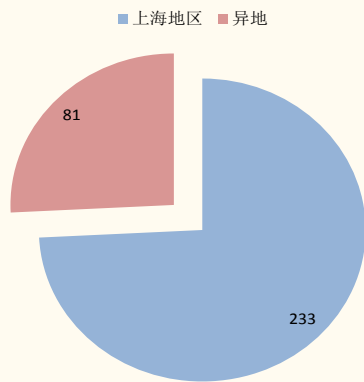
图表 24: 公司的投资资产规模占比相对较高	10
图表 25: 2015 年应收款项类投资占投资资产的 51.1%	10
图表 26: 应收款项类投资中以信托计划、资管计划为主	10
图表 27: 以信托计划、资产管理计划等资产为主的同业投资资产占自营投资类资产的近 50%	10
图表 28: 公司的个人贷款占公司贷款的比例为 11.8%	10
图表 29: 公司的个人贷款占比处于同业最低的水平	11
图表 30: 公司的个人贷款中按揭贷款占比较高	11
图表 31: 公司的净息差水平同业中较低	12
图表 32: 公司的生息资产收益率相对较低	12
图表 33: 公司的付息负债成本率相对较高	12
图表 34: 上海地区大中型银行金融机构占主导	12
图表 35: 公司资产结构中投资和同业资产为主, 贷款占比低于同业水平 ..	12
图表 36: 公司的贷款收益率同业中较低	12
图表 37: 公司的贷款结构分布	13
图表 38: 公司的存款成本率同业较高	13
图表 39: 公司的同业负债占比高	13
图表 40: 低成本的存款占负债的比例较低	13
图表 41: 公司 67% 的存款是公司存款	13
图表 42: 公司的定期存款占 55.4%	13
图表 43: 2015 年末公司的不良率为 1.19%	14
图表 44: 公司的资产质量较好, 处于同业较低的水平	14
图表 45: 2015 年末公司的不良生成率为 1.27%, 相对同业较低	14
图表 46: 公司的不良主要集中在制造业和批发零售业	14
图表 47: 公司贷款中房地产贷款占比最高	15
图表 48: 公司的房地产贷款不良率较低	15
图表 49: 公司的按揭贷款不良率相对同业较高	15
图表 50: 公司的关注类贷款占比处于同业较低的水平	15
图表 51: 公司的不良/90+逾期贷款比例超 100%, 不良确认较为严格	15
图表 52: 公司的拨备覆盖率处于同业较高的水平	15
图表 53: 公司的中收占比从 2013 年的 11.2% 提升至 2015 年的 19.5%	16
图表 54: 公司的中收增速较快	16
图表 55: 公司的中收占比基本达到同业平均水平	16
图表 56: 投行和代理业务手续费收入是主要的贡献来源	16
图表 57: IPO 前公司的资本充足水平相对较高	17
图表 58: 公司的核心一级资本充足率较高	17
图表 59: 公司的 ROE 水平处于行业平均水平, 但低于其他城商行	17
图表 60: 公司的资产规模扩张较为温和	17

公司基本情况：全国第二大城商行，上海地区贡献利润近 80%

成立最早的城商之一，全国第二大城商行

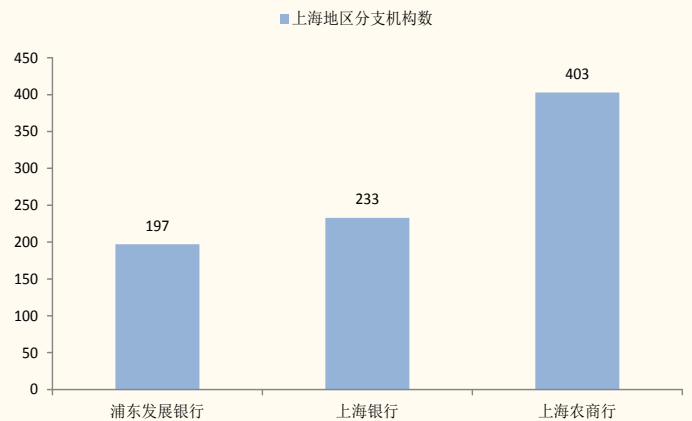
- **成立时间最早的城市商业银行之一。**1995 年 6 月，深圳城市合作商业银行成立，成为我国第一家城市合作银行。公司于 1996 年 1 月 30 日在原上海市 98 家城市信用合作社和上海市城市信用合作社联社基础上组建而成，是我国成立时间最早的城市商业银行之一。2006 年 4 月，公司在城市商业银行中率先获准实现跨区域发展，目前已经先后在宁波市、南京市、杭州市、天津市、成都市、深圳市、北京市、苏州市、无锡市、绍兴市、南通市和常州市等城市设立了分支机构。
- **资产规模全国第二大城商行，上海地区营业网点布局较多。**按 2015 年末的资产总额排名，公司是全国第二大城商行。截至 2016 年 3 月 31 日，公司有 314 家分支机构，公司在上海市设立了 1 家总行营业部、5 家分行和 225 家支行共 233 家分支机构，在上海当地银行中分支机构数量较多。
- **第一大股东为联和投资公司，股权相对分散。**上市前持有公司股份 5% 以上的股东分别为联和投资公司、桑坦德银行、上港集团和建银投资公司，分别持有 15.08%、7.20%、7.20% 和 5.48% 的股份。联和投资公司为公司第一大股东，是上海市人民政府批准成立的国有独资有限公司。联和投资公司及其全资子公司合并持有公司 15.36% 的股份；上港集团及其控股子公司和联营企业合计持有公司 7.24% 的股份。公司的股权结构相对分散。

图表 1：公司深耕上海，上海地区营业网点数量达 233 家



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 2：公司是上海市网点布局最多的城商行



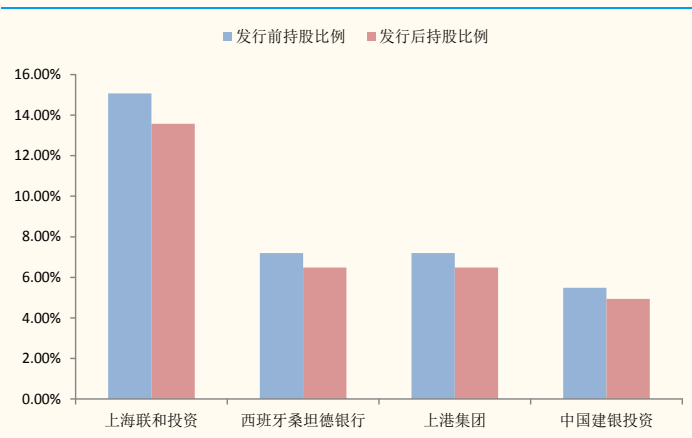
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：2015 年资产规模排名公司是全国第二大城商行

排名	银行	省份	总资产规模 (亿元)
1	北京银行	北京	18449
2	上海银行	上海	14491
3	江苏银行	江苏	12903
4	南京银行	江苏	8050
5	宁波银行	浙江	7165
6	盛京银行	辽宁	7016
7	徽商银行	安徽	6361
8	天津银行	天津	5657
9	杭州银行	浙江	5453
10	厦门国际银行	福建	4592

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：公司第一大股东为联和投资公司，股权相对分散

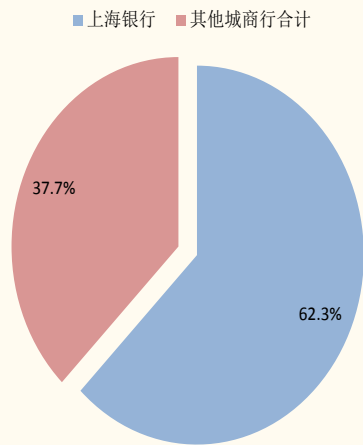


来源：公司招股说明书、国金证券研究所

上海地区存贷款市场份额高，上海地区利润贡献近 80%

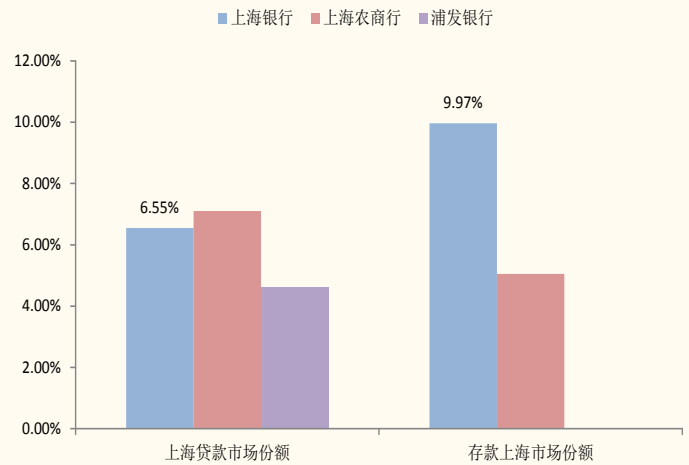
- 占据 62% 的上海地区城商行营业网点份额。截止 2015 年末，上海地区城市商业银行的数量达到 374 家，占全部金融机构数量的比例为 9.3%。公司目前在上海地区设有 233 家分支机构，占城市商业银行分支机构总数的 62% 以上，公司在上海地区的布局非常密集。
- 上海地区存贷款市场份额高。根据中国人民银行公布的数据计算，截至 2016 年 3 月 31 日公司在上海市本外币存款总额占上海市中资银行业金融机构存款总额的比例约为 9.97%，排名位列上海市中资银行业金融机构之首（除大型商业银行外）；在上海市本外币贷款总额占上海市中资银行业金融机构本外币贷款总额的比例约为 6.55%，排名位列上海市中资银行业金融机构第二（除大型商业银行外）。
- 长三角地区的利润贡献占 82%。2015 年末，公司的存款规模中 73.5% 来自上海地区，整个长三角地区的存款贡献度达 85%；贷款规模中 45% 投向上海地区，72% 投向长三角地区。利润贡献来看，上海地区的利润贡献占比超过 79%，长三角地区的利润贡献占 82%。

图表 5：公司占据 62% 上海地区城商行营业网点份额



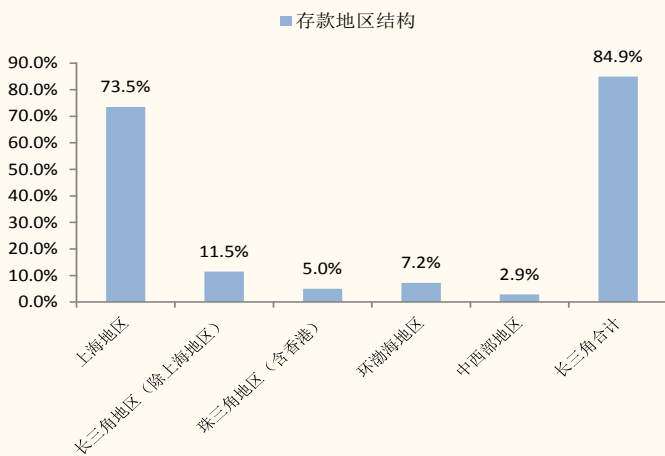
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 6：公司在上海地区存贷款市场份额高



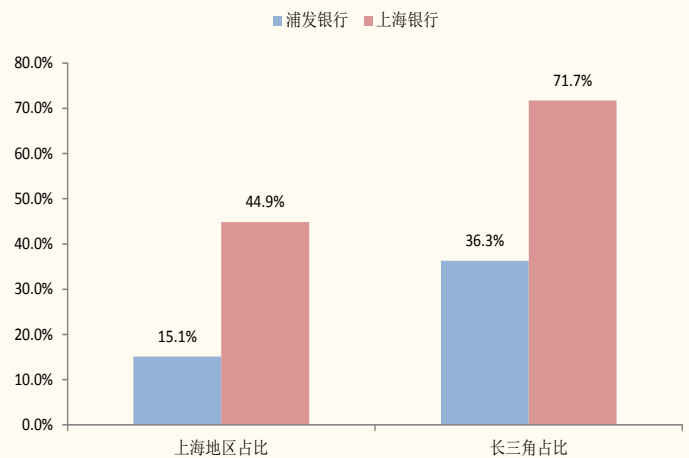
来源：公司招股说明书、国金证券研究所（统计口径存在小幅差异）

图表 7：公司 73.5% 存款规模来自上海地区



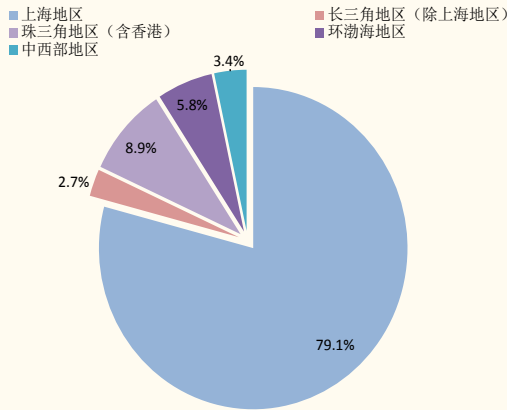
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 8：公司的贷款规模中 72% 投向长三角地区



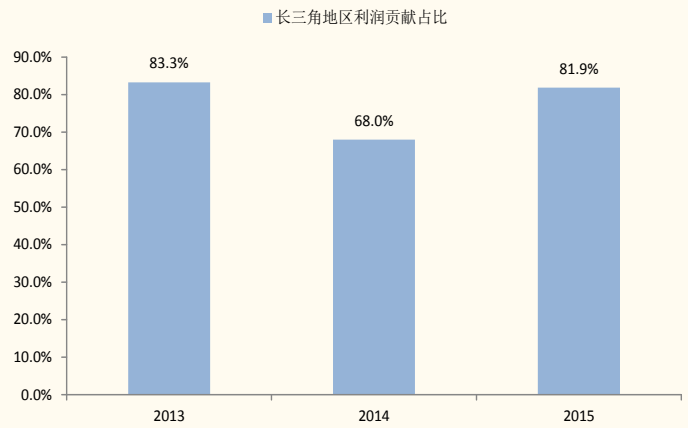
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 9：上海地区的利润贡献占比超过 79%



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 10：长三角地区的利润贡献占 82%

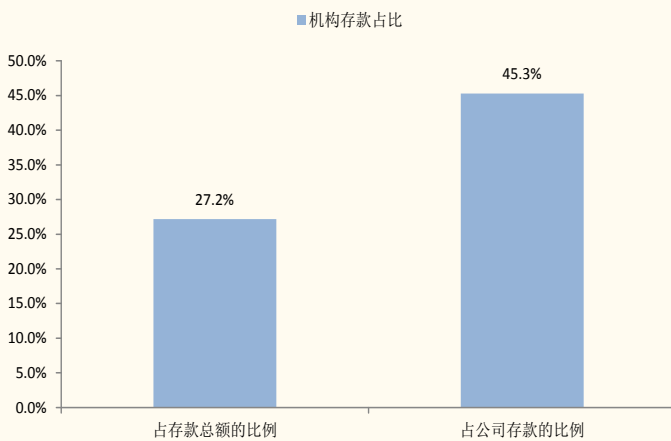


来源：公司招股说明书、国金证券研究所

当地客户基础殷实，机构金融、养老金融特色业务突出

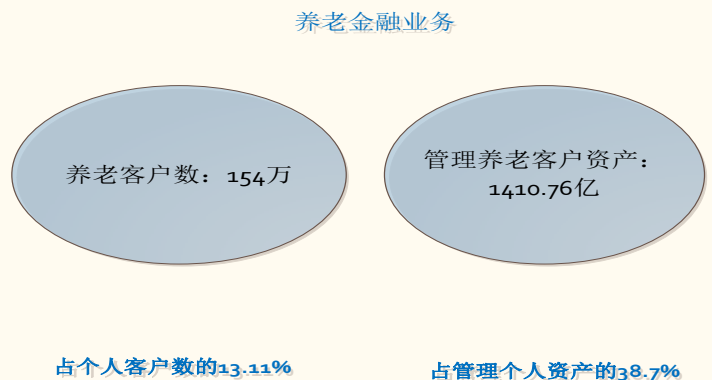
- 公司积累了丰富的企业客户资源。截至 2016 年 3 月 31 日，公司的企业客户总数约 18 万户，与 33 家上海市属国资企业开展业务合作，占上海市属国资企业总数的 71.4%，公司有 3,288 家小微企业贷款客户，小微企业贷款总额为 564.86 亿元，占公司贷款总额的比例为 16.11%。公司是上海市最主要的中小企业综合金融服务银行之一。
- 机构金融业务特色突出，机构存款占比高。截至 2016 年 3 月 31 日，公司向上海市 5,321 个政府机构及公共事业客户提供存款服务，这些机构客户的存款占公司存款总额的 45.31%。公司向上海市 125 家市级预算单位及上海市 16 个区县的 453 家预算单位提供国库集中支付业务，在市级和区县级预算单位的市场份额分别为 11% 和 8%，市场排名均位列第四。
- 养老金融业务是品牌，资产管理规模占个人客户资产的 39%。截至 2016 年 3 月 31 日，公司拥有约 1,175 万名个人客户。公司累积了 18 年上海地区养老金代发服务的经验，是上海市提供养老金代发服务的主要银行之一，并致力于成为养老金融服务专家，截至 2016 年 3 月 31 日，公司养老业务客户约 154 万名，占个人客户的 13.11%；管理的养老客户资产总额为 1,410.76 亿元，占公司个人客户资产的比例达 38.72%。

图表 11：公司机构金融业务特色突出，机构存款占比高



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 12：公司的养老金融业务是品牌业务



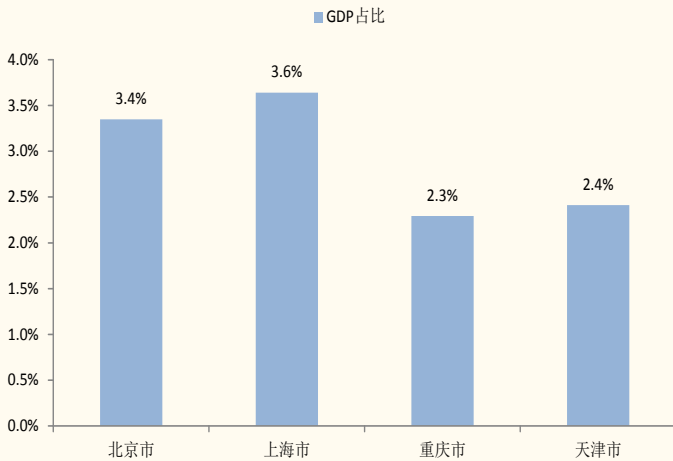
来源：公司公告、国金证券研究所

投资要点

深耕上海和长三角地区，享金融中心以及长三角地区的区域优势

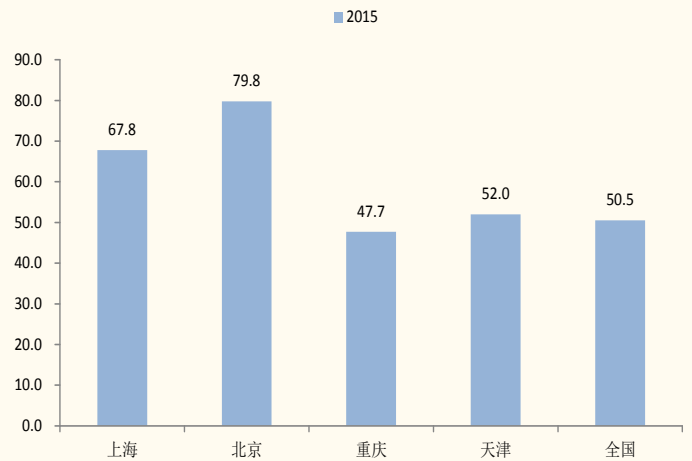
- **上海市是我国 GDP 贡献最大的城市，第三产业占比高。**上海市是世界上最重要也是中国最发达的城市之一。根据社科院公布的报告，上海城市综合竞争力在 2009 年至 2015 年均居中国内陆城市前三位。上海市生产总值贡献度最近五年连续保持第一。根据国家统计局统计数据，2015 年上海市生产总值为 24,965 亿元，占我国 GDP 的比例为 3.7%，其经济结构转型的速度亦持续领跑全国，2015 年上海市第三产业增加值占上海市 GDP 的比重达到 67.8%，标志着上海市已进入以服务经济为主的发展阶段。
- **上海市是中国的金融中心，金融市场交易量遥遥领先。**上海市汇集了众多金融机构，上海证券交易所、上海金融期货交易所、中国外汇交易中心、上海清算中心、上海黄金交易所等机构均在上海落户。2015 年上海地区证券市场交易总量达到 11.17 万亿元，是北京地区的 1.9 倍、深圳地区的 4.6 倍，金融市场交易量遥遥领先。
- **上海市城镇居民人均可支配收入全国最高。**2011 年以来上海市的城镇居民人均可支配收入在我国主要城市中最高。2015 年上海市城镇居民人均可支配收入达到 52,962 元，2011 年至 2015 年年均复合增长率为 10.0%。
- **上海所在的长三角地区是我国最重要及最发达的经济与金融地区之一。**2015 年长三角地区 26 个城市生产总值为 13.6 万亿元，占我国 GDP 的 20.2%。2015 年中国人均生产总值最高的五大省份及直辖市中，上海市及江苏省均位于长三角地区，其 2015 年人均生产总值分别为 103,363 元和 88,085 元。

图表 13：上海市是我国 GDP 贡献最大的城市



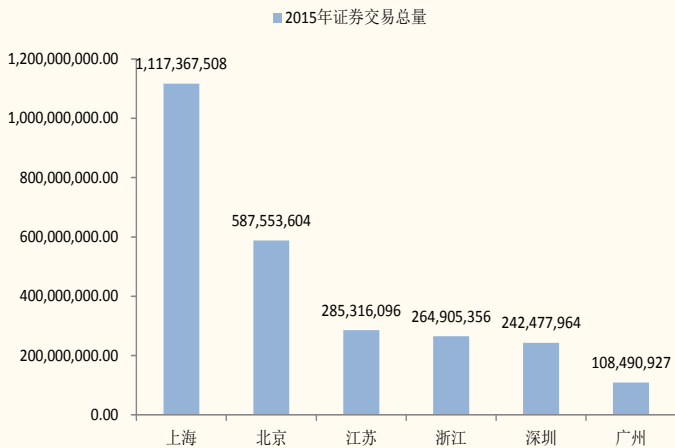
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 14：上海市第三产业占比高



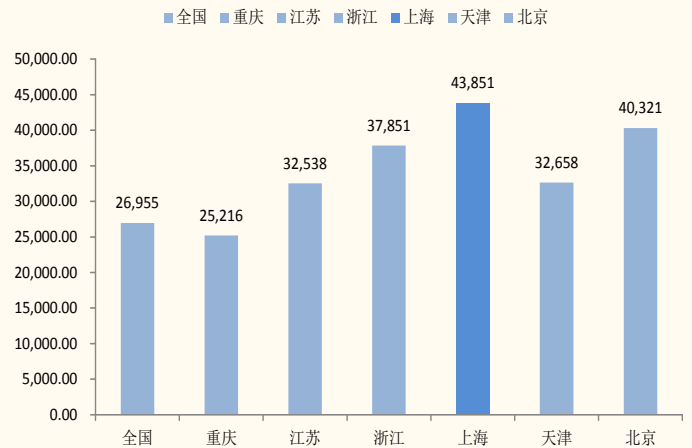
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 15: 上海地区证券市场交易量遥遥领先



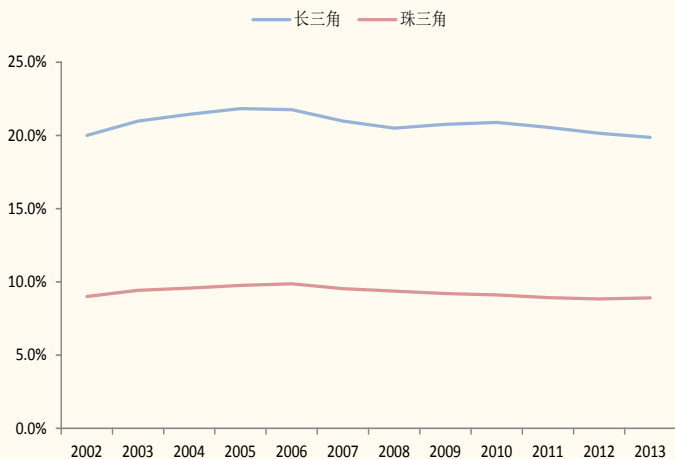
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 16: 上海市城镇居民人均可支配收入全国最高



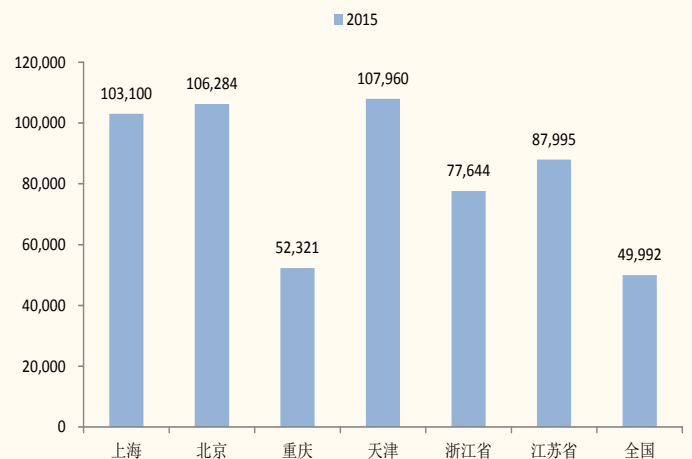
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 17: 2015 年长三角地区占我国 GDP 的 20.2%



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 18: 2015 年人均生产总值最高的五大省份及直辖市



来源: WIND 资讯、国金证券研究所

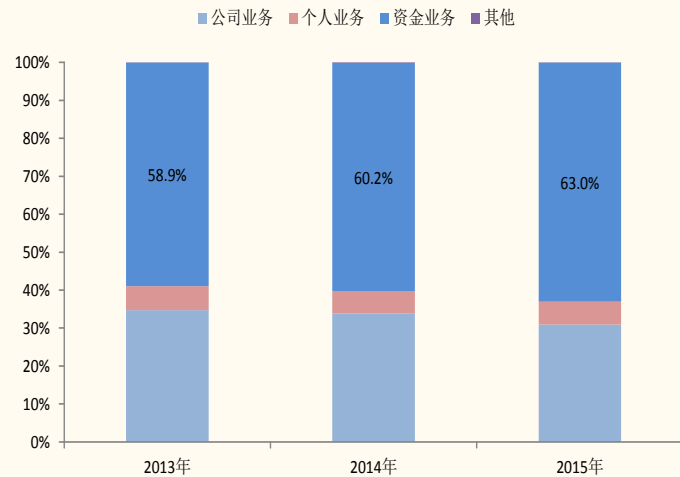
经营立足差异化: 金融市场业务突出, 利润贡献占比超 50%

- **金融市场业务突出, 利润贡献占比高。**基于上海市金融中心的显著地位, 公司经营上将主要业务差异化定位于金融市场业务, 2013-2015 年公司的资金业务分部营业利润贡献占比分别为 50%、55%、57%, 远超同业水平。一方面, 公司在资产配置上更加注重金融市场业务, 资产占比超过了南京银行。2015 年末公司的资产结构分部中资金业务的资产占 60% 以上。2015 年末公司的债券等投资资产占总资产的比例超过 40%, 贷款资产仅占比为 36%, 低于同业水平, 同业资产规模也高于同业。
- **应收款项类投资资产占比高, 以信托计划、资管计划等资产为主。**另一方面, 公司的金融市场业务贡献突出也得益于在金融资产配置结构上更加趋向高收益的资产。公司的自营投资资产中应收款项类投资占比显著高于同业, 2015 年公司的应收款项类投资资产占自营投资资产的比重为 51.1%, 占比超过南京银行。应收款项类投资中以信托计划、资产管理计划等资产

为主要的同业投资资产（公司统计口径，下同）占 98%，占自营投资类资产的近 50%，其中信托计划和资管计划规模合计占整体同业投资资产的 68%。

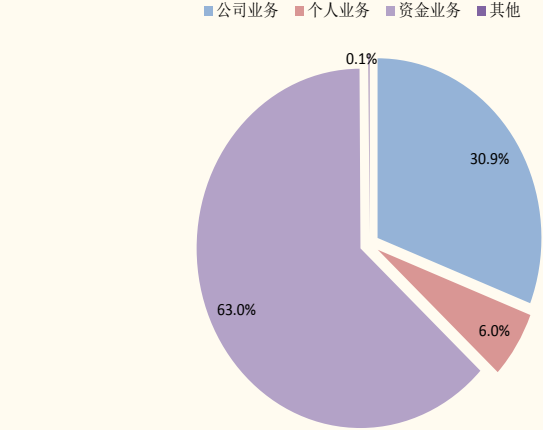
- **个人金融业务较为薄弱，按揭贷款占比高。**公司在个人金融上的资产分部仅占 6%左右，资产规模占比很低。利润贡献上，2015 年个人金融的利润贡献占比为 11.8%，也低于同业水平。一方面整体的资产配置规模占比小，2015 年末个人贷款占总贷款的比重为 16%，处于同业最低的水平，另一方面公司的个人贷款结构上低利率的按揭贷款占比较高，2014-2015 年公司的个人按揭贷款占个人贷款的比例分别为 66%、55%。截至 2016 年 3 月 31 日，公司的首套住房贷款占住房按揭贷款总额的 91%，公司在上海市的住房按揭贷款占住房按揭贷款总额的 63.21%。

图表 19：公司的资产分部中资金业务占比达 60%以上



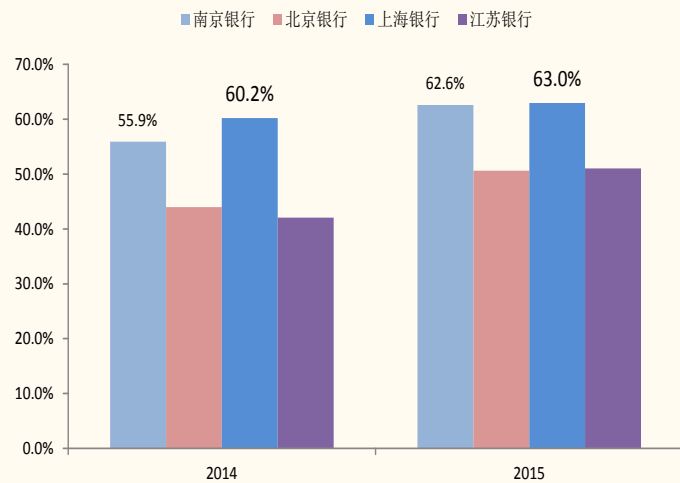
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 20：公司的资产分部结构以资金业务为主



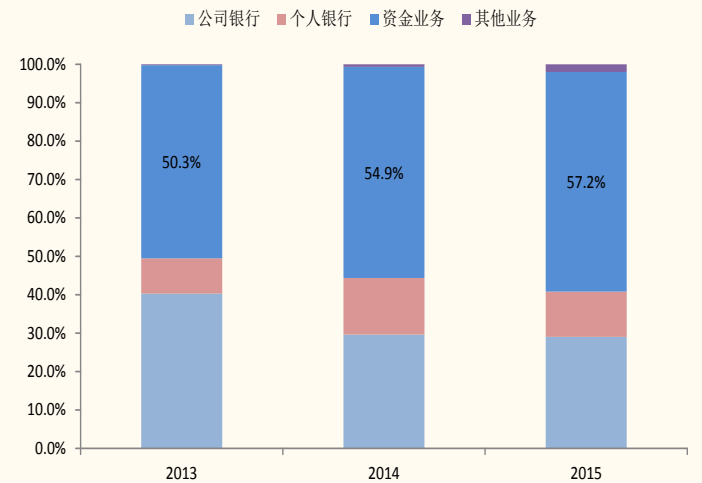
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 21：公司的资金业务资产规模占比同业最高



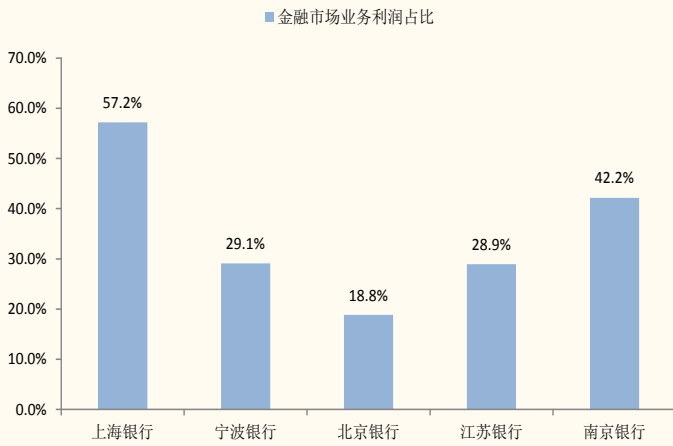
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 22：公司的资金业务利润贡献占比达 57%



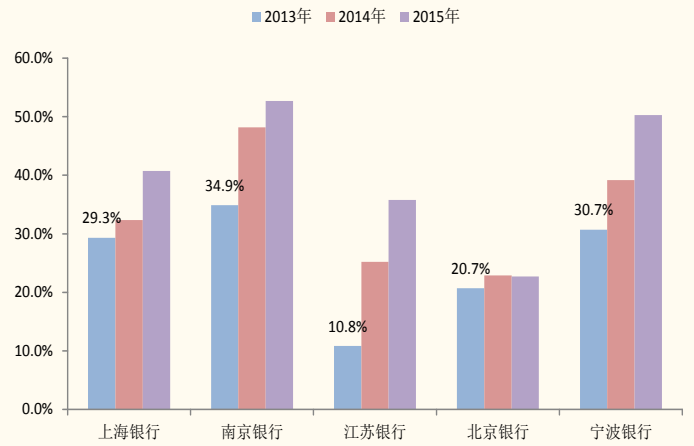
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 23: 公司的资金业务利润贡献占比同业最高



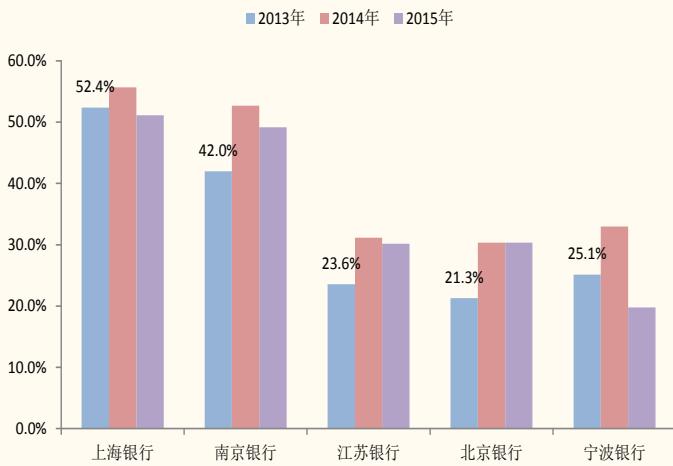
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 24: 公司的投资资产规模占比相对较高



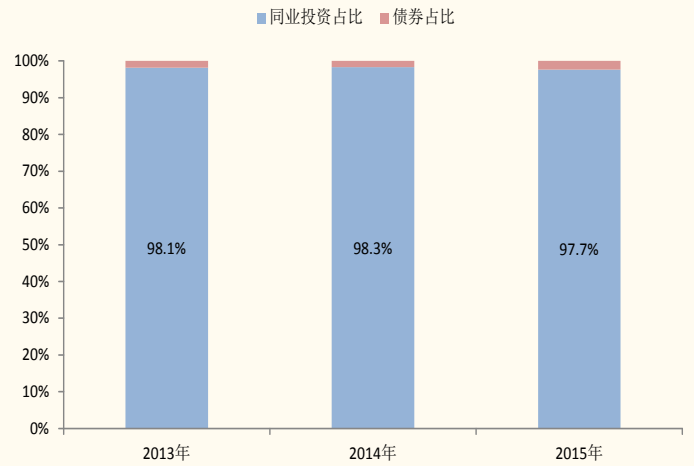
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 25: 2015 年应收款项类投资占投资资产的 51.1%



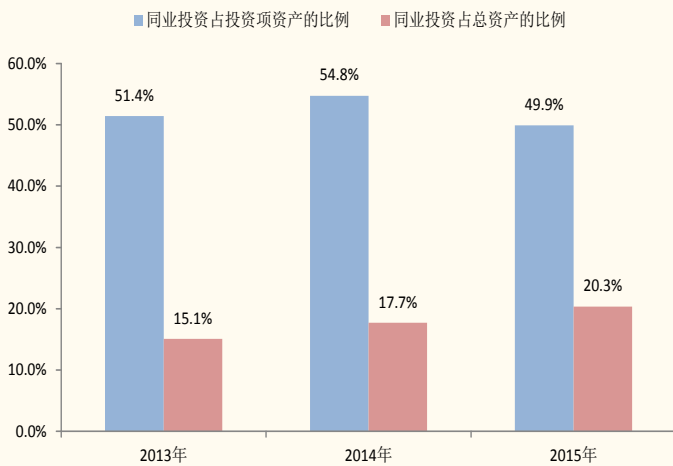
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 26: 应收款项类投资中以信托计划、资管计划为主



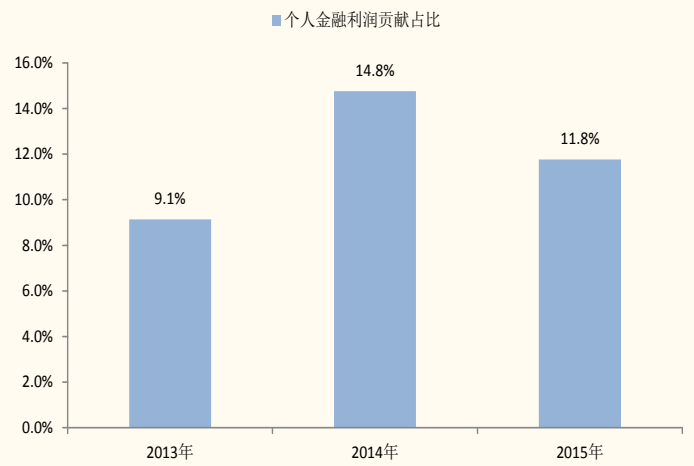
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 27: 以信托计划、资产管理计划等资产为主的同业投资资产占自营投资类资产的近 50%



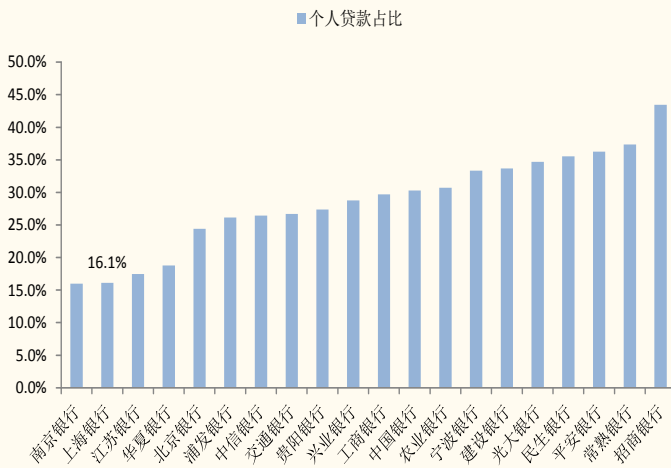
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 28: 公司的个人贷款占公司贷款的比例为 11.8%

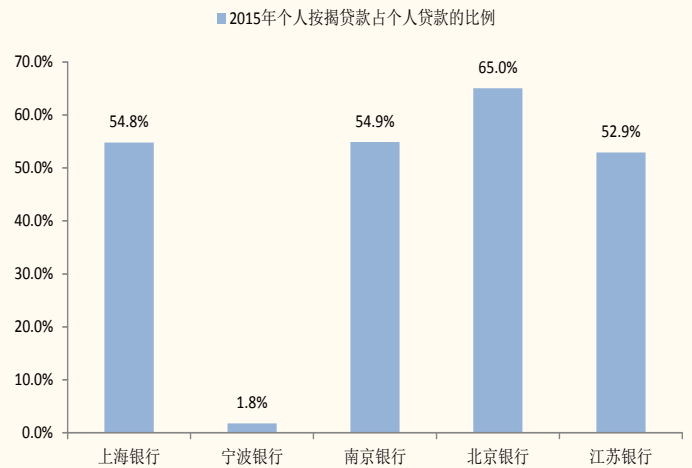


来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 29: 公司的个人贷款占比处于同业最低的水平



图表 30: 公司的个人贷款中按揭贷款占比较高



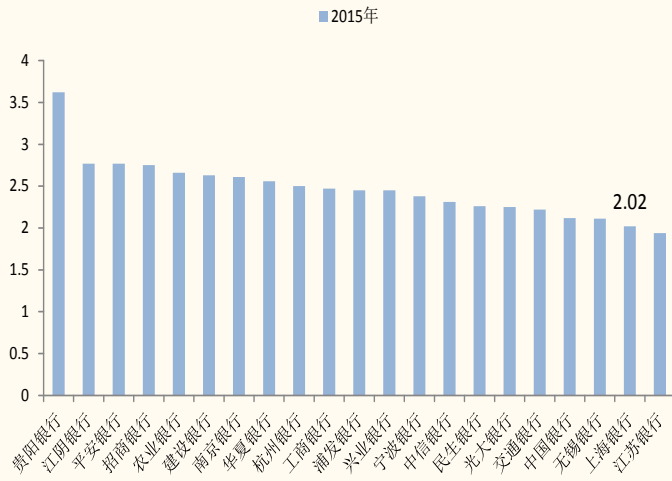
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

来源: WIND 资讯、国金证券研究所

净息差同业中较低, 大中型银行金融机构占主导的客观环境以及自身的资产负债结构使然

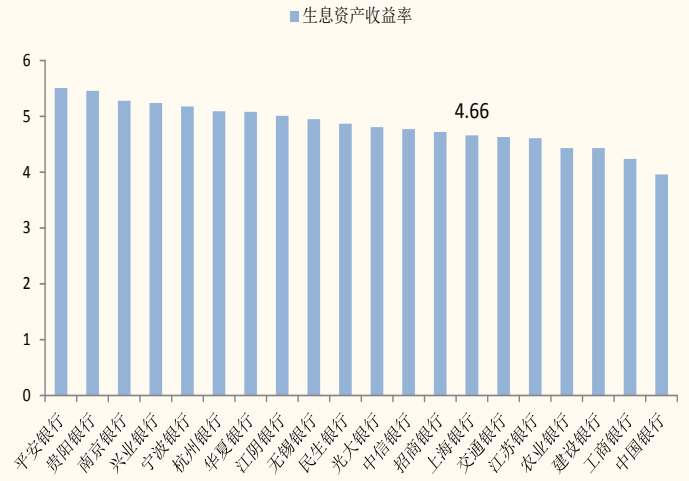
- 公司的净息差水平同业中较低。2013-2015 年公司的净息差分别为 2.18%、2.21%、2.02%，息差水平处于同业较低的水平。具体分拆来看，一方面公司的生息资产收益率水平处于同业中等偏下，而另一方面公司的付息负债的成本相对同业却较高。
- 上海地区大中型银行金融机构占主导。截止 2015 年末，上海地区共有 4022 家银行金融机构的分支机构。上海地区大型银行和股份制银行的营业网点布局较多，占全部金融机构数量的 58% 以上。城市商业银行的数量达到 374 家，占比为 9.3%，超过北京地区城商行的分设机构数量。
- 公司的资产配置结构中以资金业务为主，贷款占比小、收益率较低。2015 年末公司的资产结构分部中资金业务的资产占 60% 以上。2015 年末公司在债券等投资资产占总资产的比例超过 40%，贷款资产仅占比为 36%，低于同业水平，同业资产规模也高于同业。贷款收益率同业较低，主要是贷款结构中公司对公贷款的议价能力较低以及高收益的个人消费和经营贷款相对较少。
- 公司的负债结构中同业负债占比高，存款结构中活期存款占比低。2015 年末公司的同业负债占负债总额的 30.2%，相比同业占比非常高。而低成本的存款占比仅为 58.4%，处于同业较低的水平。存款结构中定期存款和公司存款居多，2015 年末公司的定期存款占比为 55.4%，活期存款占比较同业低，同时公司 67% 的存款来自公司存款，存款成本校对较高。

图表 31: 公司的净息差水平同业中较低



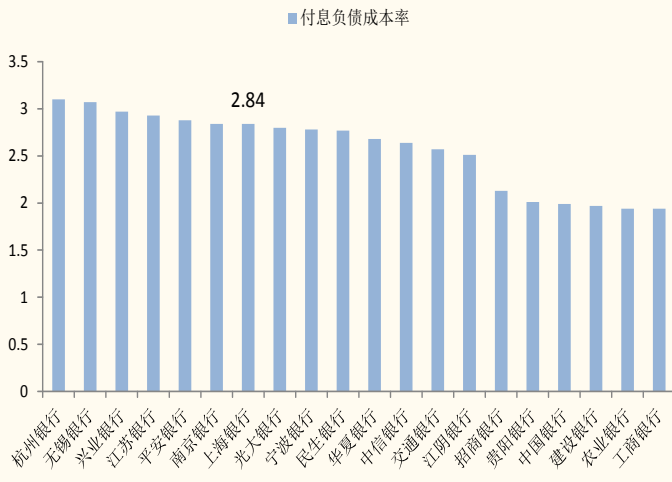
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 32: 公司的生息资产收益率相对较低



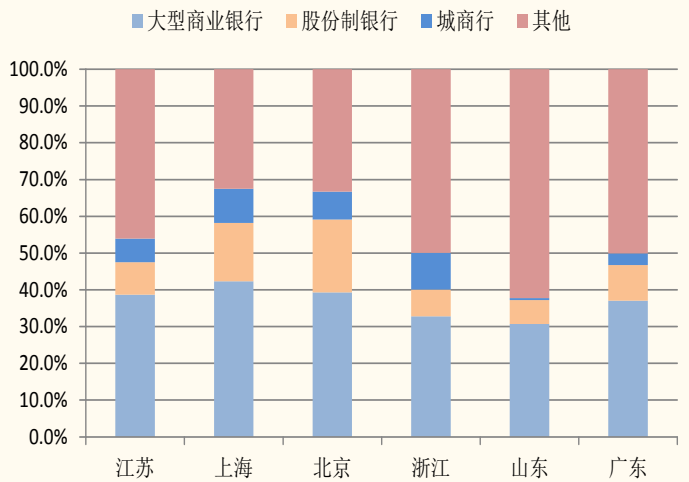
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 33: 公司的付息负债成本率相对较高



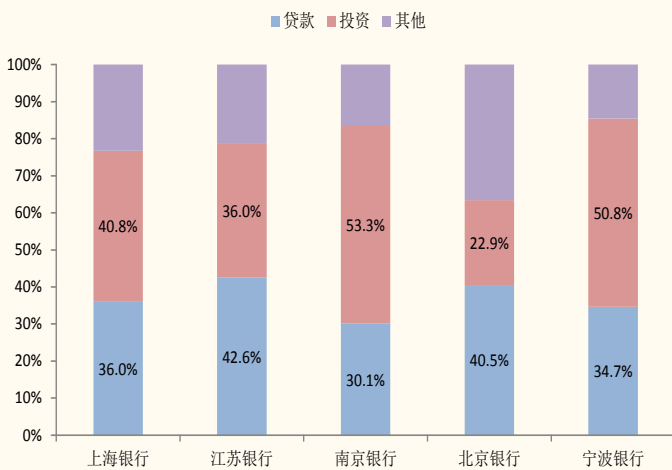
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 34: 上海地区大中型银行金融机构占主导



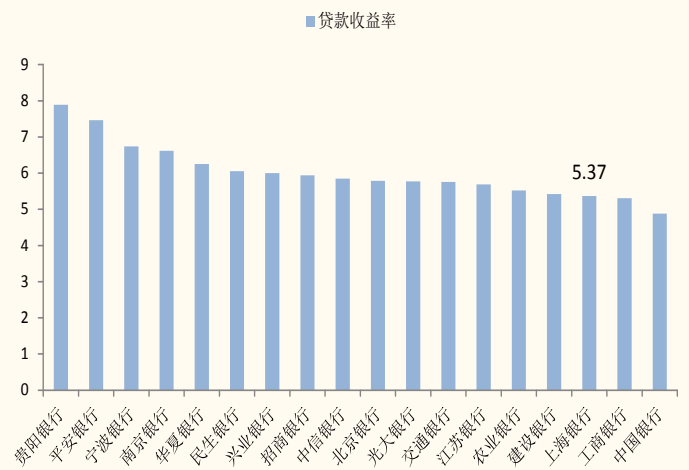
来源: WIND 资讯、国金证券研究所

图表 35: 公司资产结构中以投资和同业资产为主, 贷款占比低于同业水平



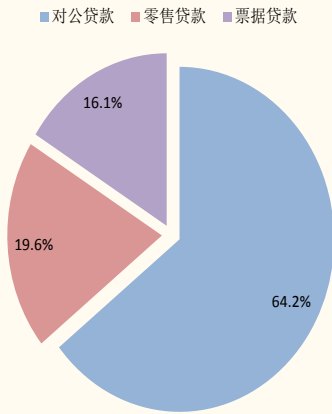
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 36: 公司的贷款收益率同业中较低



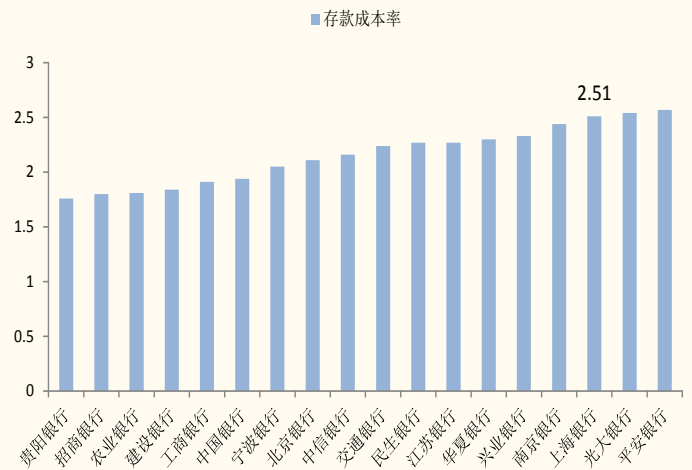
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 37: 公司的贷款结构分布



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 38: 公司的存款成本率同业较高



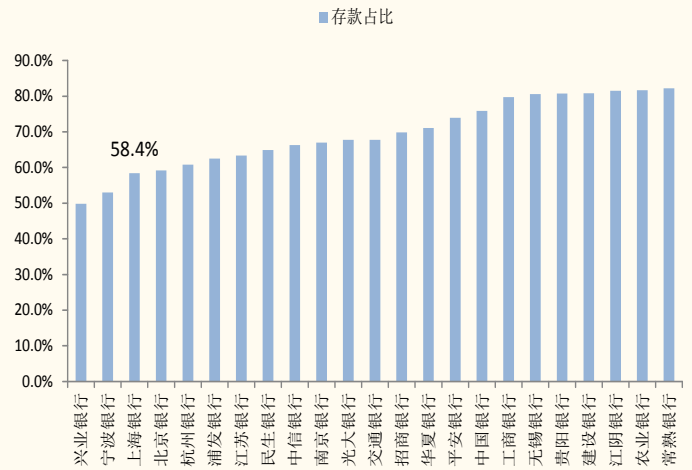
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 39: 公司的同业负债占比高



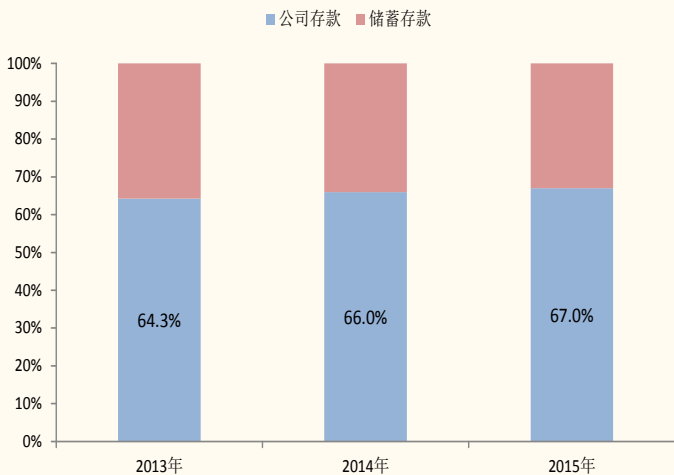
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 40: 低成本的存款占负债的比例较低



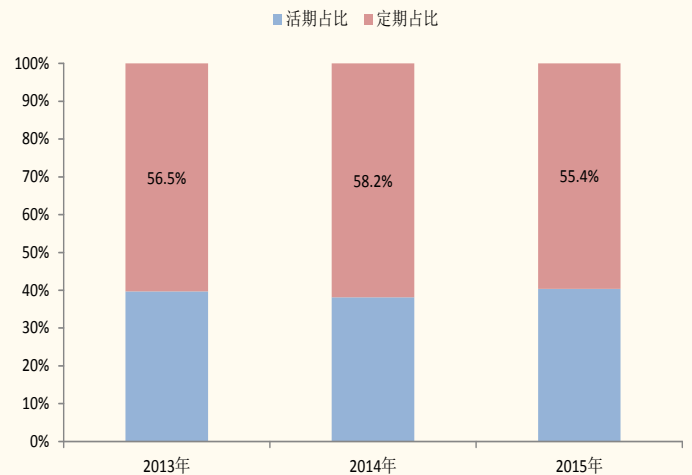
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 41: 公司 67% 的存款是公司存款



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 42: 公司的定期存款占 55.4%

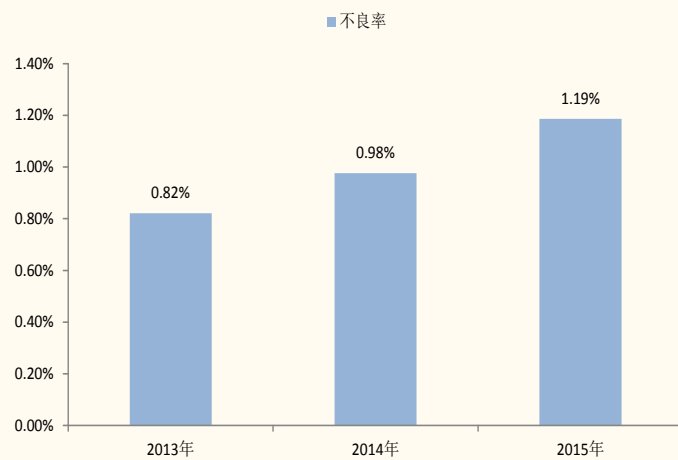


来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

资产质量相对较好，不良确认较为严格

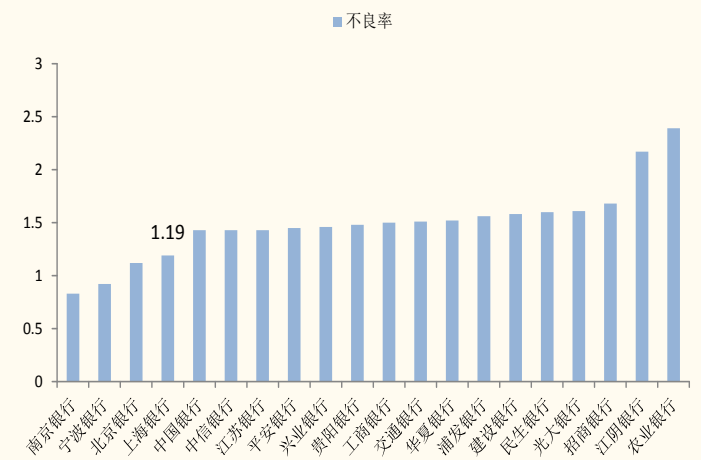
- 公司的资产质量相对较好。2013-2015 年公司的不良分别为 0.82%、0.98%、1.19%，不良率处于同业较低的水平，主要是公司资产配置的结构上同业和自营投资占比较多，合计超过 50%以及上海地区整体信用风险相对较低。具体来看，公司的不良主要发生在制造业和批发零售业，不良率相对较高，同时票据类贷款的不良率也高于同业水平。公司贷款中占比最大的房地产贷款的不良率较低，主要与上海区域一线城市的经济环境和地位相关。但个人按揭贷款的不良率相对较高，高于浦发和江苏银行。
- 公司的不良确认上相对较为严格。同时公司的关注类贷款占比也处于同业较低的水平，拨备相对充足，处于同业较高的水平。但资产质量和拨备充足水平在城商行中相对还较弱。但 2015 年公司的贷款/90+逾期的指标超过 100%，达到 112%，在不良确认上较为严格。

图表 43: 2015 年末公司的不良率为 1.19%



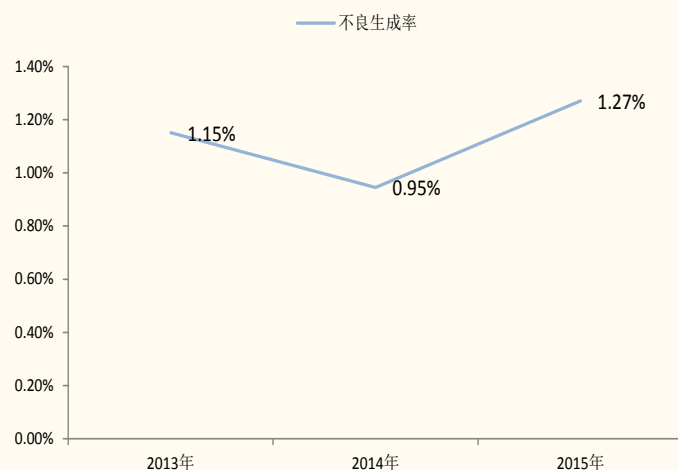
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 44: 公司的资产质量较好，处于同业较低的水平



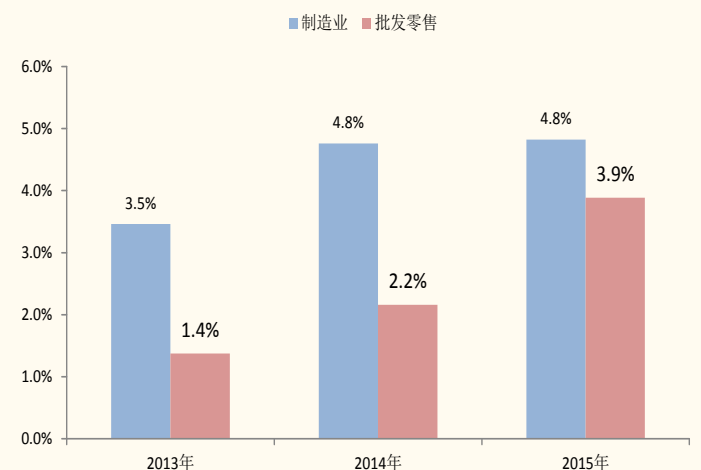
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 45: 2015 年末公司的不良生成率为 1.27%，相对同业较低



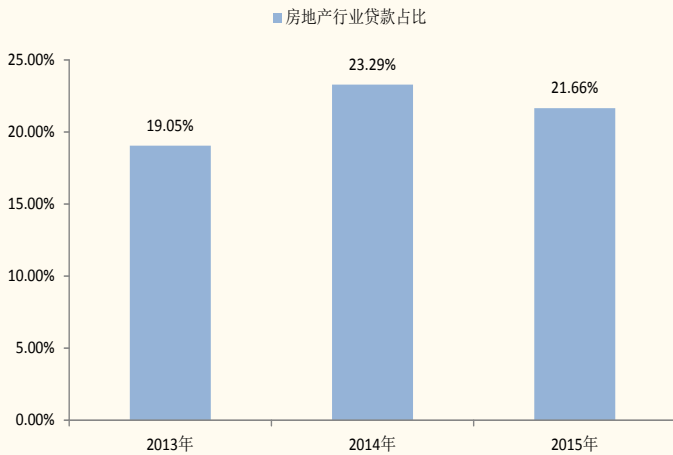
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 46: 公司的不良主要集中在制造业和批发零售业



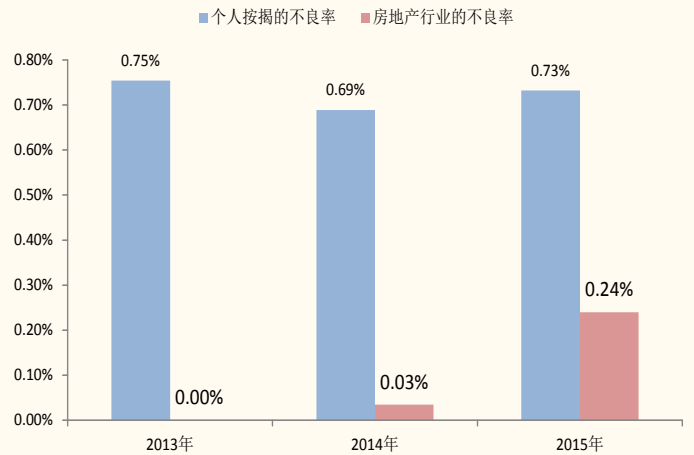
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 47: 公司贷款中房地产贷款占比最高



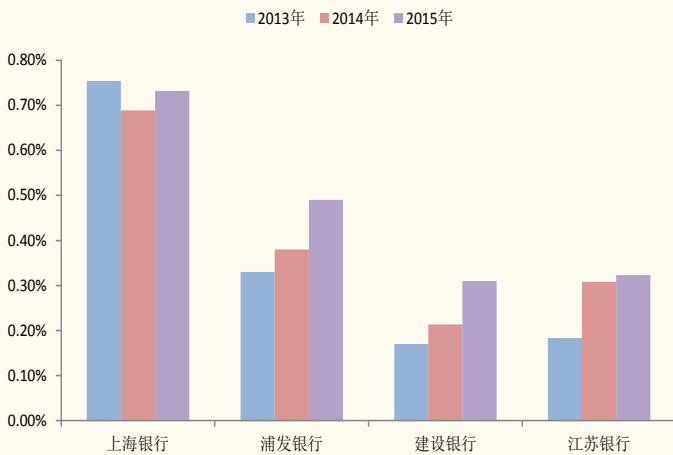
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 48: 公司的房地产贷款不良率较低



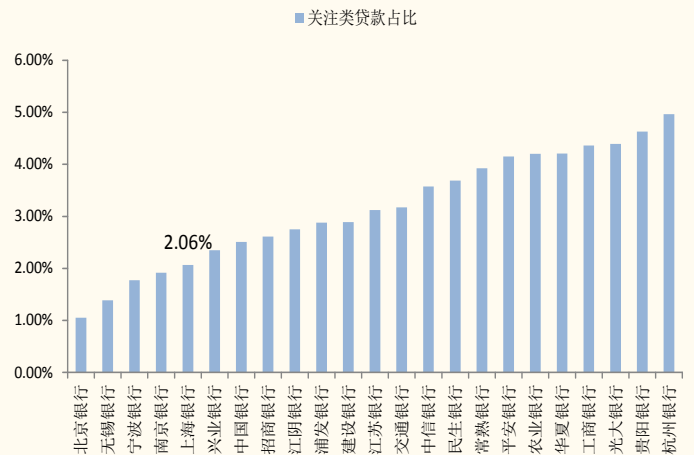
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 49: 公司的按揭贷款不良率相对同业较高



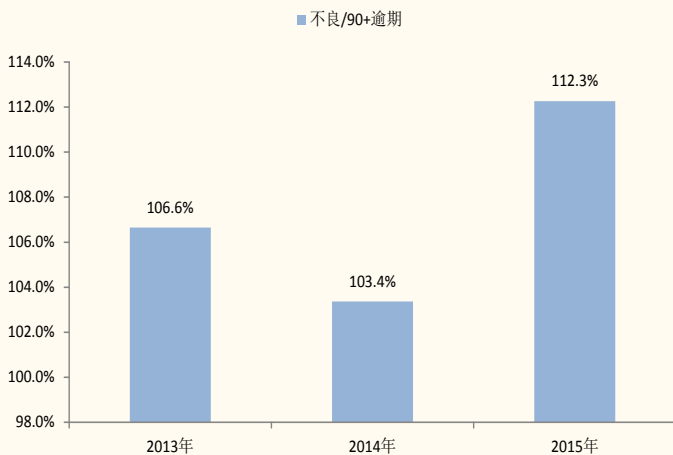
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 50: 公司的关注类贷款占比处于同业较低的水平



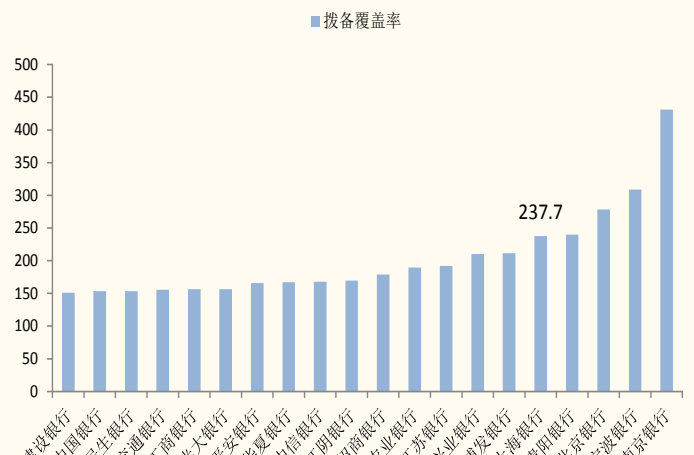
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 51: 公司的不良/90+逾期贷款比例超 100%, 不良确认较为严格



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表 52: 公司的拨备覆盖率处于同业较高的水平



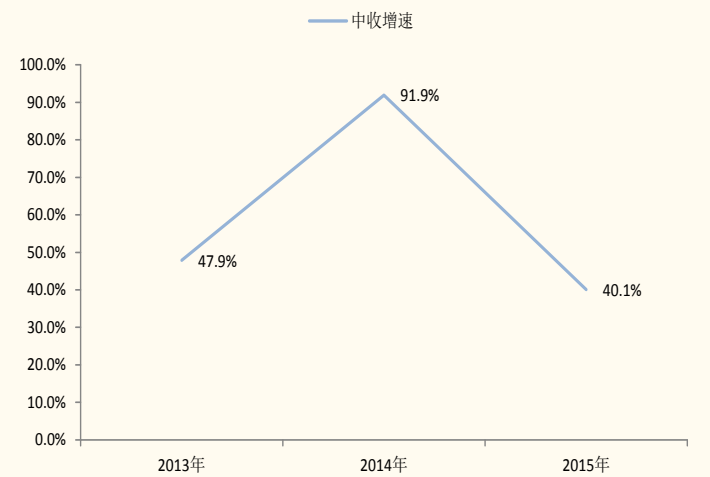
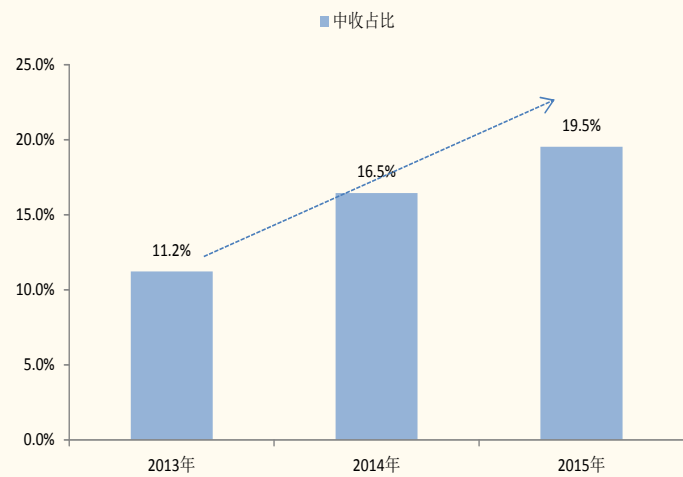
来源: 公司公告、国金证券研究所

中收增长快，投行业务和托管业务增速突出

- 中间业务收入增长很快，占比达到同业平均水平。2013-2015 年公司的中间业务收入分别增长 48%、92%、40%，增速较快。中收占营业收入的比例从 2013 年的 11.2% 提升至 2015 年的 19.5%，基本达到同业平均水平。
- 投资银行及财务顾问业务和托管业务手续费收入增速突出。具体来看，中收中投行业务和代理业务手续费收入是主要的贡献来源，占到手续费收入的 60% 以上。近几年公司的投资银行及财务顾问业务和托管业务手续费收入增长突出：2013 年-2015 年公司的债务融资工具承销金额年均复合增长率为 61.60%。公司是最早开展并购贷款服务的城市商业银行之一，积极为并购业务提供财务顾问及各种相关融资服务。2013 年-2015 年公司的投资银行及财务顾问业务收入年均复合增长率为 58%。2013 年-2015 年公司的托管资产规模年均复合增长率为 80.65%。截至 2016 年 3 月 31 日，公司的资产托管规模位居我国城市商业银行前列。2013 年-2015 年公司实现托管业务手续费及佣金收入年均复合增长率为 140.83%。

图表 53：公司的中收占比从 2013 年的 11.2% 提升至 2015 年的 19.5%

图表 54：公司的中收增速较快

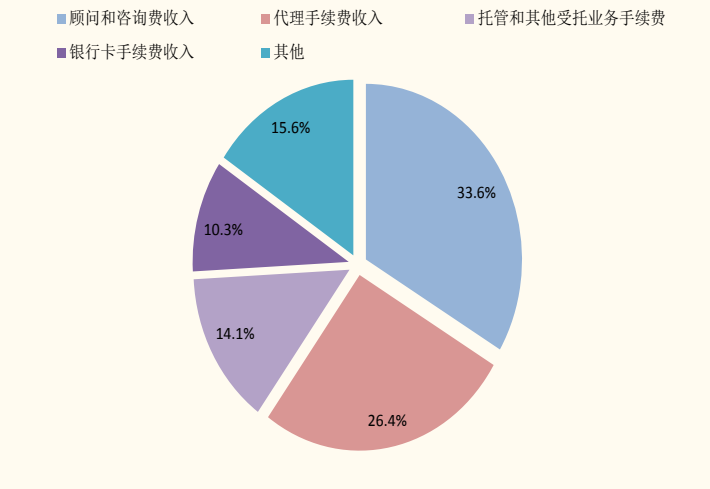
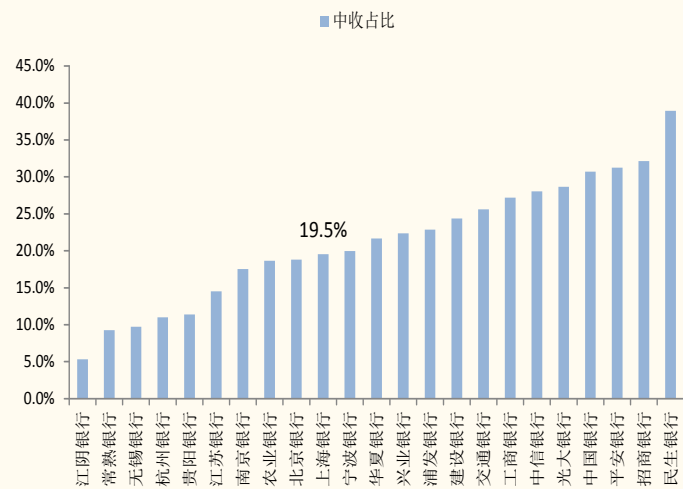


来源：公司招股说明书、国金证券研究所

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 55：公司的中收占比基本达到同业平均水平

图表 56：投行和代理业务手续费收入是主要的贡献来源



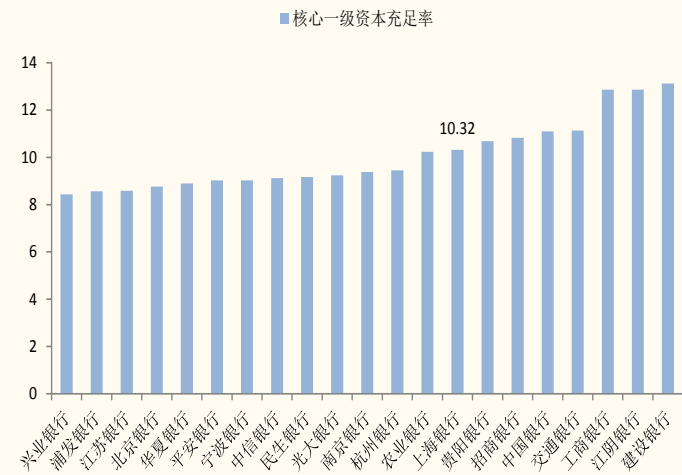
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

盈利预测和估值

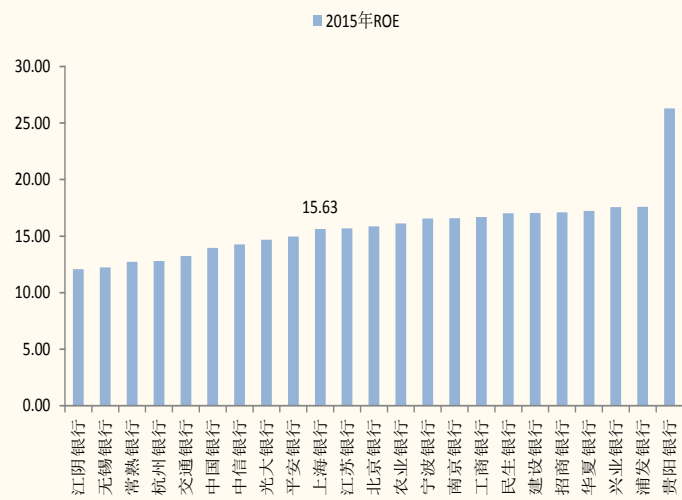
- 公司的 ROE 位于行业平均水平，IPO 融资将助力各项业务持续扩张。公司 IPO 的融资方案为以每股 17.77 元的价格募集资金约 105 亿元补充资本。发行前公司的资本充足率相对较高，主要是低资本消耗的投资资产占比较高，同时公司的资产规模扩张较为温和。2015 年末公司的核心一级资本充足率为 10.32%，处于行业较高的水平。公司目前的 ROE 水平基本处于行业平均水平，但低于其他城商行，此次上市发行融资后未来公司的各项业务会得以持续快速扩张，但 ROE 水平的提升还要在资产结构上更加优化以及中收的持续高速增长。
- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母净利润同比分别增长 11.1%、16.5%。我们认为公司主要有以下几点投资逻辑：1) 公司经营所在的上海地区和长三角地区经济发达，优质资源比较集中，同时信用风险相对较低。2) 公司业务差异化于低资本消耗、低信用成本的金融市场业务，形成自身的优势。3) 借助上海市金融中心的区域优势，公司的中收业务有望保持较快增长。目前作为次新股估值相对较高，首次覆盖给予公司增持的投资评级。

图表 57: IPO 前公司的资本充足水平相对较高



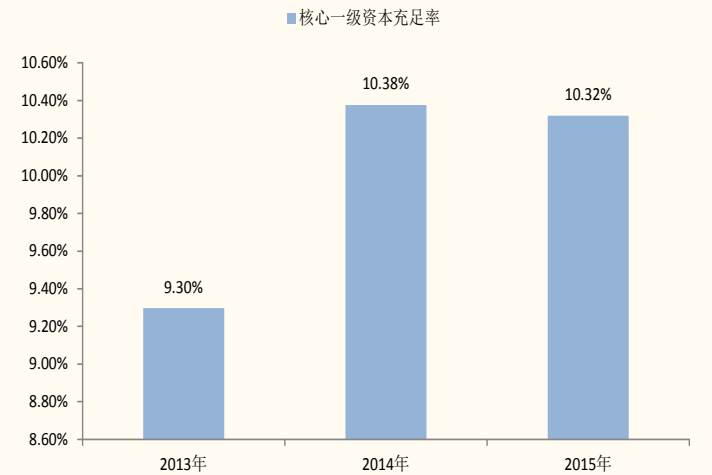
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 59: 公司的 ROE 水平处于行业平均水平，但低于其他城商行



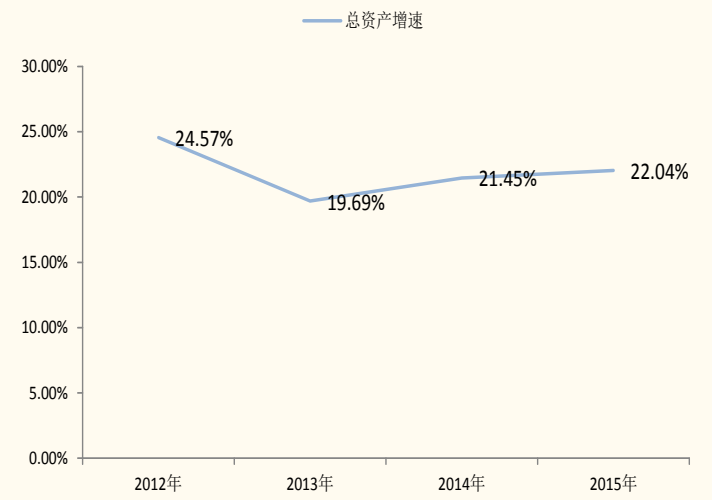
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 58: 公司的核心一级资本充足率较高



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 60: 公司的资产规模扩张较为温和



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

利润表						指标和估值					
百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元：元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
平均生息资产	1,075,956	1,310,602	1,565,815	1,851,424	2,208,527	ROAA (%)	1.05	0.99	0.92	0.91	0.92
净息差	2.21	2.02	1.86	1.89	1.89	ROAE (%)	17.51	15.63	13.87	13.63	14.45
利息收入	55,890	61,446	69,996	86,739	108,321	每股净资产	15.72	17.10	19.31	21.83	24.87
利息支出	32,416	34,764	40,718	51,556	66,215	EPS	2.42	2.41	2.41	2.80	3.37
净利息收入	23,474	26,682	29,278	35,183	42,105	股利	1128.96	0.00	1444.99	1683.51	2025.67
贷款减值准备	5,289	7,834	8,846	12,167	14,421	DPS	0.24	0.00	0.24	0.28	0.34
非息收入						股息支付率	9.92	0.00	10.00	10.00	10.00
手续费和佣金收入	3,947	5,508	7,661	9,960	12,385	发行股份	4704	5404	6004	6004	6004
交易性收入	381	-352	-352	-352	-352	业绩数据					
其他收入	61	82	82	82	82	增长率 (%)					
非息总收入	4,623	6,477	8,630	10,928	13,354	净利息收入	23.2	13.7	9.7	20.2	19.7
非息费用						非利息收入	91.9	40.1	33.2	26.6	22.2
业务管理费	7,040	7,623	8,385	9,816	11,911	非利息费用	12.4	7.6	10.4	17.9	21.9
营业税金及附加	1,685	1,766	1,978	2,406	2,990	净利润	21.8	14.3	11.1	16.5	20.3
非息总费用	8,740	9,406	10,382	12,243	14,924	平均生息资产	20.6	21.8	19.5	18.2	19.3
税前利润	14,144	16,052	18,813	21,836	26,247	总付息负债	18.1	14.2	17.9	21.2	21.3
所得税	2,745	3,008	4,363	5,001	5,990	风险加权资产	18.3	25.5	21.0	17.6	19.3
净利润	11,376	13,002	14,450	16,835	20,257	营业收入分解 (%)					
资产负债表数据						净利息收入占比	83.5	80.5	77.2	76.3	75.9
总资产	1,187,452	1,449,140	1,697,618	2,014,441	2,399,625	佣金手续费收入占比	14.0	16.6	20.2	21.6	22.3
贷款总额	484,522	536,507	604,318	684,137	783,319	营业效率 (%)					
客户存款	724,618	792,680	887,801	1,020,972	1,184,327	成本收入比	25.1	23.0	22.1	21.3	21.5
其他付息负债	277,432	366,250	532,973	661,579	828,807	流动性 (%)					
股东权益	73,970	92,390	115,928	131,080	149,311	贷款占生息资产比	43.0	39.0	36.4	34.8	33.2
资产质量						期末存贷比	66.9	67.7	68.1	67.0	66.1
不良贷款	4,731	6,370	8,113	9,671	10,915	资本 (%)					
不良率	0.98	1.19	1.34	1.41	1.39	核心一级资本充足率	10.4	10.3	10.7	10.3	9.8
贷款损失拨备	12,327	15,142	17,036	22,534	30,779	一级资本充足率	10.4	10.3	10.7	10.3	9.8
拨备覆盖率	261	238	210	233	282	资本充足率	12.6	12.6	12.6	12.3	11.9
拨贷比	2.54	2.82	2.82	3.29	3.93						
信用成本 (%)	1.04	1.41	1.55	1.89	1.97						

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD