

公司研究/首次覆盖

2020年10月18日

银行/银行 II

投资评级：增持（首次评级）

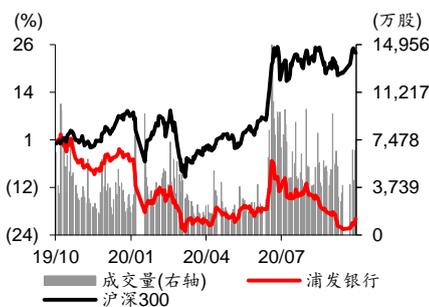
当前价格(元): 9.72
目标价格(元): 10.77

沈娟 SAC No. S0570514040002
研究员 SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 SAC No. S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

安娜 SAC No. S0570120080111
联系人 anna@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

综合布局引领，数字转型先行

浦发银行(600000)

核心观点

浦发银行近 30 年来乘浦东改革东风快速发展，由上海逐渐向全国布局，为首家在上交所上市的银行，对公业务特色较为突出。近年来公司推动零售业务转型，资产负债结构持续优化，存量风险不断出清，并布局综合化经营。公司转型成效有望逐渐显现，驱动盈利能力提升。目前公司低估值、高股息特征明显，估值有一定修复空间。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润同比增速为-9.4%、4.6%、8.5%，EPS 为 1.82 元、1.90 元、2.06 元，目标价为 10.77 元，首次覆盖给予“增持”评级。

长三角迈向全国，资产规模领先

公司成立于 1992 年，是第一家在上交所上市的银行，近 30 年来与上海经济共同成长，并善于把握时代发展机会，对公业务特色较为突出。1994 年至 1996 年，浦发银行杭州分行、北京分行陆续成立，公司由上海向全国布局。2020 年 6 月末公司总资产规模位列股份行第三，主要布局在长三角地区。公司战略与区域战略联动，持续推动长三角区域战略的落地。公司数字化转型布局也较为领先，科技有望赋能业务发展。公司股权较为集中，2020 年 6 月末上海市国资、富德生命人寿、中国移动合计持股近 70%。近期公司管理层成员完成更替，有助于推动战略的高效落地。

资产负债结构改善，存量风险出清

公司盈利能力良好，2020H1 ROE 处上市股份行中游水平，贷款占比较低、不良历史包袱较重分别导致资产收益率、信用成本成为公司盈利能力的拖累因素，未来有一定改善空间。公司资产负债结构持续改善，2016 至 2019 年贷款占比、零售贷款占比、存款占比均呈现提升趋势，有望助力净息差企稳。公司注重综合化经营，广泛布局子公司，母行与子公司可产生协同效应，驱动非息收入增长。存量风险逐渐出清，6 月末不良率较 19 年末-13bp，且不良贷款认定标准严格，潜在风险较为可控。6 月末公司核心一级资本充足率为上市股份行第 2 高，抗风险能力较强。

目标价 10.77 元，首次覆盖给予“增持”评级

浦发银行资产负债结构改善，存量风险逐渐出清，公司盈利能力有望改善。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.82/1.90/2.06 元，2020 年 BVPS 预测值 17.95 元，对应 PB 0.54 倍。可比公司 2020 年 Wind 一致预测 PB 均值为 0.75 倍。目前公司 PB (LF) 估值仅为 0.59 倍，股息率达到 6.17%（均以 10 月 16 日收盘价计算），低估值、高股息特征明显。我们认为公司资产负债结构持续改善，子公司广泛布局产生协同效应，推动数字化转型有望进一步赋能业务发展，估值折价幅度有望收窄，我们给予 2020 年目标 PB 为 0.60 倍，目标价为 10.77 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：经济下行持续时间超预期，资产质量恶化超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	29,352
流通 A 股 (百万股)	29,352
52 周内股价区间 (元)	9.39-13.09
总市值 (百万元)	285,303
总资产 (百万元)	7,521,101
每股净资产 (元)	19.25

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	171,542	190,688	200,704	225,788	255,956
+/-%	1.73	11.16	5.25	12.50	13.36
归属母公司净利润 (百万元)	55,914	58,911	53,399	55,835	60,560
+/-%	3.05	5.36	(9.36)	4.56	8.46
EPS (元, 最新摊薄)	1.90	2.01	1.82	1.90	2.06
PE (倍)	5.10	4.84	5.34	5.11	4.71

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
长三角迈向全国，资产规模领先	5
把握上海改革机遇，发展战略因时制宜	5
1992-2005 年：与上海同发展，引入外资战投	5
2006-2010 年：打造对公特色，携手中国移动	6
2011-2015 年：获重要资格+牌照，推动综合化布局	6
2016 年至今：推进数字化转型，注重区域战略协同	7
股权较为集中，董事会完成更替	8
资产负债结构改善，存量风险出清	10
资产负债结构改善，有望助息差企稳	12
资产：贷款占比提升，加大零售投放	12
负债：存款占比提升，成本持续下降	13
注重综合化经营，非息收入望提升	14
存量风险出清，资产质量夯实	15
多渠道补充资本，增强资产投放能力	17
盈利预测：目标价 10.77 元，首次覆盖给予“增持”评级	18
PE/PB - Bands	21
风险提示	21

图表目录

图表 1：全文逻辑框架图	4
图表 2：2020H1 上市股份行营收、归母净利润、总资产	5
图表 3：浦发银行发展历程	5
图表 4：2010-2020 年浦发银行与中国移动的相关合作	6
图表 5：2010-2019 年浦发银行获得资格情况	6
图表 6：2020H1 上市股份行子公司规模及盈利能力情况	7
图表 7：2020H1 浦发银行部分子公司持股比例、注册资本、营业收入、净利润	7
图表 8：2016-2019 年浦发银行科技人员数量及其占母行员工人数比例	7
图表 9：2020H1 末浦发银行贷款区域分布情况	8
图表 10：2020H1 末上市股份行上海资产占总资产比例	8
图表 11：2020H1 末浦发银行股权结构图	8
图表 12：浦发银行现任董事长及主要管理层概况	9
图表 13：2015-2020H1 浦发银行与上市股份行 ROE	10
图表 14：2015-2020H1 浦发银行年化 ROE 拆解结果	10
图表 15：2020H1 上市股份行 ROE 拆解（ROE 未年化）	11
图表 16：2020H1 上市股份行主要指标对比	11
图表 17：2013-2020H1 浦发银行资产结构变化	12

图表 18:	2020H1 上市股份行贷款占总资产比例.....	12
图表 19:	2013-2020H1 浦发银行零售贷款结构变化.....	12
图表 20:	2020H1 上市股份行零售贷款占总贷款比例.....	12
图表 21:	2020H1 上市股份行生息资产收益率情况.....	13
图表 22:	2016-2020H1 浦发银行、上市股份行存款和对公活期存款比例.....	13
图表 23:	2020H1 上市股份行负债结构对比.....	13
图表 24:	2020H1 上市股份行负债成本率及对公活期存款比例情况.....	14
图表 25:	2016-2020H1 浦发银行及上市股份行计息负债成本率情况.....	14
图表 26:	2016-2020H1 浦发银行和股份行净息差情况.....	14
图表 27:	2015-2020H1 浦发银行中间收入同比增速和占比情况.....	15
图表 28:	2020H1 部分上市股份行中间收入占比情况.....	15
图表 29:	2015-2020H1 浦发银行代理业务收入增速及占比.....	15
图表 30:	2015-2020H1 浦发银行托管及其他受托业务收入增速及占比.....	15
图表 31:	2006-2020H1 浦发银行及股份行不良贷款率.....	15
图表 32:	2020H1 上市股份行不良贷款率：浦发银行不良率最高.....	15
图表 33:	2015-2020H1 浦发银行对公贷款行业分布.....	16
图表 34:	2012-2020H1 浦发银行保证贷款占比下降.....	16
图表 35:	2015-2020H1 浦发银行逾期 90 天以上贷款偏离度.....	16
图表 36:	2020H1 上市股份行关注率情况.....	16
图表 37:	2020H1 上市股份行拨备覆盖率：浦发银行为第 2 低.....	16
图表 38:	2015-2020Q2 浦发银行单季年化不良生成率及信用成本.....	16
图表 39:	2015-2020H1 浦发银行三级资本充足率.....	17
图表 40:	2020H1 上市股份行资本充足率、核心一级资本充足率.....	17
图表 41:	关键假设及其历史数据.....	19
图表 42:	可比 A 股上市银行 PB 估值 (2020/10/16).....	19
图表 43:	财务预测 (百万元).....	20
图表 44:	报告提及公司信息.....	20
图表 45:	浦发银行历史 PE-Bands.....	21
图表 46:	浦发银行历史 PB-Bands.....	21

核心观点

我们认为随银行业景气度回暖，浦发银行资产负债结构改善，推动数字化转型等效果有望逐步显现。

1、银行板块四季度有望迎来基本面+估值+资金配置多重因素共振。随经济边际修复，银行业景气度已触底反弹，我们认为四季度有望迎来基本面、估值、资金配置多重因素共振，看好银行板块配置机会。基本面方面，四季度贷款投放有望保持平稳；货币政策回归常态化，银行息差下行幅度有望继续放缓；上市银行贷款结构较优，零售贷款风险已出现拐点，风险抵御能力较强。估值方面，目前板块 PB (lf) 估值仅 0.74 倍，历史分位数为 0.99% (2010 年以来)，凸显板块配置机遇。资金配置方面，北向资金快速流入、被动型基金发行加快，有望推动银行估值修复。

2、浦发银行资产负债结构持续改善，有望助净息差企稳。疫情期间公司主动让利实体经济，2020 年上半年净息差同比-26bp，拖累利息净收入增长（同比增速为-3.7%），但公司加大贷款投放力度，以量补价。监管引导回归存贷款本源，公司持续加大贷款投放、吸收存款力度，有望助力净息差企稳。

3、公司数字化转型布局较为领先，赋能业务发展。公司与战略股东中国移动保持密切合作，加快推进全栈数字化建设，持续深化开放银行建设，科技有望赋能公司业务发展。

4、公司综合化布局领先，盈利能力较强。公司 2010 年起布局综合化经营，获得多项重要牌照和业务资格，未来子公司有望与母行业务产生协同效应，助力非息收入增长。

区别于市场的观点

1、公司上半年净息差虽然下降幅度较大，但随消费贷款风险出清，其规模恢复增长，叠加向企业让利的幅度减小，未来净息差有望企稳。

2、浦发银行子公司资产规模虽然处上市股份行较低水平，但盈利能力较强，有望推动银行非息收入增长。

盈利预测和投资建议

浦发银行资产负债结构改善，存量风险逐渐出清，公司盈利能力有望改善。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.82/1.90/2.06 元，2020 年 BVPS 预测值 17.95 元，对应 PB 0.54 倍。可比公司 2020 年 Wind 一致预测 PB 均值为 0.75 倍。目前公司 PB (LF) 估值仅为 0.59 倍，股息率达到 6.17%（均以 10 月 16 日收盘价计算），低估值、高股息特征明显。我们认为公司资产负债结构持续改善，子公司广泛布局产生协同效应，推动数字化转型有望进一步赋能业务发展，估值折价幅度有望收窄，我们给予 2020 年目标 PB 为 0.60 倍，目标价为 10.77 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表1：全文逻辑框架图

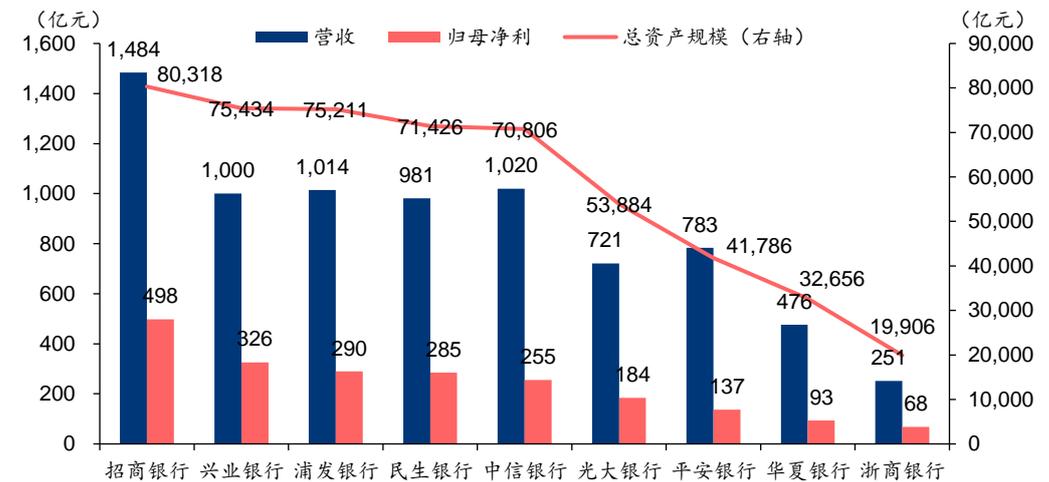


资料来源：华泰证券研究所

长三角迈向全国，资产规模领先

浦发银行是资产规模第三大的股份制商业银行，由上海迈向全国。浦发银行成立于1992年，受益于浦东改革开放而快速发展，并由上海逐渐迈向全国，推动综合化布局。截至2020年6月底，浦发银行总资产7.52万亿元，位列股份行第3高。2020年上半年，浦发银行实现营业收入1014亿元，归母净利润290亿元。公司在沿江沿海、东北和中西部地区的重要中心城市先后设置了分支机构。据公司中报，2020年6月底，公司共设有1,604个分支机构（含总行），其中长三角地区的分支机构占28.6%。

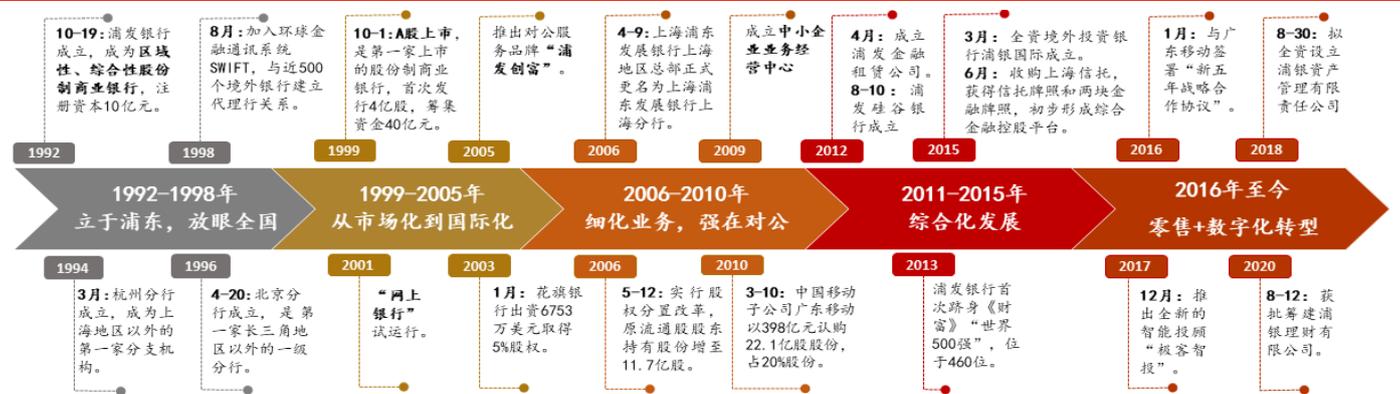
图表2：2020H1上市股份行营收、归母净利润、总资产



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

把握上海改革机遇，发展战略因时制宜

图表3：浦发银行发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

1992-2005年：与上海同发展，引入外资战投

与上海同发展，上市后引入外资战投。1992年10月，浦发银行成立于上海，成为长江流域首家区域性、综合性股份制商业银行，注册资本10亿元。1994年至1996年，浦发银行杭州分行、北京分行陆续成立，公司由上海向全国布局。1999年10月1日，浦发银行在A股上市，成为第一家在上海交易所上市的银行，筹集资金40亿元。上市后，浦发银行受到中国加入世界贸易组织的影响，积极引入外资。2003年1月，花旗银行出资6753万美元取得浦发银行5%股权。自此，浦发银行与花旗银行在信用卡业务方面开启了9年的深度合作。

2006-2010年：打造对公特色，携手中国移动

打造对公特色，携手中移动引入科技基因。2005年浦发银行推出对公服务品牌“浦发创富”，2009年成立中小企业业务经营中心，整合并细化对公服务。2010年3月，中国移动子公司广东移动以398亿元认购定向增发22.1亿股，取得浦发银行20%股权，成为第二大股东，并与浦发银行开展深度合作。2010年11月，浦发银行与中国移动签订五年战略合作协议，在手机支付、客户服务等领域展开深度合作。浦发银行与中国移动的合作卓有成效，近年来合作不断深化。

图表4：2010-2020年浦发银行与中国移动的相关合作

时间	合作	主要内容
2010年11月25日	签署《战略合作协议》	联合研发和推广手机金融软件手机支付安全解决方案，在客户服务和渠道资源、手机支付等领域合作。
2012年6月18日	手机支付系列四项产品	包括中国移动浦发银行联名卡、NFC（近场通信）手机、代缴话费、生活缴费及手机汇款。
2014年2月13日	“中移动浦发手机支付地铁应用”服务	首次将手机卡、银行卡、地铁支付三合一，升级推出全国首个融合移动支付、金融服务、地铁出行的“中移动浦发手机支付地铁应用”服务。
2014年6月26日	“和利贷——中国移动供应链专属金融服务方案”	浦发银行针对中国移动上游供应商和下游经销商的融资需求，提供专属金融服务。
2015年6月2日	与中移动子公司咪咕文化在京签署《战略合作协议》	双方将在互联网金融、消费、文化及新媒体领域开启全面合作，携手进军互联网市场。
2016年1月26日	签订新五年战略合作协议	贯彻互联网+发展战略，打造以市场拓展和客户服务为导向，以移动互联网为平台，以大数据营销为手段，覆盖支付、理财、融资的“和金融”体系。围绕“和金融”体系，在大市场营销、基础银行和基础电信业务及行业应用领域开展合作。
2020年7月29日	与广东移动签订协议	双方将在供应链金融、5G智慧网点、产业跨界融合、共融共通平台搭建等方面开展合作。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

2011-2015年：获重要资格+牌照，推动综合化布局

获取重要资格+牌照，推动综合化布局。在“综合化、集团化、国际化”的战略目标指引下，浦发银行通过收购和成立子公司布局多个领域，至2020年6月末累计获得金融要素市场各类业务资格63项。2012年公司成立浦发硅谷银行和浦发金融租赁公司。2015年收购了上海信托，并间接获得其子公司的两块金融牌照（上投摩根基金和国利货币经纪），向综合化集团发展。此外，公司积极布局境外业务。2012年成立的浦发硅谷银行为第一家中美合资银行，致力于服务科技创新型企业。2015年3月，公司全资设立了境外投行浦银国际，获得了香港券商牌照。子公司的广泛布局，为集团贡献利润。2020年上半年，浦发银行子公司为集团贡献了4.4%的净利润，子公司利润规模位于股份行第3，子公司年化ROA达到2.26%，上市股份行中仅次于兴业银行。

图表5：2010-2019年浦发银行获得资格情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表6：2020H1 上市股份行子公司规模及盈利能力情况

	子公司总资产 (亿元)	子公司净利润 (亿元)	子公司占集团 净利润比例	年化 ROA	年化 ROE
招商银行	5162	50	10.0%	2.05%	23.71%
中信银行	3643	7	2.7%	0.38%	3.92%
民生银行	2125	5	1.8%	0.48%	4.95%
兴业银行	1729	20	6.3%	2.40%	14.42%
浦发银行	1135	13	4.4%	2.26%	14.53%
光大银行	1048	6	3.2%	1.18%	22.90%
华夏银行	996	8	8.1%	1.55%	30.52%
浙商银行	253	1	2.1%	1.10%	12.64%

注：平安银行无子公司，子公司总资产规模利用合并报表总资产减母公司总资产得到，其余子公司数据计算方式类似

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

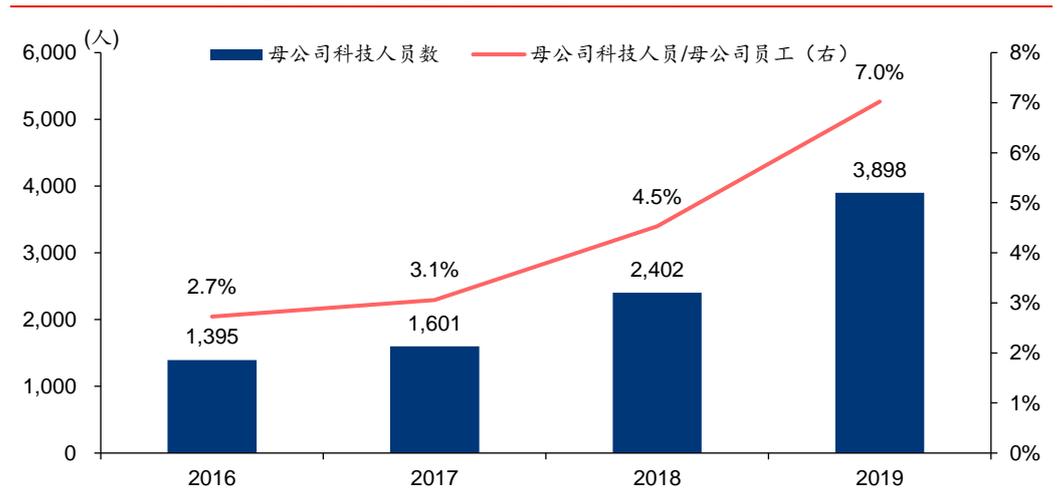
图表7：2020H1 浦发银行部分子公司持股比例、注册资本、营业收入、净利润

公司简称	持股比例	注册资本 (亿元)	营收 (亿元)	净利润 (亿元)
浦银安盛	51%	19	4.7	1.6
浦银租赁	61%	50	17.0	4.3
上海信托	97%	50	23.1	9.5
浦银国际	100%	5	6.0	2.5
浦发硅谷银行	50%	10	1.4	-0.2

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

2016年至今：推进数字化转型，注重区域战略协同

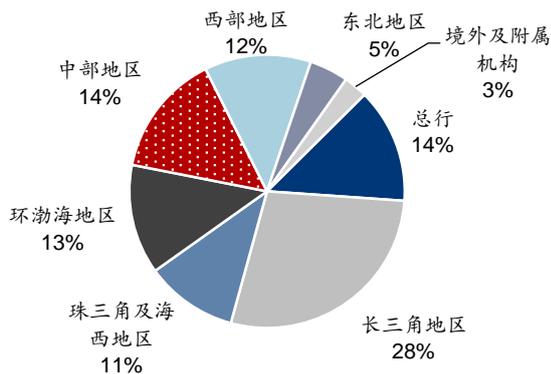
推动数字化转型，打造开放银行生态。2016年1月，中国移动与浦发银行签订新五年战略合作协议，继续深化战略合作，借助互联网、大数据等技术，在多领域开展合作，共同构建“和金融”体系，加强数字化建设。近年来，公司加快推进全栈数字化建设，通过开放银行平台，建立运营和服务机制，构建智能数据中枢，驱动业务模式创新。据公司中报，2020年6月末，公司投产 API 487 个，合作企业 276 家，处同业领先水平，实现与政府、企业、行业平台的结合，以获取长尾客户，助力零售业务转型。2019 年公司科技投入占营业收入比例超过 2%，公司科技人员 3898 人，占总人数的 7%。

图表8：2016-2019 年浦发银行科技人员数量及其占母行员工人数比例


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

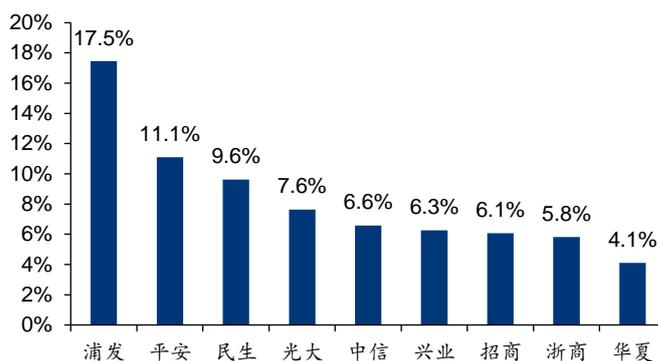
深耕长三角区域，注重区域战略协同。浦发银行深耕“长三角”地区，深度参与长三角金融基础设施与要素市场建设，助力长三角打造世界级城市群；支持上海“三大任务一大平台”、“五个中心”、“四大品牌”等重大任务落地实施，公司战略与区域战略保持协同。2020年6月末浦发银行上海地区资产占比为 17.5%，远高于其他上市股份行。2020 年上半年浦发银行总行与“长三角”地区贷款余额占比为 42%，营业收入占比达到 64.2%。

图表9：2020H1末浦发银行贷款区域分布情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表10：2020H1末上市股份行上海资产占总资产比例

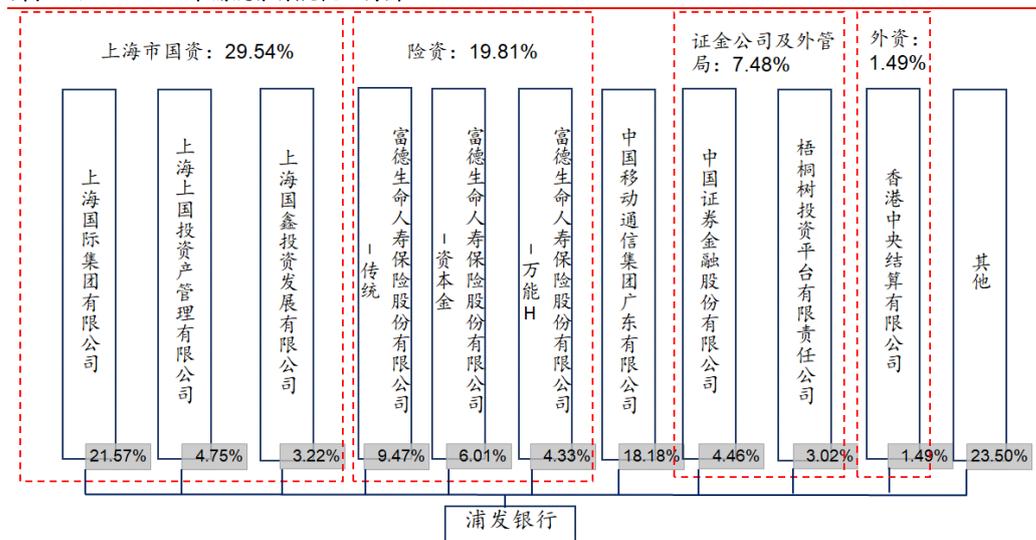


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

股权较为集中，董事会完成更替

前三大股东持股比例近七成，利于深化企业合作。2020年6月末，上海市国资、险资、中央国企持股占比分别为29.54%、19.81%、18.18%。前三大股东持股比例近七成，股权集中度高。上海市国资方面，上海国际集团为上国投和国鑫投资的实际控制人，受上海国资委控制。险资方面，富德生命人寿保险为三家公司的实际控制人。中央国企方面，中国移动与浦发银行开展深度合作，助力浦发银行推动数字化转型。此外，证金公司及外管局持股占比7.48%，外资持股占比1.49%，其他股东持股占比23.50%。

图表11：2020H1末浦发银行股权结构图



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

董事会完成新一轮更替，管理层大多长期在浦发银行任职。2019年以后，浦发银行董事会成员发生较大变动，至2020年8月底基本完成一轮更替。目前董事会和管理层成员具有丰富金融从业经验，并大多长期任职于浦发银行。董事长郑杨曾任上海市金融工作党委书记、市地方金融监管局局长等重要职务，有丰富的金融和管理经验，现任浦发银行和浦发硅谷银行董事长。行长潘卫东先生长期在浦发银行任职，2015年就任浦发银行副行长，有助于浦发银行战略的高效落地。

图表12：浦发银行现任董事长及主要管理层概况

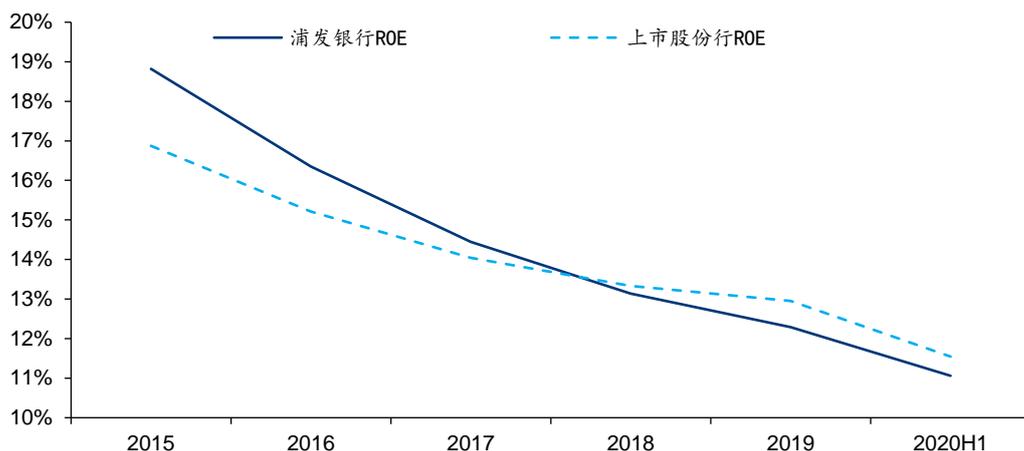
姓名	职务	任职日期	年龄	主要过往经历
郑杨	董事长	2019/12/29	54	曾任上海市地方金融监管局局长，2020年2月兼任浦发硅谷银行有限公司董事长
潘卫东	行长	2019/12/29	54	长期在浦发银行任职，现兼任上海国际信托有限公司董事长
刘以研	副行长、首席风险官	2015/3/17	56	交通银行长春分行；浦发银行长春分行、总行
崔炳文	副行长	2016/4/29	51	中国工商银行天津分行；浦发银行天津分行、北京分行、总行
王新浩	副行长、财务总监	2016/4/29	53	光大银行大连分行；浦发银行大连分行、上海分行、上海自贸区分行，现兼任浦银国际董事长，浦银金融租赁董事长，浦发硅谷银行副董事长
谢伟	副行长、董秘	2016/4/29	49	中国建设银行河南分行；浦发银行投资银行部，现兼任浦银安盛基金管理公司董事长。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

资产负债结构改善，存量风险出清

浦发银行盈利能力良好，2020年上半年ROE和ROA处于同业中游水平。2015-2020H1浦发银行ROE长期位于上市股份行（下称“同业”）前5名，领先优势主要源于ROA的驱动，权益乘数处同业较低水平。2015年以来ROA呈现下降趋势，主要由于公司净息差以及信用成本的拖累。但随着公司资产负债结构的优化，净息差有望企稳，叠加存量风险的逐渐出清（压降不良率较高的行业贷款投放，并加大不良贷款处置力度），公司盈利能力在同业中排名有望提升。

图表13：2015-2020H1 浦发银行与上市股份行ROE



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表14：2015-2020H1 浦发银行年化ROE拆解结果

利润表科目/平均总资产	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	3.17%	2.95%	2.81%	2.76%	2.87%	2.79%
利息净收入	2.45%	1.98%	1.78%	1.80%	1.94%	1.70%
利息收入	4.94%	3.94%	4.10%	4.31%	4.24%	3.81%
利息支出	-2.49%	-1.96%	-2.32%	-2.50%	-2.31%	-2.10%
中间业务收入	0.60%	0.75%	0.76%	0.63%	0.61%	0.69%
其他非息收入	0.12%	0.22%	0.27%	0.33%	0.32%	0.40%
管理费用	-0.69%	-0.68%	-0.68%	-0.69%	-0.65%	-0.59%
信用减值损失	-0.84%	-0.90%	-0.92%	-0.97%	-1.12%	-1.23%
所得税	-0.34%	-0.30%	-0.25%	-0.14%	-0.16%	-0.12%
其他因素	-0.19%	-0.08%	-0.04%	-0.04%	-0.05%	-0.04%
ROA	1.10%	0.98%	0.92%	0.91%	0.90%	0.81%
权益乘数	17.05	16.60	15.76	14.45	13.73	13.73
ROE	18.82%	16.35%	14.45%	13.14%	12.29%	11.06%
利润表科目/平均总资产 同业排名						
营业收入	5	4	3	5	6	7
利息净收入	4	5	4	4	7	7
利息收入	4	6	4	4	5	8
利息支出	4	4	4	4	4	3
中间业务收入	8	6	5	8	7	6
其他非息收入	4	2	1	3	5	5
管理费用	2	2	2	2	1	3
信用减值损失	4	6	6	7	7	5
所得税	9	9	7	2	5	3
其他因素	2	4	7	6	5	3
ROA	2	2	3	3	3	4
权益乘数	4	5	7	8	7	5
ROE	2	3	4	4	5	5

注：排名均为由高至低排序（成本项为负值，排名靠前对应较低的成本）

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表15：2020H1 上市股份行 ROE 拆解 (ROE 未年化)

2020H1	排名	招商银行	兴业银行	浦发银行	民生银行	中信银行	光大银行	平安银行	华夏银行	浙商银行
营业收入	7	1.92%	1.36%	1.40%	1.42%	1.48%	1.42%	1.93%	1.51%	1.33%
利息净收入	7	1.18%	0.75%	0.85%	0.80%	0.94%	1.08%	1.24%	1.15%	0.95%
利息收入	8	1.99%	1.86%	1.90%	1.93%	2.03%	2.20%	2.34%	2.17%	2.18%
利息支出	3	-0.81%	-1.11%	-1.05%	-1.14%	-1.09%	-1.12%	-1.10%	-1.02%	-1.24%
中间业务收入	6	0.55%	0.41%	0.35%	0.41%	0.37%	0.28%	0.49%	0.31%	0.16%
其他非息收入	5	0.20%	0.20%	0.20%	0.21%	0.17%	0.07%	0.20%	0.05%	0.22%
管理费用	3	-0.54%	-0.29%	-0.30%	-0.28%	-0.33%	-0.36%	-0.53%	-0.38%	-0.31%
信用减值损失	5	-0.52%	-0.56%	-0.62%	-0.62%	-0.68%	-0.60%	-0.93%	-0.73%	-0.58%
所得税	3	-0.17%	-0.05%	-0.06%	-0.06%	-0.07%	-0.07%	-0.10%	-0.08%	-0.05%
其他因素	3	-0.04%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.04%	-0.02%	-0.02%
ROA	4	0.65%	0.45%	0.40%	0.42%	0.38%	0.36%	0.34%	0.30%	0.36%
权益乘数	5	13.06	13.39	13.73	13.79	15.02	13.81	13.62	10.29	14.04
ROE	5	8.47%	6.01%	5.53%	5.74%	5.64%	5.03%	4.59%	3.11%	5.12%

注：排名均为由高至低排序（成本项为负值，排名靠前对应较低的成本）

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

ROE 驱动因素中，公司优势主要在于计息负债成本率和管理费用。公司计息负债成本率较低，2018 年以来呈现不断下降的趋势，2020H1 位居同业第 3 低。优势一方面源于公司存款占比的提升（2020H1 存款占负债总额的 59.6%，同比上升 1.5pct），另一方面源于 2020 年上半年同业负债成本的下行。公司虽然在科技投入方面较大（2019 年科技投入占营业收入比例达到 2% 以上），但管理费用长期保持同业优势地位，2020H1 公司成本收入比为 21.29%，在同业中位居第 2 低，一方面由于对公业务特色的银行成本收入比普遍较低，另一方面由于浦发银行内部对成本费用的管控较为到位，经营效率较高。

公司资产收益率同比下降，信用成本处较高水平。2020 年上半年公司为支持实体经济，利息收入下降。2020H1 利息收入同比下降 1.35%，其中对公贷款、零售贷款平均收益率分别同比下降 54bp 和 50bp。而随公司资产负债结构改善、综合化经营布局的优势逐渐显现（2020H1 非息收入同比+18.6%），公司营业收入增速有望提升。据中报数据，2020H1 浦发银行年化信用成本为 2.20%，位居同业第 6 高，同业排名已有所下降（2019 年为同业第 4 高）。

图表16：2020H1 上市股份行主要指标对比

2020H1	排名	招商银行	兴业银行	浦发银行	民生银行	中信银行	光大银行	平安银行	华夏银行	浙商银行
营收(亿元)	3	1484	1000	1014	981	1020	721	783	476	251
归母净利(亿元)	3	498	326	290	285	255	184	137	93	68
归母净利润同比	4	-1.6%	-9.2%	-9.8%	-10.0%	-9.8%	-10.2%	-11.2%	-11.4%	-10.0%
营收同比	9	7.3%	11.2%	3.9%	11.2%	9.5%	9.0%	15.5%	19.6%	11.5%
中收增速	3	8.5%	28.4%	10.9%	4.2%	5.9%	10.9%	7.2%	-4.1%	15.4%
年化ROE	5	16.94%	12.02%	11.06%	11.48%	11.28%	10.05%	9.18%	6.22%	10.24%
总资产规模(亿元)	3	80318	75434	75211	71426	70806	53884	41786	32656	19906
总资产增速	4	11.7%	7.9%	12.9%	12.6%	10.7%	16.0%	16.4%	8.0%	14.6%
资产负债结构	6	60.4%	50.0%	55.6%	53.2%	59.5%	54.2%	60.0%	60.8%	56.6%
零售贷款/总贷款	4	51.2%	41.1%	41.2%	39.9%	41.6%	40.7%	56.5%	27.3%	25.6%
票据融资/总贷款	3	6.1%	6.4%	7.7%	5.7%	8.9%	2.8%	5.3%	7.3%	8.5%
存款占比	7	74.1%	58.9%	60.2%	59.6%	68.6%	73.5%	65.6%	62.8%	72.7%
净息差	8	2.50%	1.93%	1.86%	2.11%	1.99%	2.30%	2.59%	2.35%	2.25%
生息资产收益率	4	4.23%	4.13%	4.16%	4.38%	4.30%	4.68%	4.90%	4.44%	4.73%
计息负债成本率	4	1.81%	2.46%	2.35%	2.50%	2.39%	2.48%	2.42%	2.21%	2.74%
资产质量和资本充足	9	1.14%	1.47%	1.92%	1.69%	1.83%	1.55%	1.65%	1.88%	1.40%
不良贷款率	8	441%	215%	146%	152%	176%	187%	215%	143%	209%
拨备覆盖率	5	14.90%	12.73%	12.93%	12.72%	12.57%	12.74%	13.96%	13.17%	13.43%
资本充足率	8	28.2%	21.3%	21.3%	20.0%	22.1%	25.4%	27.3%	24.8%	23.3%
成本收入比	2	28.5%	30.2%	24.8%	29.0%	24.9%	19.6%	25.2%	20.4%	11.8%
其他	6	28.5%	30.2%	24.8%	29.0%	24.9%	19.6%	25.2%	20.4%	11.8%

注：不良贷款率、成本收入比、计息负债成本率数值越低，排名越靠前；其余指标均为数值越高，排名越靠前

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

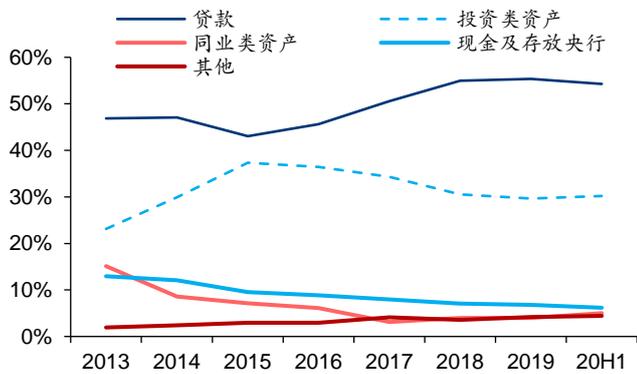
资产负债结构改善，有望助息差企稳

浦发银行资产负债端结构改善，净息差有望企稳。资产端，2016-2019年贷款占比、零售贷款占比均呈现上升趋势，虽然疫情对其上升趋势有一定扰动，但公司围绕重点区域、重点行业持续加快合意资产投放，未来资产结构仍有望继续改善，进而带动生息资产收益率边际改善。负债端，2016年以来，公司存款比例不断上升，其中对公活期存款比率处于同业中领先水平（2020H1位居同业第3高），有望驱动计息负债成本率进一步下降。

资产：贷款占比提升，加大零售投放

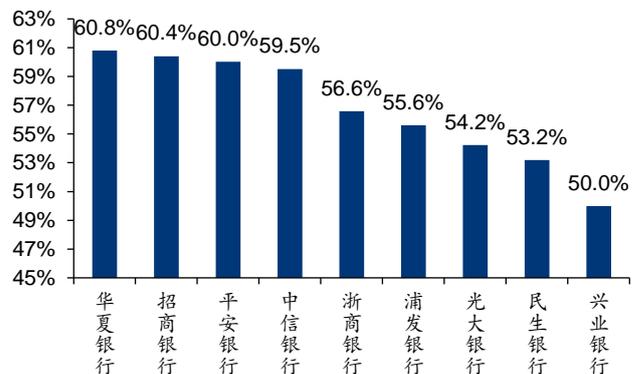
浦发银行资产结构改善，生息资产收益率有提升空间。2016-2019年浦发银行贷款占总资产比例以及零售贷款占总贷款比例均不断上升，虽然2020年上半年分别由于加大金融资产投放力度、控制消费贷款风险而略有下降，6月末贷款占比和零售贷款占比分别为55.6%、41.2%。公司围绕重点区域、重点行业，持续加快合意资产投放，我们认为公司资产结构改善趋势有望持续。2020年6月底浦发银行零售贷款占总贷款比例居于上市股份行中的第4高，随消费贷款风险出清（6月末浦发银行信用卡、消费贷规模合计较19年末-7%，陆续处置不良贷款后，信用卡、消费贷投放有望回归正常水平），叠加开放银行的推进，以获得更多长尾客户，未来零售贷款占比有望进一步提升，进而提升资产端收益率。

图表17：2013-2020H1 浦发银行资产结构变化



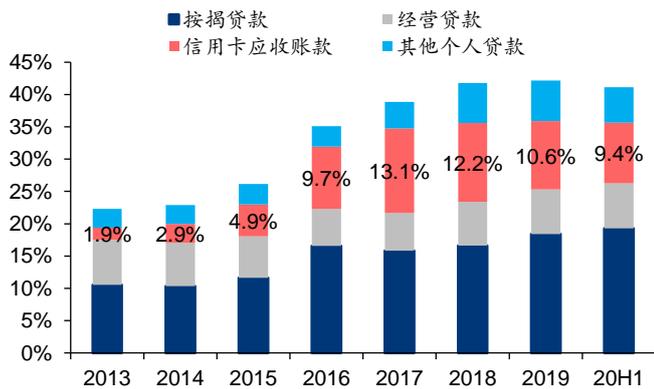
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表18：2020H1 上市股份行贷款占总资产比例



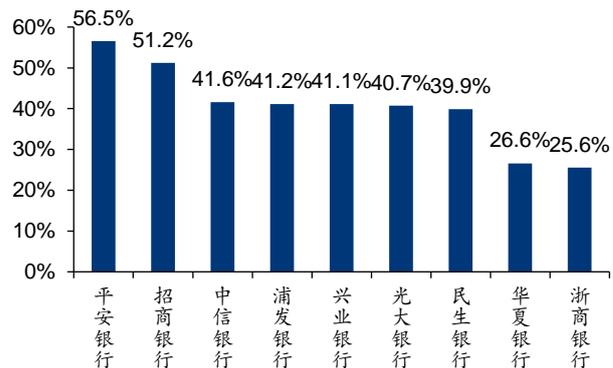
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表19：2013-2020H1 浦发银行零售贷款结构变化



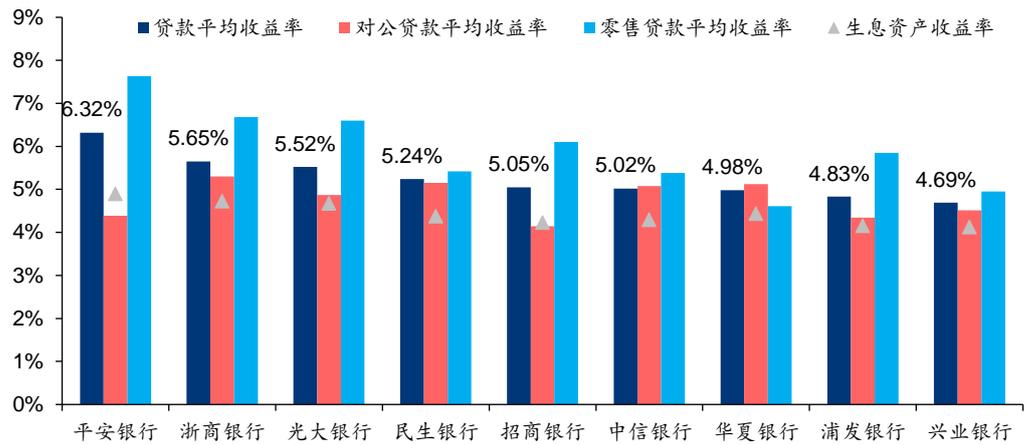
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表20：2020H1 上市股份行零售贷款占总贷款比例



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表21： 2020H1 上市股份行生息资产收益率情况

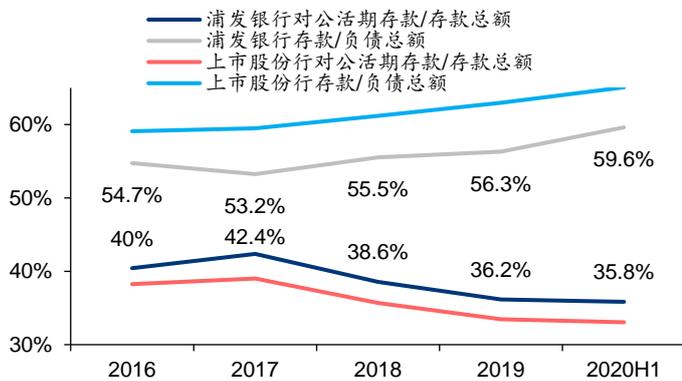


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

负债：存款占比提升，成本持续下降

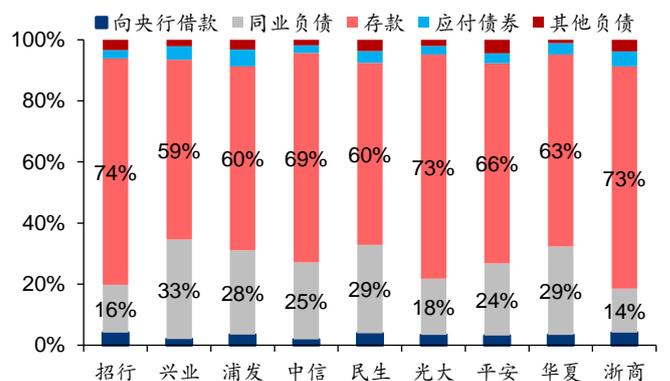
浦发银行存款占比提升，企业活期存款处于较高水平，计息负债成本不断下降。监管限制同业负债上限，并引导银行加大存款吸收力度，公司存款占比近年来随行业趋势稳步上升，2020年6月末达到59.6%，较2019年末上升3.3pct。浦发银行企业活期存款占总存款比例虽然下降，但仍保持在同业较高水平。2020年6月末，企业活期存款比例为31.1%，为同业第3高。负债结构的改善，叠加2020年上半年同业负债成本率的下降，带动公司计息负债成本率下降。2020H1浦发银行计息负债成本率为2.35%，较2019年下降19bp。2020年上半年受到疫情影响，公司让利实体经济力度较大，且压降高定价的消费贷款，导致净息差下降幅度大于同业，但随公司资产负债结构的不断优化，浦发银行净息差有望企稳。

图表22： 2016-2020H1 浦发银行、上市股份行存款和对公活期存款比例



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

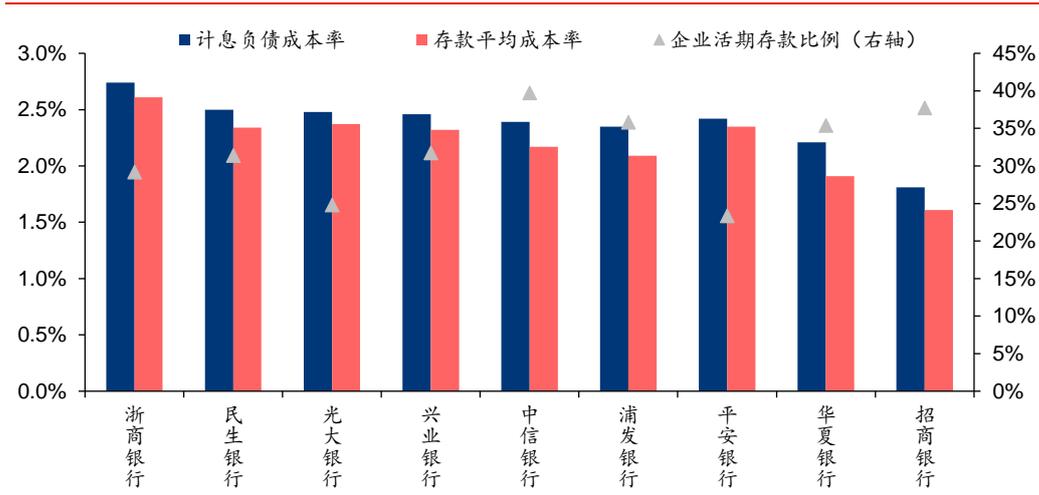
图表23： 2020H1 上市股份行负债结构对比



注：同业负债口径包括同业存单，应付债券中将同业存单剔除

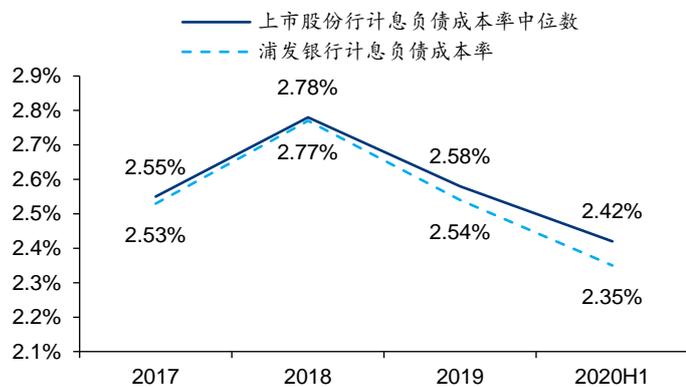
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表24： 2020H1 上市股份行负债成本率及对公活期存款比例情况



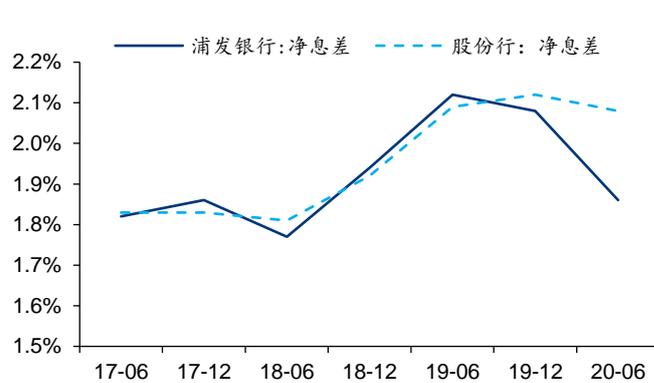
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表25： 2016-2020H1 浦发银行及上市股份行计息负债成本率情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表26： 2016-2020H1 浦发银行和股份行净息差情况

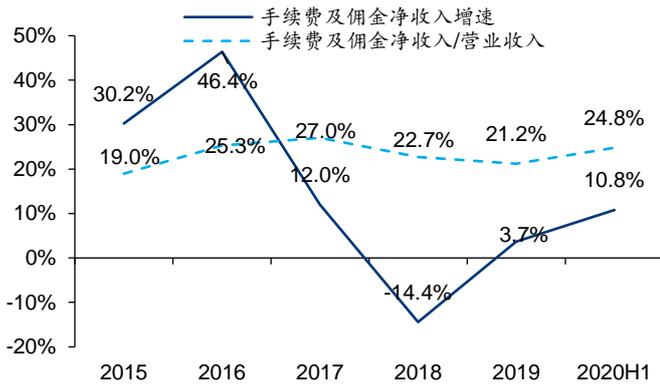


资料来源：公司财报，银保监会，华泰证券研究所

注重综合化经营，非息收入望提升

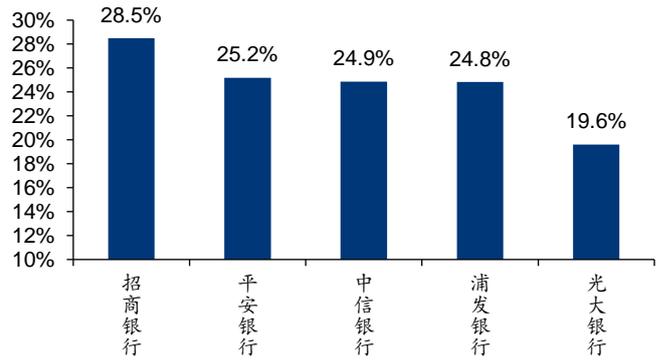
托管业务回暖，中间业务收入增速回升。浦发银行资产托管业务规模较大，2020年6月末达到13.46万亿元，长期居股份行第二位（根据中国银行业协会数据）。2018年受到资管新规影响，浦发银行托管业务规模增长放缓，托管及其他受托业务手续费收入大幅下滑，拖累中间业务增长。代理业务手续费收入下降幅度同样较为明显。随资管转型的推进，浦发银行中间业务收入受托管业务和代理业务收入驱动而有所提升，2020年上半年中收同比增长10.79%。同时，公司把握住2020H1利率下行的投资机会，投资收益同比+42.7%，驱动非息收入增长。浦发银行子公司布局广泛，基金公司、信托公司等可与母行代理业务、托管业务形成联动，浦银理财目前已获批筹建，开业后有望进一步带动非息收入的增长。

图表27: 2015-2020H1 浦发银行中间收入同比增速和占比情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表28: 2020H1 部分上市股份行中间收入占比情况



注: 图中5家股份行均将信用卡分期收入重分类至利息收入, 具有可比性

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表29: 2015-2020H1 浦发银行代理业务收入增速及占比



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表30: 2015-2020H1 浦发银行托管及其他受托业务收入增速及占比

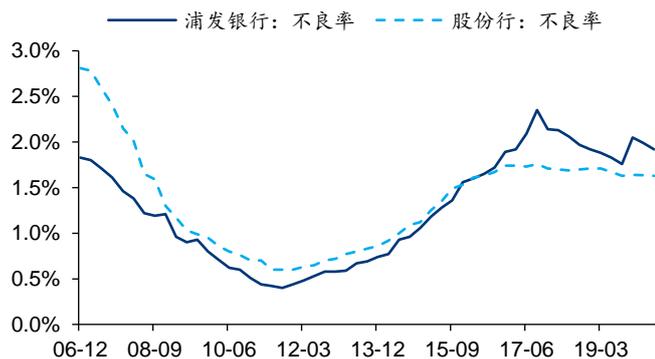


资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

存量风险出清, 资产质量夯实

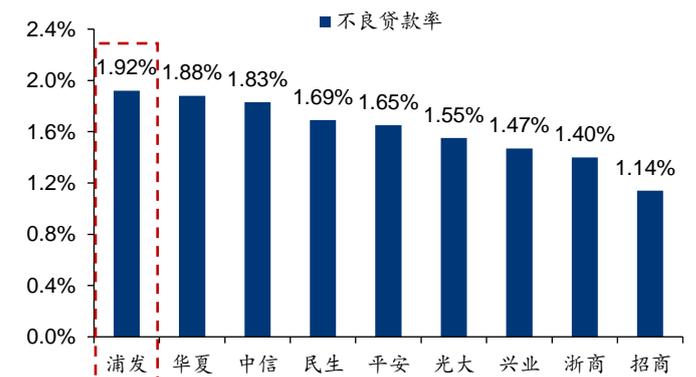
存量风险出清, 不良率下降。2012年以来, 浦发银行不良贷款率随行业趋势不断上行, 但上行幅度大于股份行平均水平, 主要由于其贷款更集中于长三角地区, 受到“担保圈”风险的影响更大。2015年以来, 浦发银行主动调整贷款结构, 压降风险较高的贷款类别, 如保证贷款, 以及风险相对较高的制造业、批发零售等不良高发行业贷款, 并加大不良率相对较低的租赁商业服务业、房地产以及基建类贷款的投放, 存量风险逐渐出清, 资产质量有所改善。虽然2020年6月末浦发银行不良贷款率仍为同业最高, 但较2019年末下降13bp, 改善幅度在同业中较为显著。

图表31: 2006-2020H1 浦发银行及股份行不良贷款率



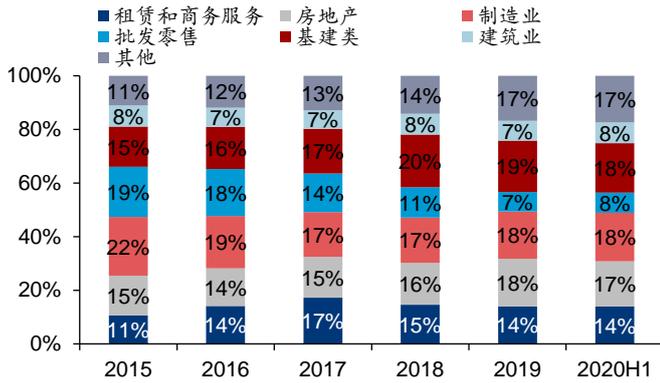
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表32: 2020H1 上市股份行不良贷款率: 浦发银行不良率最高



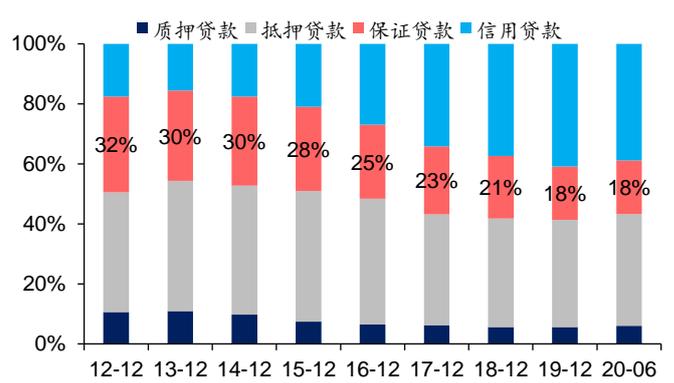
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表33: 2015-2020H1 浦发银行对公贷款行业分布



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

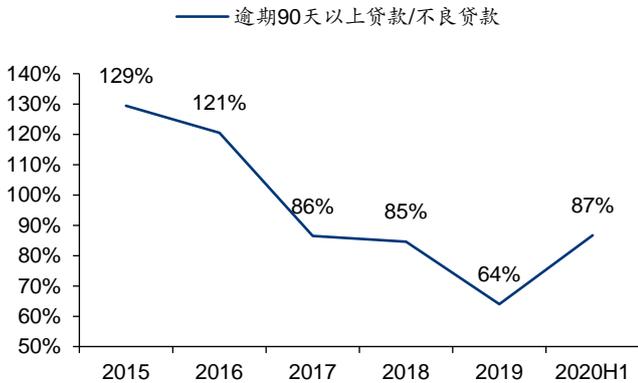
图表34: 2012-2020H1 浦发银行保证贷款占比下降



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

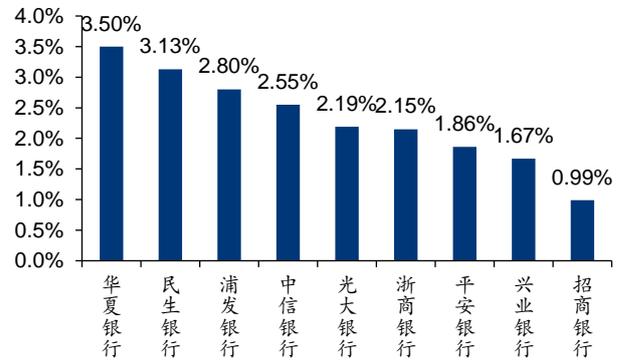
严格认定不良贷款, 拨备覆盖率有待提升。浦发银行严格认定不良贷款, 夯实资产质量, 也对浦发银行不良率的抬升有一定影响(将更多逾期贷款认定为不良贷款, 会导致不良贷款率上升)。2015-2019年浦发银行逾期90天以上贷款偏离度(逾期90天以上贷款占不良贷款比例)逐年下降, 2017年后小于100%, 2019年更是将逾期60天以上对公贷款认定为不良贷款, 逾期90天以上贷款偏离度低至64%。2020H1疫情影响下, 浦发银行隐性风险指标有一定扰动(逾期90天以上贷款偏离度、关注率分别较19年末+23pct、+27bp)。截至2020年6月底, 公司拨备覆盖率为146%, 与其他上市股份行相比较低, 风险抵御能力有待提升, 我们预计未来公司信用成本仍保持在较高水平。

图表35: 2015-2020H1 浦发银行逾期90天以上贷款偏离度



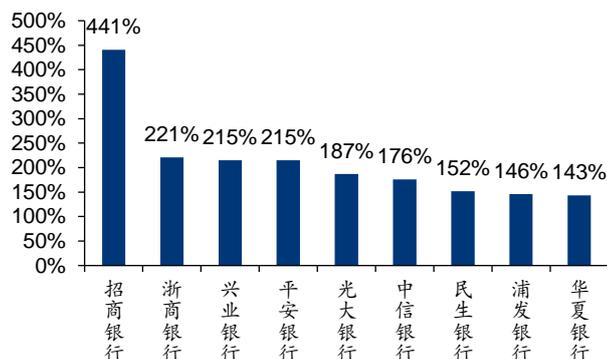
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表36: 2020H1 上市股份行关注率情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表37: 2020H1 上市股份行拨备覆盖率: 浦发银行为第2低



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表38: 2015-2020Q2 浦发银行单季年化不良生成率及信用成本



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

多渠道补充资本，增强资产投放能力

浦发银行通过多渠道补充资本，三级资本充足率提升，抗风险能力和资产投放能力增强。2015-2019年浦发银行资本充足率、核心一级资本充足率、一级资本充足率均总体提升。2019年完成300亿元永续债和500亿元可转债的发行，2019年末公司资本充足率上升至13.86%。2020年上半年受到疫情影响，公司资本充足率出现小幅波动，仍处于同业中等水平。6月末浦发银行核心一级资本充足率为9.54%，为同业第2高，资本结构较优，抗风险能力较强。

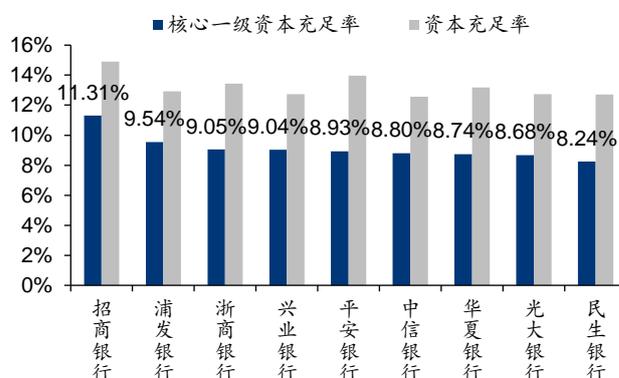
2020年9月18日浦发银行完成400亿元二级资本债券的发行，用于补充公司二级资本；同时公司还获批发放不超过500亿元永续债，用于补充其他一级资本。假设永续债成功发行（二级资本债已成功发行），以6月末风险加权资产静态测算，公司资本充足率有望提升1.73pct至14.66%，位居同业第2高。通过多渠道对资本金的补充，公司资产投放能力增强。

图表39：2015-2020H1 浦发银行三级资本充足率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表40：2020H1 上市股份行资本充足率、核心一级资本充足率



注：浦发银行资本充足率数据并未考虑6月后发行的二级资本债、获批发行的永续债
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

盈利预测：目标价 10.77 元，首次覆盖给予“增持”评级

浦发银行资产负债结构不断优化，综合化经营优势逐渐显现。资产负债结构调整有望驱动息差企稳；子公司布局广泛带来协同效应，有望推动公司非利息收入持续快速发展。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润同比增速为 -9.4%、4.6%、8.5%，EPS 为 1.82 元、1.90 元、2.06 元，盈利预测主要基于以下假设：

1. 生息资产较快增长。2020 年上半年浦发银行为支持实体经济的发展，增大资产投放力度，6 月末总资产同比增长 12.9%，贷款同比增长 12.6%。在逆周期调节稳增长背景下，生息资产同比增速有望保持在较高水平，2021-2022 年由于基数原因，增速略有下滑。我们预计 2020-2022 年生息资产同比增速分别为 12.8%、12.6%、12.5%。公司持续推动资产负债结构优化，叠加回归存贷款本源的监管导向下，存贷款增速有望高于生息资产。6 月末公司存款、贷款同比增速分别为 13.1%、12.6%，较 2019 年末 +0.6pct、+0.7pct。公司大力拓展低成本负债，负债端存款占比有望提升，但由于资产增速下行，存款增速也处于下行趋势，我们预测 2020-2022 年存款同比增速分别为 13.8%、13.6%、13.6%；公司加快合意资产投放，贷款增速有望保持较高水平，我们预计 2020-2022 年贷款同比增速分别为 13.2%、13.1%、13.2%。

2. 息差有收窄压力。受疫情影响，银行向实体经济让利，前期 LPR 定价下行的趋势叠加存量贷款定价基准转化为 LPR（8 月已全部完成转化），导致生息资产收益率收窄，我们预计未来生息资产收益率将进一步下降，我们预测 2020-2022 年生息资产收益率为 4.50%、4.44%、4.40%。存款降成本政策思路清晰，上半年货币市场利率下行较快，预计计息负债成本率可有一定改善，公司持续加大低成本负债吸收力度，有利于负债端成本持续改善，我们预测 2020-2022 年计息负债成本率为 2.49%、2.47%、2.44%，预测 2020-2022 年净息差分别为 1.97%、1.93%、1.91%。

3. 中间业务收入较快增长。2020 年上半年，浦发银行手续费及佣金收入同比增长 10.8%。推动公司中间业务收入增长的主要为托管及其他受托业务和代理委托业务。浦银理财已获批筹建，开业后浦发银行子公司的协同效应将进一步显现，我们预计中间业务收入将有望维持较快增长，且增速逐年上升。我们预测 2020-2022 年手续费及佣金净收入同比增速为 11.0%、14.0%、16.0%。

4. 成本收入比持平。公司成本收入比已处于上市股份行较低水平，进一步压降空间有限；且公司布局数字化转型，或需要较大科技投入。2020H1 公司成本收入比为 21.29%，同比 -0.22pct，基本持平。我们预计 2020-2022 年成本收入比保持平稳，我们预测 2020-2022 年成本收入比为 24.0%、24.0%、24.0%。

5. 不良贷款率稳中有降，信贷成本上升。2020 年 6 月末，浦发银行不良率为 1.92%，较 2019 年末 -13bp，但关注率、逾期率等潜在风险指标有一定上升。公司存量风险逐渐出清，但考虑到潜在风险上升，我们预计 2020 年下半年公司不良贷款率保持平稳，之后随贷款结构优化（压降高风险行业贷款，增加低风险行业贷款投放），不良贷款率呈现下降趋势，我们预测 2020-2022 年末不良贷款率分别为 1.92%、1.90%、1.88%。疫情背景下，我们预计公司会主动加大拨备计提力度，前瞻应对风险，我们预测 2020-2022 年信贷成本分别为 2.30%、2.40%、2.47%。

图表41： 关键假设及其历史数据

项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
存款增速	1.2%	7.1%	12.6%	13.8%	13.6%	13.6%
贷款增速	16.1%	11.3%	12.2%	13.2%	13.1%	13.2%
生息资产增速	4.0%	-0.9%	9.5%	12.8%	12.6%	12.5%
净息差	1.86%	1.94%	2.08%	1.97%	1.93%	1.91%
中间业务收入增速	12.0%	-14.4%	3.7%	11.0%	14.0%	16.0%
成本收入比	25.5%	26.7%	24.2%	24.0%	24.0%	24.0%
不良贷款率	2.14%	1.92%	2.05%	1.92%	1.90%	1.88%
信贷成本	2.07%	1.95%	2.16%	2.30%	2.40%	2.47%

注：净息差预测值为测算口径，与财报公布口径存在差异

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

根据我们盈利预测，2020年BVPS的预测值为17.95元，对应PB 0.54倍。可比上市银行2020年Wind一致预测PB均值为0.75倍。目前公司PB(LF)估值仅为0.59倍，股息率达到6.17%（均以10月16日收盘价计算），低估值、高股息特点明显。我们认为公司资产负债结构有望持续改善，子公司布局广泛可带来协同效应，推动数字化转型有望进一步赋能业务发展，估值折价幅度有望收窄，我们给予2020年0.60倍目标PB，目标价为10.77元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表42： 可比A股上市银行PB估值（2020/10/16）

代码	简称	评级	目标价（元）	2020年PB估值（倍）
600036 CH	招商银行	增持	45.81	1.53
601166 CH	兴业银行	买入	20.47	0.66
601998 CH	中信银行	无评级	-	0.52
600016 CH	民生银行	无评级	-	0.48
601818 CH	光大银行	买入	4.60~4.93	0.60
000001 CH	平安银行	买入	17.64	1.07
600015 CH	华夏银行	无评级	-	0.42
601916 CH	浙商银行	增持	4.62	0.74
	平均值			0.75

注：评级和目标价均由华泰证券给出，2020年PB估值为Wind一致预期

资料来源：公司财报，Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

图表43: 财务预测 (百万元)

资产负债表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	6,289,606	7,005,929	7,878,819	8,847,165	9,927,322	净利息收入	111,844	128,850	130,139	143,803	159,621
贷款净额	3,455,489	3,878,191	4,390,443	4,967,293	5,623,685	手续费净收入	39,009	40,447	44,896	51,182	59,371
债券投资	1,523,109	1,572,435	1,820,598	2,049,994	2,306,243	营业费用	45,779	46,117	48,169	54,189	61,429
总负债	5,811,226	6,444,878	7,281,587	8,209,649	9,245,501	拨备前利润	125,704	144,524	152,483	171,542	194,464
存款余额	3,253,315	3,661,842	4,166,995	4,732,925	5,378,195	计提减值准备	60,420	74,707	89,198	105,371	122,692
同业负债	1,556,958	1,624,375	1,706,619	1,845,039	1,988,576	所得税	8,769	10,311	9,346	9,773	10,600
股东权益	478,380	561,051	597,231	637,516	681,821	净利润	55,914	58,911	53,399	55,835	60,560
盈利能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本管理	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
平均 ROA	0.91%	0.90%	0.71%	0.66%	0.64%	核心资本	435,120	485,260	526,951	566,822	610,691
平均 ROE	13.14%	12.29%	9.34%	9.16%	9.30%	资本净额	589,308	655,695	713,512	768,606	829,456
生息资产收益率	4.70%	4.75%	4.50%	4.44%	4.40%	风险加权资产	4,311,886	4,731,354	5,320,848	5,974,807	6,704,275
计息负债成本率	2.78%	2.57%	2.49%	2.47%	2.45%	风险加权资产比重	69%	68%	68%	68%	68%
成本收入比	27%	24%	24%	24%	24%	核心一级资本充足率	10.1%	10.3%	9.9%	9.5%	9.1%
						一级资本充足率	10.8%	11.5%	11.1%	10.5%	10.0%
						资本充足率	13.7%	13.9%	13.4%	12.9%	12.4%
成长能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产质量	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款	11.3%	12.2%	13.2%	13.1%	13.2%	贷款减值准备	105,421	108,479	124,537	142,543	161,793
存款	7.1%	12.6%	13.8%	13.6%	13.6%	不良贷款额	66,345	79,503	84,162	94,379	105,725
净利息收入	4.6%	15.2%	1.0%	10.5%	11.0%	不良贷款率	1.92%	2.05%	1.92%	1.90%	1.88%
中间业务收入	-14.4%	3.7%	11.0%	14.0%	16.0%	拨备覆盖率	155%	133%	148%	151%	153%
营业费用	6.3%	0.7%	4.4%	12.5%	13.4%	拨备比	3.05%	2.80%	2.84%	2.87%	2.88%
净利润	3.1%	5.4%	-9.4%	4.6%	8.5%	信用成本	1.95%	2.16%	2.30%	2.40%	2.47%
营业收入结构	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	估值分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息占比	65.2%	67.6%	64.8%	63.7%	62.4%	PB	0.65	0.58	0.54	0.50	0.47
手续费收入占比	22.7%	21.2%	22.4%	22.7%	23.2%	PE	5.10	4.84	5.34	5.11	4.71
业务费用占比	26.7%	24.2%	24.0%	24.0%	24.0%	EPS	1.90	2.01	1.82	1.90	2.06
计提拨备占比	35.2%	39.2%	44.4%	46.7%	47.9%	BVPS	15.05	16.73	17.95	19.31	20.81
						每股股利	0.35	0.60	0.54	0.57	0.62
						股息收益率	3.6%	6.2%	5.6%	5.9%	6.3%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

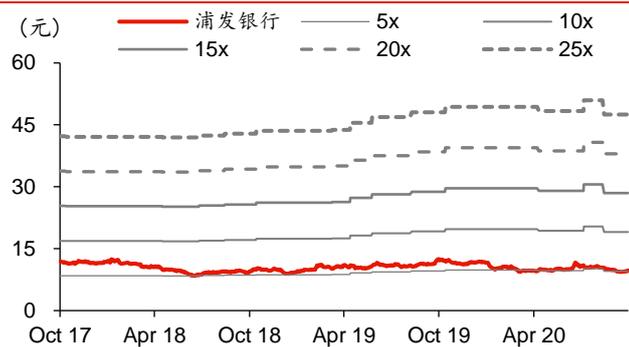
图表44: 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	评级	目标价 (元)
工商银行	601398 CH	增持	5.97
建设银行	601939 CH	无评级	-
交通银行	601328 CH	增持	6.27~6.77
中国移动	0941 HK	无评级	-
花旗集团	C US	无评级	-
上海国鑫投资发展	未上市	-	-
上海国际信托	未上市	-	-
上海国际集团有限公司	未上市	-	-
上海上国投资管	未上市	-	-
浦银资产管理	未上市	-	-
浦银国际	未上市	-	-
浦银安盛基金管理	未上市	-	-
浦发金融租赁公司	未上市	-	-
浦发硅谷银行	未上市	-	-
上投摩根基金	未上市	-	-
国利货币经纪	未上市	-	-
富德人寿	未上市	-	-
咪咕文化	未上市	-	-

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

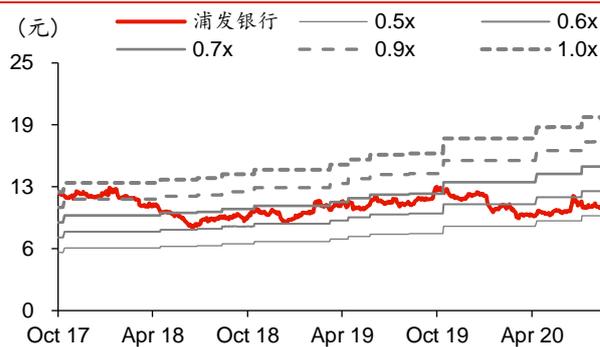
PE/PB - Bands

图表45: 浦发银行历史 PE-Bands



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表46: 浦发银行历史 PB-Bands



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好, 但受外需和内需影响, 企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去12个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：浦发银行（600000.CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 浦发银行（600000.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 浦发银行（600000.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com