

上海银行(601229)

享金融中心机制红利，打造特色精品银行

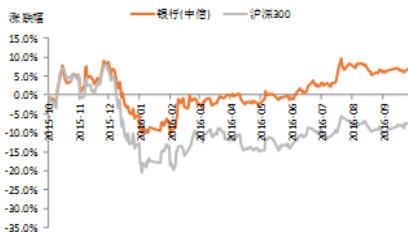
推荐 (首次)

预计上市定价：40.52-46.53 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.bankofshanghai.com
大股东/持股	上海联和投资有限公司 /15.08%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	6,004
流通 A 股(百万股)	N/A
流通 B/H 股(百万股)	NA
总市值 (亿元)	NA
流通 A 股市值(亿元)	NA
每股净资产(元)	17.77
资本充足率(%)	12.08

行情走势图



证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@PINGAN.COM.CN

研究助理

袁喆奇 一般从业资格编号
S1060115060010
021-20661426
YUANZHEQI052@PINGAN.COM.CN

田维韦 一般从业资格编号
S1060116070084
TIANWEIWEI627@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 公司概况：规模位列城商行第二，打造特色精品银行发展新型业务

上海银行成立于 1996 年，作为成立时间最早的城商行之一，目前规模仅次于北京银行，截至 2016 年 6 月底，资产总额超过 1.6 万亿。上海银行股权结构相对分散，股东构成呈现多元化，除本地国有股东外(持股比例 56%)，还引入了西班牙桑坦德银行作为战略投资者(持股 7%)。

上海市作为全国金融中心享政策红利，是国内金融创新的试验田。上海银行把握住这一黄金发展优势，致力打造综合化精品银行，在包括投行、托管、理财、养老金融、跨境金融服务等新型业务方面均有一定建树，此外上海银行还在今年成功入围投贷联动业务试点机构，综合化经营领域不断拓宽，其创新能力较其他城商行有一定优势。2016 年 1 季度公司手续费及佣金收入占营收比重提高至 19%，位于上市城商行前列，其中代理、咨询、托管等创新型业务对手续费收入的贡献合计达到 77%。放眼未来，上海银行的业务发展重点将由信贷驱动向交易驱动转变，投行、资管、养老金融、投贷联动等特色业务将成为公司的主要发力方向。

■ 同业比较：息差和资产质量略逊对标行，成本优势明显

贷款收益率下滑拖累净息差：2015 年上海银行贷款收益率为 5.79%，低于三家城商行(北京 5.79%，南京 6.62%，宁波 6.74%)，同比下滑 84BP，收窄幅度大于三家城商行(北京 49BP、宁波 46BP、南京 43BP)。受贷款收益率的影响，上海银行净息差表现略逊对标行，2016 年 1 季度净息差较 15 年收窄 11BP 至 1.91%，低于对标行(南京 2.44%，宁波 2.04%，北京 2.03%)。

资产质量逊于对标行，但不良生成速度放缓。2016 年 1 季度末上海银行不良贷款率环比提高 2bps 至 1.21%，略高于 3 家上市城商行(北京 1.11%、宁波 0.91%、南京 0.85%)。测算的加回核销及处置后的 2016 年 1 季度单季年化不良生成率环比下降 3BP 至 1.27%，不良生成速度有所放缓。公司在今年加大了拨备计提力度，2016 年 1 季度拨备覆盖率较 15 年末提升 11pct 至 249%，拨备基本充足，但拨备覆盖率低于三家上市城商行(北京 287%，宁波 328%，南京 447%)。考虑到目前长三角地区经济企稳背景，我们判断其未来资产质量大幅度恶化的可能性较小，拨备计提压力整体可控。

■ 成本管控优于同业，经营效率显著提升

上海银行近几年通过不断推进线下渠道经营优化，经营效率得到了显著提高，上海银行在成本控制方面较其他上市城商行有明显优势，2016 年一季度上海银行成本收入比为 18.1%，在对比上市城商行中处于最低水平(南京 18.5%，北京 21.6%，宁波 31.5%)。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	28,082	33,142	37,126	42,357	48,090
YoY(%)	30.9	18.0	12.0	14.1	13.5
净利润(百万元)	11,376	13,002	14,463	16,452	19,111
YoY(%)	21.8	14.3	11.2	13.8	16.2
ROE(%)	17.5	15.6	13.9	13.4	14.1
EPS(摊薄/元)	2.42	2.41	2.41	2.74	3.18
P/E(倍)	9.52	9.25	8.32	7.31	6.30
P/B(倍)	1.27	1.17	1.03	0.94	0.85

■ **盈利预测及估值**

上海银行整体经营稳健，资产质量表现虽略逊于同处长三角地区的南京和宁波，但受益于长三角区域经济的企稳，整体风险可控，而其在业务创新能力方面的优势在城商行板块中处于领先水平。我们分别运用股利贴现模型和相对估值法对上海银行进行估值，综合得到上海银行的合理估值对应2016年PB1.10x-1.20x之间，对应股价在21.33-23.27元/股。作为新股，我们参考A股区域性银行上市后短期涨幅空间的平均水平，结合考虑上海银行基本面情况，给予上海银行90%-100%的溢价空间，对应股价对应股价40.52-46.53元/股，对应16年PB2.09-2.40x。考虑到作为新股题材短期存在一定获利空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**资产质量暴露超预期。

正文目录

一、公司概况	6
1.1 历史沿革：发展历史悠久，规模城商行第二	6
1.2 股权结构：股权结构相对分散，不断引入多元化股东	6
二、竞争优势：依托金融中心，发展特色业务	8
2.1 依托金融中心，上海银行业发展迅猛	8
2.2 把握地缘优势大力发展新型业务,业务结构持续优化	10
2.3 积极寻求境外机构合作，发展跨境金融服务能力	13
三、同业比较：资产结构持续优化，息差资产质量略逊上市城商行	14
3.1 规模增长平稳，结构调整降低信贷类资产占比	14
3.2 息差水平和资产质量表现略逊同业	16
3.3 推进线上线下渠道优化，经营效率显著提升	20
3.4 净利润增速放缓，盈利能力逊于同业	22
四、盈利预测及估值	24
4.1 预测模型基本假设	24
4.2 公司估值	25

图表目录

图表 1	上海银行规模在城商行中位列第二	6
图表 2	上海银行股权结构图	7
图表 3	按股东性质分类的股权结构	7
图表 4	持股比例 3%以上的股东情况	7
图表 5	上海市 GDP 保持稳健增长	8
图表 6	2015 年上海市 GDP 位列全国城市第一	8
图表 7	2015 年上海市金融机构存款显著增长	8
图表 8	上海市金融机构贷款增速稳定	8
图表 9	上海银行存、贷款市场份额	9
图表 10	上海地区是上海银行主要经营区域	9
图表 11	上海银行网点分布以长三角地区为主，逐渐覆盖国内主要经济活跃地区	9
图表 12	上海银行精品银行战略	10
图表 13	上海银行手续费净收入比重逐年提升	10
图表 14	上海银行手续费收入结构优化	10
图表 15	投行业务持续为上海银行贡献手续费	11
图表 16	投行业务发展迅速	11
图表 17	托管资产规模稳步上升	11
图表 18	托管业务占手续费收入比重显著提升	11
图表 19	上银基金发展迅速	12
图表 20	上海银行代销基金业务发展迅速	12
图表 21	上海银行理财产品发行规模显著增长	12
图表 22	上海银行表外理财业务发展迅速	12
图表 23	上海银行香港公司增长迅速	13
图表 24	跨境金融服务能力不断提升	13
图表 25	上海银行资产规模保持稳定增长	14
图表 26	上海银行规模位居城商行第二	14
图表 27	上海银行证券投资增速显著高于贷款增速	14
图表 28	上海银行证券投资占比处于同业平均	14
图表 29	上海银行证券投资资产占比显著提高	15
图表 30	北京银行资产结构调整幅度不大	15
图表 31	证券投资资产主要来自非标投资的高增	15
图表 32	上海银行非标投资占比处于同业中游	15
图表 33	上海银行负债端存款占比下降	16
图表 34	上海银行存款占比处于同业最低	16
图表 35	上海银行贷款收益率下降显著	16
图表 36	上海银行存贷利差下降显著	16

图表 37	上海银行不良趋势与行业一致	17
图表 38	上海银行不良贷款生成速度放缓	17
图表 39	上海银行净息差持续下滑	17
图表 40	上海银行净息差处于同业下游	17
图表 41	上海银行存款成本率高于同业	18
图表 42	上海银行存款结构个人占比较高	18
图表 43	上海银行关注类贷款占比攀升	18
图表 44	上海银行逾期 90 天以上/不良贷款比率较低	18
图表 45	上海银行贷款业务向长三角地区扩张	19
图表 46	长三角除上海以外地区的不良率较高	19
图表 47	上海银行信贷成本率上升	19
图表 48	上海银行信贷成本率相较同业偏低	19
图表 49	上海银行拨备水平有所回升	20
图表 50	上海银行拨备覆盖率处于城商行较低水平	20
图表 51	上海银行成本收入比下降显著	20
图表 52	上海银行成本收入比为上市城商行最低	20
图表 53	上海银行与北京银行异地网点数对比	21
图表 54	上海银行网点扩张速度较慢	21
图表 55	上海银行经营效率较北京银行提升显著	21
图表 56	上海银行网点与员工利润贡献水平较高	21
图表 57	上海银行电子银行交易量快速上升	22
图表 58	上海银行电子银行用户数量持续增长	22
图表 59	上海银行电子渠道建设成果显著	22
图表 60	上海银行在线直销银行发展良好	22
图表 61	上海银行盈利增速放缓	23
图表 62	上海银行盈利增速处于同业中游	23
图表 63	上海银行盈利能力持续下滑	23
图表 64	上海银行盈利能力逊于同业	23
图表 65	上海银行 DDM 模型	25
图表 66	银行可比公司估值	26
图表 67	新股上市溢价	26
图表 68	公司盈利预测	27

一、公司概况

1.1 历史沿革：发展历史悠久，规模城商行第二

上海银行成立于 1996 年 1 月 30 日，由原上海市 98 家城市信用合作社和信用合作社联社基础上组建而成，上海银行是我国成立时间最早的城市商业银行之一，也是一家由国有股份、中资法人股份、外资股份及个人股份共同组成的股份制商业银行，总行位于上海。截至 2016 年 6 月底，上海银行资产总额达 16181 亿元，规模仅次于北京银行，实现营业收入 180 亿元，同比增长 14.8%，净利润 73 亿元，同比增长 10.1%。

图表1 上海银行规模在城商行中位列第二

序号	银行	一级资本（亿美元）	2016年排名	2015年排名
1	北京银行	179.80	77	87
2	上海银行	142.19	91	108
3	江苏银行	100.72	126	136
4	南京银行	80.34	152	201
5	宁波银行	69.02	177	196
6	盛京银行	64.03	186	192
7	徽商银行	63.93	188	191
8	哈尔滨银行	51.66	207	209
9	天津银行	50.88	211	219
10	杭州银行	48.93	219	235

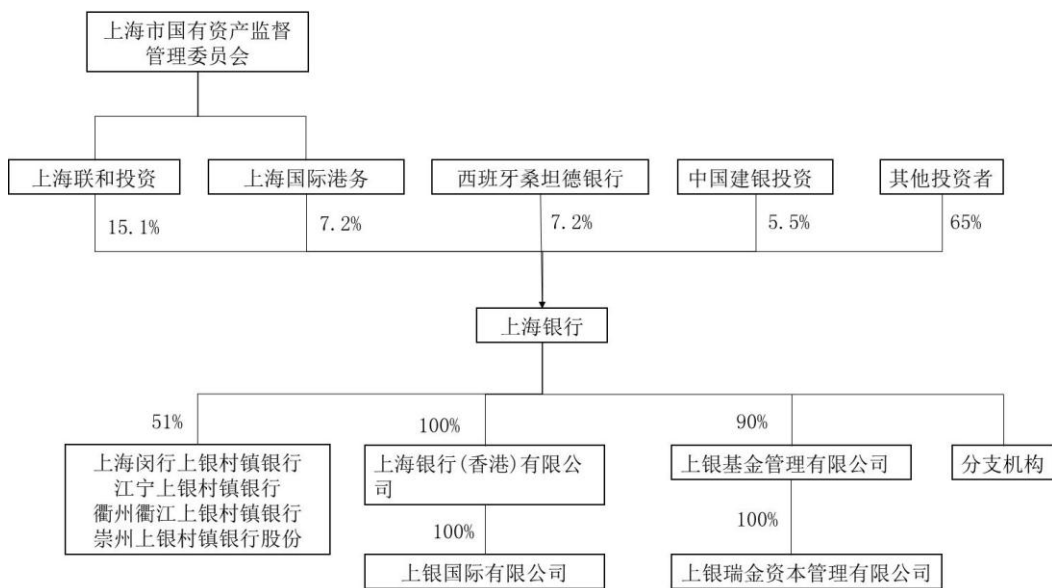
资料来源：《银行家》 平安证券研究所

截止 2016 年一季末，上海银行拥有境内分支机构和营业网点 314 个，初步形成了覆盖长三角、环渤海、珠三角、中西部重点城市的网络布局框架。同时，上海银行不断开展境外合作，1999 年上海银行通过引入上海商业银行等境外金融机构股东，成为我国第一家引进境外投资者的城市商业银行。2013 年上海银行还在香港地区设立上海银行（香港）有限公司，开启了境外网点的布局，截至 2016 年一季末，上海银行已经与全球 120 多个国家和地区近 1500 多家境内外银行及其分支机构建立了代理行关系。

1.2 股权结构：股权结构相对分散，不断引入多元化股东

上海银行股权结构相对分散，持有比例 5%以上的股东共有 4 家：联和投资公司、桑坦德银行、上港集团和建银投资公司，合计持股 35%；前七大股东合计持股比例达 45%以上。

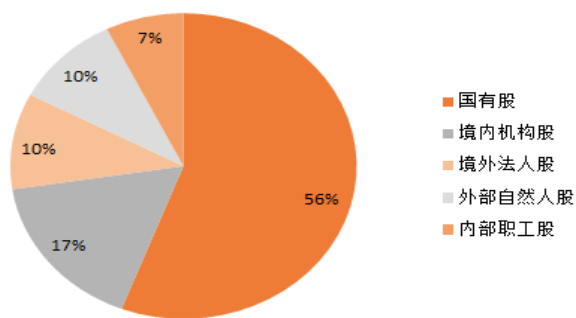
图表2 上海银行股权结构图



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

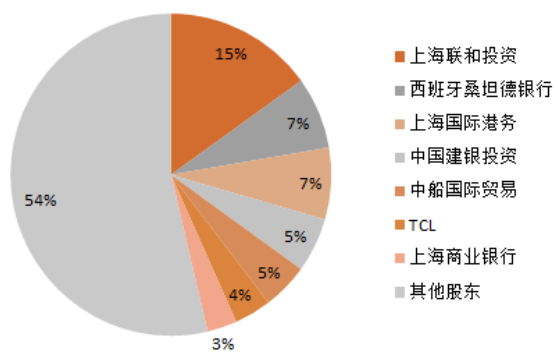
上海银行的大股东以国有股东为主，前四大股东中的上海联合投资、上海国际港务以及中国建设银行都是国有股东，国有股东合计总股本的 56%，所以上海银行虽然没有控制股东，但是地方政府仍然对上海银行有较大的影响力。2013 年公司引入外资投资者桑坦德银行，成为上海银行第二大股东，桑坦德银行是欧元区资产规模最大的银行之一，因此多元化股东有利于上海银行进一步开拓国际业务一方面希望引入海外银行先进的管理经验，另一方面也是出于补充资本金的考虑。

图表3 按股东性质分类的股权结构



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表4 持股比例 3%以上的股东情况



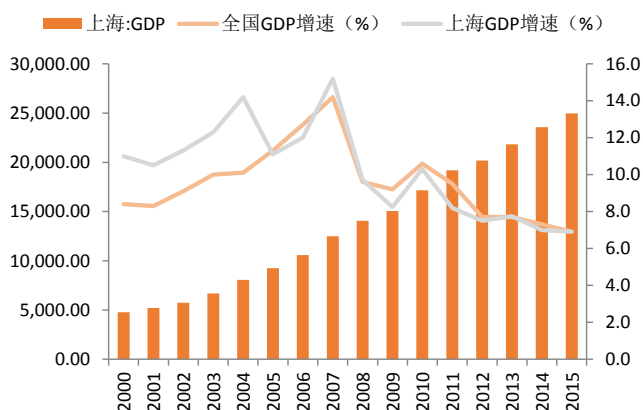
资料来源：Wind、平安证券研究所

二、竞争优势：依托金融中心，发展特色业务

2.1 依托金融中心，上海银行业发展迅猛

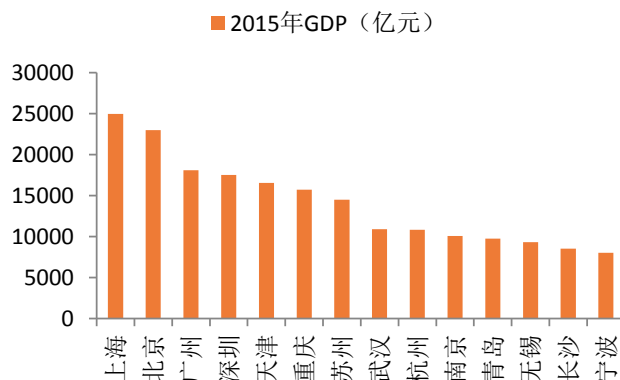
上海银行地处于中心城市上海，上海已成为中国重要的经济、交通、科技、工业、金融、会展和航运中心，在 2015 年全球城市经济规模排名中上海名列第六，而上海与江苏、浙江、安徽共同构成的长江三角洲城市群也成为国际 6 大世界级城市群之一。与我国其他城市对比，在 2014 年上海 GDP 总量就已经位居中国第一，亚洲第二，2015 年末上海地区 GDP 总量达到了 2.5 万亿，仍稳居首位。

图表5 上海市 GDP 保持稳健增长



资料来源: Wind、平安证券研究所

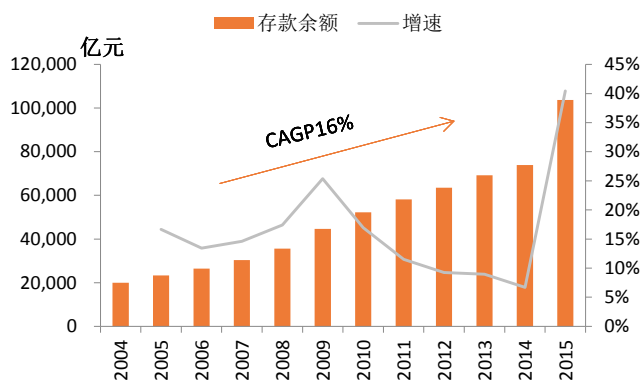
图表6 2015年上海市 GDP 位列全国城市第一



资料来源: Wind、平安证券研究所

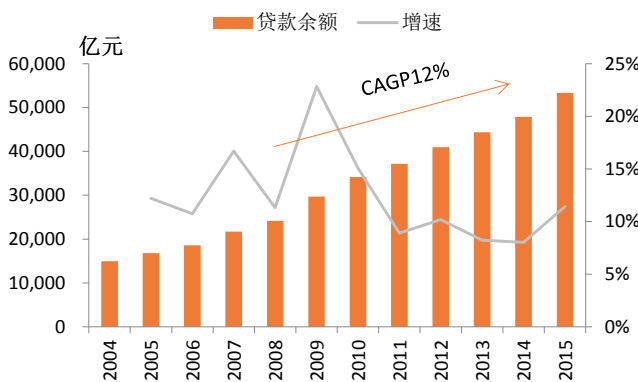
受益于经济的增长与强大的全球影响力,上海银行业发展迅速。在 2003 到 2015 年十多年的发展中,上海市的存款规模年复合增速达 16%,截至 2016 年 9 月末存款规模达到 10.6 万亿,环比年初增长 2%,增速回落主要是 2015 年存款规模爆发式增长拉高了基数。贷款规模增速较存款相对较慢,但年复合增长率仍然保持在 12% 的增长水平,在 2016 年 9 月末贷款余额达到 5.8 万亿,同比增长 8%,继续保持稳健增长。

图表7 2015年上海市金融机构存款显著增长



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表8 上海市金融机构贷款增速稳定

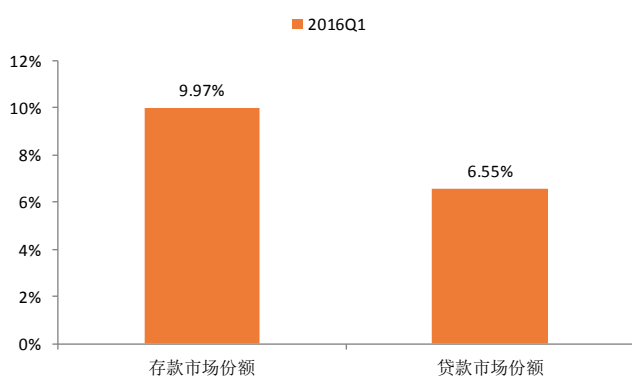


资料来源: Wind、平安证券研究所

上海银行在上海地区保持了较高的市场份额。截止 2016 年一季度末,存贷款市场份额分别为 9.97%、6.55%,在除五大行以外的中资银行中分别位列第一、第二。上海银行在激烈的竞争中能保持较高的存贷款市场份额主要有两个原因。首先上海银行拥有与 200 多家国有股东的股权纽带,尤其是上海国资委旗下的两大股东——上海联和投资公司和上海国际港务集团,从而有助于与上海市各级政府部门、大型企业建立良好的合作关系,使上海占据对公业务的市场份额获得了一定的优势。

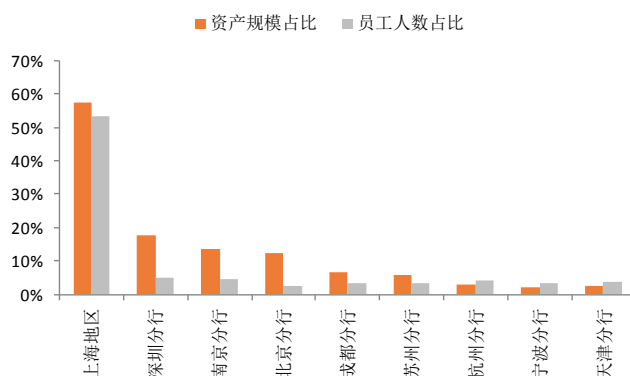
另一方面上海银行对本地市场布局力度较大,截至 2015 年底,上海银行 314 家分支机构中有 233 家设于上海市,同时上海银行从 06 年起率先开启城商行跨区域发展的时代,网点向长三角地区不断扩张,目前上海银行在长三角地区的网点合计达 287 家,而除长三角以外的地区网点数相对较少,大多聚集在环渤海、珠三角地区的经济发达城市。

图表9 上海银行存、贷款市场份额



资料来源:招股意向书、平安证券研究所

图表10 上海地区是上海银行主要经营区域



资料来源:招股意向书、平安证券研究所

图表11 上海银行网点分布以长三角地区为主,逐渐覆盖国内主要经济活跃地区

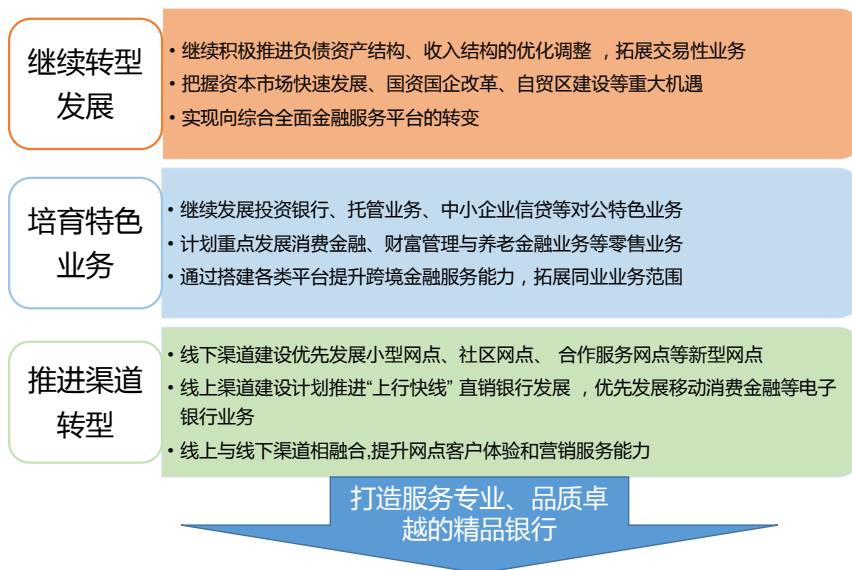


资料来源:招股说明书、平安证券研究所

2.2 把握地缘优势大力发展新型业务,业务结构持续优化

上海银行大力发展新型业务,加快综合化转型发展。上海市率先推出多项创新金融服务,包括信贷资产证券化、股指期货、黄金与白银期货、人民币合格境外有限合伙人(RQFLP)试点等,进一步丰富了上海金融市场的深度与广度,各项新型业务在上海率先试点为上海银行发展综合化金融业务、打造综合化精品银行提供了理想的环境制度支持。2015年上海银行制定了2015-2017年的上海银行三年发展规划,继续坚持“精品银行”战略愿景,把握政策红利带来的发展机遇,进一步加快综合化转型发展。

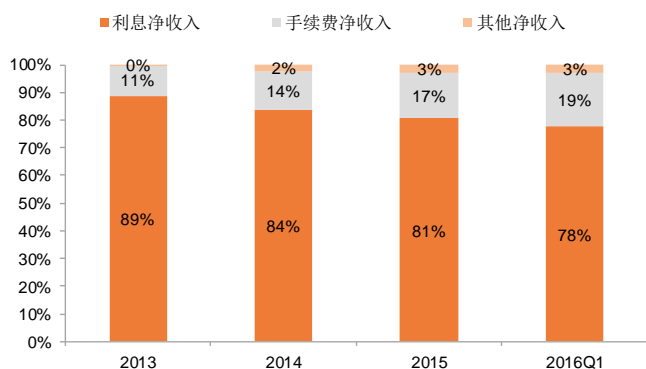
图表12 上海银行精品银行战略



资料来源:招股说明书、平安证券研究所

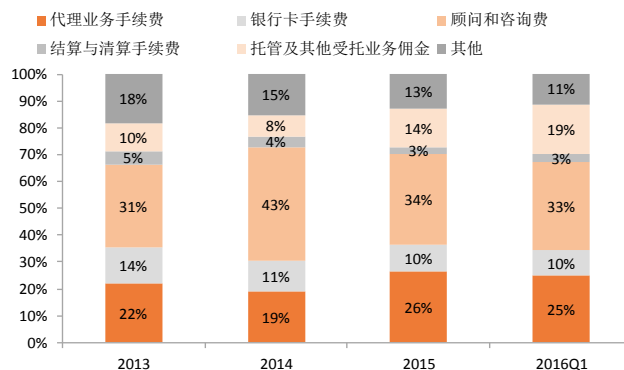
中间业务发展快速,收入结构持续改善。各项新型业务在上海率先试点使得上海银行在许多新兴业务的发展上获得了一定的先发优势,新兴业务的发展不断优化了上海银行的收入结构,净手续费占比不断提升,对传统信贷业务的依赖程度下降,2016年一季度利息净收入占比为78%,手续费净收入占比提升至19%。而且手续费收入中传统手续费如结算和银行卡占比不断下降,新兴业务的发展使托管、代理以及咨询业务对手续费的贡献不断提升。

图表13 上海银行手续费净收入比重逐年提升



资料来源:公司公告、平安证券研究所

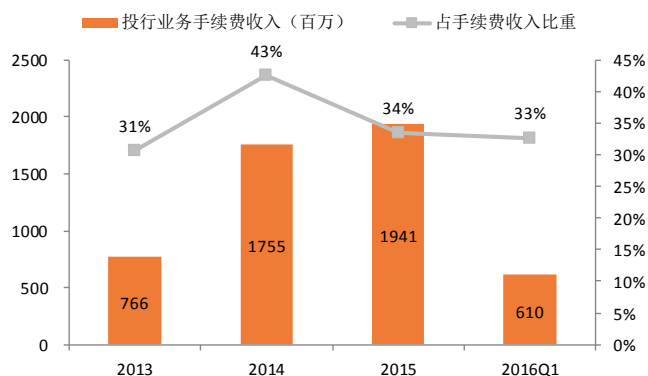
图表14 上海银行手续费收入结构优化



资料来源:公司公告、平安证券研究所

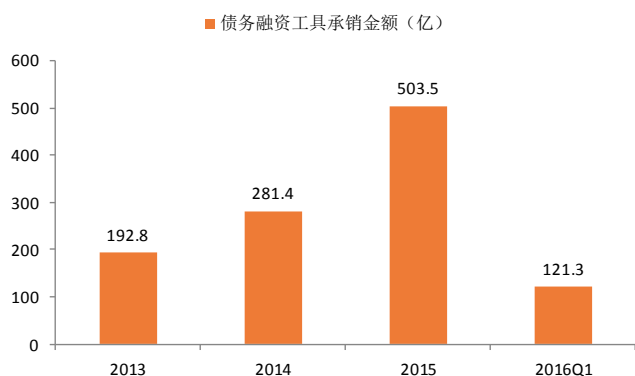
投行业务手续费收入贡献不断提升。上海银行是具有债务融资工具 A 类主承销商资格的三家城商行之一（其余两家是北京银行和南京银行），产品覆盖短期融资券、中期票据、非公开定向债务融资工具、资产支持票据、超级短期融资券、信贷资产证券化等主要证券品种，2015 年末承销规模达到 500 亿元以上，13-15 年年均复合增长率达 61.6%，较 14 年增长了 79%；2016 年一季度达 121.3 亿元。而债券融资作为投资银行业务中三大核心业务之一，其高速发展也带动了投行业务整体的手续费收入增长，在过去三年投行业务持续为上海银行贡献了 30%以上占比的手续费收入，2016 年一季度实现收入 6.1 亿元，占手续费收入的 33%。

图表15 投行业务持续为上海银行贡献手续费



资料来源：WIND、平安证券研究所

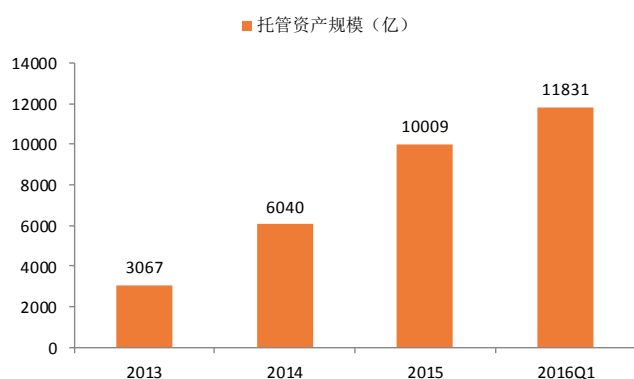
图表16 投行业务发展迅速



资料来源：平安证券研究所

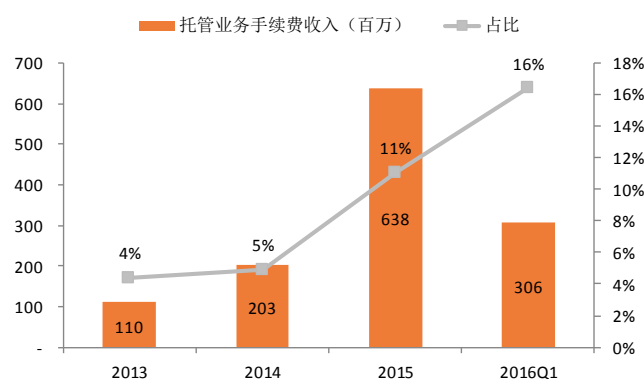
托管业务规模和收入实现迅速增长。上海银行率先拥有证券投资基金、保险资金以及外商投资股权投资试点企业等多项托管业务资质，由此上海银行推出 QDII、RQDII 等多项创新托管产品，托管业务产品的多元化助力上海银行托管业务规模与收入实现迅速增长。2015 年托管规模突破了 1 万亿，实现了 6.38 亿元的手续费收入，13-15 年规模和收入的年均复合增长率分别高达 81%、141%，收入占手续费收入比重从 13 年的 4%显著提升到了 11%；2016 年一季度，托管业务继续保持快速增长，规模达 1.18 万亿，贡献收入 3.06 亿元，占比升至 16%。已成为仅次于理财、投行业务的第三大手续费收入来源。

图表17 托管资产规模稳步上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

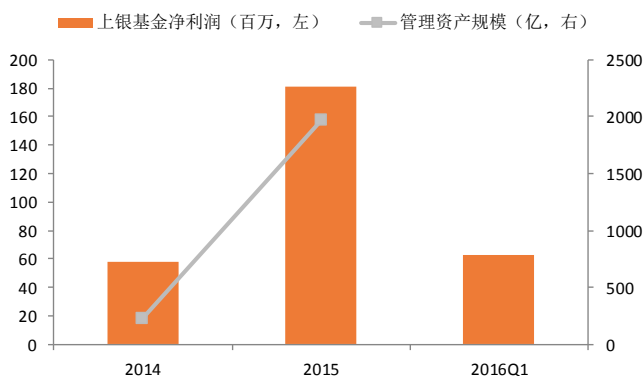
图表18 托管业务占手续费收入比重显著提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

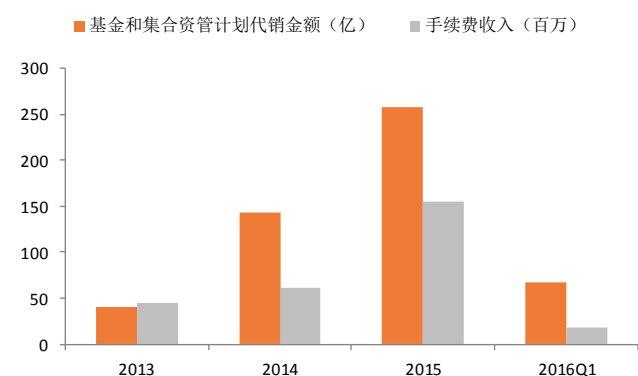
设立上银基金管理公司，代销基金业务收入实现快增。上海银行于 2013 年就获得银监会批准设立上银基金管理有限公司，而目前总共只有 13 家商业银行获准设立基金管理公司。上海银行作为持上银基金股份比例达 90% 的第一大股东，共享了上银基金在 15 年实现的规模 55%、管理资产 780% 以及净利润 212% 的同比高速增长，助力上海银行不断综合化发展。同时上海银行充分利用上银基金管理有限公司功能平台，提高了金融市场交易、清算和结算等中介服务机构的覆盖率。截止 2016 年 1 季度末，上海银行已与 62 家基金管理公司和证券公司建立了合作关系，共代销基金和集合资管计划 999 只，2015 年代销金额达 258 亿元，实现收入 1.55 亿元，较上年增长 80%、156%。

图表19 上银基金发展迅速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20 上海银行代销基金业务发展迅速

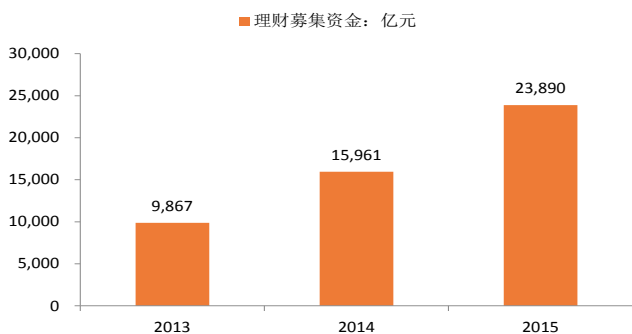


资料来源：公司公告、平安证券研究所

理财业务表现好于对标城商行。上海银行在理财产品的发行规模上处于同业领先的水平，根据普益财富披露的数据，2016 年 1 季度上海银行理财的发行量上在城商行中排名第二，仅次于江苏银行，其在 15 年底通过累计发行了 2115 期理财产品募集了 2.39 万亿元，其规模已经超过了总资产 65%，可见理财业务已经成为了上海银行重要的融资来源。2015 年底表外理财产品余额达到了 1759 亿元，实现了 4.37 亿元手续费，规模和手续费上较 2014 年都实现了 75% 以上的迅速增长，而与上市的三家城商行比较，这一规模增速也是较快的。

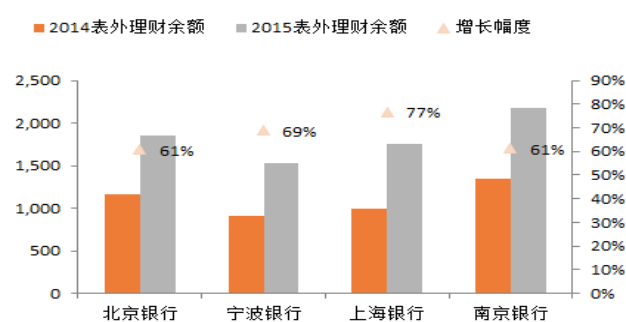
不过考虑到今年以来理财监管逐步趋严，对未来银行理财业务规范化和透明化发展要求有所提升，且央行近期意将理财业务纳入广义信贷考核（目前在测算阶段，仍存在不确定性），如若明年实施的话，银行业理财业务扩张速度或将受到一定影响，上海银行理财业务也不可避免受到冲击，具体影响仍待监管明确后观察。

图表21 上海银行理财产品发行规模显著增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表22 上海银行表外理财业务发展迅速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

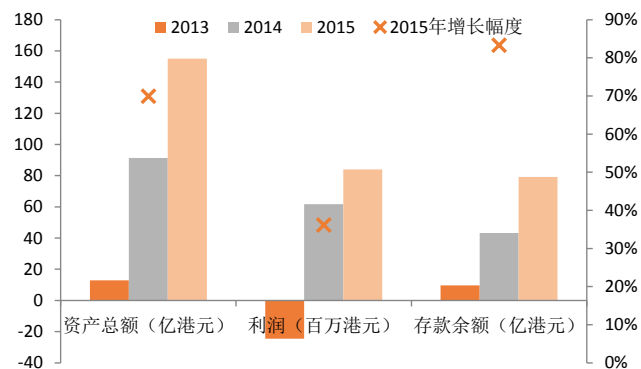
投贷联动试点银行之一。上海银行做为十家投贷联动业务试点银行之一，围绕投贷联动，上海银行设想在今后 5 年内实现三方面目标：形成一个商业可持续的特色业务模式，为商业银行的转型发展蹚出一条路；培育一批成长性科创企业；培养一支高素质、复合型的人才队伍，投贷联动业务的开展进一步提高上海银行的综合化经营能力。

2.3 积极寻求境外机构合作，发展跨境金融服务能力

2003 年起，内地与港台地区不断深化合作交流，加上人民币国际化的推动，为银行业创造了重要的市场机遇，而上海银行牢牢抓住了这一市场机遇，从 2000 年就开始了境外网点扩张和境外机构合作，通过十几年的努力，上海银行已于与 120 多个国家和地区的近 1500 家境内外银行及其分支机构建立代理行关系，而上海银行跨境金融的服务能力从而得到显著的提升，并有望继续成为上海银行的差异化竞争优势之一。

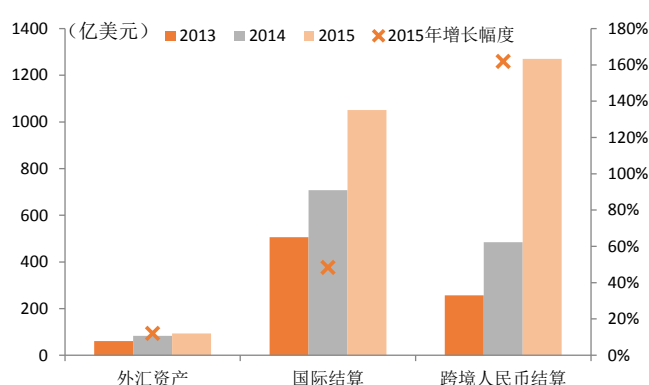
上海银行通过与境外机构积极的合作实现了跨境金融能力显著的提高。2015 年上海银行外汇资产规模同比增长 12%，国际结算同比增长 48%，跨境人民币结算同比增长 71%，跨境金融服务能力处于市场前列。而在十三五规划中上海也将进一步放开金融市场，建立面向全球的国际金融资产交易平台，并发展在岸与离岸人民币市场的联动发展，而上海银行也在三年发展规划中指出将重点发展境内外企业跨境双向投资、投行服务等境外业务，并计划继续深化覆盖沪港台三地的跨境金融服务平台，从而使跨境服务能力成为未来的核心竞争力之一。

图表23 上海银行香港公司增长迅速



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表24 跨境金融服务能力不断提升



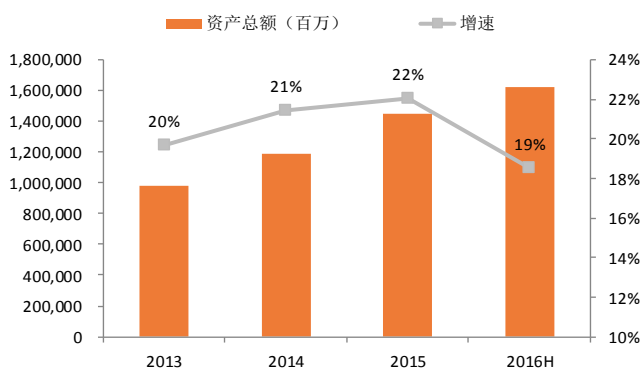
资料来源: 公司年报、平安证券研究所

三、同业比较：资产结构持续优化，息差资产质量略逊上市城商行

3.1 规模增长平稳，结构调整降低信贷类资产占比

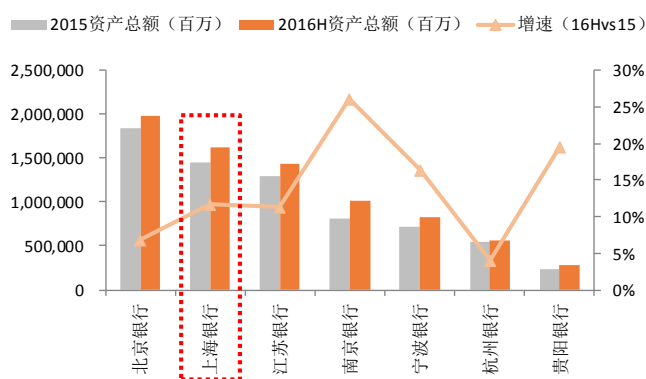
上海银行近年来资产规模增速保持 20%左右，2016 年 6 月底资产规模达到 1.6 亿元，仅次于北京银行（1.8 万亿），在城商行中排名第二。上海银行资产规模增速在上市城商行中处于平均水平，而与上海银行体量较为接近的江苏银行和北京银行 16 年上半年规模增速都低于上海银行（上海 12%、江苏 11%、北京 7%），可见上海银行规模平稳扩张。

图表25 上海银行资产规模保持稳定增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表26 上海银行规模位居城商行第二

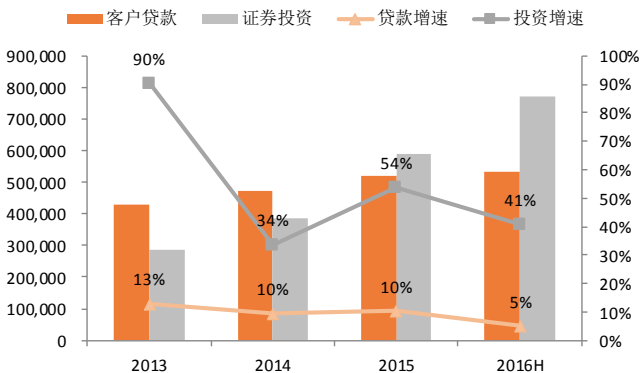


资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 积极调整资产结构，证券投资配置超过贷款

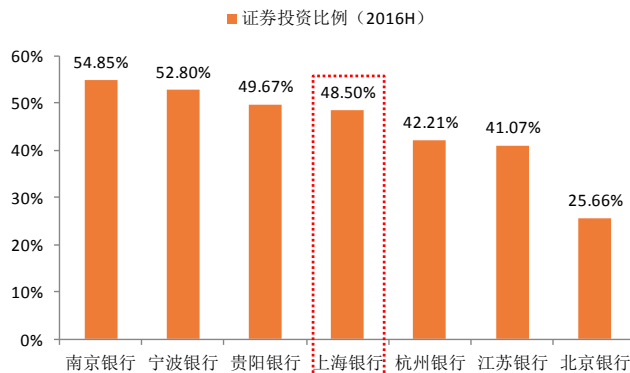
上海银行近几年积极调整资产结构，通过加大对证券投资的配置力度，使证券投资规模与占比都得到了显著地提升，15 年证券投资增长速度达 54%，占资产规模的 41%，首次超过了贷款的占比，2016 年上半年较年初增长了 31%，占比继续提升至 48%。而与具有较高可比性的北京银行在近 5 年资产结构没有出现显著变化，而证券投资占比也仅有 23%，显著小于贷款 41%的占比，可见上海银行对资产结构的调整程度较北京银行更大，与其他上市城商行相比，上海银行的投资占比处于同业平均水平，未来仍有一定得提升空间。

图表27 上海银行证券投资增速显著高于贷款增速



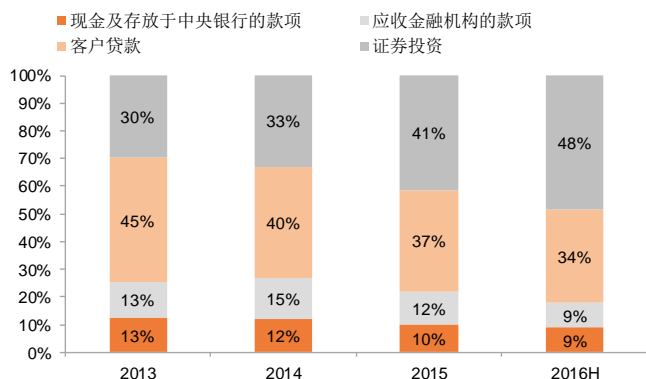
资料来源：公司报告、平安证券研究所

图表28 上海银行证券投资占比处于同业平均



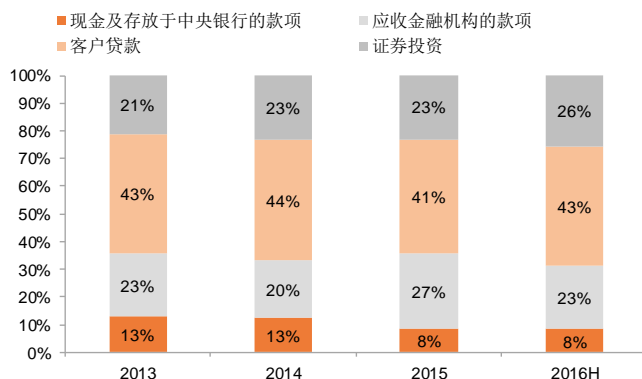
资料来源：公司报告、平安证券研究所

图表29 上海银行证券投资资产占比显著提高



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

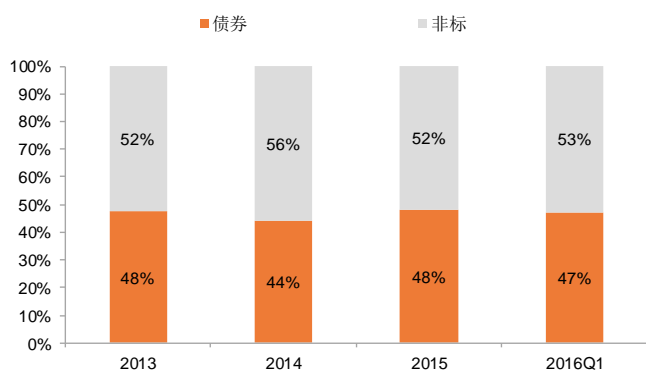
图表30 北京银行资产结构调整幅度不大



资料来源：公司报告、平安证券研究所

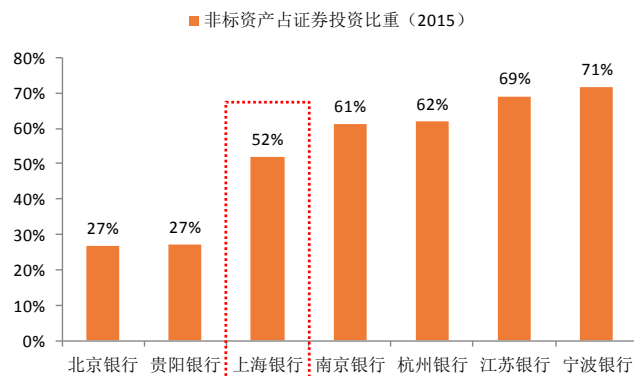
进一步来看证券投资类资产的构成,上海银行对债券和非标资产的配置较为稳定,非标资产占比 53%,略高于债券资产 (47%)。与其他上市城商行比较,非标配置显著高于北京银行 (27%) 和贵阳银行 (27%),略低于其他银行。

图表31 证券投资资产主要来自非标投资的高增



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表32 上海银行非标投资占比处于同业中游

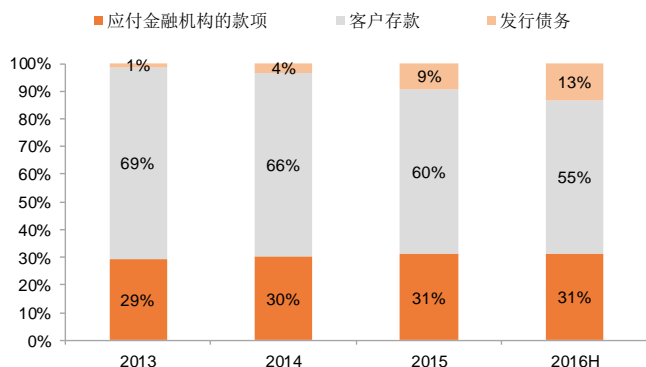


资料来源：公司报告、平安证券研究所

■ 负债端结构调整：公司发行债务占比逐步提高，存款占比逐步下滑

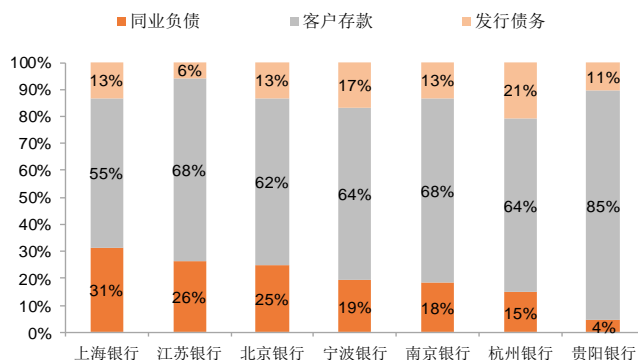
从负债端来看,上海银行今年来加大了债务的发行,截止 2016 年 6 月末,上海银行发行债务占总负债的比重为 13%,较 13 年提高了 13 个百分点,而存款占比由 2013 年的 69%下降到 55%,我们认为上海银行负债结构的调整主要是因为近年来企业融资渠道多元化加上互联网金融等的冲击,银行吸收存款压力大,存款规模增速放缓,商业通过发行债务来补充资金来源。

图表33 上海银行负债端存款占比下降



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表34 上海银行存款占比处于同业最低



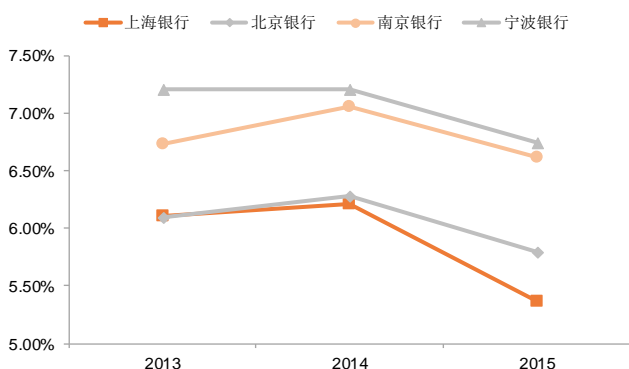
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

3.2 息差水平和资产质量表现略逊同业

上海银行贷款收益率处于对标行低位，不良率水平却处于高位，具体来看：

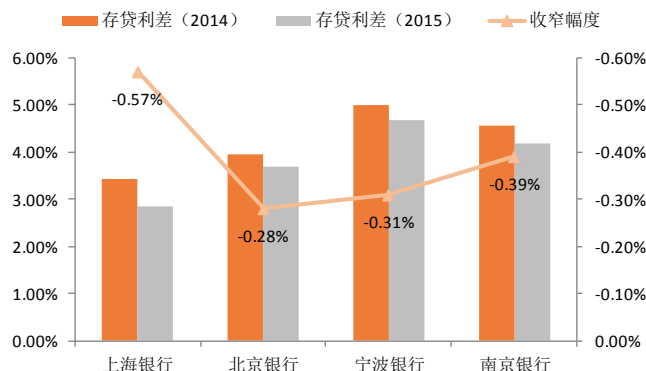
- **贷款收益率**：2015年上海银行贷款收益率为5.79%，低于三家城商行（北京5.79%，南京6.62%，宁波6.74%），并且上海银行15年的贷款收益率显著下滑84BP，对比其他上市城商行该幅度明显较大（北京49BP、宁波46BP、南京43BP）。我们认为除了受利率市场化和央行降息的影响外，还受到上海银行风险偏好的调整的影响，近年来经济下行，小企业贷款风险逐步暴露，上海银行资产质量逐步下滑，因此上海银行逐步压缩了中小企业贷款，将贷款投向安全性更高的大型企业，带来收益率的大幅收窄。

图表35 上海银行贷款收益率下降显著



资料来源：公司公告、平安证券研究所

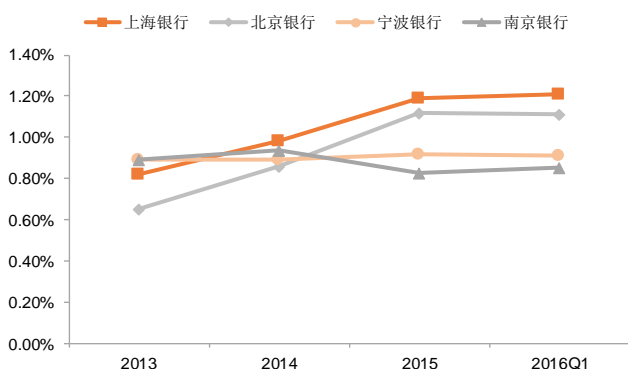
图表36 上海银行存贷利差下降显著



资料来源：公司公告、平安证券研究所

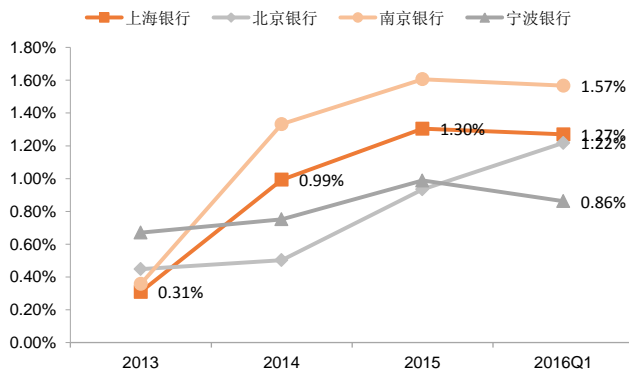
- **贷款资产质量**：截止2016年一季度末上海银行不良贷款率为1.21%，较年初提高2BP，低于2016年一季度末全国银行业平均水平（1.75%），但逊于3家上市城商行（北京1.11%、宁波0.91%、南京0.85%）。测算的加回核销及处置后的2016年1季度单季年化不良生成率环比下降3BP至1.27%，不良生成速度有所放缓，但不良生成仍然高于北京银行（1.22%）和宁波银行（0.86%），低于南京银行（1.57%）。

图表37 上海银行不良趋势与行业一致



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表38 上海银行不良贷款生成速度放缓



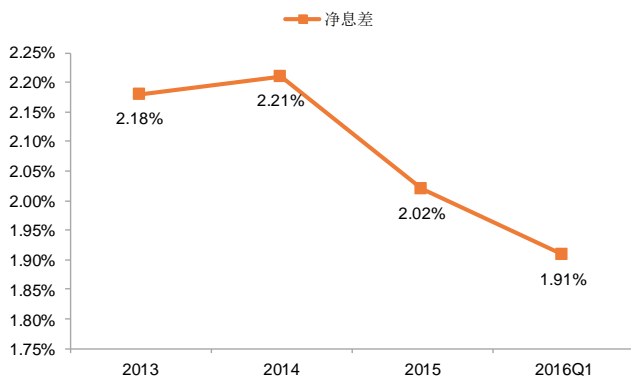
资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 低收益+高成本，公司净息差表现逊于同业

净息差持续下滑，水平低于同业。2015 年上海银行净息差较 14 年收窄 19BP 至 2.02%，息差水平位于对标行低位(北京 2.12%、宁波 2.38%和南京 2.61%)，且收窄幅度大于对标行(宁波收窄 13BP、北京收窄 10BP、南京提升 2BP)，2016 年一季度净息差延续收窄趋势，较 15 年收窄 11BP 至 1.91%，低于对标行(南京 2.44%，宁波 2.04%，北京 2.03%)

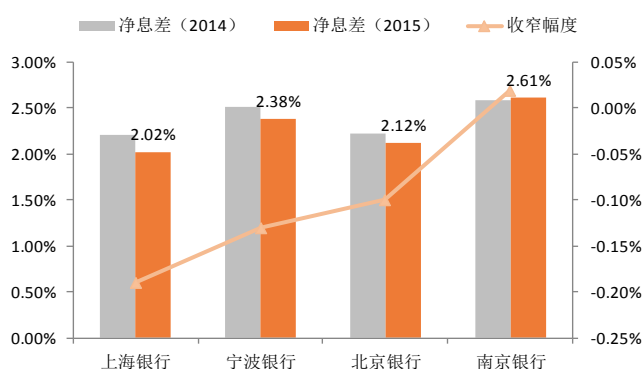
上海银行息差表现逊于同业除了上述提高的贷款收益率较低且大幅下滑外，还与存款端成本居高不下相关。上海银行的存款成本在同业中处于高位，我们认为主要与上海银行的存款结构相关，我们可以看到上海银行的个人存款占比较高，且其中的定期存款占比高于同业。截止 2015 年末上海银行个人存款占比达到 28%，在同业中为最高(宁波 24%、北京 22%、南京 15%)，其中定期存款占总存款的比重为 21%，高于三家上市城商行(宁波 17%，北京 16%，南京 11%)使得存款成本较高且下行有限，导致存贷利差收窄 57BP，收窄幅度较大。公司个人定期存款占比较高主要与客户结构相关，上海银行负责社保、养老金的发放，导致偏中老年客户群体占比较高，这类客户群体更加偏好定期存款。

图表39 上海银行净息差持续下滑



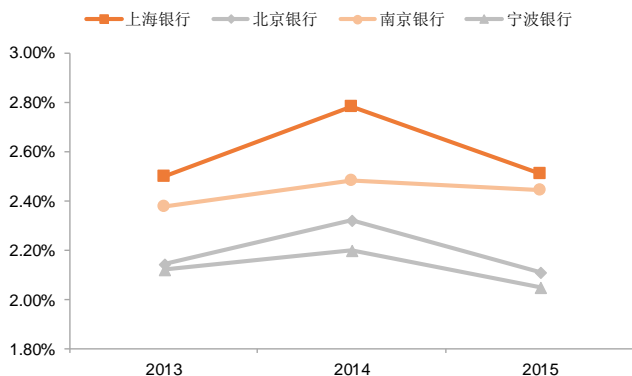
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表40 上海银行净息差处于同业下游



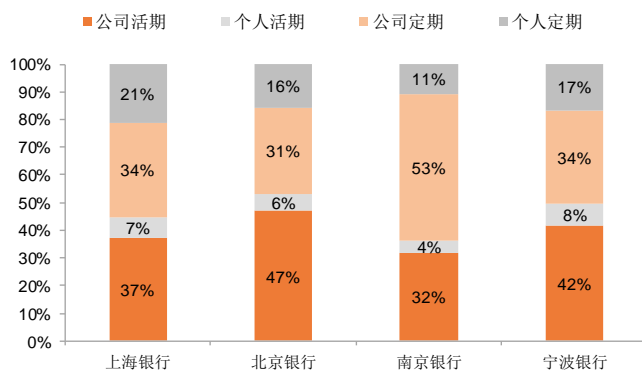
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表41 上海银行存款成本率高于同业



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表42 上海银行存款结构个人占比较高

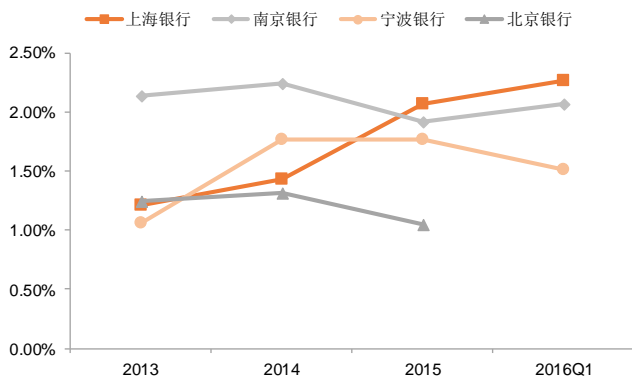


资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 资产质量整体可控，拨备计提较为充足

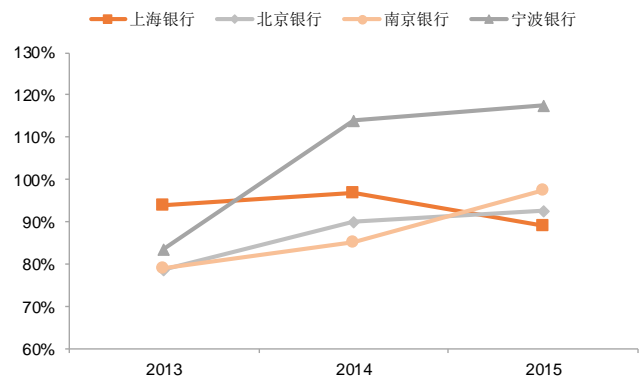
从关注类贷款占比来看，上海银行关注类贷款持续攀升，2016Q1 较 15 年提升 20BP 达到 2.26%，高于其他上市城商行（南京 2.07%、宁波 1.52%）。对逾期 90 天以上贷款/不良贷款之比率进行比较，可以看到上海银行 15 年这一比率较低（上海 89%、北京 93%、南京 97%、宁波 117%），可见上海银行在对比城商行中对不良贷款的认定较为严格，综合来看，上海银行未来资产质量压力可控。

图表43 上海银行关注类贷款占比攀升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

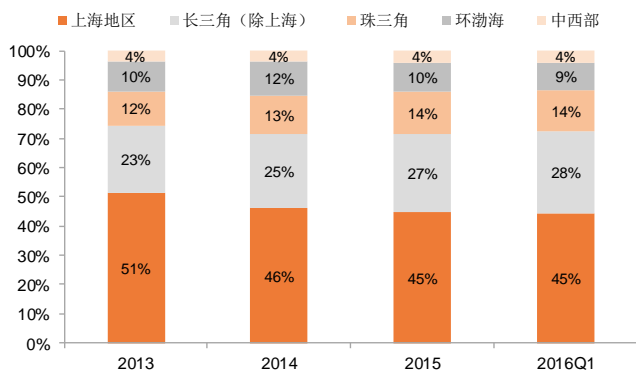
图表44 上海银行逾期 90 天以上/不良贷款比率较低



资料来源：公司公告、平安证券研究所

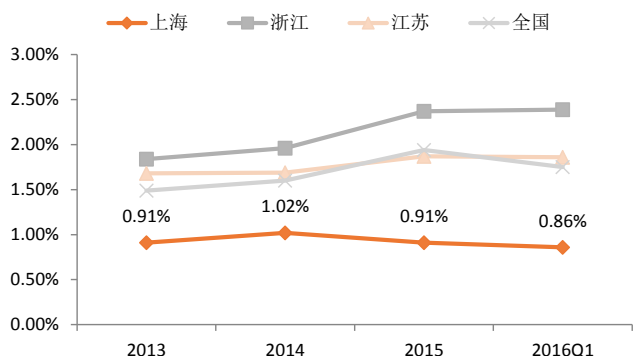
长三角地区经济起稳，未来不良水平可控。上海银行贷款业务主要集中在长三角地区，目前长三角地区经济现起稳迹象，因此我们判断未来上海银行不良率上升幅度放缓，并将会继续保持在一个可控的水平内。另外，我们可以看到长三角地区的上海表现好于浙江和江苏，这也是上海银行在上海地区周边扩张放缓的重要原因。

图表45 上海银行贷款业务向长三角地区扩张



资料来源：公司公告、平安证券研究所

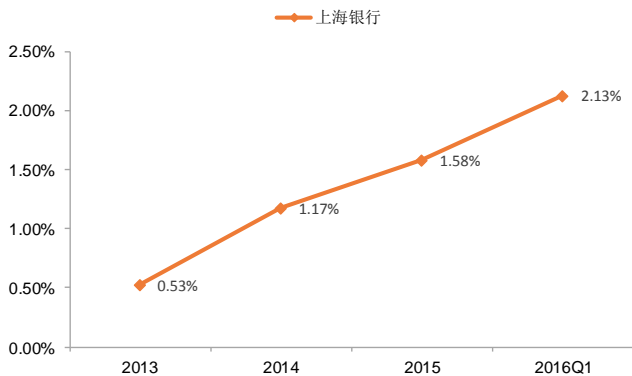
图表46 长三角除上海以外地区的不良率较高



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司加大拨备计提力度，整体计提压力可控。上海银行信贷成本持续上升，2016年一季度的年化信贷成本较15年提升55BP至2.13%，与对标城商行相比，上海银行的信贷成本率仅高于北京(1.35%)，与宁波(2.22%)相近，大幅低于南京(4.61%)。受益于不良生成速度放缓及加大拨备计提力度，上海银行2016年一季度拨备覆盖率较15年末提升11pct至249%，拨贷比环比提升19bps至3.01%，但拨备覆盖率仍低于三家上市城商行(北京287%，宁波328%，南京447%)。考虑到目前上海银行的业务地区经济企稳背景，我们判断其未来资产质量大幅度恶化的可能性较小，未来拨备计提压力整体可控。

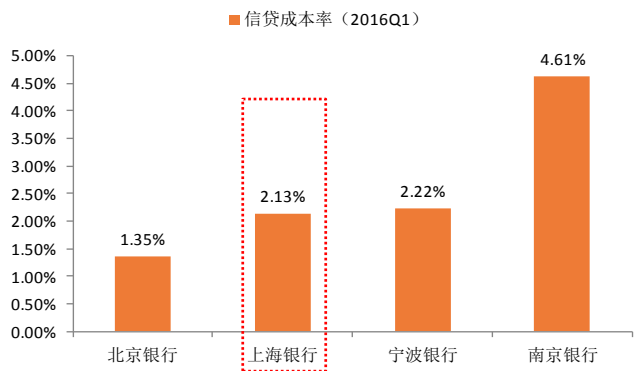
图表47 上海银行信贷成本率上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

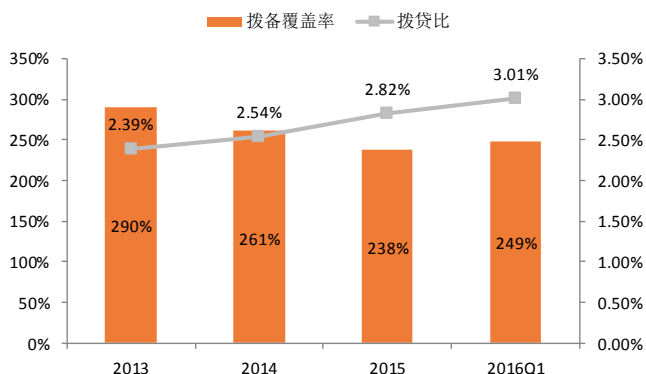
注：2016Q1为根据一季度数据计算的年化信贷成本

图表48 上海银行信贷成本率相较同业偏低



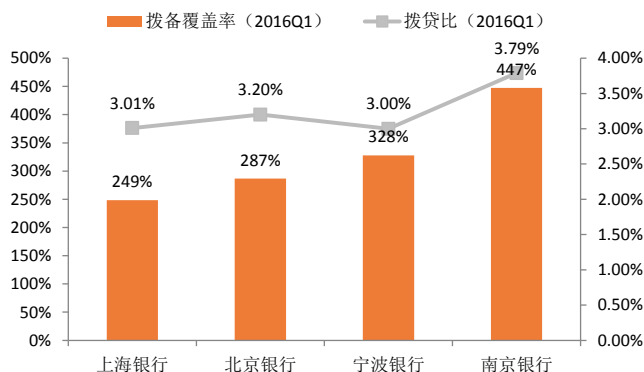
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表49 上海银行拨备水平有所回升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表50 上海银行拨备覆盖率处于城商行较低水平

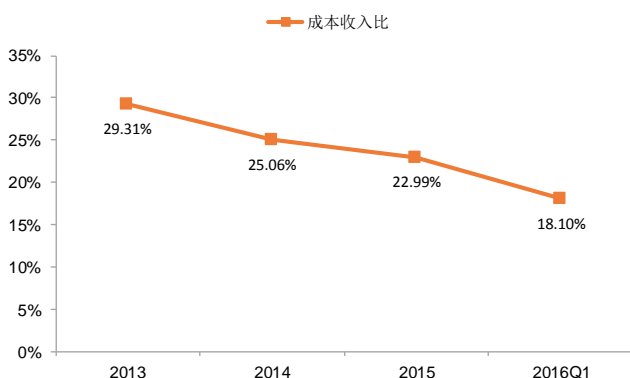


资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 推进线上线下渠道优化，经营效率显著提升

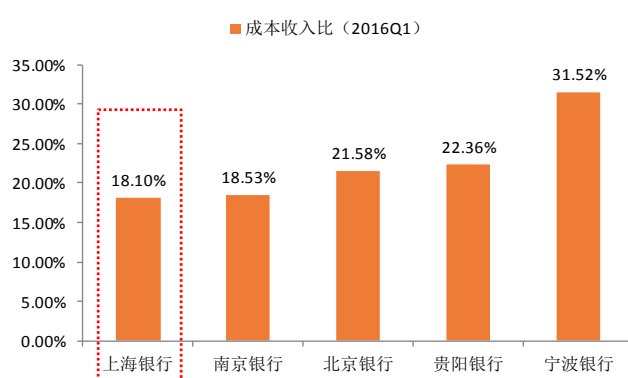
上海银行近几年通过不断推进线下线上渠道经营优化，经营效率得到了显著的提高，上海银行在成本控制方面得到了显著地改善，2013年至2016年一季度，上海银行成本收入比持续下降至18.1%，在上市城商行中也处于最低的成本水平（南京18.5%，北京21.6%，宁波31.5%）。

图表51 上海银行成本收入比下降显著



资料来源：公司公告、平安证券研究所

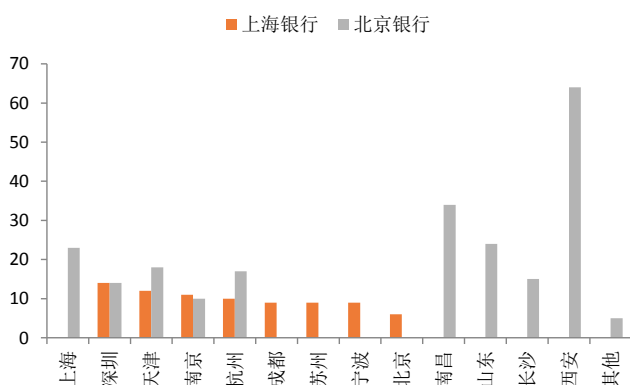
图表52 上海银行成本收入比为上市城商行最低



资料来源：公司公告、平安证券研究所

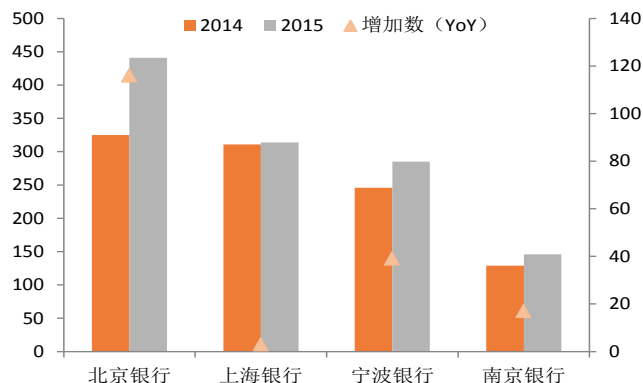
在线下渠道的开拓方面，城商行近几年的网点扩张速度普遍较快，三家上市城商行中北京银行在近几年网点扩张最为显著，15年新增了116家网点，异地网点数已达224家，而宁波银行与南京银行原有的分支机构数虽然显著少于上海银行，但15年网点扩张速度也显著快于上海银行，分支机构数分别提高了39与17家。而上海银行坚持贯彻精品银行战略，网点扩张相对其他三家城商行速度较慢，上海银行在15年仅增加了3家分支机构，异地网点数达80家。

图表53 上海银行与北京银行异地网点数对比



资料来源: Wind、平安证券研究所

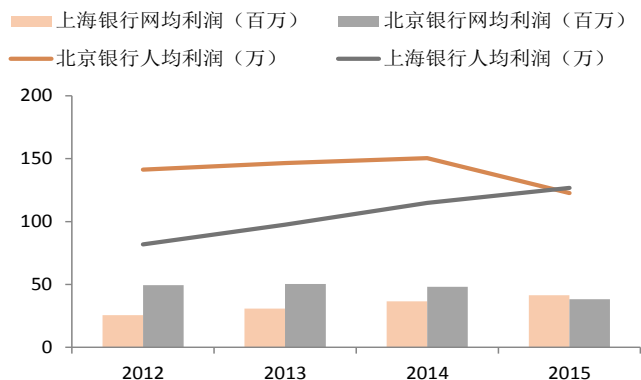
图表54 上海银行网点扩张速度较慢



资料来源: Wind、平安证券研究所

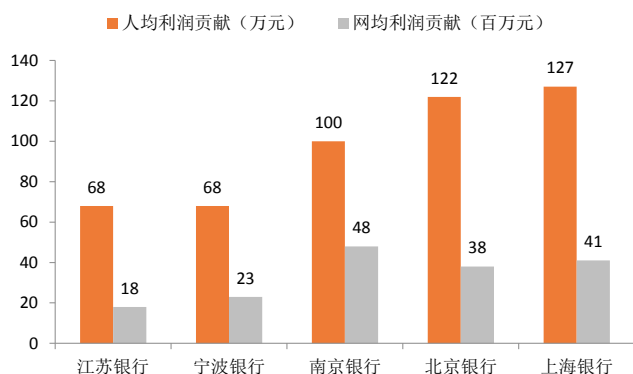
上海银行虽然对线下渠道扩张力度并不显著, 网点数量和员工人数都没有如北京银行那样显著的提
升, 但是通过持续推进线下网点从传统的交易结算型向新型的营销服务型转变, 线下渠道的经营效
率得到了显著的提升, 上海银行人均利润与网均净利润在 15 年上升 10%与 13%, 可见上海银行精
品银行发展战略下的经营效率提升效果相对显著, 与其他城商行比较, 上海银行的 127 万元的人均
利润水平处于同业最高, 而 4100 万元的网均利润仅次于南京银行 4800 万元的水平。

图表55 上海银行经营效率较北京银行提升显著



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表56 上海银行网点与员工利润贡献水平较高



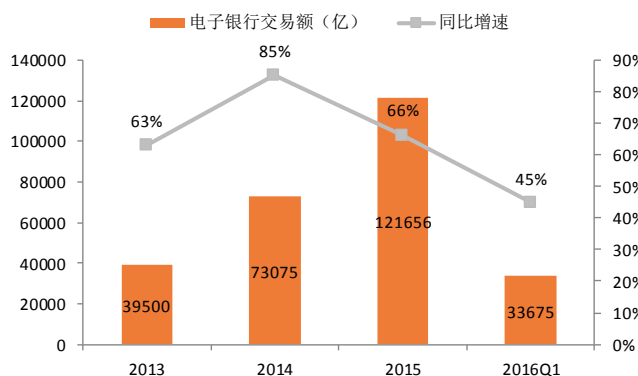
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

同时, 上海银行持续发展与优化线上渠道, 借助网上银行、手机银行、微信银行及电话银行等电
子渠道的拓宽, 上海银行个人与企业客户电子银行渗透率分别由 2012 年的 18.8%/32.4%增长至 2015
年的 46.0%/79.3%, 电子银行交易额和交易笔数年复合增长率高达 71%与 40%, 而 2015 年电子渠
道结算业务分流率已达到 80.4%, 电子渠道建设获得较为显著的成果。2015 年、2016 年一季度电
子银行交易金额分别达到 12.16 万亿、3.37 万亿, 同比增速为 66%、45%。

此外, 上海银行于 2014 年 7 月推出了在线直销银行品牌“上行快线”, 成为率先推出在线直销银行
的商业银行之一, 上行快线定位为集金融产品展示和交易于一体的在线平台, 为个人客户提供比传统
银行更便捷、更优惠的金融服务, 打造一站式、可信赖的金融产品超市, 目前已推出了涵盖了智能存款、
理财、保险和货币基金的四大产品系列。截至 2016 年 3 月 31 日, 客户总数已达 201.29 万户; 2016

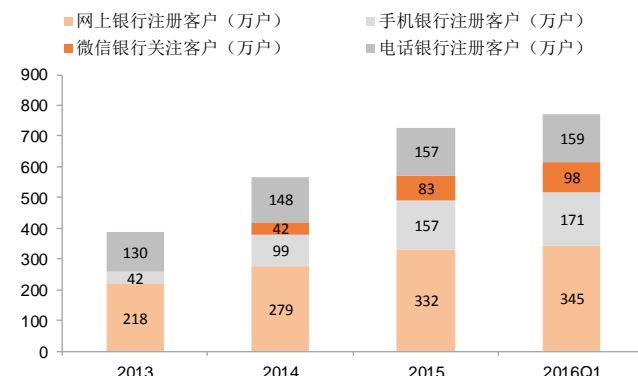
年一季度实现交易金额达 74.06 亿元。通过发展定位于服务个人客户以及中小微客户的直销银行，有利于上海银行提供零售业务的服务能力，并帮助实现成本收入比进一步的优化和经营效率的提高。

图表57 上海银行电子银行交易量快速上升



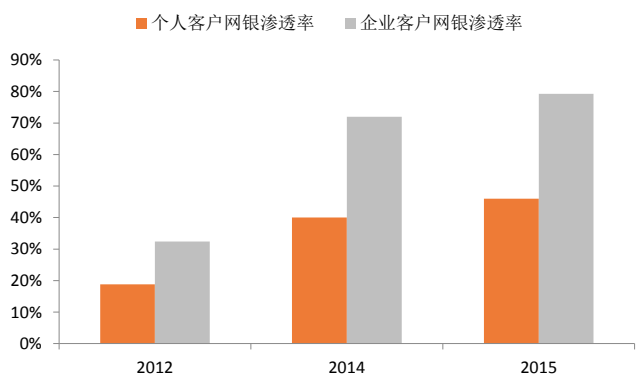
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表58 上海银行电子银行用户数量持续增长



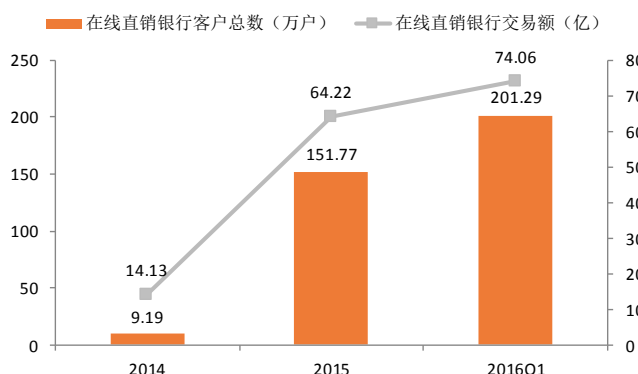
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表59 上海银行电子渠道建设成果显著



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表60 上海银行在线直销银行发展良好

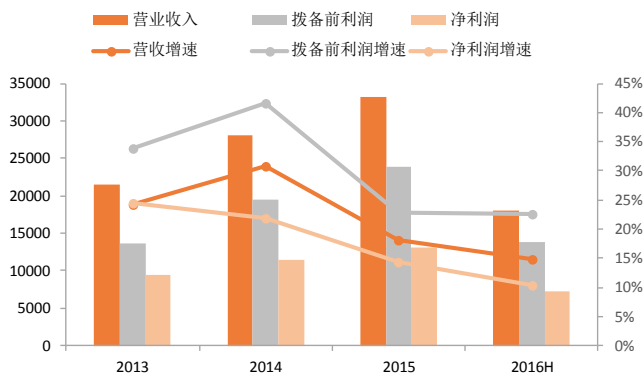


资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.4 净利润增速放缓，盈利能力逊于同业

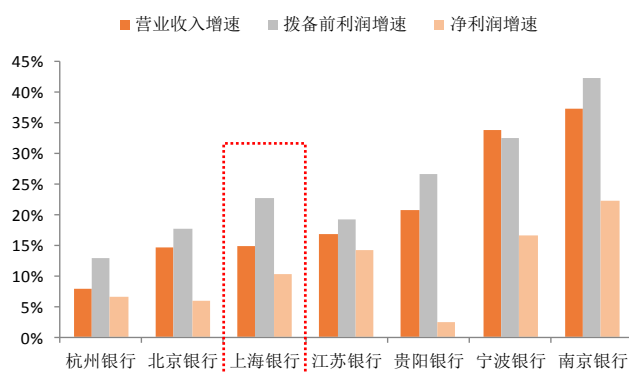
上海银行 2016 年上半年实现营收同比增 15%，较 2015 年下降 3 个百分点，实现净利润同比增 10%，较 2015 年下降 4 个百分点，主要是受息差持续收窄以及公司加大了拨备计提力度的影响。与对标行相比，上海银行净利润增速高于体量相近的北京银行（6%），低于同区域的南京银行（22%）和宁波银行（16%）和江苏银行（14%）。

图表61 上海银行盈利增速放缓



资料来源：公司公告、平安证券研究所

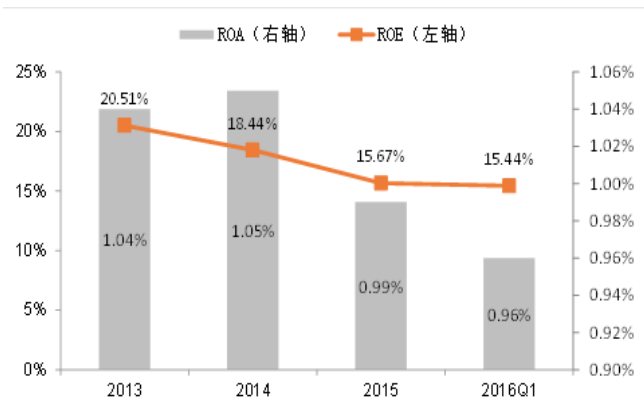
图表62 上海银行盈利增速处于同业中游



资料来源：公司公告、平安证券研究所

上海银行近年来盈利能力持续下行，表现逊于同业。2016年1季度年化ROE环比15年下降1pct至15.44%，ROA环比下降3bps至0.96%；与对标行相比，公司ROA和ROE水平处于低位，盈利能力逊于同业。

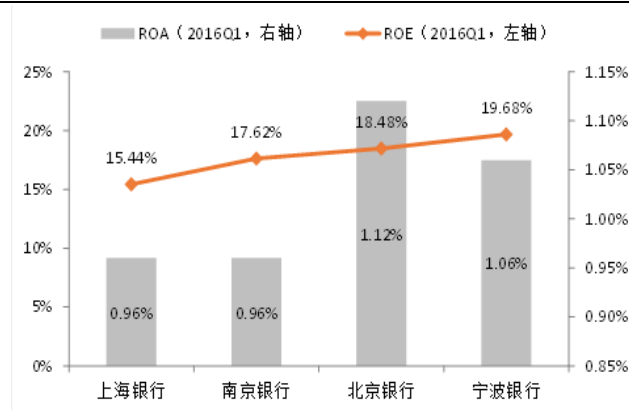
图表63 上海银行盈利能力持续下滑



资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：2016Q1为根据半年度数据计算的年化ROE

图表64 上海银行盈利能力逊于同业



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、盈利预测及估值

4.1 预测模型基本假设

我们认为上海银行未来的盈利增长点将来仍主要由利息收入贡献,但非息收入贡献的比重将进一步提升,我们预计上海银行 2016、2017、2018 年的净利润增速分别为 11.2%/13.8%/16.2%,对应 IPO 摊薄后 EPS 为 2.41/2.74/2.3.18 元。其中核心假设如下:

- **存贷款增速假设:** 上海银行 2015 年贷款总额 5365 亿元,同比增长 11%;2016 年一季度贷款总额较年初增长 2.02%。考虑到国内宏观经济中长期增速都将处于放缓的水平,稳健的货币政策背景下,预计贷款增速将不会出现较大幅度的增长,但基于稳固的上海存贷款市场份额,以及向上海以外的市场扩张的长期规划,预计未来 3 年贷款增速为 10%/9%/8%。上海银行 15 年存款余额 7967 亿元,同比增长 9%,2016 年 1 季度较年初增长 3.1%,增速有所回升,此外由于上海银行同业负债已经处于同业较高的水平,进一步扩张有一定困难,所以上海银行需要继续加大存款市场的拓宽力度,以保证稳固的融资来源,因此我们预计上海银行预计未来 3 年存款增速为 12%/10%/9%。
- **净息差假设:** 2015 年上海银行的净息差为 2.02%,同比下降 19bps,2016 年一季度下降 11BP 至 1.91%。主要是由于资产端的贷款收益率大幅下滑和存款成本难以下行,从而使得存贷利差大幅收窄。展望 16 年,考虑到贷款重定价及营改增对净息差的冲击,我们判断 16 年上海净息差收窄幅度较大,预计 16 年息差收窄 20BP 至 1.82%,17 年-18 年随贷款重定价和营改增对息差的冲击减弱,预计 17/18 年净息差为 1.77%/1.77%。
- **非利息收入增长假设:** 上海银行手续费及佣金收入主要来自顾问和咨询业务、代理业务、托管受托业务、银行卡业务、结算业务的增长。从绝对占比来看,上海银行 15 年手续费收入占总营收比重达到了 17%,16 年一季度继续攀升至 19%,在城商行中处于较高的占比水平,进一步提升有一定难度;从增速来看,2015 年上海银行的手续费和佣金净收入增速达到 40%,较 14 年 70%的增速显著放缓,我们预计未来三年增速为 28%/20%/15%。
- **费用收入比假设:** 2015 年上海银行的费用收入比为 23%,较 14 年下降 2 个百分点,2016 年一季度继续下行 5 个百分点至 18%,目前已达到上市城商行最低水平,未来进一步下行空间有限,预计上海银行 2016-18 年的成本收入比将维持低位,预计为 21.5%/21.0%/20%。
- **信贷成本:** 2015 年,上海银行的信贷成本为 1.58%,较 2014 年上升 41bps,2016 年一季度上升 55BP 至 2.13%,主要原因是公司近两年加大了除上海以外长三角地区的信贷力度,而长三角地区尤其是浙江以中小企业为主的经济特点使其为在经济下滑的过程中风险暴露加快,从而导致上海银行信贷成本与不良生成率随之上升,但考虑到上海银行信贷业务目前以上海地区为主,2016 年 1 季度不良生成速度小幅放缓,同时考虑到长三角地区经济状况接下来有底部企稳迹象,预计公司未来不良生成再度大幅攀升的可能性不大,信贷成本上涨幅度有望放缓。因此我们预计未来 2016-18 年上海银行的信贷成本为 1.83%/1.95%/2.00%左右。
- **分红率:** 上海银行最近 3 年的股利分配情况大致为:2013/14 年度每股分红 0.22 元/0.24 元,分红率在 10%左右,15 年利润暂不分配。我们认为公司上市后,随着资本补充完成,其分红率有望向上市银行靠拢。根据招股说明书中的股东回报规划说明,当年盈利且累计未分配利润为正时上海银行将实施 20%的现金分红比率,考虑到过去的盈利表现和未来新兴业务的发展,我们预计未来上海银行分红率维持在 20%的水平。

4.2 公司估值

在我们的预测模型中我们分别运用股利贴现模型和相对估值法对上海银行进行估值，综合得到上海银行的合理估值对应 2016 年 PB1.10x-1.20x 之间，对应股价在 21.33-23.27 元/股。作为新股，我们参考 A 股区域性银行上市后短期涨幅空间的平均水平，结合考虑上海银行基本面情况，给予上海银行 90%-100% 的溢价空间，对应股价对应 40.52-46.53 元/股，对应 16 年 PB2.09-2.40x。考虑到作为新股题材短期存在一定获利空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 多阶段股利贴现模型

在我们的预测模型中，上海银行的永续增长率为 4%，无风险收益率参考 10 年期国债收益率约 2.74%，Beta 参考 A 股上市银行均值 0.85，市场风险溢价水平为 6.5%，计算得到权益成本为 8.3%。在以上参数假设下，上海银行的 DDM 估值为 20.65-22.82 元/股，对应公司 16 年 16 年 IPO 摊薄后 PB 为 1.06x-1.18x。

图表65 上海银行 DDM 模型

上海银行 DDM 模型分析(2016/10/31)					
单位：百万元或特殊说明					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	11,376	13,002	14,463	16,452	18,441
净利润增速	21.8%	14.3%	11.2%	13.8%	11.5%
股利分配					
			20%		
税后现金流			-	2,893	3,290
				-	2,893
潜在股权价值					
永续终值					
分红距现在时间间隔			0.23	0.73	
折现因子					
		8.3%	1.00	0.98	0.94
税后现金流现值				2,841	3,106
税后现金流现值合计				39,479	
折现终值				91,040	
潜在价值				130,519	
发行后股数				6,004	
发行价格					21.74
股权价值范围					
高端					5%
				22.82	
低端					-5%
				20.65	

资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 相对估值法

我们主要运用可比公司法，参考 A 股上市三家城商行的估值水平（其他上市区域性银行均为次新股，股指不具备参考价值）对上海银行进行定价，目前 A 股上市三家城商行北京、南京、宁波 2016 年动态 PB 为 1.12x/1.20x/1.44x，我们认为考虑到上海银行成长性略高于北京，逊于南京和宁波，我们认为其合理估值应对应 16 年 PB 在 1.10x-1.20x 区间，对应股价 21.33-23.27 元/股。

图表66 银行可比公司估值

	PE			PB		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
A股上市城商行						
北京银行	8.41	7.85	7.13	1.27	1.12	1.01
南京银行	9.19	7.78	6.46	1.37	1.20	1.06
宁波银行	10.05	8.84	7.74	1.64	1.44	1.25
平均值	9.22	8.16	7.11	1.43	1.25	1.11
中位数	9.19	7.85	7.13	1.37	1.20	1.06
H股上市城商行&农商行(上市超过一年)						
徽商银行	5.75	5.75	5.53	0.84	0.76	0.70
重庆银行	5.32	5.33	5.39	0.79	0.77	0.70
重庆农村商业银行	5.16	4.84	4.48	0.77	0.70	0.64
哈尔滨银行	5.12	4.76	4.23	0.67	0.62	0.57
盛京银行	5.23	6.11	6.11	0.91	0.83	0.76
平均值	5.32	5.36	5.15	0.80	0.74	0.68
中位数	5.27	5.35	5.27	0.79	0.75	0.69
H股上市城商行&农商行(上市在一年以内)						
锦州银行	8.82	6.79	5.39	1.64	1.47	1.29
郑州银行	6.83	5.51	4.67	1.29	1.15	1.01
浙商银行	8.70	7.11	6.25	1.23	1.13	1.02
青岛银行	9.65	8.10	6.89	1.05	0.98	0.91
平均值	8.50	6.88	5.80	1.30	1.18	1.06
中位数	8.70	6.88	5.80	1.29	1.15	1.02

资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 新股溢价率估算

从 A 股区域性银行上市后的历史表现来看, 作为次新股短期均能够获得比较明显的获益空间, 我们参考 A 股区域性银行上市后短期涨幅空间的平均水平, 结合考虑上海银行基本面情况, 给予上海银行 90%-100%的溢价空间。

图表67 新股上市溢价

	北京银行	宁波银行	南京银行	江苏银行	贵阳银行	江阴银行	无锡银行	杭州银行	平均
发行价格	12.50	9.20	11.00	6.27	8.49	4.64	4.47	14.39	
上市时间	2007-09-19	2007-07-19	2007-07-19	2016-08-02	2016-08-16	2016-09-02	2016-09-23	2016-10-27	
上市一周涨幅	71%	212%	115%	94%	132%	132%	132%	92%	122%
上市一月涨幅	76%	186%	95%	92%	NA	NA	NA	NA	112%
上市一年涨幅	-38%	13%	-2%	NA	NA	NA	NA	NA	-9%
上市后最高涨幅	97%	242%	124%	129%	145%	254%	208%	92%	161%

资料来源: Wind、平安证券研究所

图表68 公司盈利预测

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E		2014	2015E	2016E	2017E	2018E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	2.42	2.41	2.41	2.74	3.18	贷款增长率	9.7%	10.7%	10.0%	8.8%	7.6%
BVPS (摊薄/元)	15.72	17.10	19.39	21.40	23.70	生息资产增长率	21.5%	22.1%	18.9%	14.3%	13.1%
每股股利	0.24	0.00	0.48	0.55	0.64	总资产增长率	21.5%	22.0%	18.9%	14.3%	13.1%
分红率	9.9%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%	存款增长率	15.8%	9.4%	12.0%	10.0%	9.0%
资产负债表 (Rmb mn)						付息负债增长率	20.7%	22.1%	18.7%	13.8%	10.7%
贷款总额	484,521	536,508	590,158	642,092	690,891	净利息收入增长率	23.2%	13.7%	8.4%	13.2%	13.6%
证券投资	384,247	591,018	768,323	937,354	1,124,825	手续费及佣金净收入增长率	70.3%	39.6%	28.0%	20.0%	15.0%
应收金融机构的款项	171,441	169,388	194,796	204,536	210,672	营业收入增长率	30.9%	18.0%	12.0%	14.1%	13.5%
生息资产总额	1,167,867	1,425,829	1,695,815	1,937,890	2,191,034	拨备前利润增长率	41.6%	22.9%	17.9%	14.8%	14.2%
资产合计	1,187,452	1,449,140	1,723,541	1,969,573	2,226,856	税前利润增长率	22.1%	13.5%	11.2%	13.8%	16.2%
客户存款	724,618	792,680	887,801	976,582	1,064,474	净利润增长率	21.8%	14.3%	11.2%	13.8%	16.2%
计息负债总额	1,090,909	1,332,056	1,580,613	1,799,342	1,992,068	非息收入占比	14.1%	16.6%	19.0%	20.0%	20.2%
负债合计	1,113,093	1,356,306	1,606,554	1,840,460	2,083,851	成本收入比	25.1%	23.0%	21.5%	21.0%	20.5%
股本	4,704	5,404	6,004	6,004	6,004	信贷成本	-1.14%	-1.53%	-1.83%	-1.95%	-2.00%
股东权益合计	73,970	92,391	116,428	128,495	142,322	所得税率	-19.4%	-18.7%	-18.7%	-18.7%	-18.7%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	23,474	26,682	28,934	32,754	37,218	NIM	2.21%	2.02%	1.82%	1.77%	1.77%
净手续费及佣金收入	3,947	5,508	7,051	8,461	9,730	拨备前 ROAA	1.80%	1.81%	1.78%	1.75%	1.76%
营业收入	28,082	33,142	37,126	42,357	48,090	拨备前 ROAE	29.9%	28.7%	27.0%	26.4%	27.3%
营业税金及附加	-1,685	-1,766	-1,114	-1,271	-1,443	ROAA	1.05%	0.99%	0.91%	0.89%	0.91%
拨备前利润	19,433	23,886	28,163	32,325	36,922	ROAE	17.5%	15.6%	13.9%	13.4%	14.1%
计提拨备	-5,289	-7,834	-10,309	-12,014	-13,330	流动性 (%)					
税前利润	14,144	16,052	17,854	20,310	23,592	分红率	9.9%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	11,376	13,002	14,463	16,452	19,111	贷存比	66.9%	67.7%	66.5%	65.7%	64.9%
资产质量						贷款/总资产	44.4%	40.3%	37.3%	35.7%	34.7%
NPL ratio	0.98%	1.19%	1.29%	1.40%	1.48%	债券投资/总资产	35.2%	44.4%	48.6%	52.1%	56.5%
NPLs	4,731	6,370	7,613	8,989	10,225	银行同业/总资产	14.4%	11.7%	11.3%	10.4%	9.5%
拨备覆盖率	261%	238%	247%	262%	282%	资本状况					
拨贷比	2.54%	2.82%	3.19%	3.67%	4.17%	核心一级资本充足率2	10.38%	10.32%	10.12%	9.94%	9.90%
一般准备/风险加权	1.73%	1.69%	1.77%	1.94%	2.10%	资本充足率	12.57%	12.65%	11.72%	11.34%	11.14%
不良贷款生成率	0.99%	1.30%	1.40%	1.40%	1.40%	加权风险资产-一般法	712,423	894,119	1,063,424	1,215,226	1,373,969
不良贷款核销率	-0.76%	-0.98%	-1.18%	-1.18%	-1.21%	% RWA/总资产	60.0%	61.7%	61.7%	61.7%	61.7%

资料来源: Wind、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券股份有限公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033