

中国：金融
2017 年 01 月 04 日
投资建议：
持有-超越同业 (维持评级)
目标价隐含涨/跌幅：10.4%
日期 2017/01/03

收盘价	RMB16.30
十二个月目标价	RMB18.0
前次目标价	RMB18.0
上海 A 股指数	3,283.5

信息更新：

- ▶ 浦发银行公布 16 年业绩预告，营收、净利润增速分别为 9.72%、4.93%，低于预期。同时，不良贷款率大幅增加至 1.89%，高于我们预期的 1.80%。

本中心观点：

- ▶ 我们仍然看好公司在收购上海信托后，大金控体系带来的优势；资产质量短期承压，但公司地理位置优越，长三角地区资产质量开始转好。维持目标价 18 元。

公司简介： 浦发银行向客户提供各种零售及商业银行服务。

股价相对上海 A 股指数表现


市值 (A+H 股)	US\$50,738.4 百万元
三个月平均日成交量 (H)	US\$33.3 百万元
股份总数 (百万股) (A+H)	21,618.3 百万
A 股占总流通股数比例	100.00
流通股比例 (H)	100%
大股东：持股比例	上海国际集团, 19.53%

财务展望 (每股/元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
收益	2.34	2.46	2.62	2.76
增长率 (%)	7.6	4.9	6.7	5.2
市盈率 (倍)	7.0	6.6	6.2	5.9
拨备前利润	4.85	5.70	6.32	7.51
市价对拨备前利润 (倍)	3.4	2.9	2.6	2.2
净值	14.58	16.86	18.30	20.50
市净率 (倍)	1.1	1.0	0.9	0.8
股利	0.47	0.74	0.79	0.83
股利收益率 (%)	2.9	4.5	4.8	5.1
平均总资产收益率 (%)	1.1	1.0	0.9	0.8
平均净资产收益率 (%)	17.4	15.5	14.5	13.8

报告分析师：
元大研究部

+86 21 6187 3832 research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521 peter.kk.chu@yuanta.com

徐意辰

+86 21 6187 3821 yichenxu@yuanta.com

浦发银行 (600000 CH)
资产质量短期承压，看好未来金控体系经营优势

维持“持有-超越同业”评级：公司公布 16 年业绩预告，营收增速 9.72%，基本符合预期。但归母净利润增速不及预期，仅为 4.93%，低于本中心、市场一致预期的 6.9%、6.4%。不良贷款率大幅增加，达到 1.89%，较三季度上升 17 个百分点，低于预期的 1.80%。我们仍然看好公司在收购上海信托后，大金控体系带来的优势；资产质量短期承压，但公司地理位置优越，长三角地区资产质量开始转好。维持目标价 18 元。

2016 年业绩低于预期：2016 年营收 1580 亿元，同比增长 9.72%，增速明显放缓（上半年营收同比增 16.22%，前三季为 11.32%），主要因为息差收窄（预计全年下降 45bps）以及非息收入增速放缓（全年增速预计为 40%，上半年增速为 52%）。由于我们在三季度下调了全年营收增速，营收基本符合预期。不良贷款率大幅增加，达到 1.89%，不及预期的 1.80%。我们认为由于不良暴露加速、信用成本提升，预计资产减值损失在四季度大幅增加（高于我们上次预估 8%），因此导致归母净利润增速仅为 4.93%，低于本中心、市场一致预期的 6.9%、6.4%。

不良提列加速，但整体可控：在三季度，公司关注类贷款继续高升，环比上升 36%，占比从年初 2.88% 上升到 4.24%。我们认为关注类贷款在四季度加速向不良贷款迁徙以及不良认定更为审慎，公司不良率在四季度上升 17 个百分点，而前三季不良率仅上升 16 个百分点。根据中报显示，公司有 36% 贷款来自长三角地区。我们认为长三角地区资产质量正在改善，江浙沪地区的民营企业不良暴露充分，资产质量继续下行空间有限。我们预计四季度拨备充足率将由 200% 降至 185%，但仍高于 3 季度同业平均的 175%。

大金控体系下非息收入增长可期：长期来看，我们仍然看好公司在收购上海信托后，大金控体系下综合化经营带来的优势。公司在银行卡、资金理财及托管业务方面能保持高增速，预计净手续费收入在 17、18 年仍能保持 20% 以上的增长，并成为公司利润的主要增长动能。预计 2017、18 年归母净利增速为 6.7%、5.2%。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。

盈利预估与估值

图 1：本中心盈利预估调整

人民币十亿	2017F		2018F		差异 (%)		原因
	调整前	调整后	调整前	调整后	2016F	2017F	
营收	173	173	205.5	205.1	0.0%	-0.2%	符合预期
拨备前营业利润	137	137	162.7	162.4	0.0%	-0.2%	符合预期
净利润	58	56.7	62.1	59.6	-2.2%	-4.0%	资产减值损失高于预期
每股收益	2.68	2.62	2.87	2.76	-2.2%	-4.0%	资产减值损失高于预期
不良贷款率	1.82%	1.90%	1.80%	1.85%	4.4%	2.8%	资产质量提列加速
市净率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.0%	0.0%	估值不变

资料来源：Wind，元大

股票估值

本中心估值系基于合理市净率估值模型和三阶段股利折现率模型计算而得，终期截至 2023 年 12 月 31 日。

► 权益成本(Ke)

我们采用中国 10 年期国债收益率(3.0%)、Wind 一年期贝塔值 0.87 和 Bloomberg 预期 A 股三年平均市场风险回报率 12.0%，得出权益成本为 11%。根据本中心 2016-23 年盈利预估，两种估值法的结果如下：

三阶段股利折现率模型

图 2：股利折现率模型

	每股价值	权重(%)	备注
发展期 - 人民币	2.62	16.6%	2017-19 年预期平均盈利增长率=7%,股利分配率=25%
成熟期 - 人民币	1.89	12.1%	2020-23 年预期平均盈利增长率=5%,股利分配率=30%
永续价值 - 人民币	11.26	71.3%	盈利增长率 = 4%；终期市净率 = 1 倍
合理现值 (PFV) - 人民币	15.77	100%	折现至 2017 年 12 月
每股合理价值 - 人民币	15.77		12 个月目标合理价值

资料来源：Wind，元大

合理市净率模型

我们预期浦发银行长期净资产收益率为 11%。本中心目标市净率计算方法为 $P/B = (ROE - g) \div (K_e - g)$ ，其中 $g=4\%$ ， K_e （权益成本）=11%，得出目标价为人民币 19.76 元。

目标价人民币 18.0 元，隐含 1.0 倍市净率

我们将股利折现率估值目标价（人民币 15.77 元）和市净率估值目标价（人民币 19.76 元）简单平均，得出浦发银行目标价为人民币 17.76 元（四舍五入至 18 元），隐含 2017 年预期市净率 1.0 倍。

图 3：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表						
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F	
现金及等价	600,084	592,545	650,000	418,016	332,117	
央行及同业资产	218,157	248,024	209,411	264,176	320,943	
交易性 投资	32,841	63,746	178,556	212,901	239,623	
可供出售到期投资	343,906	494,549	647,868	840,059	1,129,093	
客户贷款总额	1,981,759	2,179,258	2,574,144	2,881,071	3,163,651	
贷款损失准备	(7,145)	(7,845)	(13,069)	(16,329)	(26,120)	
其他资产	1,026,322	1,474,075	1,610,353	2,035,389	2,448,426	
生息资产	3,169,602	3,570,277	4,246,910	4,599,895	5,159,307	
加权风险资产	2,772,247	3,169,366	3,690,076	4,180,229	4,792,872	
总资产	4,195,924	5,044,352	5,857,263	6,635,284	7,607,733	
客户存款	2,724,004	2,954,149	3,162,564	3,370,285	3,691,213	
同业负债	892,869	1,261,742	1,397,724	1,704,372	2,035,208	
债券	146,667	399,906	712,953	900,086	1,136,338	
其他负债	148,093	86,310	149,918	168,136	189,653	
计息负债	3,784,546	4,639,442	5,339,398	6,055,159	6,964,282	
总负债	3,932,639	4,725,752	5,489,316	6,223,294	7,153,935	
少数股东权益	3,116	3,430	3,430	3,430	3,430	
母公司股东权益	260,169	315,170	364,517	408,559	450,368	
每股净值 (RMB)	12.03	14.58	16.86	18.90	20.83	
期末股数 (百万股)	21,618.0	21,618.0	21,618.0	21,618.0	21,618.0	
资料来源：公司资料、元大						

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
利息净收入	98,183	113,009	120,000	120,532	137,500
非利息收入	24,383	32,863	40,792	52,031	67,609
营业收入	122,566	145,872	160,792	172,563	205,108
营业支出	(36,622)	(41,010)	(37,647)	(35,893)	(42,663)
拨备前利润	85,944	104,862	123,145	136,670	162,446
贷款减值损失	(24,193)	(38,795)	(53,485)	(63,402)	(85,404)
其他资产减值损失	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
营业利润	61,751	66,067	69,660	73,267	77,041
业外项目	279	810	315	341	413
税前利润	62,030	66,877	69,975	73,608	77,454
所得税费用	(14,670)	(15,880)	(16,420)	(16,930)	(17,815)
属少数股东净利润	(334)	(393)	(456)	0	0
属母公司股东净利润	47,026	50,604	53,099	56,678	59,640
红利	14,108	10,121	15,930	17,003	17,892
每股收益(RMB)	2.18	2.34	2.46	2.62	2.76
有效税率 (%)	23.6	23.7	23.5	23.0	23.0
每股股利 (RMB)	0.65	0.47	0.74	0.79	0.83
分红比例 (%)	30.0	20.0	30.0	30.0	30.0

资料来源：公司资料、元大

杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
利息净收入	2.49	2.45	2.20	1.93	1.93
非利息收入	0.62	0.71	0.75	0.83	0.95
营业收入	3.11	3.16	2.95	2.76	2.88
营业支出	(0.93)	(0.89)	(0.69)	(0.57)	(0.60)
拨备前利润	2.18	2.27	2.26	2.19	2.28
资产减值损失	(0.61)	(0.84)	(0.98)	(1.02)	(1.20)
营业利润	1.57	1.43	1.28	1.17	1.08
营业外项目	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00
税前利润	1.58	1.45	1.28	1.18	1.09
所得税费用	(0.37)	(0.34)	(0.30)	(0.27)	(0.25)
属少数股东及首选股股利	(0.01)	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00
总资产收益率 (%)	1.19	1.10	0.97	0.91	0.84
杠杆倍数 (倍)	17.95	16.06	16.04	16.16	16.58
净资产收益率 (%)	21.28	17.39	15.47	14.53	13.78

资料来源：公司资料、元大

增长动能

至 12 月 31 日 (%)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
存款增长率	12.58	8.45	7.06	6.57	9.52
放款增长率	13.57	9.97	18.12	11.92	9.81
净利息收益率	3.12	3.35	3.07	2.72	2.82
净利息收入增长率	15.27	15.10	6.19	0.44	14.08
手续费收入增长率	53.52	30.23	14.02	44.34	31.25
非利息收入增长率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
非利息收入比营业收入	19.89	22.53	25.37	30.15	32.96
营业收入增长率	23.50	19.02	10.23	7.32	18.86
成本收入比	77.82	77.83	77.17	76.35	77.83
营业支出增长率	12.19	11.98	(8.20)	(4.66)	18.86
拨备前利润增长率	29.05	22.01	17.44	10.98	18.86
贷款减值损失/平均贷款总额	1.30	1.86	2.25	2.32	2.83
资产减值损失/平均生息资产	0.77	1.15	1.37	1.43	1.75
营业利润增长率	15.37	6.99	5.44	5.18	5.15
净利润增长率 (属母公司股东)	14.92	7.61	4.93	6.74	5.23
每股收益增长率	14.92	7.61	4.93	6.74	5.23
每股股利增长率	14.92	(28.26)	57.40	6.74	5.23

资料来源：公司资料、元大

资本、资产品质及流动性

至 12 月 31 日 (%)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
核心资本充足率	8.61	8.56	8.90	9.05	9.20
资本充足率	11.33	12.29	12.30	12.45	12.60
不良贷款率	1.06	1.55	1.89	1.90	1.85
拨备覆盖率	250	220	185	180	180
贷存款比例	72.75	73.77	81.39	85.48	85.71
贷款净额/总资产	47.06	43.05	43.72	43.17	41.24
交易性 投资/总资产	0.78	1.26	3.05	3.21	3.15
可供出售到期投资/总资产	8.20	9.80	11.06	12.66	14.84
客户存款/总资产	64.92	58.56	53.99	50.79	48.52
同业负债/总资产	21.28	25.01	23.86	25.69	26.75
债券/总资产	3.50	7.93	12.17	13.57	14.94
母公司股东权益/总资产	6.20	6.25	6.22	6.16	5.92

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

浦发银行 (600000 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2016/06/28	15.31	18.00	18.00	买入	元大研究部
2	2016/10/31	16.29	18.00	18.00	持有-超越同业	元大研究部

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	161	33%
持有-超越同业	114	23%
持有-落后同业	38	8%
卖出	6	1%
评估中	169	34%
限制评级	4	1%
总计：	492	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2017 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼