

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

## 息差与资产质量企稳, 资产负债结构优化

——上海银行(601229)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

**增持(首次)**

市场数据(2018-04-23)

发布日期: 2018年04月24日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 14.92       |
| 一年内最高/最低(元) | 27.40/14.04 |
| 沪深300指数     | 3766.33     |
| 市净率(倍)      | 0.92        |
| 总市值(亿元)     | 1,148.23    |
| 流通市值(亿元)    | 545.28      |

基础数据(2017-12-31)

|           |           |
|-----------|-----------|
| 每股净资产(元)  | 16.27     |
| 总资产(亿元)   | 18,077.67 |
| 所有者权益(亿元) | 1,469.85  |
| 净资产收益率(%) | 12.63     |
| 总股本(亿股)   | 78.06     |
| H股(亿股)    | 0.00      |

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

**投资要点:**
**事件: 上海银行于2018年4月20日公布17年年度报告。**

- **营业收入较17年上半年明显改善。**17年,公司实现营业收入/净利润331.25/153.37亿元, YoY-3.72%/+7.06%。值得注意的是,公司营业收入同比变动受到税收等不可比因素影响,还原后按可比口径,营业收入同比增长3.77%。营业收入中,利息净收入/手续费及佣金净收入/其他净收入为191.17/62.56/76.94亿元, YoY-26.47%/1.61%/245.77%。其中,公司其他净收入快速增长的主要原因是基金投资规模增加、收益相应增长。17年上半年,受同业业务规模收缩、市场利率上升及营改增等因素共同影响,公司利息净收入与手续费及佣金净收入分别下降33.68%与6.52%,下半年以来随着规模增长和结构优化,利息净收入降幅收窄至26.47%,手续费及佣金净收入增长1.61%。
- **若还原至可比状态,17年净息差保持稳定,预计18年稳中向好。**17年,公司净息差为1.25%,较16年下降48bps,较17H1提升5bps。公司净利息收益率和净息差的变化,主要是受同业业务市场利率上升、计息负债成本率提高影响。同时,公司资产负债结构变动下,资产收益的免税因素和核算因素导致两个年度净息差不完全可比。2016年下半年以来,公司增加国债和基金投资配置、占比持续上升,而两类资产的免税效应以及基金投资的收益均未反映在利息收入中;同时,2016年5月起实施营改增,2017年和2016年相比,有四个月的计税方式差异,均拉低了名义净息差水平。还原上述因素后,2017年公司净息差为1.87%,同比收窄2bps。在计息负债成本率提高的同时,公司通过资产结构调整、加强定价管理,生息资产收益水平得到提升,还原后的净息差保持相对稳定。考虑到公司存款结构正在改善(活期存款占比提升),预计公司18年净息差将稳中向好。
- **资产质量稳中向好,不良贷款认定更充分。**17年末,公司不良贷款率为1.15%,较16年末下降0.02pct.。资产质量前瞻性指标亦改善:17年末,公司逾期贷款占比1.05%,较17年末下降0.26pct.;关注类贷款占比为2.08%,较17年末下降0.08pct.。公司持续强化资产质量管控,加大风险遏制与不良化解,通过实时监测、滚动排摸、预警预案、主动退出、风险经营、灵活保全、考核激励等多措并举,平衡资产质量压力,促进资产质量持续趋好。值得注意的是,公司90天以上逾期贷款与不良贷款的比重由0.88下降为0.70,表明公司不良贷款认定标准趋严,不良贷款认定更加充分。

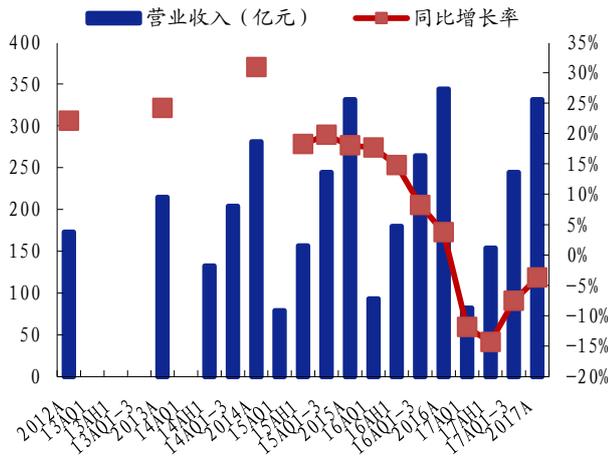
- **主动拥抱监管，资产负债结构优化。**面对金融去杠杆与金融监管，公司主动压缩同业业务、大力推进存贷业务，快速实现了资产负债结构的优化。17年末，公司总资产同比增长2.98%；客户存款余额增长8.78%；客户贷款和垫款总额增长19.86%；存款与贷款增速均显著高于总资产增速。17年末，客户存款占负债比重55.63%，较16年末提升3.83pct.；客户贷款和垫款总额占资产比重36.73%，较16年末提升5.17pct.。同时，公司持续优化信贷结构，17年末个人贷款及垫款在贷款总额中占比26.21%，较16年末提升4.71pct.。
- **定位明确，策略清晰，打造“精品银行”步伐加快。**围绕“精品银行”战略，公司制定了关于各业务板块清晰具体的发展策略，打造“精品银行”的步伐逐步加快。对公业务方面，公司提升一般性存款及优质资产获取，培育科创金融、交易银行等业务特色，不断提升公司客户服务质量和效率，推动公司业务稳步、可持续创新发展。零售业务方面，公司以消费金融、财富管理、养老金融为重点，加快业务模式和产品创新，不断完善服务体系，提升零售业务转型发展能力和价值贡献。
- **投资建议。**预计公司18-19年BVPS为17.67与19.24元，按4月23日14.92元的收盘价计算，对应PB分别为0.84与0.78倍。目前公司0.92倍PB(LF)略低于行业整体，首次覆盖给予“增持”投资评级。

**风险提示：**经济表现不及预期、系统性风险、金融监管超预期。

|           | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 34,409 | 33,125 | 33,750 | 35,944 | 38,780 |
| 增长比率      | 3.77%  | -3.73% | 1.89%  | 6.50%  | 7.89%  |
| 净利润(百万元)  | 14,325 | 15,337 | 16,903 | 18,982 | 21,780 |
| 增长比率      | 9.83%  | 7.06%  | 10.21% | 12.30% | 14.74% |
| BVPS(元)   | 19.28  | 16.27  | 17.67  | 19.24  | 21.04  |
| 市净率(倍)    | 0.77   | 0.92   | 0.84   | 0.78   | 0.71   |

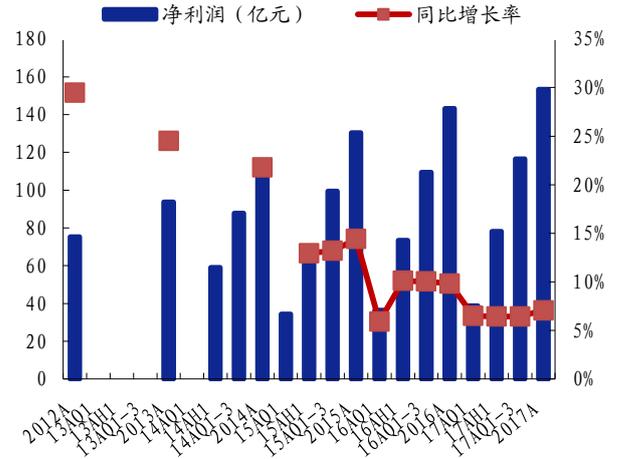
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及增长率



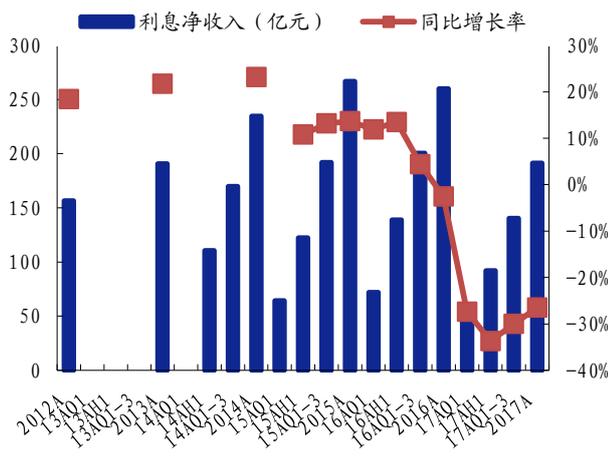
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司净利润及增长率



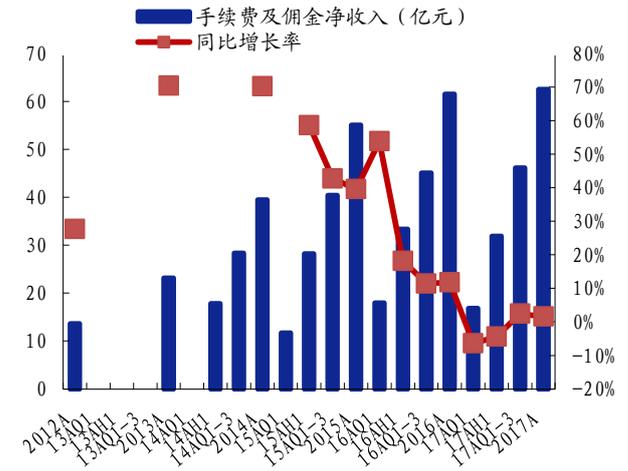
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2012-17 年公司利息净收入及增长率



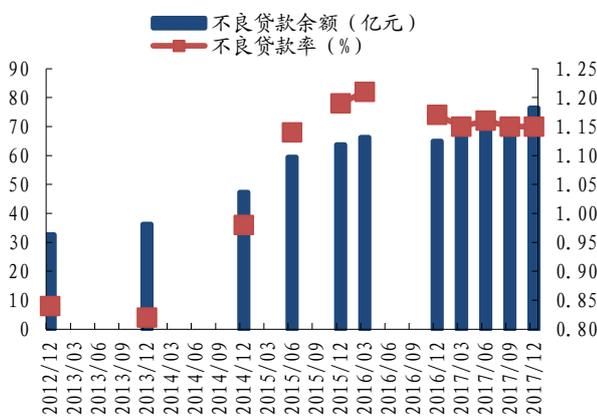
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2012-17 年公司手续费及佣金净收入及增长率



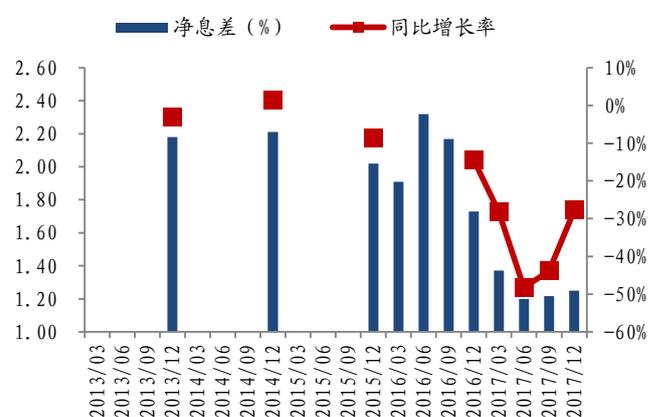
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2012-17 年公司不良贷款余额及不良贷款率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2012-17 年公司净息差及同比增长率



资料来源: Wind, 中原证券

**财务报表预测和估值数据汇总**

| 资产负债表(百万)       | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 每股指标与估值      | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及存放央行         | 137,037      | 136,064      | 143,614      | 158,934      | 173,160      | EPS (摊薄)     | 2.38         | 1.96         | 2.16         | 2.43         | 2.79         |
| 同业资产            | 134,928      | 161,775      | 183,188      | 202,729      | 220,875      | BVPS         | 19.28        | 16.27        | 17.67        | 19.24        | 21.04        |
| 证券投资            | 916,155      | 833,203      | 787,258      | 659,450      | 517,185      | P/E          | 6.26         | 7.60         | 6.89         | 6.14         | 5.35         |
| 贷款总额            | 553,999      | 664,022      | 781,226      | 901,593      | 1,020,574    | P/B          | 0.77         | 0.92         | 0.84         | 0.78         | 0.71         |
| 贷款损失准备          | 16,603       | 20,830       | 25,585       | 30,104       | 34,255       |              |              |              |              |              |              |
| 贷款净额            | 537,397      | 643,191      | 755,641      | 871,489      | 986,319      | <b>盈利能力</b>  | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 生息资产总额          | 1,742,120    | 1,795,064    | 1,895,286    | 1,922,706    | 1,931,794    | ROAA         | 0.89%        | 0.86%        | 0.91%        | 0.99%        | 1.12%        |
| 总资产             | 1,755,371    | 1,807,767    | 1,911,247    | 1,940,344    | 1,952,530    | ROAE         | 13.71%       | 11.67%       | 11.02%       | 11.38%       | 11.93%       |
| 同业负债            | 422,738      | 459,029      | 504,928      | 403,309      | 289,893      | 净利差 (SPREAD) | 1.41%        | 0.73%        | 0.90%        | 0.93%        | 0.99%        |
| 存款              | 849,073      | 923,585      | 1,045,829    | 1,157,390    | 1,260,988    | 净息差 (NIM)    | 1.64%        | 1.10%        | 1.17%        | 1.20%        | 1.29%        |
| 应付债券            | 231,080      | 168,148      | 168,148      | 168,148      | 168,148      | 信贷成本         | 1.77%        | 1.43%        | 1.02%        | 0.85%        | 0.70%        |
| 付息负债            | 1,502,892    | 1,550,762    | 1,718,904    | 1,728,847    | 1,719,029    | 成本收入比        | 22.89%       | 24.47%       | 24.71%       | 23.87%       | 22.77%       |
| 总负债             | 1,639,152    | 1,660,326    | 1,751,135    | 1,766,003    | 1,761,863    | 所得税有效税率      | 12.22%       | 4.64%        | 4.56%        | 4.53%        | 4.53%        |
| 少数股东权益          | 449          | 456          | 463          | 471          | 479          |              |              |              |              |              |              |
| 母公司所有者权益        | 115,769      | 146,985      | 159,649      | 173,870      | 190,188      | <b>资产质量</b>  | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
|                 |              |              |              |              |              | 不良贷款率        | 1.17%        | 1.15%        | 1.12%        | 1.08%        | 1.02%        |
| <b>利润表 (百万)</b> | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | 不良贷款净生成率     | 0.02%        | 0.19%        | 0.15%        | 0.12%        | 0.07%        |
| 利息收入            | 60,652       | 60,082       | 68,854       | 72,331       | 74,270       | 拨备覆盖率        | 255.50%      | 272.52%      | 293.32%      | 309.91%      | 328.48%      |
| 利息支出            | 34,654       | 40,965       | 47,088       | 49,236       | 49,050       | 拨备/贷款总额      | 3.00%        | 3.14%        | 3.27%        | 3.34%        | 3.36%        |
| 利息净收入           | 25,998       | 19,117       | 21,765       | 23,095       | 25,220       |              |              |              |              |              |              |
| 手续费净收入          | 6,157        | 6,256        | 6,463        | 6,649        | 6,652        | <b>资本</b>    | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 其他非息收入          | 2,254        | 7,694        | 5,521        | 6,200        | 6,908        | 资本充足率        | 13.17%       | 14.33%       | 14.68%       | 15.68%       | 16.96%       |
| 营业收入            | 34,409       | 33,125       | 33,750       | 35,944       | 38,780       | 核心资本充足率      | 11.13%       | 10.69%       | 12.74%       | 13.67%       | 14.86%       |
| 营业费用与税金         | 8,591        | 8,449        | 8,679        | 8,942        | 9,216        | 杠杆倍数         | 15.10        | 12.26        | 11.92        | 11.11        | 10.22        |
| 资产减值损失          | 9,576        | 8,671        | 7,354        | 7,120        | 6,750        |              |              |              |              |              |              |
| 营业利润            | 16,213       | 15,986       | 17,711       | 19,882       | 22,813       | <b>业绩增长率</b> | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 营业外收支净额         | 106          | 97           | 0            | 0            | 0            | 利息净收入        | -2.56%       | -26.47%      | 13.85%       | 6.11%        | 9.20%        |
| 利润总额            | 16,319       | 16,082       | 17,711       | 19,882       | 22,813       | 营业收入         | 3.77%        | -3.73%       | 1.89%        | 6.50%        | 7.89%        |
| 所得税             | 1,994        | 746          | 808          | 900          | 1,034        | 拨备前利润        | 8.58%        | -4.39%       | 1.65%        | 7.73%        | 9.49%        |
| 净利润             | 14,325       | 15,337       | 16,903       | 18,982       | 21,780       | 净利润          | 9.83%        | 7.06%        | 10.21%       | 12.30%       | 14.74%       |
| 母公司所有者利润        | 14,308       | 15,328       | 16,894       | 18,972       | 21,769       |              |              |              |              |              |              |

资料来源：中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。