601229.SH

增持

原评级: 增持

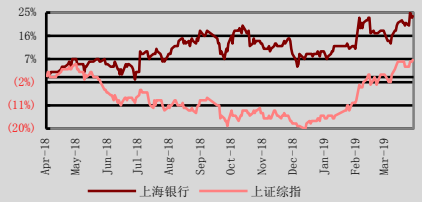
市场价格:人民币 12.79

板块评级:强于大市

本报告要点

- 息差提升超预期，优异基本面支撑龙头溢价

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	16.2	5.0	13.2	25.0
相对上证指数	(16.5)	(0.8)	(12.8)	20.1

发行股数(百万)	10,928
流通股(%)	48
总市值(人民币 百万)	139,770
3 个月日均交易额(人民币 百万)	433
资本充足率(%)(2018)	13.0
主要股东(%)	
上海联合投资有限公司	13

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以 2019 年 4 月 19 日收市价为标准

相关研究报告

《上海银行》 20190120
《上海银行》 20181028

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

励雅敏
(8621)20328568
yamin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇
(8621)20328590
zheqi.yuan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

上海银行

息差走阔促营收表现亮眼，不良资产处置力度加大

上海银行营收表现亮眼，受益同业负债成本压力的缓解以及信贷结构的调整，公司息差继续走阔。公司 4 季度不良率有所上行，但整体风控严格、拨备基础扎实风险抵御能力强，后续关注资产质量变化趋势。维持*增持*评级。

支撑评级的要点

- **营收高增，业绩亮眼**

  上海银行 2018 年业绩表现亮眼，全年营收同比增长 32.5%，增速较前 3 季度（29.5%）继续提升。公司全年净利润同比增 17.7%，低于营收增速，主因公司加大拨备计提力度以加强风险抵御能力。公司营收的高增更能说明公司亮眼的业绩表现。中收方面，公司 2018 年手续费收入同比下降 4.4%，预计随着资管业务调整压力的缓解，中收表现将有改善。

- **零售信贷投放力度加大，同业负债成本压力缓释对冲存款成本上行**

  根据我们测算公司期初期末口径 4 季度单季息差较 3 季度进一步提升 19BP。负债端，宽货币环境下资金利率的下行缓解公司同业负债成本压力，我们测算公司 4 季度期初期末口径负债端成本率环比下行 13BP。资产端，4 季度信贷投放速度略有放缓，信贷同比增速（27.2%）低于 3 季度（31.8%），但信贷结构继续调整，零售贷款投放力度加大，年末零售贷款占比较半年末提升 4 个百分点至 33%。公司加强新增贷款的定价管理，以及信贷结构的调整促使信贷收益率的提升（18 年 5.28%vs 较 18H5.10%）。

- **不良环比上行，拨备基础扎实**

  上海银行4季度不良贷款率环比上行6BP至1.14%，但绝对值仍居行业低位。4 季度加回核销的不良生成率为 1.39%，同比提升 44BP，不良出清力度加大。4 季末关注类贷款占比较半年末下降 3BP 至 1.86%；逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比值较半年末提升 17 个百分点至 79%，整体不良认定严格。公司拨备覆盖率较 3 季度提升 11.8 个百分点至 333%，在行业中处于较高水平，拨备基础扎实。

估值

- 考虑到公司结构调整对息差的正面影响，我们小幅上调公司 19/20 年 EPS 至 1.93/2.26 元/股（原预测 1.91/2.13），对应增速 17.2%/16.9%。目前股价对应 2019/20 年 PE 为 6.62x/5.66x，PB 为 0.90x/0.81x，维持*增持*评级。

评级面临的主要风险:

- 资产质量下滑超预期。

投资摘要

年结日:12 月 31 日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	33,106	43,869	48,381	51,975	55,476
变动(%)	(3.71)	32.51	10.29	7.43	6.74
净利润	15,328	18,034	21,128	24,706	28,767
变动(%)	7.1	17.7	17.2	16.9	16.4
净资产收益率(%)	11.67	13.44	14.25	15.05	15.69
每股收益	1.40	1.65	1.93	2.26	2.63
原先预测每股收益			1.91	2.13	
变动(%)			1.0	6.1	
市盈率(倍)	9.12	7.75	6.62	5.66	4.86
市净率(倍)	0.79	0.99	0.90	0.81	0.72

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

图表 1. 2018 年年报业绩摘要

(人民币，千元)	2017	2018	同比 *(%)*
营业收入	33,124,995	43,887,822	32.49
营业利润	15,985,723	19,084,319	19.38
利润总额	16,082,462	19,251,872	19.71
净利润	15,336,793	18,067,835	17.81
归属于母公司股东的净利润	15,328,499	18,034,040	17.65
归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润	15,235,509	17,887,207	17.40
经营活动产生的现金流量净额	(60,767,289)	(21,732,994)	NA
利息净收入	19,117,309	29,936,829	56.60
手续费及佣金净收入	6,255,786	5,979,539	(4.42)
其他营业收入	7,751,900	7,971,454	2.83
业务及管理费	8,105,358	9,006,391	11.12
资产减值损失	8,671,315	15,331,901	76.81

资料来源：公司公告，中银国际证券

事项：

上海银行公布 2018 年年报，2018 年净利润同比+17.7%。总资产 2.03 万亿元（+12.2%，YoY/+3.6%,QoQ）。其中贷款+27.2%YoY/+2.0%QoQ；存款+12.9%YoY/+3.0%QoQ。营业收入同比+32.5%，净息差 1.76%（+51bp, YoY），利息净收入同比+56.6%,手续费净收入同比-4.4%。成本收入比 20.5%（-3.95pct， YoY）。不良贷款率 1.14%（+6bp,QoQ）。拨备覆盖率 332.95%（+11.81pct,QoQ）。公司年化 ROA 0.94%（+8bp，YoY）；年化 ROE 12.67%（+4bp，YoY），公司核心一级资本充足率 9.83%，资本充足率 13.00%，现金分红率 28.94%。

营收高增，业绩亮眼

上海银行 2018 年业绩表现亮眼，全年营收同比增长 32.5%，增速较前 3 季度（29.5%，YoY）继续提升，我们预计公司优异的营收表现除了 2017 年同期低基数因素外，还受息差改善的影响。公司全年净利润同比增 17.7%，低于营收增速，增速较前三季度（22.5%，YoY）有所放缓，主因 2019 年宏观经济不确定性增强背景下公司进行逆周期管理，加大拨备计提力度以加强风险抵御能力。公司拨备前利润同比增 39.7%，营收以及拨备前利润的高增更能说明公司亮眼的业绩表现。中收方面，公司 2018 年手续费收入同比下降 4.4%，主要受资管新规影响，代理、托管手续费收入分别下降 20.2%、27.0%，预计随着资管业务调整压力的缓解，中收表现将有改善。

零售信贷投放力度加大，同业负债成本压力缓释对冲存款成本上行

上海银行全年息差为 1.76%，较上半年（1.55%）明显提升；根据我们测算公司期初期末口径 4 季度单季息差较 3 季度进一步提升 19BP，息差的走阔由资负两端共同影响。负债端，由于公司同业负债占比较高，4 季末同业负债（包括同业结算性存款）+同业存单占总负债比重为 41%，宽货币环境下资金利率的下行缓解公司同业负债成本压力，对冲了存款成本的上行，我们测算公司 4 季度期初期末口径负债端成本率环比下行 13BP。资产端，公司 4 季度信贷环比增 2.0%，低于资产规模扩张速度（3.6%）。4 季度信贷投放速度略有放缓，信贷同比增速（27.2%）低于 3 季度（31.8%），但信贷结构继续调整，公司加大零售贷款投放力度，年末零售贷款占比较半年末提升 4 个百分点至 33%，且较高收益率的消费贷款占比较半年末提升 4 个百分点至 19%。公司加强新增贷款的定价管理，以及信贷结构的调整促使信贷收益率的提升（18 年 5.28%vs 较 18H5.10%），带动 4 季度生息资产收益率较 3 季度提升 8BP（期初期末口径）。展望 2019 年，随着信贷供给增加，资产端议价能力有所减弱，预计息差改善空间有限。

不良环比上行，拨备基础扎实

上海银行4季度不良贷款率环比上行6BP至1.14%，但公司不良率绝对水平仍居行业低位。根据我们测算，公司4季度加回核销的不良生成率为1.39%，同比提升44BP，公司不良出清力度加大。4季末关注类贷款占比较半年末下降3BP至1.86%; 逾期90天以上贷款/不良贷款的比值较半年末提升17个百分点至 79%，整体不良认定严格。考虑到公司较为严格的不良认定以及区域经济优势，我们认为公司资产质量大幅恶化的可能性低。公司拨备覆盖率较3季度提升11.8个百分点至333%，在行业中处于较高水平，拨备基础扎实。

投资建议

从年报来看，上海银行营收表现亮眼，受益同业负债成本压力的缓解以及信贷结构的调整，公司息差继续走阔。公司 4 季度不良率有所上行，但整体风控严格、拨备基础扎实风险抵御能力强，后续关注资产质量变化趋势。考虑到公司结构调整对息差的正面影响，我们小幅上调公司19/20年eps至1.93/2.26元/股（原预测1.91/2.13），对应增速17.2%/16.9%。目前股价对应2019/20年PE为6.62x/5.66x，PB为0.90x/0.81x，维持***增持***评级。

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利 状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	1.40	1.65	1.93	2.26	2.63
BVPS（摊薄/元）	16.27	12.93	14.20	15.83	17.73
每股股利	0.50	0.45	0.39	0.45	0.53
分红率(%)	25.46	27.27	20.00	20.00	20.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	664	851	1,004	1,124	1,259
证券投资	834	860	903	948	996
应收金融机构的款项	162	167	175	184	193
生息资产总额	1,775	1,991	2,210	2,394	2,600
资产合计	1,808	2,028	2,250	2,438	2,648
客户存款	924	1,042	1,147	1,261	1,388
计息负债总额	1,632	1,833	1,977	2,133	2,303
负债合计	1,660	1,866	2,075	2,244	2,433
股本	8	11	11	11	11
股东权益合计	147	161	175	193	214
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	19.12	29.94	34.15	37.43	40.60
净手续费及佣金收入	6.26	5.98	6.28	6.59	6.92
营业收入	33.11	43.87	48.38	51.97	55.48
营业税金及附加	(0.34)	(0.45)	(0.48)	(0.52)	(0.55)
拨备前利润	24.75	34.58	38.13	40.95	43.70
计提拨备	(8.67)	(15.33)	(15.58)	(14.58)	(12.99)
税前利润	16.08	19.25	22.55	26.37	30.71
净利润	15.33	18.03	21.13	24.71	28.77
资产质量					
NPL ratio(%)	1.15	1.14	1.13	1.13	1.13
NPLs	7.64	9.71	11.34	12.70	14.23
拨备覆盖率(%)	273	333	367	382	372
拨贷比(%)	2.82	2.82	4.15	4.32	4.20
一般准备/风险加权资(%)	1.76	2.25	2.82	3.04	3.05
不良贷款生成率(%)	0.92	0.78	0.85	0.85	0.85
不良贷款核销率(%)	(0.73)	(0.51)	(0.67)	(0.72)	(0.72)

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理（%）					
贷款增长率	19.86	28.11	18.00	12.00	12.00
生息资产增长率	2.79	12.14	11.00	8.34	8.59
总资产增长率	2.98	12.17	10.97	8.34	8.59
存款增长率	8.78	12.87	10.00	10.00	10.00
付息负债增长率	1.17	12.31	7.84	7.90	7.96
净利息收入增长率	(26.47)	56.60	14.07	9.60	8.47
手续费及佣金净收入增长率	1.61	(4.42)	5.00	5.00	5.00
营业收入增长率	(3.71)	32.51	10.29	7.43	6.74
拨备前利润增长率	(4.41)	39.71	10.26	7.39	6.71
税前利润增长率	(1.45)	19.71	17.15	16.94	16.44
净利润增长率	7.13	17.65	17.15	16.94	16.44
非息收入占比	18.90	13.63	12.98	12.68	12.48
成本收入比	24.48	20.53	20.53	20.53	20.53
信贷成本	1.42	2.02	1.68	1.37	1.09
所得税率	4.64	6.15	6.15	6.15	6.15
盈利能力（%）					
NIM	1.25	1.76	1.80	1.80	1.80
拨备前 ROAA	1.39	1.80	1.78	1.75	1.72
拨备前 ROAE	18.84	22.44	22.67	22.25	21.49
ROAA	0.86	0.94	0.99	1.05	1.13
ROAE	11.67	13.44	14.25	15.05	15.69
流动性（%）					
分红率	25.46	27.27	20.00	20.00	20.00
贷存比	71.90	81.60	87.54	89.13	90.75
贷款/总资产	36.73	41.95	44.61	46.11	47.56
债券投资/总资产	46.14	42.43	40.14	38.90	37.62
银行同业/总资产	8.95	8.23	7.78	7.54	7.29
资本状况					
核心一级资本充足率 2	10.69	9.83	10.70	11.11	11.56
资本充足率	14.33	13.00	13.79	13.96	14.18
加权风险资产-一般法	1,186	1,436	1,476	1,599	1,737
% RWA/总资产(%)	65.60	65.60	65.60	65.60	65.60

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371