

信贷高增质量扎实, 拨备增厚息差走阔

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年实现营业收入438.88亿元, 同比增长32.49%, 较三季度提升3.01个百分点, 实现归属于公司股东的净利润180.34亿元, 同比增长17.65%, 在扣除年末发放的10.4亿优先股股息后, 加权平均净资产收益率12.67%, 同比提高0.04个百分点, 实现EPS1.56元/股, 同比增长11.43%。
- **存贷增长态势迅猛, 盈利提升息差走阔。** 2018年以来, 得益于零售贷款尤其是消费贷款的快速扩张, 上海银行贷款增速逐季提升。截止2018年4季度末, 公司发放贷款及垫款总额达8507.0亿, 同比增长28.1%, 较3季度环比提高2.9个百分点。其中, 零售贷款达到2768.2亿元, 同比大幅增长59.1%, 在贷款总额中的占比提升6.3个百分点至32.5%。零售贷款当中的消费贷款(含信用卡)余额占比达到68.1%, 同比提升14.0个百分点。存款方面, 报告期内公司客户存款余额为1.04万亿元, 同比增长12.9%。受2018年存款市场竞争加剧, 公司吸收存款平均付息率小幅攀升0.15个百分点至2.01%, 但是凭借灵活的业务结构布局和高收益率的零售贷款快速扩张带来资产端整体收益率的持续优化, 使公司整体息差水平上升0.51个百分点至1.76%。考虑到消费贷规模和占比的提升会对2019年息差收入起到拉升作用, 结合负债端受益于宽松的市场利率环境, 预计2019年公司息差有望持平或略有增长, 为业绩可持续增长奠定基础。
- **资产质量天生优良, 增厚拨备做强风控。** 公司由于地处经济发达的长三角地区, 客户基础较为优质, 不良贷款率在上市银行当中长期处于低位。2018年公司继续通过提升质量管控, 强化不良化解等手段平衡资产质量压力。实现不良贷款率1.14%, 同比下降0.01个百分点, 而拨备覆盖率同比提升60.4个百分点至332.95%, 抗风险能力继续增强。公司对不良资产的审核确认较为严格, 对逾期超过90天的信贷全额计入不良, 资产质量无历史包袱, 利润释放空间较大。
- **盈利预测与评级。** 上海银行作为市值最大的城商行龙头, 业务布局扎根经济发达区域, 客户基础和信贷质量具有天然优势, 在消费升级的社会背景下, 公司消费类信贷有望延续高增长态势, 提高息差水平。预计公司2019-2021年归母净利润增速分别为16.3%、13.9%、14.2%, EPS分别为1.82元、2.09元、2.50元, 给予2019年1.1倍PB, 目标价格15.79元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行或使公司资产质量恶化, 信贷政策调整或使公司信贷定价能力减弱。

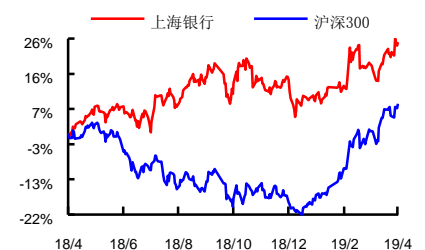
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	43,852	51,745	56,638	63,225
增长率	32.38%	18.00%	9.46%	11.63%
归属母公司净利润(百万元)	18,034	20,972	23,884	27,270
增长率	17.65%	16.29%	13.88%	14.18%
每股收益EPS(元)	1.56	1.82	2.09	2.50
净资产收益率ROE	11.53%	12.41%	12.85%	12.93%
PE	8.22	7.01	6.12	5.13
PB	0.99	0.89	0.80	0.68

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群
执业证号: S1250517070003
电话: 010-57758623
邮箱: ldqun@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	109.28
流通A股(亿股)	51.96
52周内股价区间(元)	10.26-15.99
总市值(亿元)	1,397.70
总资产(亿元)	19,583.28
每股净资产(元)	12.62

相关研究

1. 上海银行(601229): 侧重零售业绩增, 提振息差降不良 (2018-12-13)

关键假设：

假设 1：未来三年公司存款增速将保持稳健增长趋势，2019-2021 年存款增速分别为 11%、10%、10%。

假设 2：未来三年公司贷款增速保持平稳增长，2019-2021 年贷款增速分别为 16%、15%、15%。

假设 3：公司生息资产收益率在公司零售转型战略下，整体利率水平在 2018 年有望持续走高，之后随市场利率企稳回升而缓慢上升。预计未来三年分别达到 4.18%、4.27%、4.30%。

假设 4：公司 2019 年计息负债成本率因公司主动负债而有所上升，之后保持平稳水平，预计未来三年分别为 2.65%、2.74%、2.75%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：上海银行关键假设指标参数预测（单位：百万元）

			2018A	2019E	2020E	2021E
利息净收入	利息净收入		29,937	37,791	41,986	47,533
	生息资产规模	合计	1,795,064	1,984,604	2,182,156	2,395,129
		贷款规模	850,696	986,807	1,134,828	1,305,052
		存放央行及同业	311,909	342,469	374,678	410,211
		债券投资	859,062	898,542	934,065	973,731
	生息资产收益率		4.45%	4.18%	4.27%	4.30%
	计息负债规模	合计	1,632,367	1,794,832	1,961,473	2,145,443
		存款规模	923,585	1,025,180	1,132,824	1,251,770
		同业负债	540,634	564,512	592,738	622,374
		债券发行	168,148	205,141	235,912	271,299
计息负债成本率		-2.64%	-2.65%	-2.74%	-2.75%	
非利息收入		13,915	13,954	14,652	15,692	
营业收入		43,852	51,745	56,638	63,225	

数据来源：公司公告、西南证券预测

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	盈利能力	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	29,937	37,791	41,986	47,533	ROAE	11.53%	12.41%	12.85%	12.93%
净手续费收入	5,980	5,860	6,153	6,768	ROAA	0.94%	1.04%	1.13%	1.22%
其他非息收入	7,935	8,094	8,499	8,924	RORWA	1.38%	1.38%	1.40%	1.43%
营业收入	43,852	51,745	56,638	63,225	生息率	4.45%	4.18%	4.27%	4.30%
税金及附加	447	546	634	726	付息率	-2.64%	-2.65%	-2.74%	-2.75%
业务及管理费	9,006	10,608	11,611	12,961	净利差	1.81%	1.53%	1.52%	1.56%
营业外净收入	231	191	220	224	净息差	1.76%	1.78%	1.80%	1.85%
拨备前利润	34,611	40,762	44,590	49,737	成本收入比	-20.54%	20.50%	20.50%	20.50%
资产减值损失	15,332	18,375	19,095	20,627	资产质量	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	19,279	22,387	25,495	29,110	不良贷款余额	9,712	11,247	12,979	13,745
所得税	1,184	1,343	1,530	1,747	不良贷款净生成率	0.24%	0.50%	0.45%	0.45%
税后利润	18,095	21,044	23,966	27,363	不良贷款率	1.14%	1.14%	1.14%	1.05%
归属母公司净利润	18,034	20,972	23,884	27,270	拨备覆盖率	332.95%	420.67%	485.63%	584.08%
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	拨贷比	3.80%	4.79%	5.55%	6.15%
存放央行	145,106	162,003	178,203	196,023	流动性	2018A	2019E	2020E	2021E
同业资产	166,803	180,466	196,475	214,187	贷存比	81.60%	85.28%	89.15%	93.21%
贷款总额	850,696	986,807	1,134,828	1,305,052	贷款/总资产	41.95%	44.39%	46.79%	49.13%
贷款减值准备	32,335	47,311	63,032	80,285	平均生息资产/平均总资产	99.51%	99.80%	100.26%	100.60%
贷款净额	818,360	939,496	1,071,796	1,224,768	每股指标	2018A	2019E	2020E	2021E
证券投资	859,062	898,542	934,065	973,731	EPS	1.56	1.82	2.09	2.50
其他资产	38,438	42,525	44,579	47,421	BVPS	12.93	14.35	16.02	18.91
资产合计	2,027,772	2,223,031	2,425,118	2,656,130	每股股利	0.45	0.48	0.55	0.63
同业负债	601,398	631,468	663,041	696,193	估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
存款余额	1,042,490	1,157,163	1,272,880	1,400,168	P/E	8.22	7.01	6.12	5.13
应付债券	189,376	223,463	256,983	295,530	P/B	0.99	0.89	0.80	0.68
其他负债	32,741	33,640	36,656	37,098	P/PP0P	4.04	3.43	3.13	2.81
负债合计	1,866,004	2,045,734	2,229,559	2,428,988	股息收益率	3.52%	3.76%	4.29%	4.89%
股东权益合计	161,769	177,298	195,559	227,142					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn