

上海银行 (601229)

公司研究/动态报告

解除包袱再上阵，息差改善尤可期

—详细解读上海银行 2020 年三季度报

动态研究报告/银行

2020 年 10 月 26 日

报告摘要:

● 事件概述

10 月 23 日公司发布三季报:前三季度归母净利润同比-7.99%(上半年同比+3.90%);PPOP 同比+0.02%(上半年同比+2.25%);营收同比-0.91%(上半年同比+1.04%);累计年化加权 ROE 12.33%(上半年年化加权 ROE 13.70%),同比下降 2.41pct。

● 营收和 PPOP 较为稳健，继续夯实资产质量

前三季度归母净利润增速较上半年下降 11.89pct,主要是公司主动加大拨备计提力度所致,而规模加速扩张和税收降幅扩大带来正面影响;营收和 PPOP 同比增速仅较上半年下降 1.95pct 和 2.24pct,表现较为稳健。我们认为公司着力夯实资产质量,为将来轻装上阵打基础,短期利润增速回落是为将来业绩释放蓄力。

● 净息差环比持平，未来改善可期

前三季度净息差为 1.77%，环比持平，未来尚有较大提升空间：资产端，公司持续提升收益率相对较高的贷款占比，大力推进零售转型。尽管疫情冲击使信贷投放暂时向对公和个人住房贷款倾斜，但是随着零售业务重回正轨，资产端定价压力有望缓解。负债端，公司主动负债占比位居城商行之首，短期利率上行空间有限，负面影响可控，长期利好。公司持续加大成本率相对较低的存款占比，结构优化空间较大，有望减轻成本压力。

● 隐性不良贷款生成压力减轻，零售不良率回落

公司加大不良贷款确认与核销力度，三季末不良率环比上升 3bp 至 1.22%，但关注率、逾期不良比、逾期贷款比分别环比下降 16bp、34pct 和 35bp，隐性不良贷款生成压力减轻。拨备覆盖率和拨贷比分别环比下降 2.54pct、提升 8bp 至 328.07%、4.00%，处于上市较高水平，具备较强的抵御风险能力。个人贷款、信用卡贷款不良率分别环比下降 9bp 和 4bp，对公不良率提升但不良生成压力减轻，未来资产质量有望向好发展。

● 投资建议

公司着力打造精品银行，以零售转型为“重中之重”，未来随着疫情好转、消费信贷需求有望提升，信贷质量有望改善。区位优势持续助力公司稳健发展。公司各级资本较为充裕，200 亿元可转债发行可期。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 -7.53%、10.22% 和 12.08%，对应 2020 年末 BVPS 为 11.95 元，静态 PB 为 0.71 倍，低于上市城商行 0.96 倍的平均估值水平。维持“推荐”评级。

● 风险提示

资产质量波动，利率中枢下降，经济复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	49,800	53,469	57,810	62,604
增长率(%)	13.47%	7.37%	8.12%	8.29%
归属母公司股东净利润(百万元)	20,298	18,770	20,687	23,186
增长率(%)	12.55%	-7.53%	10.22%	12.08%
每股收益(元)	1.43	1.32	1.46	1.63
PE(现价)	5.95	6.43	5.84	5.21
PB	0.77	0.71	0.65	0.60

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格： 8.5 元

交易数据

2020-10-23

近 12 个月最高/最低	9.64/7.98
总股本(百万股)	14,207
流通股本(百万股)	13,596
流通股比例(%)	95.70
总市值(亿元)	1,208
流通市值(亿元)	1,156

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号： S0100519090001

电话： 0755-22662075

邮箱： guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号： S0100119120002

电话： 0755-22662081

邮箱： liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 上海银行(601229): PPOP 增速改善,不良率稳定
2. 上海银行(601229): 利润较快增长,存量风险加速出清

目录

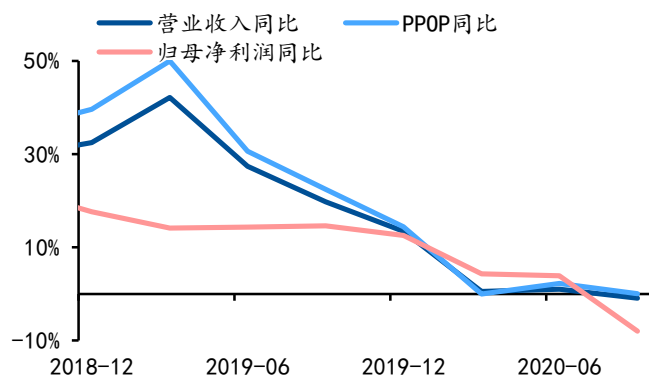
一、解除包袱再上阵，息差改善尤可期.....	3
1、营收和 PPOP 较为稳健，继续夯实资产质量.....	3
2、净息差环比持平，未来改善可期.....	4
3、隐性不良贷款生成压力减轻，零售不良率回落.....	5
4、资本水平合理，尚有提升空间.....	6
二、投资建议	7
三、风险提示	7
插图目录	9
表格目录	9

一、解除包袱再上阵，息差改善尤可期

1、营收和 PPOP 较为稳健，继续夯实资产质量

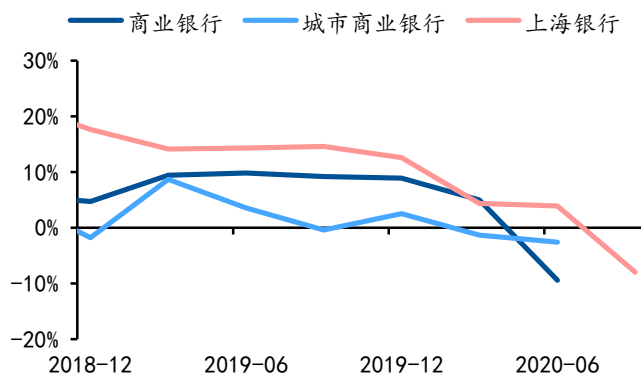
10月23日公司发布2020年三季报：前三季度归母净利润同比-7.99%，增速较上半年下降11.89pct，但仍高于上半年商业银行整体-9.41%的平均水平。归母净利润同比由升转降，主要是由于公司主动加大拨备计提力度所致，主要正面因素来自规模加速扩张和税收降幅扩大。前三季度营收和 PPOP 同比增速分别较上半年小幅下降 1.95pct 和 2.24pct 至-0.91%和+0.02%，表现比较稳健。我们认为公司着力夯实资产质量，为将来轻装上阵打下坚实的基础，短期利润增速回落是为将来业绩释放蓄力。

图 1：上海银行营收、PPOP 及业绩同比增速



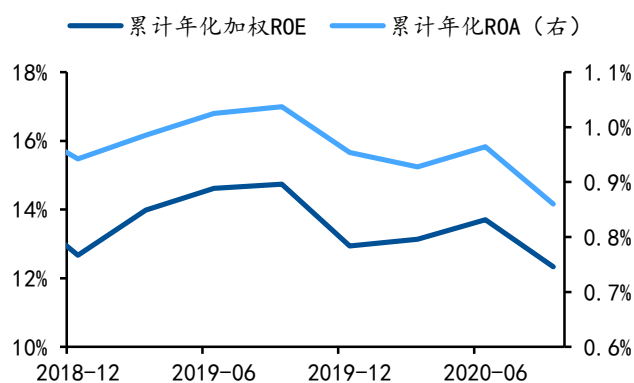
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：上海银行业绩累计同比增速与行业平均水平



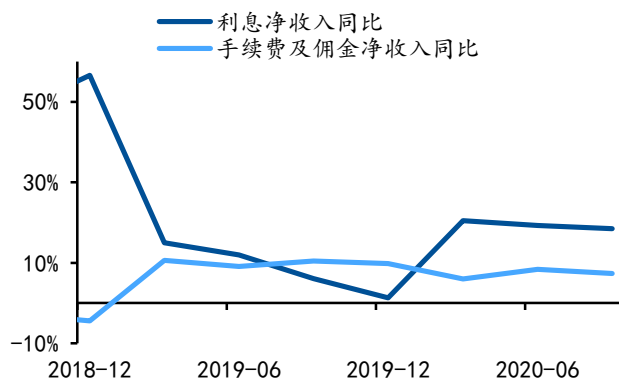
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：上海银行累计年化加权 ROE 和 ROA



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：上海银行利息净收入和中收同比增速仅小幅收窄



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 1：上海银行归母净利润同比增长的归因分析

增速归因	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-3-31	2020-06-30	2020-09-30	Q3 末较 Q2 末变化 pct
生息资产规模	12.04%	10.79%	9.90%	10.07%	10.17%	11.00%	0.83
净息差	-0.06%	-4.70%	-8.62%	10.38%	9.09%	7.50%	-1.59
非息收入	15.37%	13.68%	12.19%	-19.91%	-18.22%	-19.41%	-1.19
成本费用	3.28%	2.69%	2.94%	-0.56%	1.21%	0.93%	-0.28
拨备	-9.73%	-2.46%	0.07%	0.48%	-0.71%	-13.19%	-12.48

增速归因	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-3-31	2020-06-30	2020-09-30	Q3 末较 Q2 末变化 pct
营业外净收入	-0.30%	-0.16%	-0.25%	0.17%	0.01%	-0.06%	-0.07
税收	-6.21%	-5.24%	-4.77%	3.53%	2.26%	5.19%	2.94
少数股东损益	-0.07%	-0.01%	1.09%	0.17%	0.10%	0.06%	-0.04
净利润增长	14.32%	14.59%	12.55%	4.34%	3.90%	-7.99%	-11.89

资料来源：WIND，民生证券研究院

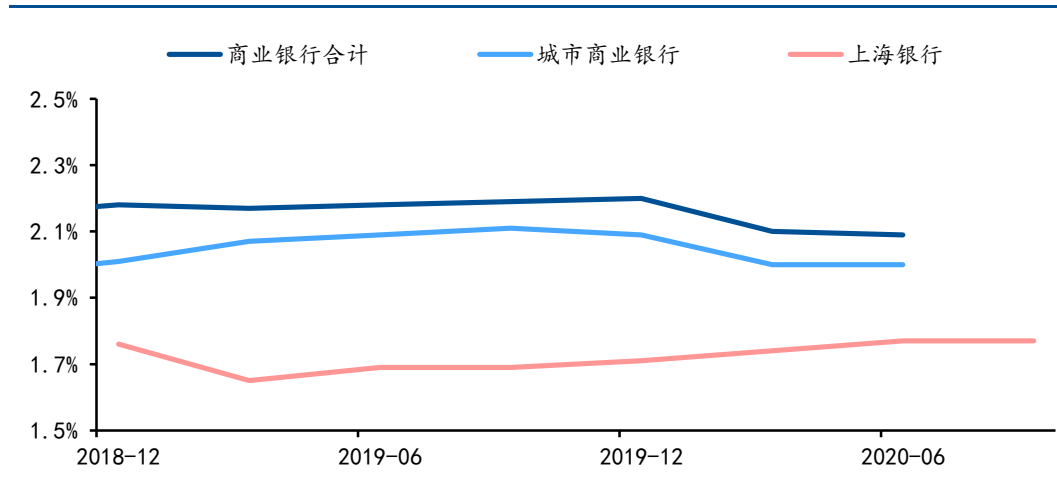
2、净息差环比持平，未来改善可期

公司净息差自 2019 年以来一直稳中有升。今年前三季度净息差 1.77%，较去年全年提升 6bp，较上半年环比持平，为近三年最高水平。我们认为未来公司净息差还有较大提升空间：

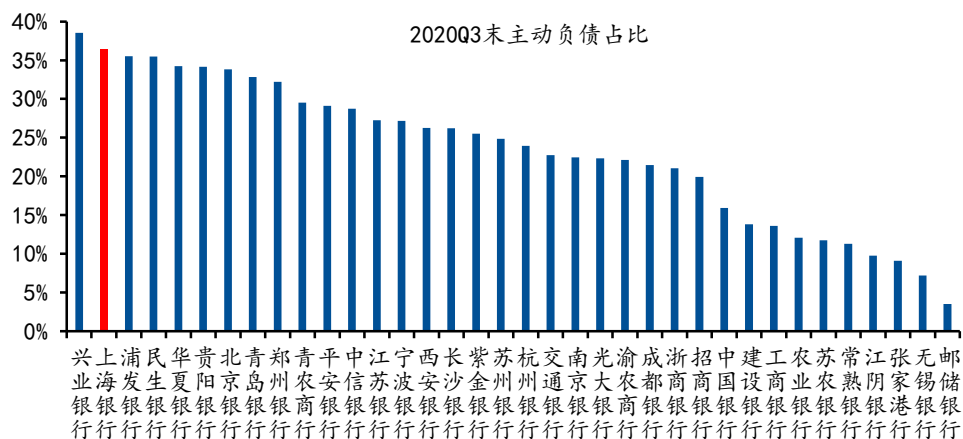
资产端：公司持续提升收益率相对较高的贷款占比，贷款占生息资产的比例从 2016 年底 31.14% 的阶段性低点提升至今年三季末的 43.67%，增幅高达 12.52pct。同时，公司围绕零售“重中之重”战略定位，加大收益率较高的个人消费贷款投放力度。2016 年至 2019 年个人消费贷年均复合增速 84.96%，高于个人贷款 39.28% 的增速水平。虽然今年受疫情冲击，公司信贷投放向对公业务倾斜，根据测算，三季末对公贷款（含贴现）占总贷款的比例较上年末提升 2.07pc；个人贷款主要投向风险和收益率都相对较低的住房按揭领域，个人住房贷款和消费贷款占个人贷款的比例分别较上年末提升 5.04pct 和下降 7.80pct，但未来随着疫情好转、消费信贷需求提升，公司零售转型将回归正轨，有望缓解资产端的定价压力。

负债端：截至今年三季末，公司主动负债占比 39.98%，位居上市城商行第一名、全体上市银行第二名。短期来看，由于市场利率已回归疫情前的水平，未来上行空间有限，负面影响可控；长期来看，市场利率下行，公司主动负债占比较高，有望更加受益。公司持续加大成本率相对较低的存款占比，存款占计息负债的比例从 2016 年底 52.62% 的阶段性低点提升至今年三季末的 60.02%，增幅为 7.39pct，未来还有较大提升空间。未来结构优化叠加长期利率下行，有望继续缓解负债端成本压力。

图 5：上海银行净息差环比持平



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：上海银行主动负债占比位居上市城商行第一名、全体上市银行第二名


资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：国债收益率已基本回升至疫情前的水平


资料来源：WIND，民生证券研究院

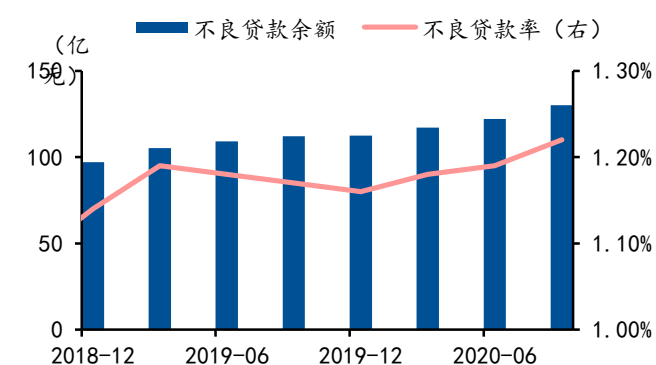
3、隐性不良贷款生成压力减轻，零售不良率回落

公司加大不良贷款确认与核销力度，三季度单季年化不良贷款生成率和单季度年化信贷成本分别环比提升 57bp 和 98bp 至 1.75% 和 2.34%。三季末不良率 1.22%，环比小幅上升 3bp，但仍处于上市城商行较低水平。考虑到不良率可能受公司主动确认进程的影响，所以我们综合考虑隐性不良贷款生成压力。三季末关注类贷款规模环比下降 4.97%，关注率环比下降 16bp 至 1.79%，逾期不良比、逾期贷款比分别环比下降 34pct、35bp，隐性不良贷款生成压力减轻。拨备覆盖率环比下降 2.54pct 至 328.07%，拨贷比提升 8bp 至 4.00%，处于上市较高水平，仍具备较强的抵御风险能力。

分行业来看，三季末个人贷款和垫款不良率 1.15%，较二季末环比下降 9bp，资产质量保持稳定可控。个人贷款不良压力主要集中在消费贷款和信用卡领域。三季末消费贷款规模较年初下降约 11.93%；信用卡不良率 1.80%，较二季末下降 4bp。未来随着疫情好转、消费

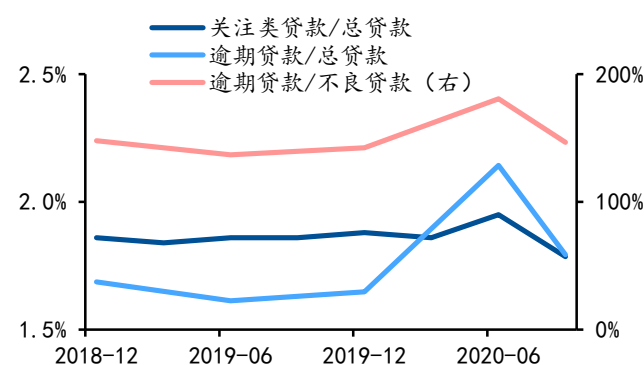
贷款和信用卡贷款规模扩张，零售不良率有望继续下行。根据测算，三季度末对公（含贴现）贷款不良率 1.25%，较二季度末环比提升 9bp。由于关注类贷款主要源于对公贷款，关注率大幅下降代表未来对公不良贷款生成压力减轻。我国疫情控制良好，企业复工复产稳步推进，还款能力逐步提升。又因为政策要求加大处置核销力度，未来对公不良率压力有望减轻。

图 8：上海银行不良贷款率



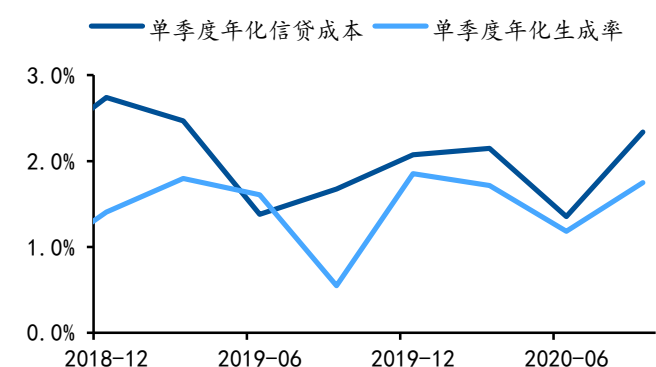
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：上海银行关注率和逾期率



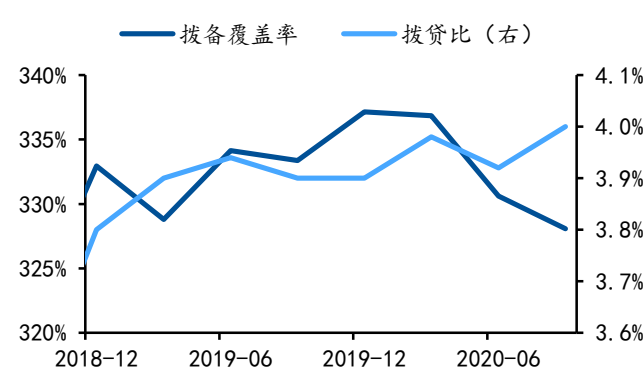
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：上海银行信贷成本、不良贷款生成率



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：上海银行拨备覆盖率、拨贷比

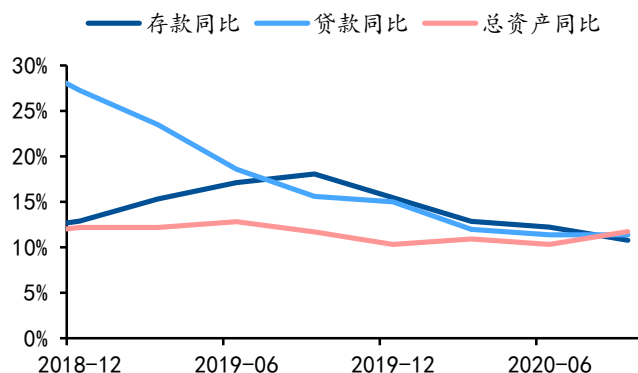


资料来源：WIND，民生证券研究院

4、资本水平合理，尚有提升空间

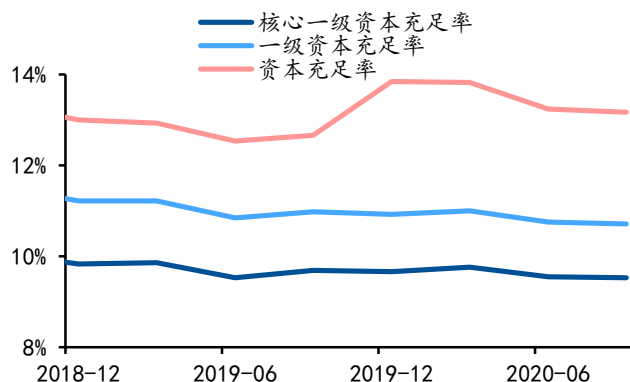
公司各级资本充足率处于合理充裕水平。截至三季度末，公司核心一级资本充足率 9.53%、一级资本充足率 10.71%、资本充足率 13.17%，分别较二季度末环比下降 2bp、4bp 和 7bp。三项指标分别高出监管底线 2.03pct、2.21pct 和 2.67pct，处于较为充裕的水平。公司获上海银保监局批准公开发行不超过 200 亿元可转债，目前申请工作正在有序推进，处于回复证监会反馈意见阶段。未来随着可转债发行和逐步转股，核心一级资本将会得到进一步补充，为公司规模扩张打下坚实的基础。

图 12: 上海银行存、贷款及资产同比增速



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 13: 上海银行各级资本充足率

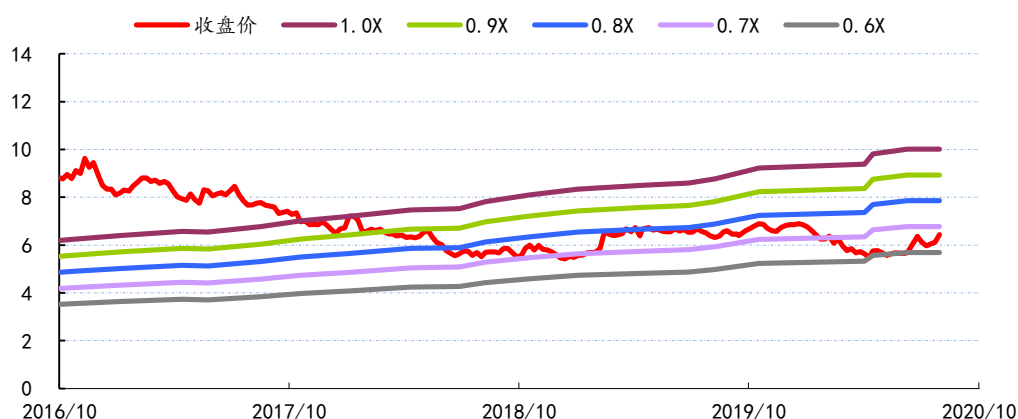


资料来源: WIND, 民生证券研究院

二、投资建议

公司着力打造精品银行，以零售转型为“重中之重”，未来随着疫情好转、消费信贷需求提升，转型有望重回正轨。公司坐拥区位优势，贷款主要分布在经济发达的长三角、珠三角、环渤海地区。根据各地银保监局披露数据，上海地区银行业不良率长期低于1%。活跃的经济和优秀的资产质量为公司稳健发展提供了肥沃的土壤和坚实的基础，公司面临的风险预计可控。未来随着可转债发行后逐步转股，资本补足将进一步为公司打开规模增长空间。我们预测公司2020-2022年的归母净利润增速分别为-7.53%、10.22%和12.08%，对应2020年末BVPS为11.95元，静态PB为0.71倍，低于上市城商行0.96倍的平均估值水平。维持“推荐”评级。

图 14: 上海银行 PB-Band



资料来源: WIND, 民生证券研究院

三、风险提示

1、资产质量波动；2、利率中枢下降；3、经济复苏不及预期

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	2,237,082	2,458,234	2,727,632	3,053,276
贷款净额	941,221	1,034,434	1,148,222	1,286,008
债券投资	917,942	1,008,850	1,119,823	1,254,202
总负债	2,059,855	2,267,893	2,521,830	2,830,049
存款余额	1,203,552	1,326,330	1,476,401	1,658,759
同业负债	625,314	689,104	767,075	861,820
股东权益	177,227	190,341	205,802	223,227
盈利能力				
ROAA	0.95%	0.80%	0.80%	0.80%
ROAE	12.01%	10.24%	10.47%	10.84%
生息资产收益率	3.77%	3.70%	3.65%	3.62%
计息负债成本率	2.51%	2.43%	2.39%	2.39%
净息差 (NIM)	1.45%	1.45%	1.43%	1.40%
成本收入比	21%	21%	21%	21%
成长能力				
贷款	15.0%	9.9%	11.0%	12.0%
存款	15.4%	10.2%	11.3%	12.4%
净利息收入	1.3%	9.7%	9.0%	9.2%
中间业务收入	9.8%	7.0%	10.0%	10.0%
营业费用	10.0%	7.4%	8.1%	8.3%
净利润	12.6%	-7.5%	10.2%	12.1%
营业收入结构				
利息占比	60.9%	62.2%	62.7%	63.2%
手续费收入占比	13.2%	13.1%	13.4%	13.6%
业务费用占比	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
计提拨备占比	34.4%	40.7%	39.9%	38.5%

主要财务指标 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	30,321	33,272	36,251	39,581
手续费净收入	6,567	7,027	7,730	8,503
营业费用	10,421	11,189	12,097	13,100
拨备前利润	39,526	42,435	45,875	49,674
计提减值准备	17,149	21,742	23,068	24,113
所得税	2,044	1,890	2,083	2,335
净利润	20,298	18,770	20,687	23,186
资本管理				
核心资本	153,011	169,839	185,271	202,665
资本净额	219,243	240,631	261,635	285,764
风险加权资产	1,584,414	1,741,045	1,931,846	2,162,483
风险加权资产比重	71%	71%	71%	71%
核心一级资本充足率	9.7%	9.8%	9.6%	9.4%
一级资本充足率	10.9%	10.9%	10.6%	10.3%
资本充足率	13.8%	13.8%	13.5%	13.2%
资产质量				
贷款减值准备	31,284	33,523	35,777	37,862
不良贷款额	10,918	11,999	13,205	14,660
不良贷款率	1.16%	1.16%	1.15%	1.14%
拨备覆盖率	287%	279%	271%	258%
拨贷比	3.32%	3.24%	3.12%	2.94%
信用成本	2.10%	2.31%	2.23%	2.10%
估值分析				
PB	0.77	0.71	0.65	0.60
PE	5.95	6.43	5.84	5.21
EPS	1.43	1.32	1.46	1.63
BVPS	11.03	11.95	13.04	14.27
每股股利	0.40	0.37	0.41	0.46
股息收益率	4.7%	4.4%	4.8%	5.4%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：上海银行营收、PPOP 及业绩同比增速.....	3
图 2：上海银行业绩累计同比增速与行业平均水平.....	3
图 3：上海银行累计年化加权 ROE 和 ROA.....	3
图 4：上海银行利息净收入和中收同比增速仅小幅收窄.....	3
图 5：上海银行净息差环比持平.....	4
图 6：上海银行主动负债占比位居上市城商行第一名、全体上市银行第二名.....	5
图 7：国债收益率已基本回升至疫情前的水平.....	5
图 8：上海银行不良贷款率.....	6
图 9：上海银行关注率和逾期率.....	6
图 10：上海银行信贷成本、不良贷款生成率.....	6
图 11：上海银行拨备覆盖率、拨贷比.....	6
图 12：上海银行存、贷款及资产同比增速.....	7
图 13：上海银行各级资本充足率.....	7
图 14：上海银行 PB-Band	7

表格目录

表 1：上海银行归母净利润同比增长的归因分析.....	3
公司财务报表数据预测汇总.....	8

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。