

浦发银行 (600000.SH)

买入 (首次评级)

柳暗花明，上海金融旗舰企业“再出发”

当前价格: 8.50 元
 目标价格: 10.9 元

投资要点:

基本数据

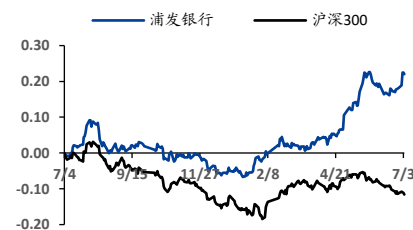
➤ 大股东为上海国资，管理层更迭完成开新局

浦发银行总行设在上海，2024Q1末总资产规模超9万亿元。公司第一大股东为上海国资，上海国资对其发展也给予了诸多支持。

总股本/流通股本(百万股)	29,352.18/29,352.18
流通A股市值(百万元)	249,493.51
每股净资产(元)	21.57
资产负债率(%)	91.70
一年内最高/最低价(元)	8.64/6.36

2023年四季度，公司完成管理层更迭。公司现任董事长张为忠在对公业务、普惠金融业务等领域具有丰富的管理经验，到任后带领公司开启“百日攻坚”、“春季攻坚”等行动，聚焦“一投三收”，加大资产投放力度，积极进行风险压降，公司经营发展整体呈现企稳向好态势。

一年内股价相对走势



➤ 风险化解卓有成效，利润弹性有望释放

公司的不良率在2015-2017年快速攀升，在2017-2019年高位盘整，2020年之后持续改善。针对存量风险压降问题，浦发银行近年来保持了较大的不良处置力度。2019-2023年，公司每年核销转出额、核销转出率均保持在550亿元、75%以上的高水位，2020年以来，不良贷款额、不良贷款率已连续四年实现“双降”。2024Q1末，公司不良贷款率1.45%，较2019年末下降60bp，存量风险接近出清。

团队成员

分析师: 张宇(S0210524050005)
 zy30521@hfzq.com.cn
 联系人: 付思雨(S0210123090004)
 fsy30287@hfzq.com.cn

公司持续加强对潜在增量风险的管控，2021年以来不良贷款生成率呈下行趋势。2024Q1，公司不良贷款生成率(年化)为1.03%，已达到近10年最低水平。同业对比来看，其不良贷款生成率已降至上市股份行中位数水平。

相关报告

资产质量问题曾是压制公司估值的最主要原因。随着存量风险逐步出清、新生成不良维持稳定，风险成本耗用减少有望对公司利润增长带来正贡献。2024Q1，公司减值计提压力减轻，归母净利润同比增速显著回升。

➤ 对公业务优势显著，发力“五大赛道”、重点区域

浦发银行对公业务具有传统优势，公司推动全行调整结构和资源配置，深耕科技金融、供应链金融、普惠金融、跨境金融、财资金融“五大赛道”，形成新的战略突破点和营收增长点。近5年对公一般贷款占比提升近10个百分点至56.6%，对公贷款占比显著高于上市股份行平均水平。

浦发银行从上海出发，深耕长三角，辐射全国，在长三角地区具备完善的网络布局和良好的业务基础，区位优势明显。公司加大在重点区域的信贷投放，在长三角、珠三角等重点区域贷款占比逐年提升。在长三角区域存、贷款余额均位列股份制同业第一。

➤ 净息差未来走势有望优于可比同业

浦发银行的净息差2022年以来跟随行业收窄，2023年降至1.52%，在上市股份行中为第2低。往后看，公司净息差下行空间有限，下行幅度有望收窄。

从行业层面来看，稳息差逐步成为监管和银行的共识。近期监管层通过降低存款利率、禁止手工补息等方式降低银行负债成本，呵护银行净息差。

从公司自身层面来看，浦发银行在资产端加大信贷投放力度，增加高收益资产的获取；在负债端提升低成本存款占比，压降高成本负债。公司对资负两端的结构和定价优化双管齐下，净息差走势有望优于可比同业。

➤ **盈利预测与投资建议**

浦发银行当前正处在困境反转的阶段：

资产质量方面，公司坚持“控新降旧”并举，存量不良接近出清，不良生成率持续下行，信用成本边际改善，利润弹性有望释放。

资产投放方面，公司对公业务具有传统优势，所处区域经济动能强劲，新一届管理层干劲十足，自去年四季度起连续发起“百日攻坚”、“春季攻坚”等行动，加大资产投放力度，信贷资产投放动能的增强有望带动营收增速向上。

净息差方面，公司主动作为，在资产负债的结构和定价共同发力，净息差降幅有望收窄，走势有望优于可比同业。

我们预测公司 2024、2025、2026 年营收增速分别为 0.01%、4.54%、5.45%，归母净利润增速为 6.30%、4.89%、5.27%，对应 ROE 为 6.23%、6.25%、6.29%。采用可比公司估值法，当前可比公司平均 PB 倍数为 0.5 倍。考虑公司存量风险接近出清、信贷投放力度加大、净息差精细化管理初见成效，增长动能有望显著抬升，我们给予公司 2024 年目标 PB 0.5 倍，对应目标价 10.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示**

资产质量反复；信贷投放可持续性不足；净息差下滑超预期。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1886	1734	1735	1813	1912
增长率（%）	(1.2)	(8.1)	0.01	4.54	5.45
归属母公司股东净利润（亿元）	512	367	390	409	431
增长率（%）	(3.5)	(28.3)	6.30	4.89	5.27
每股收益	1.56	1.07	1.33	1.39	1.47
PE	5.45	7.94	6.39	6.10	5.79
PB	0.43	0.41	0.39	0.37	0.36

数据来源：wind，华福证券研究所

正文目录

1	公司简介：上海金融旗舰企业再出发.....	5
1.1	“三十而立”，总资产超9万亿元.....	5
1.2	股权结构稳定，大股东为上海国资.....	5
1.3	管理层更迭完成，新班子乘势而上开新局.....	6
2	风险化解卓有成效，利润弹性有望释放.....	7
2.1	不良生成趋缓，不良贷款生成率降至股份行中位数水平.....	7
2.2	存量风险处置力度较大，风险化解卓有成效.....	9
2.3	资产质量边际向好，拨备安全垫不断增厚.....	10
2.4	政策红利加持，重点领域资产质量有望企稳向好.....	11
2.5	困境反转，资产质量对利润的侵蚀有望减少.....	12
3	巩固基本盘，发力“五大赛道”、重点区域.....	13
3.1	发挥传统对公优势，聚焦“五大赛道”加大信贷投放.....	13
3.2	深耕长三角，发力重点区域.....	14
4	净息差未来走势有望优于可比同业.....	15
4.1	资产端：优化资产结构，稳定资产收益率.....	15
4.2	负债端：提升存款占比，优化负债质量.....	16
4.3	净息差：走势有望好于可比同业.....	17
5	盈利预测与投资建议.....	18
5.1	关键假设及盈利预测.....	18
5.2	投资建议.....	19
6	风险提示.....	20
6.1	资产质量反复.....	20
6.2	信贷投放可持续性不足.....	20
6.3	息差下滑超预期.....	20

图表目录

图表 1:	2024Q1 末，浦发银行总资产规模超 9 万亿元.....	5
图表 2:	2024Q1 末，浦发银行总资产规模为上市股份行第 4 高（万亿元）.....	5
图表 3:	浦发银行第一大股东为上海国资委下属的上海国际集团有限公司.....	5
图表 4:	浦发银行管理层简历.....	6
图表 5:	浦发银行 2024 年一季度业绩降幅收窄.....	7
图表 6:	2024Q1，浦发银行归母净利润增速为上市股份行第一.....	7
图表 7:	浦发银行不良率在 2015-2017 年快速攀升，在 2017-2019 年高位盘整，2020 年之后持续改善.....	8
图表 8:	浦发银行 2021 年以来不良生成率呈下降趋势，已回落至股份行平均水平.....	8
图表 9:	2024Q1 浦发银行不良贷款生成率已降至上市股份行中位数水平.....	9
图表 10:	近年来浦发银行保持了较大的处置力度.....	9
图表 11:	2019 年以来收回原核销贷款和垫款金额逐年攀升（亿元）.....	9
图表 12:	近年来浦发银行表外理财规模震荡回升（亿元）.....	10
图表 13:	浦发银行金融投资的核销金额和占比提升.....	10
图表 14:	浦发银行不良贷款余额、不良贷款率连续 4 年实现“双降”.....	10
图表 15:	浦发银行信用成本 2020 年以来持续下行.....	11
图表 16:	浦发银行风险抵补能力增强.....	11
图表 17:	浦发银行对公房地产贷款占总贷款比重及不良率走势.....	12
图表 18:	2019 到 2023 年，拨备计提对浦发银行业绩增速带来负贡献，2024Q1 拨备开始反哺利润.....	12
图表 19:	相较于同业，浦发银行资产减值损失对其 ROE 拖累更大.....	12
图表 20:	浦发银行对公端优势明显，对公一般贷款占比不断提升.....	13
图表 21:	浦发银行对公贷款占比显著高于上市股份行平均水平.....	13
图表 22:	浦发银行对公贷款中，制造业和基建相关行业贷款占比持续提升.....	14



图表 23: 长三角经济基础好, 2023 年 GDP 增速快于全国	14
图表 24: 长三角信贷需求旺盛, 信贷增速持续高于全国	14
图表 25: 浦发银行在长三角、珠三角、环渤海地区存量贷款占比过半	15
图表 26: 浦发银行在长江三角洲、珠江三角洲地区贷款占比逐年提升	15
图表 27: 浦发银行 2023Q4 开启“百日攻坚”, 信贷投放力度加大	16
图表 28: 在信贷投放“量升价稳”的良好势头下, 生息资产收益率有望保持相对稳定	16
图表 29: 浦发银行积极进行负债端管理, 存款占比持续提升, 存款成本边际下降	17
图表 30: 浦发银行存款增量中, 低成本的对公存款、活期存款占比较同业更高 ..	17
图表 31: 2023 年下半年以来浦发银行净息差下行放缓	18
图表 32: 2023 年浦发银行净息差为股份行第 2 低	18
图表 33: 可比公司估值表	19
图表 34: 财务预测摘要	21

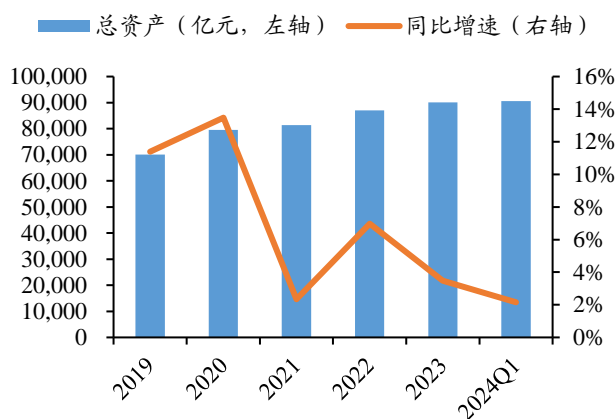


1 公司简介：上海金融旗舰企业再出发

1.1 “三十而立”，总资产超9万亿元

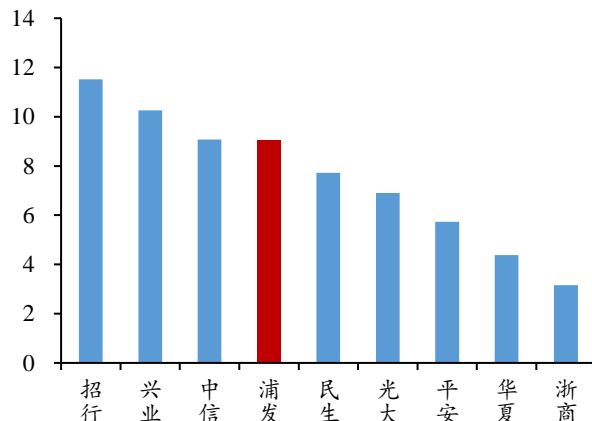
浦发银行于1993年开业、1999年上市，总行设在上海。公司作为全国性股份制商业银行，境内分行覆盖内地所有省份，境外分行包括香港分行、新加坡分行和伦敦分行。浦发银行集团化发展稳步推进，已覆盖信托、基金、理财、金融租赁、境外投行、村镇银行、货币经纪等多个业态。截至2024年3月末，公司总资产规模达9.1万亿元，为上市股份行第4高。

图表1：2024Q1末，浦发银行总资产规模超9万亿元



数据来源：wind，华福证券研究所

图表2：2024Q1末，浦发银行总资产规模为上市股份行第4高（万亿元）



数据来源：wind，华福证券研究所

1.2 股权结构稳定，大股东为上海国资

浦发银行股权结构稳定。公司合并持股第一大股东是上海国资委下属的上海国际集团有限公司。2024Q1末，上海国际集团有限公司与其控股子公司合并持有公司29.5%的股份。第二大单一股东为中国移动，截至2024Q1末，中国移动控股的中国移动通信集团广东有限公司持股比例达18.2%。

浦发银行作为上海金融旗舰企业，上海国资对浦发银行的发展给予了诸多支持。浦发银行2015年以来实施两次增发，上海国资在增发中均给予了真金白银的大力支持。并且，上海地区经济发达，国资国企是上海经济发展的重要支柱，国有企业金融需求旺盛，在股东背景的加持下，公司有望与国有企业客户维持长期稳定合作。

图表3：浦发银行第一大股东为上海国资委下属的上海国际集团有限公司

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	上海国际集团有限公司	21.57
2	中国移动通信集团广东有限公司	18.18
3	富德生命人寿保险股份有限公司-传统	9.47
4	富德生命人寿保险股份有限公司	6.01
5	上海上国投资产管理有限公司	4.75
6	富德生命人寿保险股份有限公司-万能H	4.33
7	中国证券金融股份有限公司	4.02



8	上海国鑫投资发展有限公司	3.22
9	香港中央結算有限公司	2.39
10	中央汇金资产管理有限责任公司	1.32
	合计	75.26

数据来源: wind, 华福证券研究所 (注: 数据为 2024 年一季度末时点数据)

1.3 管理层更迭完成, 新班子乘势而上开新局

浦发银行 2023 年四季度完成管理层更迭。去年四季度开始, 公司全面开展“百日攻坚”, 为公司重塑增长动能、重现增长态势、重回市场前列打下良好基础。公司现任董事长张为忠 2023 年 9 月到任浦发银行, 此前张为忠董事长在建设银行工作多年, 曾担任建设银行公司业务总监、普惠金融事业部总经理等职, 在对公业务、普惠金融业务等领域具有丰富的管理经验。

图表4: 浦发银行管理层简历

姓名	职务	任职日期	简介
张为忠	董事长	2024/2/7	男, 1967 年出生, 硕士研究生。曾任中国建设银行大连市分行开发区分行行长, 中国建设银行内蒙古总审计室总审计师兼主任, 中国建设银行湖北省分行纪委书记, 副行长, 党委委员, 中国建设银行普惠金融事业部(小企业业务部)总经理, 中国建设银行公司业务总监。现任中共上海浦东发展银行股份有限公司委员会书记。
刘以研	副行长	2015-03-17	男, 1964 年出生, 博士研究生, 高级经济师。曾任交通银行长春分行党委委员, 副行长; 上海浦东发展银行长春分行党委书记, 行长, 总行个人银行总部总经理, 人力资源部总经理, 风险总监。现任上海浦东发展银行党委委员, 执行董事, 副行长, 首席风险官。
崔炳文	副行长	2016-04-29	男, 1969 年出生, 博士研究生, 高级经济师。曾任中国工商银行天津分行津西支行副行长, 东丽支行副行长(主持工作); 上海浦东发展银行天津分行人力资源部负责人, 公司金融部总经理, 天津分行党组成员, 行长助理, 天津分行党委委员, 副行长, 天津分行党委书记, 行长, 北京分行党委书记, 行长兼总行集团客户部总经理, 总行金融市场部(北京)总经理。现任上海浦东发展银行党委委员, 副行长, 总法律顾问。
谢伟	副行长	2016-04-29	男, 1971 年出生, 硕士研究生, 高级经济师。曾任中国建设银行河南省分行公司业务部总经理, 许昌市分行党委书记, 行长; 上海浦东发展银行公司及投资银行总部发展管理部总经理, 公司及投资银行总部副总经理兼投行业务部, 发展管理部, 大客户部总经理, 福州分行党委书记, 行长, 总行资金总部总经理, 资产管理部总经理, 金融市场部总经理。现任上海浦东发展银行党委委员, 副行长, 董事会秘书, 金融市场业务总监, 浦银安盛基金管理有限公司董事长。
康杰	副行长	2024-03-20	男, 1979 年出生, 本科学历。曾任上海农村商业银行人力资源部干部管理科科长, 团委副书记, 上海农村商业银行团委书记(副总经理级), 上海农村商业银行青浦支行副行长, 上海农村商业银行黄浦支行副行长(主持工作), 黄浦支行党委书记, 行长, 上海农村商业银行副行长, 上海市国有资产监督管理委员会党委委员, 副主任。
丁蔚	副行长	2024-06-07	女, 1971 年出生, 工商管理硕士。曾任中国建设银行上海分行龙卡业务处理中心副主任, 个人银行业务部副总经理; 上海浦东发展银行总行个人银行总部银行卡部总经理, 个人银行总部副总经理, 电子银行部(移动金融部)总经理, 零售业务部总经理, 总行党委委员, 零售业务总监, 零售业务部总经理。现任上海浦东发展银行总行党委委员。



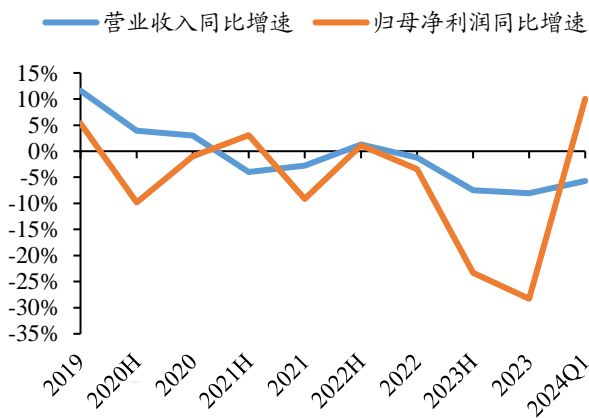
张健 副行长 2024-06-07

男, 1975 年出生, 博士研究生. 曾任上海浦东发展银行总行金融市场部副总经理, 总行办公室副主任, 上海分行党委副书记, 纪委书记, 上海分行党委副书记, 副行长, 南昌分行党委书记, 行长, 郑州分行党委书记, 行长, 总行资产负债管理部总经理. 现任上海浦东发展银行总行资产负债与财务管理部总经理.

数据来源: wind, 华福证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 6 月 27 日, 其中任职日期为监管核准任职资格的日期)

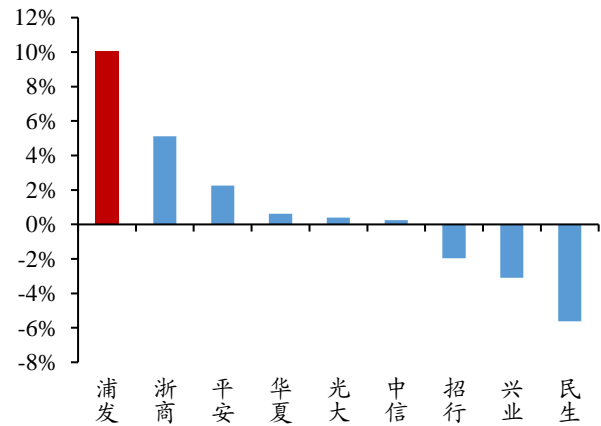
张董事长到任后带领公司开启“百日攻坚”、“春季攻坚”等行动, 聚焦“一投三收”(信贷投放、营收、中收、清收), 加大资产投放力度, 积极进行风险压降, 公司经营发展整体呈现企稳向好态势, 业绩降幅收窄。2024Q1 公司营业收入同比下降 5.7%, 降幅较 2023 年显著收窄, 剔除上年同期出售上投摩根股权一次性因素影响后, 营业收入同比增长 3.4%; 归母净利润同比增长 10.0%, 为 2020 年以来最高, 增速排名上市股份行第一。

图表5: 浦发银行 2024 年一季度业绩降幅收窄



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表6: 2024Q1, 浦发银行归母净利润增速为上市股份行第一



数据来源: wind, 华福证券研究所

2 风险化解卓有成效, 利润弹性有望释放

2.1 不良生成趋缓, 不良贷款生成率降至股份行中位数水平

复盘过去 10 年浦发银行的资产质量情况: 公司的不良率在 2015-2017 年快速攀升, 在 2017-2019 年高位盘整, 2020 年之后持续改善。将其近 10 年不良率拉动因素拆解来看:

2015-2017 年, 浦发银行不良率上升主要源于制造业和批发零售业贷款不良暴露。2017 年末, 公司不良率较 2014 年末上升超过 1 个百分点至 2.14%。2018 年, 制造业和批零业不良仍在高位徘徊, 个人消费类贷款不良额在总贷款中占比也开始攀升。2020 年后, 公司前期形成的不良逐步得到出清。虽然后续在宏观因素影响下, 涉房贷款和基建相关贷款的资产质量仍有一定波动, 但公司的整体不良率逐年改善。



图表7: 浦发银行不良率在 2015-2017 年快速攀升, 在 2017-2019 年高位盘整, 2020 年之后持续改善

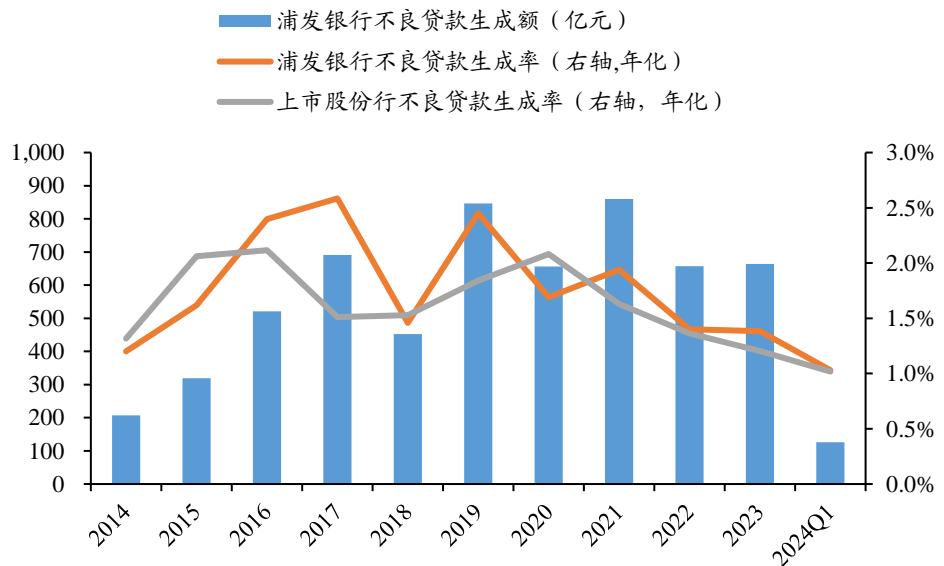
不良率拉动因素拆解	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贷款总计	1.06%	1.56%	1.89%	2.14%	1.92%	2.05%	1.73%	1.61%	1.52%	1.48%
对公贷款	0.87%	1.22%	1.50%	1.69%	1.39%	1.49%	1.20%	1.10%	1.02%	0.95%
制造业	0.48%	0.62%	0.59%	0.62%	0.54%	0.50%	0.36%	0.26%	0.17%	0.16%
批零售业	0.26%	0.40%	0.60%	0.62%	0.50%	0.28%	0.22%	0.16%	0.13%	0.10%
房地产业	0.03%	0.04%	0.02%	0.05%	0.03%	0.22%	0.16%	0.19%	0.20%	0.28%
基建相关行业	0.04%	0.04%	0.05%	0.10%	0.07%	0.11%	0.15%	0.14%	0.24%	0.18%
其他行业	0.05%	0.12%	0.23%	0.30%	0.25%	0.38%	0.31%	0.35%	0.29%	0.23%
个人贷款	0.19%	0.35%	0.39%	0.45%	0.53%	0.56%	0.53%	0.51%	0.50%	0.53%
个人住房贷款	0.04%	0.06%	0.06%	0.06%	0.04%	0.05%	0.06%	0.08%	0.09%	0.10%
信用卡及透支	0.04%	0.08%	0.12%	0.17%	0.22%	0.24%	0.21%	0.17%	0.16%	0.19%
消费贷款	0.01%	0.03%	0.04%	0.07%	0.16%	0.16%	0.16%	0.15%	0.11%	0.10%
其他贷款	0.10%	0.18%	0.18%	0.15%	0.11%	0.10%	0.11%	0.11%	0.14%	0.14%

数据来源: wind, 华福证券研究所 (颜色标注规则: 比较同一行数, 颜色偏红, 说明该指标对整体不良率影响更显著)

公司近年来加强对潜在增量风险的管控, 坚持风险先行, 将风险管控内嵌到所有业务体系之中。一方面加大重点领域及重点集团风险监测力度, 及时发现风险苗头; 另一方面完善大额新增逾欠客户监控机制, 对监测发现风险及时制定化解预案并定期跟踪风险化解进展, 竭力阻断不良下迁。

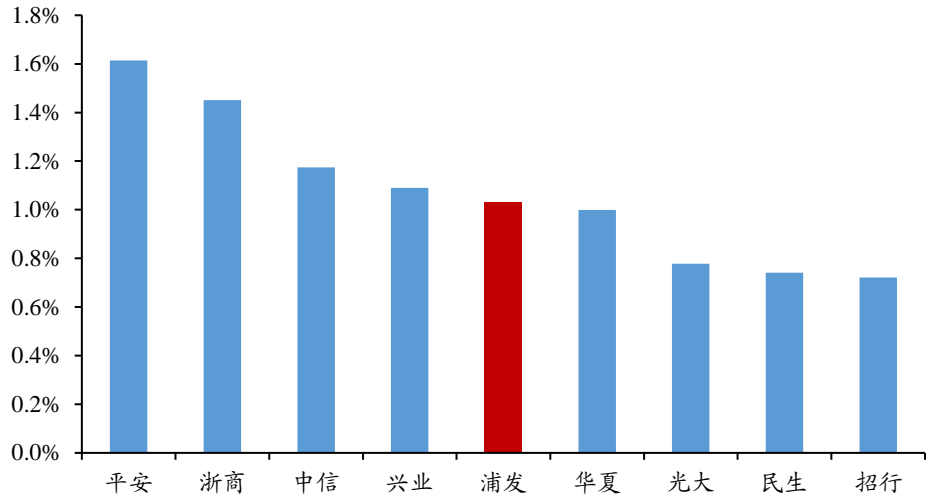
2021 年以来, 浦发银行不良贷款生成率呈下行趋势。2024Q1, 公司不良贷款生成率 (年化) 为 1.03%, 较 2019 年下降超过 1 个百分点, 已达到近 10 年最低水平。同业对比来看, 2024Q1 浦发银行不良贷款生成率已降至上市股份行中位数水平。

图表8: 浦发银行 2021 年以来不良生成率呈下降趋势, 已回落至股份行平均水平



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表9: 2024Q1 浦发银行不良贷款生成率已降至上市股份行中位数水平

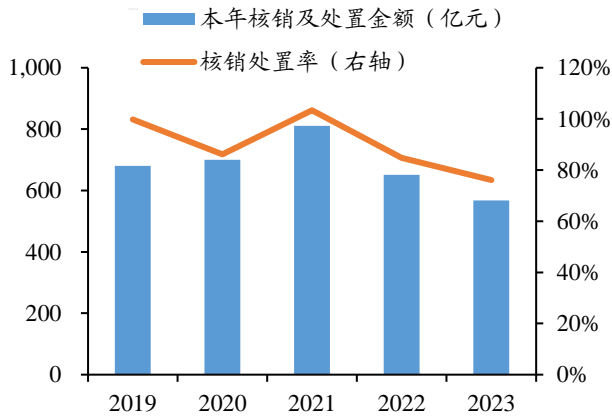


数据来源: wind, 华福证券研究所 (注: 不良贷款生成率为 2024Q1 的年化不良贷款生成率)

2.2 存量风险处置力度较大, 风险化解卓有成效

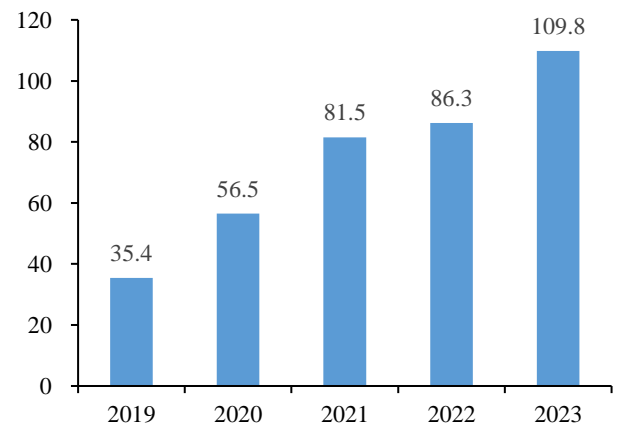
针对存量风险压降问题, 浦发银行保持了较大的不良处置力度。2019至2023年, 公司年核销转出额、核销转出率均保持在 550 亿元、75%以上的高水位。并且, 公司综合运用压逾清欠、现金清收和核销后收回等市场化处置方式, 节约、回吐风险成本, 2019年以来清收金额逐年攀升, 2023年收回原核销贷款和垫款超 100 亿元。

图表10: 近年来浦发银行保持了较大的处置力度



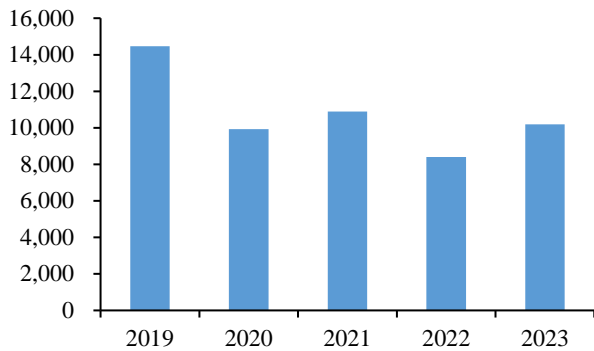
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表11: 2019年以来收回原核销贷款和垫款金额逐年攀升 (亿元)

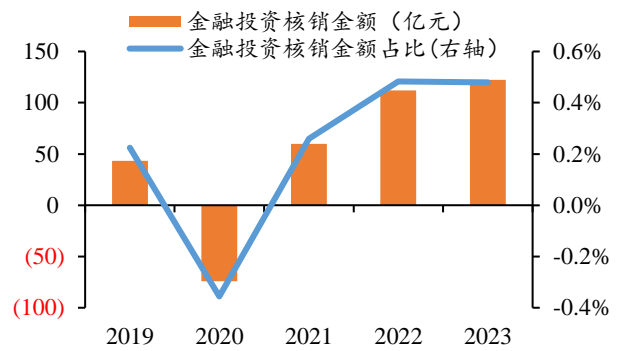


数据来源: wind, 华福证券研究所

公司表外资产近年来也经历了回表和风险加速出清。随着资管新规全面实施, 浦发银行近年来持续、扎实、稳妥地推动存量表外理财的整改工作。自 2021 年以来, 公司表外理财规模随着业务转型先压降后回升, 并在表内金融投资板块加大了核销力度。近两年公司金融投资核销金额保持在 100 亿元以上, 核销金额在金融投资总额中占比在 0.5%左右, 核销金额较 2021 年增加一倍左右。


图表12: 近年来浦发银行表外理财规模震荡回升 (亿元)


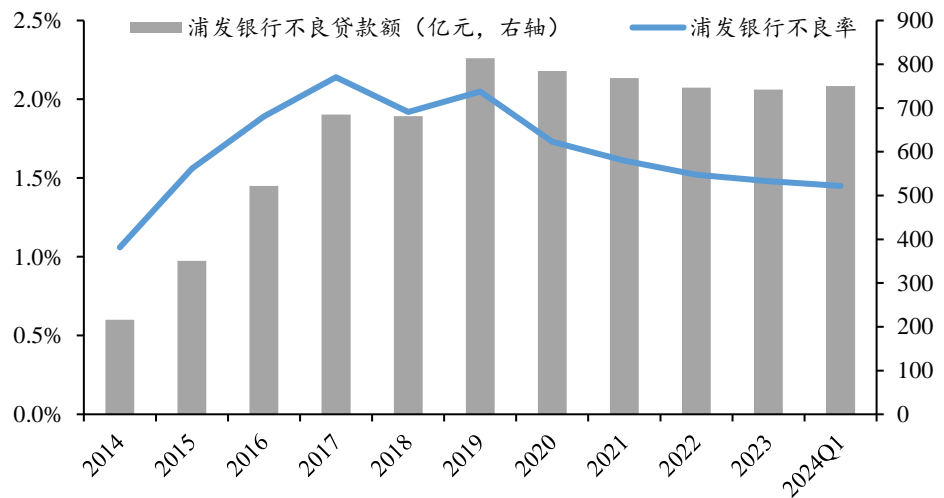
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表13: 浦发银行金融投资的核销金额和占比提升


数据来源: wind, 华福证券研究所

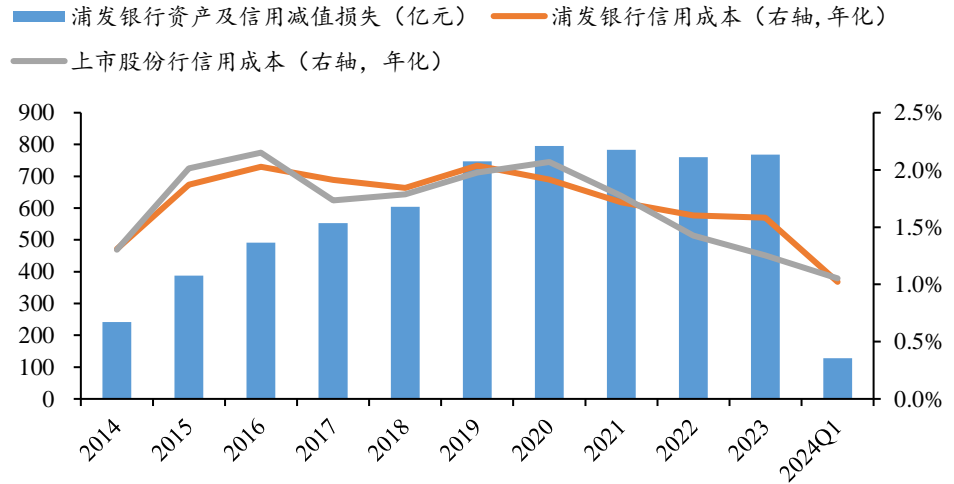
2.3 资产质量边际向好, 拨备安全垫不断增厚

浦发银行坚持风险管理“控新降旧”并举, 资产质量持续向好。2020年以来, 公司不良贷款额、不良贷款率已连续四年实现“双降”。2024Q1末, 公司不良贷款率1.45%, 较2019年末下降60bp, 与股份行同业不良率差距显著收窄。

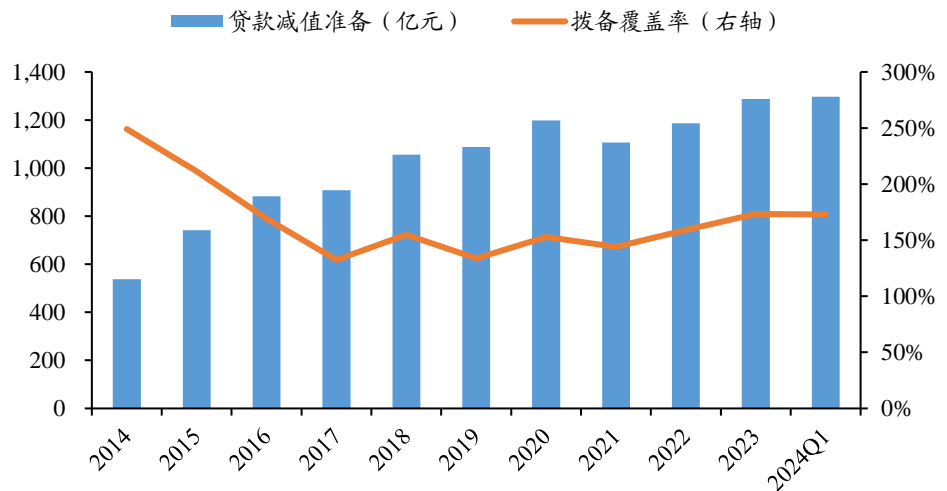
图表14: 浦发银行不良贷款余额、不良贷款率连续4年实现“双降”


数据来源: wind, 华福证券研究所

随着公司存量风险压降、新增不良有效管控, 信用减值计提压力减轻, 信用成本也自2020年以来不断下行。2024Q1, 浦发银行信用成本(年化)已降至1.02%, 为近10年来低点, 且低于上市股份行平均水平。与此同时, 公司风险抵补能力不断增强。浦发银行持续主动夯实资产质量, 加大拨备计提, 2024Q1末拨备覆盖率达173%, 基本处在2017年以来最高水平。


图表15: 浦发银行信用成本 2020 年以来持续下行


数据来源: wind, 华福证券研究所

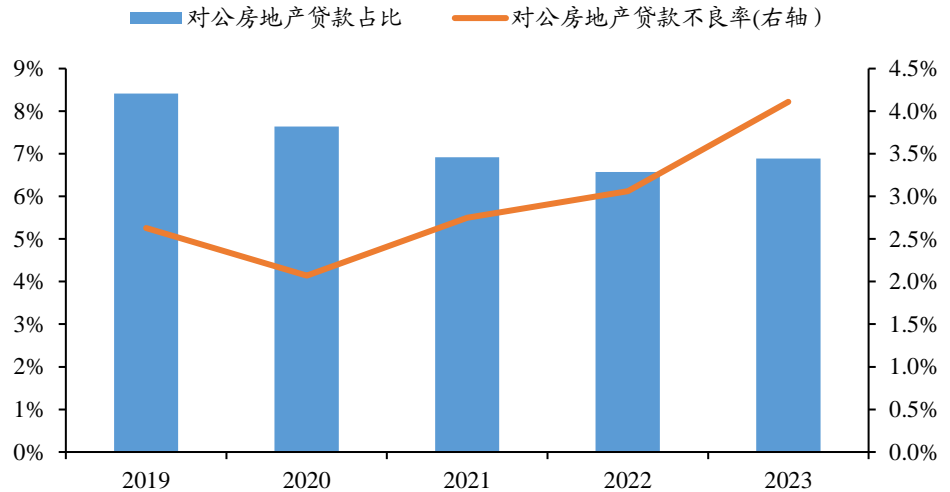
图表16: 浦发银行风险抵补能力增强


数据来源: wind, 华福证券研究所

2.4 政策红利加持, 重点领域资产质量有望企稳向好

政策红利下, 公司重点领域资产质量有望企稳向好。房地产是银行业资产质量最受市场关注的领域, 在房地产行业结构调整过程中, 公司涉房贷款资产质量也面临一定的下行压力, 公司前期估值也受制于市场对于地产风险的担忧。

公司在 2020-2023 年对公房地产不良率上行, 涉房不良贷款已相对充分暴露。加之近期房地产政策利好频出, 2024 年 5 月 17 日, 多部委联合推出切实做好保交房工作配套政策, 从房地产供给侧和需求侧给予多重利好, 政府收储、房地产融资协调机制等政策下, 房企的流动性有望改善。内外部因素叠加, 公司涉房资产质量有望企稳向好, 房地产风险对公司的估值压制有望缓解。


图表17: 浦发银行对公房地产贷款占总贷款比重及不良率走势


数据来源: wind, 华福证券研究所

2.5 困境反转, 资产质量对利润的侵蚀有望减少

资产质量问题曾是压制公司估值的最主要原因。前期不良暴露的影响下, 公司加大减值损失计提, 净利润受到侵蚀。2024Q1, 公司减值计提压力减轻, 拨备反哺业绩, 归母净利润同比增速显著回升。

图表18: 2019 到 2023 年, 拨备计提对浦发银行业绩增速带来负贡献, 2024Q1 拨备开始反哺利润

业绩归因分析	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
生息资产规模	11.5%	12.3%	8.4%	4.7%	4.9%	2.5%
净息差	3.7%	-16.4%	-10.3%	-6.4%	-16.3%	-8.8%
非息净收入	-3.6%	7.1%	-0.9%	0.4%	3.3%	0.6%
成本费用	3.4%	-1.8%	-3.3%	-2.6%	-3.0%	-1.0%
拨备计提	-8.0%	-5.7%	-5.4%	-1.1%	-16.5%	11.0%
所得税及其他	-1.6%	3.5%	2.3%	1.5%	-0.7%	5.7%
归母净利润	5.4%	-1.0%	-9.1%	-3.5%	-28.3%	10.0%

数据来源: wind, 华福证券研究所 (颜色标注规则: 比较同一列数值, 颜色偏红, 说明该指标对归母净利润正贡献更显著)

图表19: 相较于同业, 浦发银行资产减值损失对其 ROE 拖累更大

2023 年上市股份行 ROE 拆解	招行	中信	浦发	兴业	民生	光大	平安	华夏	浙商
ROA	1.4%	0.8%	0.4%	0.8%	0.5%	0.6%	0.9%	0.7%	0.5%
营业收入/平均总资产	3.20%	2.34%	1.96%	2.17%	1.89%	2.23%	3.02%	2.29%	2.21%
利息净收入/平均总资产	2.03%	1.63%	1.34%	1.51%	1.37%	1.64%	2.16%	1.73%	1.65%
中间收入/平均总资产	0.79%	0.37%	0.28%	0.29%	0.26%	0.36%	0.54%	0.16%	0.17%
其他业务/平均总资产	0.38%	0.33%	0.34%	0.37%	0.25%	0.22%	0.31%	0.40%	0.37%
管理费用/平均总资产	1.06%	0.76%	0.58%	0.64%	0.68%	0.63%	0.84%	0.72%	0.66%
资产减值损失/平均总资产	0.39%	0.71%	0.87%	0.63%	0.63%	0.80%	1.08%	0.64%	0.91%
其他/平均总资产	0.09%	0.02%	0.05%	0.03%	0.07%	0.04%	0.03%	0.06%	0.03%
所得税/平均总资产	0.27%	0.08%	0.04%	0.07%	0.02%	0.13%	0.21%	0.21%	0.07%
权益乘数	10.4	12.4	12.3	12.4	11.9	12.3	12.0	12.6	16.2
ROE (加权)	14.5%	9.6%	5.2%	9.9%	5.8%	7.7%	10.2%	8.3%	8.7%

数据来源: wind, 华福证券研究所 (颜色标注规则: 比较同一行数值, 颜色偏红, 说明该指标表现较为优秀)



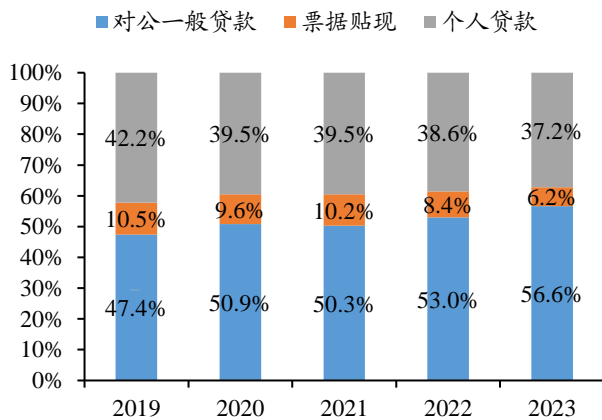
3 巩固基本盘，发力“五大赛道”、重点区域

公司将数智化作为构建发展新动能的战略安排，聚焦科技金融、供应链金融、普惠金融、跨境金融、财资金融“五大赛道”，配套实施区域策略、行业策略、线上化策略、数字化创新策略“四大策略”。

3.1 发挥传统对公优势，聚焦“五大赛道”加大信贷投放

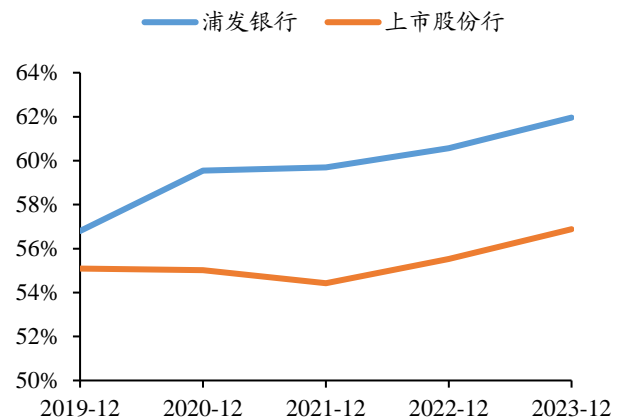
浦发银行在对公业务领域具有传统优势，对公业务致力于为客户提供商业信贷、交易银行、投资银行、电子银行、跨境业务、离岸业务等全方位金融服务。浦发银行总部坐落于上海，当地经济发达，企业客户层级高、金融需求旺盛。公司发挥总行平台优势，打造集团圈、行业圈及供应链圈，带动生态圈经营和高价值获客。近5年对公一般贷款占比提升近10个百分点至56.6%，对公贷款占比显著高于上市股份行平均水平。

图表20: 浦发银行对公端优势明显，对公一般贷款占比不断提升



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表21: 浦发银行对公贷款占比显著高于上市股份行平均水平

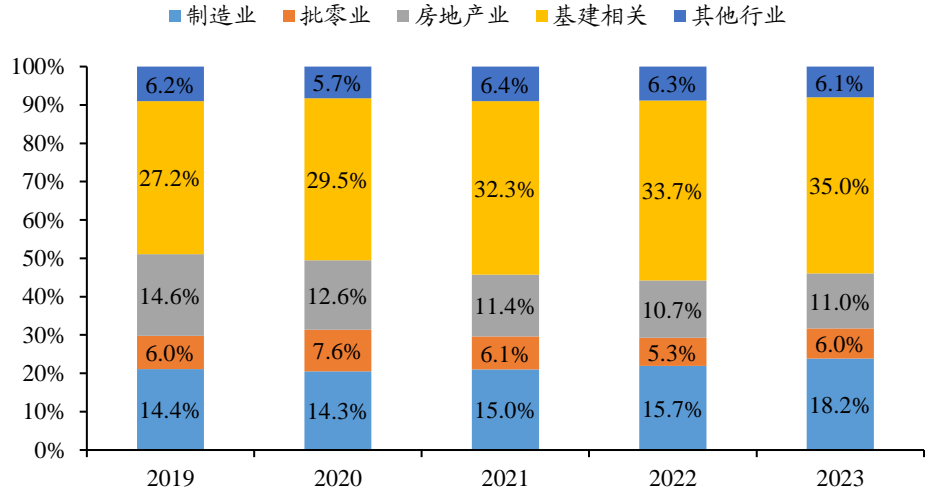


数据来源: wind, 华福证券研究所 (注: 对公贷款口径包含贴现)

浦发银行推动全行调整结构和资源配置，深耕科技金融、供应链金融、普惠金融、跨境金融、财资金融“五大赛道”，通过“数字赋能、数智发展”，将产品、服务与市场、客户有效连接，做强特色客群，用更快、更好、更全面的综合化服务为客户创造价值，形成新的战略突破点和营收增长点。从行业投向看，近年来浦发银行制造业和基建相关行业贷款占比持续提升，2023年末制造业和基建相关行业的贷款在对公贷款中占比达53.2%。



图表22: 浦发银行对公贷款中,制造业和基建相关行业贷款占比持续提升

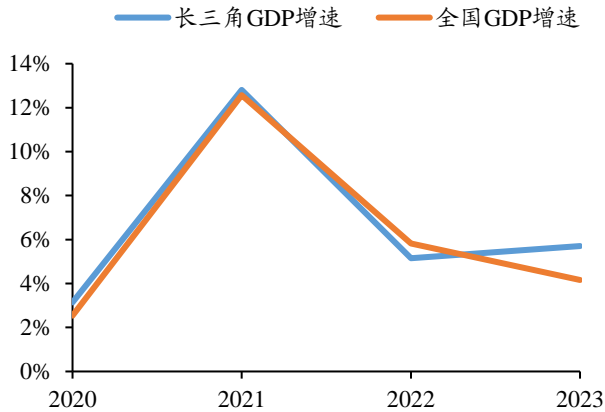


数据来源: wind, 华福证券研究所

3.2 深耕长三角, 发力重点区域

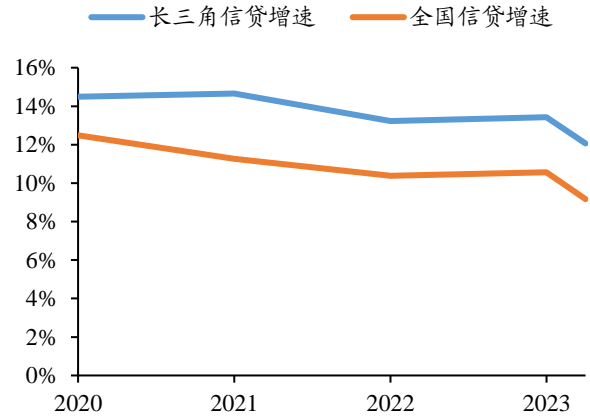
浦发银行从上海出发, 深耕长三角, 辐射全国。我国长三角地区经济基础好, 实力强、发展空间大。2018 年以来, 长三角 GDP 占全国的比重始终保持在 24%左右, 呈稳定发展态势。2018 年 11 月 5 日, 习近平总书记宣布, 支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略。长三角区域经济活跃, 信贷增速长期高于全国整体水平, 公司深耕长三角, 有望获得更多优质资产。

图表23: 长三角经济基础好, 2023 年 GDP 增速快于全国



数据来源: wind, 华福证券研究所 (注: 此处 GDP 为现价)

图表24: 长三角信贷需求旺盛, 信贷增速持续高于全国



数据来源: wind, 华福证券研究所

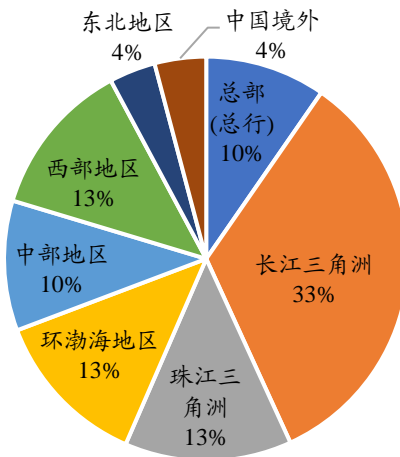
公司在长三角区域设立机构超过 500 家, 在长三角地区具备完善的网络布局和良好的业务基础, 区位优势明显。公司紧抓长三角一体化发展契机, 充分发挥在对公业务领域的传统优势, 加大对长三角区域的资源投入力度。公司创设“长三贷”“长三债”“长三链”“长三购”等长三角一体化工具箱, 为企业同城化授信、数字化转型、供应链升级和跨区域并购等需求提供更加高效便利的金融服务。

浦发银行在长三角、珠三角等重点区域的贷款占比逐年提升。截至 2023 年末, 公司在长三角区域内贷款余额 1.66 万亿元, 在全行贷款中占比达 33%, 存款余额



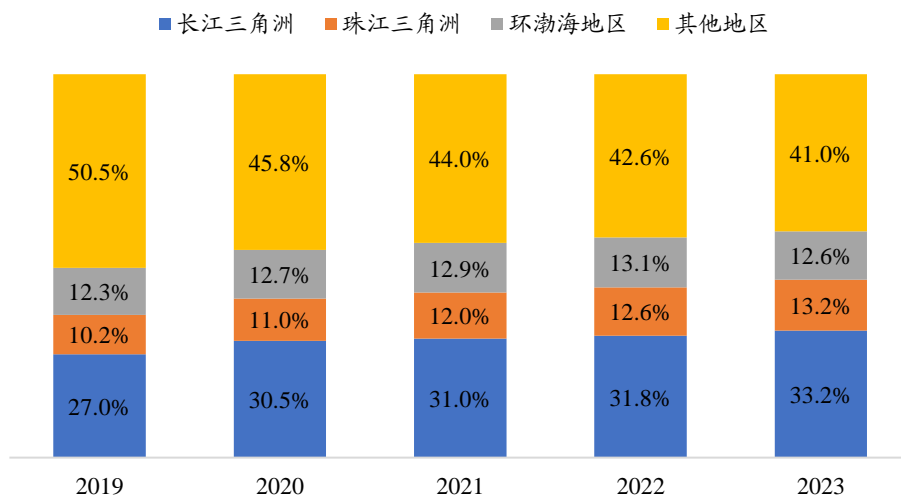
2.16 万亿元，在长三角区域存、贷款余额均位列股份制同业第一。同时，公司也围绕京津冀、粤港澳大湾区等重点区域开展业务，截至 2023 年末，浦发银行在长三角、珠三角、环渤海地区贷款合计占比近 6 成。

图表25: 浦发银行在长三角、珠三角、环渤海地区存量贷款占比过半



数据来源: wind, 华福证券研究所 (注: 数据为 2023 年末)

图表26: 浦发银行在长江三角洲、珠江三角洲地区贷款占比逐年提升



数据来源: wind, 华福证券研究所

4 净息差未来走势有望优于可比同业

4.1 资产端: 优化资产结构, 稳定资产收益率

2022 年至今, 在 LPR 下行、存量房贷降息等因素影响下, 银行业普遍面临生息资产收益率下滑的压力。浦发银行积极作为, 稳定生息资产收益率。

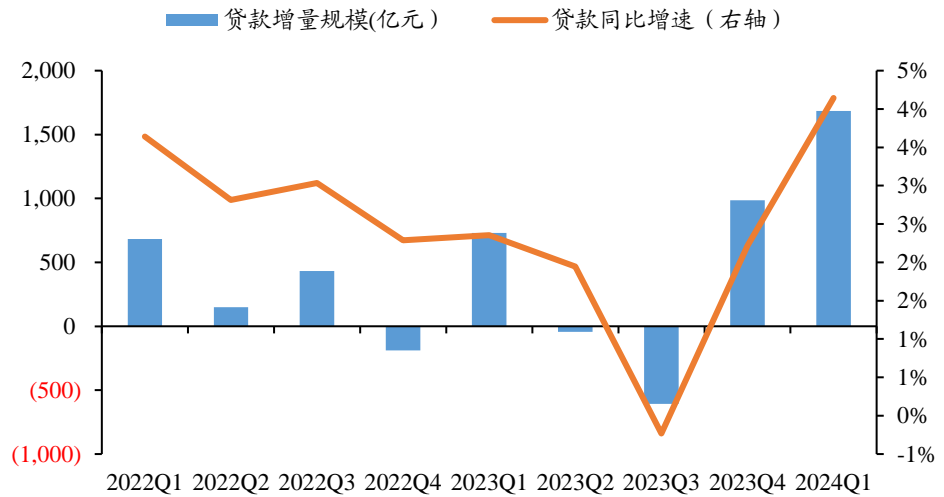
公司一方面从优化资产结构入手, 加大信贷投放力度。公司 2023 年 9 月启动“百日攻坚”行动, 百日攻坚期间, 人民币贷款增量位居股份制同业第二, 信贷余额同比增速也自 2023Q4 开始回升。2024 年以“春季攻坚”接续, 继续加大信贷投



放力度，2024Q1 信贷投放同比多增近千亿元。

伴随信贷投放力度的加大，贷款在生息资产中的占比 2023 年下半年也开始回升，2023 年末贷款平均余额在生息资产中的占比较 2023 年半年末回升 0.3 个百分点。相较于其他生息资产，贷款的平均收益率更高，信贷占比的提升对公司生息资产收益率有正向拉动作用。

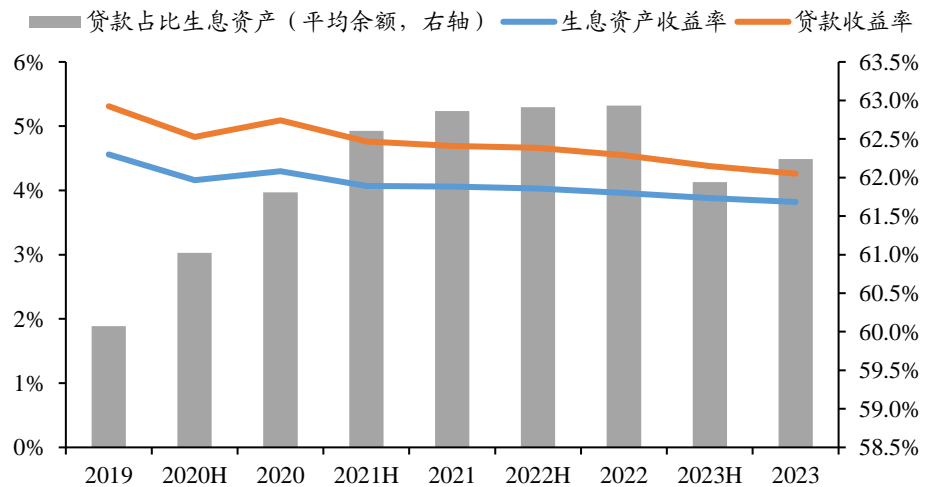
图表27：浦发银行 2023Q4 开启“百日攻坚”，信贷投放力度加大



数据来源：wind，华福证券研究所（注：贷款增量规模为单季度增量）

另一方面，浦发银行在稳定贷款收益率上下功夫。公司在提高贷款风险定价管理水平的同时，加大了高收益资产的获取力度。百日攻坚期间，对公新发生贷款中高于合意利率的贷款占比上升 10 多个百分点。展望后续，公司信贷投放“量升价稳”的良好势头有望延续，生息资产收益率有望保持相对稳定。

图表28：在信贷投放“量升价稳”的良好势头下，生息资产收益率有望保持相对稳定



数据来源：wind，华福证券研究所

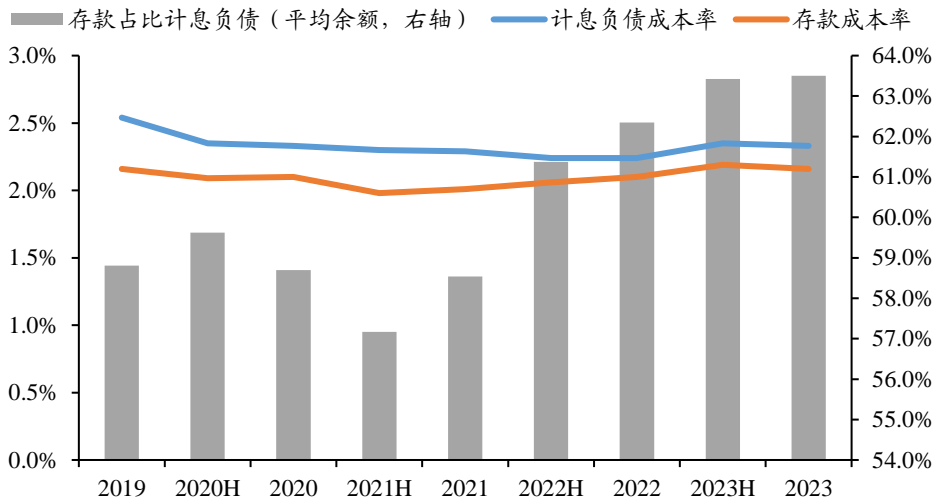
4.2 负债端：提升存款占比，优化负债质量

公司在负债端重点发力，加强负债“量、价、质”管理，提升息差的韧性，负债成本率和存款成本率已在 2023 年下半年出现向下拐点。



负债结构方面，公司积极提升存款占比。通过精细化客户经营及产品加载，2023年末，存款平均余额在计息负债中占比已达到2019年以来的最高点，存款占比的提升既有利于降低负债成本，也能增强负债稳定性。

图表29：浦发银行积极进行负债端管理，存款占比持续提升，存款成本边际下降



数据来源：wind，华福证券研究所

负债成本管控方面，公司一方面制定存款结构优化策略，预判中长期存款利率调降空间，优化吸收节奏，高定价的存款产品占比下降。2023年末公司结构性存款占比较年初下降0.5个百分点，三年以上定期存款占比较年初下降0.8个百分点。

同时，公司通过拓展新客户、新资金来源，提供全周期客户金融服务等措施，提升客户黏性，稳定结算存款占比。从新增存款结构上看，2023年公司新增存款中低成本的对公存款、活期存款占比均过半，新增存款结构优于股份行同业。随着存量高定价存款到期优化、新增存款结构向好，公司存款成本有望持续向好。

图表30：浦发银行存款增量中，低成本的对公存款、活期存款占比较同业更高

2023年存款增量结构	对公存款	个人存款	活期存款	定期存款
浦发银行	54%	46%	62%	38%
招商银行	37%	63%	-44%	144%
中信银行	42%	58%	74%	26%
兴业银行	32%	68%	17%	83%
民生银行	36%	64%	6%	94%
光大银行	25%	75%	78%	22%
平安银行	-82%	182%	18%	82%
华夏银行	44%	56%	58%	42%
浙商银行	69%	31%	16%	84%

数据来源：wind，华福证券研究所（颜色标注规则：比较同一列数值，颜色偏红，说明该指标占比更高）

4.3 净息差：走势有望好于可比同业

2022年以来，浦发银行净息差跟随行业收窄，公司2023年净息差1.52%，为上市股份行第2低。往后看，公司净息差下行空间有限，下行幅度有望收窄。

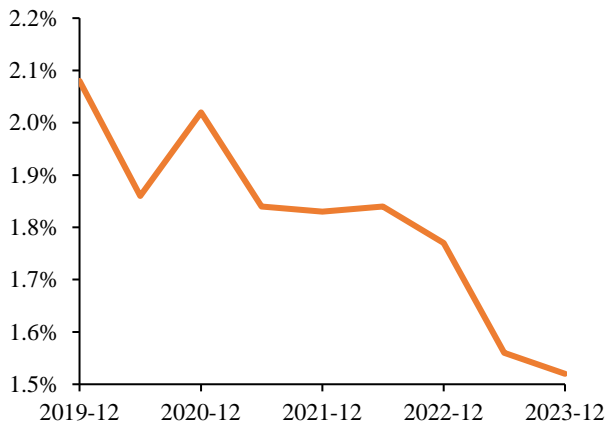
从行业层面来看，央行在2023Q2货币政策执行报告中提出“商业银行维持稳健



经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”，稳息差逐步成为行业和监管的共识。近期监管层通过降低存款利率、禁止手工补息等方式降低银行负债成本，呵护银行净息差。

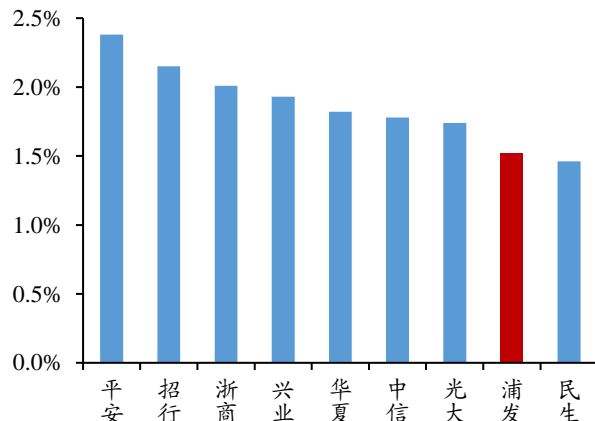
从公司自身层面来看，浦发银行在资产端加大信贷投放力度，增加高收益资产的获取；在负债端提升低成本存款占比，压降高成本负债。公司对资产负债两端的结构和定价优化双管齐下，净息差走势有望优于可比同业。

图表31：2023年下半年以来浦发银行净息差下行放缓



数据来源：wind，华福证券研究所

图表32：2023年浦发银行净息差为股份行第2低



数据来源：wind，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 关键假设及盈利预测

预计公司生息资产增速保持稳步扩张，贷款占比有所提升。从需求端来看，一方面，浦发银行深耕长三角，长三角地区经济发达，信贷增速持续高于全国，有望为公司带来更多业务机会；另一方面，浦发银行在对公业务领域具有传统优势，公司前期在信贷投放上较为克制，预计积累了一定项目储备。从供给端来看，去年四季度以来在信贷投放领域重点发力，信贷投放力度持续恢复，预计这一良好趋势有望保持。综合供需两端，预计公司在2024、2025、2026年生息资产保持稳步扩张，规模增速分别为4%、3.5%、3.5%。公司持续加大信贷投放力度，预计2024、2025、2026年信贷资产在生息资产中占比将提升至60%、62%、63%。

预计公司净息差下行减缓，后续有望企稳。行业层面，稳息差逐步成为监管和银行共识。监管强调“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”，通过整治手工补息等方式帮助银行缓解息差压力。公司层面，资产端持续加大信贷投放力度，通过量能提升、结构优化抵御市场利率下行的效果逐步显现；负债端采取灵活的品种、久期、区域策略，多元化补充负债来源，付息率管控取得成效。预计公司2024、2025、2026年净息差分别为1.27%、1.29%、1.33%。

预计资产质量稳中向好。公司持续推进不良压降、严控风险成本、把控投放质



量，近年来不良贷款额、率双降。随着存量风险逐步出清，预计公司资产质量仍将保持向好态势，2024、2025、2026年不良率分别为1.4%、1.3%、1.2%。

基于上述假设，我们预测公司2024、2025、2026年营收增速分别为0.01%、4.54%、5.45%，归母净利润增速为6.30%、4.89%、5.27%，对应ROE为6.23%、6.25%、6.29%。

5.2 投资建议

浦发银行当前正处在困境反转的阶段：

资产质量方面，公司坚持“控新降旧”并举，存量不良接近出清，不良生成率持续下行，信用成本边际改善，利润弹性有望释放。

资产投放方面，公司对公业务具有传统优势，所处区位优势强劲，新一届管理层干劲十足，自去年四季度起连续发起“百日攻坚”、“春季攻坚”等行动，加大资产投放力度，信贷资产投放动能的增强有望带动营收增速向上。

净息差方面，公司在资产端加大信贷投放力度、优化资产结构，增加高收益资产的获取；在负债端提升低成本存款占比，压降高成本负债。随着资产负债两端结构和定价优化双管齐下，走势有望优于可比同业。

相比净资产，银行业的净利润随经济周期波动更明显，因此相比PE，PB更适合作为银行股的估值方法。根据相对估值法，上市股份制商业银行平均PB为0.5倍。考虑公司存量风险接近出清、信贷投放力度加大、净息差精细化管控初见成效，增长动能有望显著抬升，我们给予公司2024年目标PB 0.5倍，对应目标价10.9元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表33：可比公司估值表

证券代码	上市股份行	PB	较PB均值的溢价
600036.SH	招商银行	0.90	79%
601998.SH	中信银行	0.56	11%
601166.SH	兴业银行	0.50	-1%
000001.SZ	平安银行	0.50	-2%
601916.SH	浙商银行	0.48	-6%
601818.SH	光大银行	0.42	-17%
600015.SH	华夏银行	0.37	-26%
600016.SH	民生银行	0.31	-39%
平均值		0.50	

数据来源：wind，华福证券研究所（注：数据截至2024年7月4日收盘）



6 风险提示

6.1 资产质量反复

存量风险出清不足，增量风险加速暴露，资产质量出现恶化。

6.2 信贷投放可持续性不足

公司信贷扩张力度和持续性低于预期。经济下行超预期，企业扩大再生产主动性较低，信贷需求不足。

6.3 息差下滑超预期

有效信贷需求不足带来同业竞争加剧、资产价格走低；存款定期化趋势加剧带来负债成本率上行。


图表34: 财务预测摘要

	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表 (亿元)					收入增长				
净利息收入	1,184	1,130	1,190	1,270	归母净利润增速	-28.3%	6.3%	4.9%	5.3%
手续费及佣金	245	245	245	245	拨备前利润增速	-11.0%	1.8%	6.1%	5.4%
其他收入	3	4	4	4	税前利润增速	-27.5%	6.0%	5.0%	5.3%
营业收入	1,734	1,735	1,813	1,912	营业收入增速	-8.1%	0.0%	4.5%	5.4%
营业税及附加	20	21	22	23	净利息收入增速	-11.4%	-4.6%	5.4%	6.7%
业务管理费	558	538	544	573	手续费及佣金增速	-14.8%	0.0%	0.0%	0.0%
拨备前利润	1,176	1,196	1,269	1,338	营业费用增速	-0.9%	-3.7%	1.2%	5.4%
计提拨备	769	765	816	861	规模增长				
税前利润	407	431	453	477	生息资产增速	3.3%	4.0%	3.5%	3.5%
所得税	33	35	36	38	贷款净额增速	2.2%	10.9%	6.9%	5.2%
归母净利润	367	390	409	431	同业资产增速	-4.7%	-24.7%	3.5%	-17.2%
资产负债表 (亿元)					证券投资增速	4.7%	1.7%	-3.4%	3.5%
贷款总额	50,178	55,747	59,592	62,671	其他资产增速	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%
同业资产	6,021	4,534	4,693	3,886	计息负债增速	4.6%	4.0%	3.4%	3.4%
证券投资	26,761	27,206	26,281	27,201	存款增速	3.4%	5.1%	5.1%	3.4%
生息资产	87,200	90,688	93,862	97,147	同业负债增速	32.9%	-9.5%	5.3%	7.3%
非生息资产	2,873	2,873	2,873	2,873	股东权益增速	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%
总资产	90,072	93,560	96,735	100,020	存款结构				
客户存款	50,603	53,187	55,880	57,789	活期	43.5%	44.49%	45.49%	46.49%
其他计息负债	30,604	31,237	31,432	32,506	定期	56.5%	55.51%	54.51%	53.51%
非计息负债	1,536	1,536	1,536	1,536	其他	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	82,744	85,960	88,849	91,832	贷款结构				
股东权益	7,329	7,600	7,886	8,188	企业贷款(不含贴现)	56.6%	57.62%	58.62%	59.62%
每股指标					个人贷款	37.2%	37.68%	38.18%	38.68%
每股净利润(元)	1.07	1.33	1.39	1.47	资产质量				
每股拨备前利润(元)	4.00	4.08	4.32	4.56	不良贷款率	1.48%	1.40%	1.30%	1.20%
每股净资产(元)	20.85	21.80	22.80	23.84	正常	96.19%			
每股总资产(元)	307	319	330	341	关注	2.33%			
P/E	7.94	6.39	6.10	5.79	次级	0.49%			
P/PPOP	2.12	2.09	1.97	1.86	可疑	0.45%			
P/B	0.41	0.39	0.37	0.36	损失	0.54%			
P/A	0.03	0.03	0.03	0.02	拨备覆盖率	173.51%	175.14%	184.75%	199.93%
利率指标					资本状况				
净息差(NIM)	1.52%	1.41%	1.43%	1.47%	资本充足率	12.67%	12.91%	12.96%	13.02%
净利差(Spread)	1.46%	1.37%	1.38%	1.42%	核心一级资本充足率	8.97%	9.24%	9.34%	9.45%
贷款利率	4.26%	4.08%	4.03%	4.04%	资产负债率	91.86%	91.88%	91.85%	91.81%
存款利率	2.16%	2.14%	2.12%	2.12%	其他数据				
生息资产收益率	3.75%	3.63%	3.64%	3.67%	总股本(亿)	294	294	294	294
计息负债成本率	2.29%	2.26%	2.25%	2.24%					
盈利能力									
ROAA	0.41%	0.42%	0.43%	0.44%					
ROAE	6.13%	6.23%	6.25%	6.29%					
拨备前利润率	1.33%	1.30%	1.33%	1.36%					

数据来源: wind, 华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn