

上海银行 (601229.SH)

营收增速有所放缓，息差小幅上升

事件：上海银行发布 2019 年三季度业绩报告。

投资建议：

上海银行 19Q3 营收增速大幅放缓，利润增速符合预期，其中存贷款保持较快增长，同业负债环比有所收缩，经测算由于资产结构调整，净息差预计有所上升，资产质量相对稳定，但不良生成率有所上行同时拨备计提增速放缓。考虑到公司信贷投放持续向零售贷款倾斜，我们预计公司 2019/20 年归母净利润增速为 14.54% 和 13.51%，EPS 为 1.38/1.58 元/股，BVPS 为 11.04/12.27 元，当前股价对应 2019/20 年 PE 为 7.0X/6.1X，PB 为 0.87X/0.79X。近两年来公司估值中枢约 0.93 倍 PB，我们按 2019 年 11.04 元 BVPS 和 0.93 倍 PB 估算，对应公司合理价值约为 10.27 元/股。

风险提示：1. 经济增长超预期下滑；2. 资产质量大幅恶化。

核心观点：

● 营收增速大幅放缓，利润增长符合预期

2019 年前三季度实现营收 378.81 亿元，同比增长 19.76%，增速较 2018H1（同比+27.35%）下降 7.58pcts；实现拨备前利润 306.15 亿元，同比增长 22.34%（VS2019H1：+30.39%，下降 8.04pcts）；其中实现净利息收入 220.21 亿元，同比增长 6.08%（VS2019H1：+11.98%，下降 5.90pcts）；实现手续费净收入 49.58 亿元，同比增长 10.44%（VS2019H1：+9.08%，上升 1.35pcts）。实现归母净利润 163.59 亿元，同比增长 14.59%，较 2019H1（同比+14.32%）基本持平，符合预期，其中生息资产规模扩张、其他非息收入超高增长（同比增长 45.89%）对业绩贡献明显。

● 经测算资产结构调整带动净息差上升

根据我们的测算，2019Q3 公司净息差和净利差环比分别改善 3bps 和 2bps；主要是由于资产结构调整带动收益率提升较快，19 年三季度末贷款/生息资产的占比达到 44.3% 的高位，同时零售贷款/贷款的占比上升到 31.42%，其中个人消费贷款（含信用卡）占零售贷款比例达到 65.92%。

● 存、贷款环比增长较快，同业负债环比有所收缩

1. 19Q3 公司资产总额 21,876 亿元，同比增长 11.71%（VS19H1：+12.82%），环比增长 1.05%，其中贷款总额 9,586 亿元，同比增长 15.28%，环比增长 3.57%（VS19H1：+4.37%），增长较快；投资类资产 9,081 亿元，环比增长 0.10%（VS19H1：+3.52%），放缓明显；同业资产 1,523 亿元，环比大幅收缩 11.67%。2. 负债总额 20,138 亿元，同比增长 11.88%（VS19H1：+13.11%），环比增 0.84%；19Q3 存款 11,949.7 亿元，同比增长 18.07%，环比增长 3.0%（VS19Q1：+4.57%，19H1：+6.42%）；应付债券环比结束下降趋势，环比增 30.2%（VS19H1：-21.7%）至 1,915 亿元；同业负债环比收缩 12.21%（VS19H1：+10.69%）至 4,959.7 亿元。

● 不良生成率环比微升，累计拨备计提同比增速较上半年有所放缓

1. 2019Q3 不良贷款率 1.17%，环比微降 1bp；不良贷款余额环比上升 2.96 亿元至 112.08 亿元；关注贷款率为 1.86%，环比持平。2. 经测算加回核销和转出后的 2019Q3 年化不良生成率为 1.37%，环比 19H1 上升 10bps，仍处于低位。3. 2019 年前三季度计提拨备 121.79 亿元，同比增长 26.4%（VS：19Q1：+99.2%，19H1：+47.8%），增速放缓，2019Q3 拨备覆盖率环比下降 0.78pcts 至 333.36%。

公司评级

买入

当前价格

9.64 元

合理价值

10.27 元

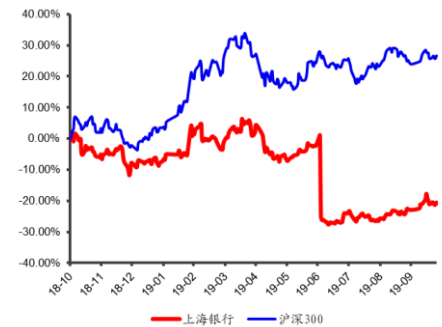
前次评级

买入

报告日期

2019-10-28

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

上海银行 (601229.SH) : 消费贷高增带动息差显著提

升，需关注资本约束

上海银行 2018 年三季度报点

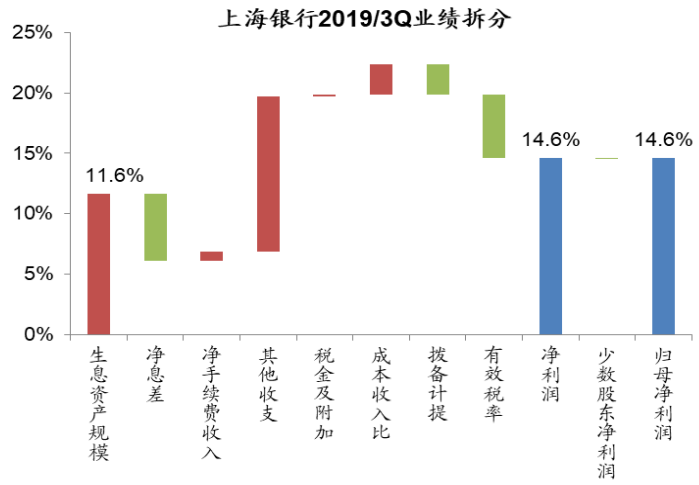
评：息差环比显著改善，营收

净利增长强劲

2019-04-21

2018-10-28

图 1: 上海银行2019Q3业绩驱动因素贡献拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

附表：上海银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
价值评估 (倍)						利润表					
P/E	4.92	6.18	6.98	6.11	5.39	净利息收入	19,117	29,937	31,807	34,772	37,563
P/B	0.59	0.75	0.87	0.79	0.71	利息收入	60,082	75,877	83,323	90,162	98,961
P/PPOP	2.18	2.24	3.04	3.05	3.41	利息支出	40,965	45,940	51,516	55,390	61,398
每股指标						净手续费收入	6,256	5,980	6,577	7,367	8,472
EPS	1.96	1.56	1.38	1.58	1.79	净其他非息收入	7,752	7,971	11,957	13,512	15,133
BVPS	16.27	12.93	11.04	12.27	13.65	营业收入	33,125	43,888	50,341	55,651	61,167
PPOPPS	3.17	3.16	2.83	3.14	3.46	营业支出	17,120	24,785	27,261	29,744	32,285
DPS	0.50	0.45	0.42	0.48	0.54	税金及附加	344	447	539	606	689
股息支付率	25.46%	28.94%	28.94%	28.94%	28.94%	业务及管理费	8,105	9,006	9,817	10,574	11,561
股息收益率	5.19%	4.67%	4.37%	4.96%	5.59%	营业利润	16,005	19,103	23,081	25,907	28,882
驱动性因素						营业外净收入	78	149	171	192	207
贷款增长	19.86%	28.11%	16.00%	15.00%	14.00%	拨备前利润	24,754	34,584	40,157	44,663	49,125
存款增长	8.78%	12.87%	15.00%	14.00%	13.00%	资产减值损失	8,671	15,332	16,905	18,564	20,035
生息资产增长	3.04%	12.62%	8.56%	10.02%	8.06%	利润总额	16,082	19,252	23,252	26,099	29,089
计息负债增长	1.17%	18.61%	3.42%	9.99%	9.26%	所得税	746	1,184	2,558	2,610	2,618
平均贷款收益率	4.36%	5.27%	5.15%	5.02%	4.98%	净利润	15,337	18,068	20,695	23,489	26,471
平均生息资产收益率	3.40%	3.98%	3.95%	3.91%	3.94%	归母净利润	15,328	18,034	20,656	23,446	26,425
平均存款付息率	1.83%	1.98%	2.20%	2.30%	2.34%	资产负债表					
平均计息负债付息率	2.52%	2.57%	2.62%	2.63%	2.66%	贷款总额	664,022	850,696	986,807	1,134,828	1,293,704
净息差(NIM)-测算值	1.08%	1.57%	1.51%	1.51%	1.50%	贷款减值准备	20,830	32,335	43,413	52,508	59,569
净利差(NIS)-测算值	0.87%	1.40%	1.34%	1.28%	1.28%	贷款净额	643,191	818,360	943,394	1,082,320	1,234,134
净手续费收入增速	1.61%	-4.42%	10.00%	12.00%	15.00%	投资类资产	833,203	859,062	910,606	956,136	965,697
净非息收入/营收	42.29%	31.79%	36.82%	37.52%	38.59%	存放央行	136,064	145,106	143,864	164,004	185,325
成本收入比	24.47%	20.52%	19.50%	19.00%	18.90%	同业资产	161,775	166,803	153,459	159,597	164,385
拨备支出/平均贷款	1.42%	2.02%	1.84%	1.75%	1.65%	其他资产	33,533	38,441	42,095	46,735	51,095
实际所得税率	4.64%	6.15%	11.00%	10.00%	9.00%	生息资产	1,795,064	2,021,667	2,194,735	2,414,566	2,609,112
业绩年增长率						资产合计	1,807,767	2,027,772	2,220,529	2,465,277	2,695,295
净利息收入	-26.47%	56.60%	6.25%	9.32%	8.02%	存款	923,585	1,042,490	1,198,863	1,366,704	1,544,375
净手续费收入	1.61%	-4.42%	10.00%	12.00%	15.00%	向央行借款	81,605	102,942	102,942	102,942	102,942
营业收入	-3.72%	32.49%	14.70%	10.55%	9.91%	同业负债	459,029	498,456	495,963	515,802	531,276
营业支出	-5.76%	44.77%	9.99%	9.11%	8.54%	发行债券	168,148	292,318	204,622	216,900	227,745
拨备前利润	-4.41%	39.71%	16.12%	11.22%	9.99%	计息负债	1,632,367	1,936,205	2,002,391	2,202,347	2,406,338
利润总额	-1.45%	19.71%	20.78%	12.24%	11.46%	负债合计	1,660,326	1,866,004	2,043,256	2,270,461	2,480,761
净利润	7.06%	17.81%	14.54%	13.50%	12.70%	股东权益合计	147,441	161,769	177,273	194,815	214,535
归母净利润	7.13%	17.65%	14.54%	13.51%	12.71%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	7,643	9,712	16,050	22,369	27,552
ROAA	0.86%	0.94%	0.97%	1.00%	1.03%	不良贷款率	1.15%	1.14%	1.63%	1.97%	2.13%
ROAE	12.63%	12.67%	13.16%	13.54%	13.79%	不良净生成率	0.65%	0.95%	1.43%	1.60%	1.60%
RORWA	1.38%	1.38%	1.39%	1.45%	1.50%	拨备覆盖率	273%	333%	270%	235%	216%
资本状况						拨贷比	3.14%	3.80%	4.40%	4.63%	4.60%
资本充足率	14.33%	13.00%	13.08%	13.09%	13.07%	流动性					
一级资本充足率	12.37%	11.22%	11.40%	11.50%	11.58%	存贷比	71.90%	81.60%	82.31%	83.03%	83.77%
核心一级资本充足率	10.69%	9.83%	10.10%	10.31%	10.48%	贷款/总资产	36.73%	41.95%	44.44%	46.03%	48.00%
加权风险资产	1,185,926	1,435,652	1,550,504	1,690,050	1,850,604	投资类资产/总资产	46.09%	42.36%	41.01%	38.78%	35.83%
风险加权系数	65.60%	70.80%	69.83%	68.55%	68.66%	同业资产/总资产	8.95%	8.23%	6.91%	6.47%	6.10%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李 佳 鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。