

侧重零售业绩增, 提振息差降不良

投资要点

- **推荐逻辑:** 市场流动性保持合理充裕稳定银行负债成本, 表外非标资产回归信贷提振利息收入, 巩固息差空间, 零售业务快速扩张改善资产质量。公司作为地处经济发达区域的城商行龙头, 客户基础和信贷质量具有天然优势, 在零售主打的消费金融产品热销拉动下, 信贷资产规模扩张迅速, 息差水平稳中有升, 不良贷款率持续压降。目前 2018 年 PB 估值仅为 0.78 倍, 安全边际较高, 公司未来三年净利润有望实现年均 18% 的符合增长。
- **零售消费金融快速扩张, 息差水平抬升明显。** 公司近年来侧重发展零售业务板块, 零售贷款占比达到 29% 且仍处于上升通道。公司重点推出的消费贷产品“金桔贷”、“信义贷”产品贷款投放规模快速增长, 在零售贷款中的占比超过 50%, 带动公司整体信贷规模同比增长超过 30%, 带动公司 2018 年业绩大幅改善。同时, 零售业务的快速增长也提升了公司盈利能力, 拉动 2018 年三季度净息差由 2017 年末的 1.38% 跃升至 1.61%, 抬升幅度非常明显。未来考虑到在消费升级社会背景下, 居民短期消费贷款仍将保持较高水平增长, 消费贷款类金融产品预计仍有较大市场空间, 公司信贷资产扩张有望延续 2018 年的较快增速, 为公司未来业绩增长大奠定扎实基础。
- **扎根经济发达地区, 做实做优信贷资产。** 上海银行由于地处经济发达的长三角地区, 客户基础较为优质, 在上市银行当中不良贷款率处于低位。截止到 2018 年三季度末, 公司不良贷款余额为 89.78 亿元, 较年初增长 13.34 亿元, 不良率 1.08%, 较年初下降 7BP, 在上市银行当中仅高于宁波银行、南京银行和常熟银行。从资产质量的变化趋势来看, 虽然近年来宏观经济周期向下, 但是上海银行对于新增贷款强化资产质量管控, 加大风险遏制与不良化解, 通过实时监测信贷客户动态、滚动排摸信贷资产风险、主动退出不良率较高的产能过剩行业, 平衡资产质量压力。同时, 公司在整体信贷投放上向零售业务倾斜, 专注发展不良率低的消费金融业务, 带动公司整体不良率连续三年保持下降趋势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.76 元、2.02 元、2.33 元, 未来三年归母净利润将保持 18% 的复合增长率。考虑到消费升级的社会背景下, 居民短期消费市场空间旺盛, 公司零售信贷规模有望持续高增, 给予公司 2018 年 1 倍 PB 估值, 对应目标价 14.86 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 经济周期下行或使公司资产质量恶化; 监管政策趋严或是使公司监管压力加大; 贷款利率下滑或使公司息差空间收窄。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	33,125	42,002	47,934	54,195
增长率	-3.73%	26.80%	14.12%	13.06%
归属母公司净利润(百万元)	15,328	19,268	22,075	25,449
增长率	7.13%	25.70%	14.57%	15.28%
每股收益 EPS(元)	1.96	1.76	2.02	2.33
净资产收益率 ROE	11.49%	12.46%	12.92%	13.48%
PE	5.94	6.61	5.77	5.01
PB	0.62	0.78	0.71	0.64

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)	10.26-16.61
总市值(亿元)	1,274.22
总资产(亿元)	19,583.28
每股净资产(元)	12.62

相关研究

目 录

1 公司概况：扎根国际金融中心，打造区域城商龙头	1
2 公司分析：零售占比稳步上升，息差提振不良下降	3
2.1 资产结构调整巩固息差，零售增速快于对公信贷	3
2.2 资产质量天生优良，不良生成稳中有降	5
2.3 多渠道融资补血，夯实资本基础	7
3 盈利预测与估值	8
3.1 盈利预测	8
3.2 绝对估值	8
3.3 相对估值	9
4 风险提示	10

图 目 录

图 1: 上海银行股东结构情况	1
图 2: 公司资产规模扩张情况 (单位: 百万元)	2
图 3: 公司 2012 年主营业务毛利情况	2
图 4: 公司营业收入增长情况 (单位: 亿元)	2
图 5: 公司归母净利润增长情况 (单位: 亿元)	2
图 6: 上市银行资产结构对比情况	3
图 7: 上海银行资产结构变化情况	3
图 8: 上海银行净息差、净利差变化情况	3
图 9: 上市银行净息差对比 (单位: %)	3
图 10: 上海银行贷款结构变化情况	4
图 11: 上海银行个人贷款结构变化情况	4
图 12: 居民短期消费贷增速保持较高水平 (单位: 亿元)	4
图 13: 2018 年三季度上市银行不良率对比情况 (单位: %)	6
图 14: 上海银行资产质量变化情况 (单位: 百万元)	6
图 15: 上海银行信贷投放行业结构	6
图 16: 上海银行分业务资产情况	6
图 17: 上海银行不良生成情况 (单位: 亿元)	7
图 18: 上海银行逾期贷款与不良贷款率占比	7
图 19: 上市银行一级资本充足率对比情况	7
图 20: 上海银行资本充足率变化情况 (单位: %)	7

表 目 录

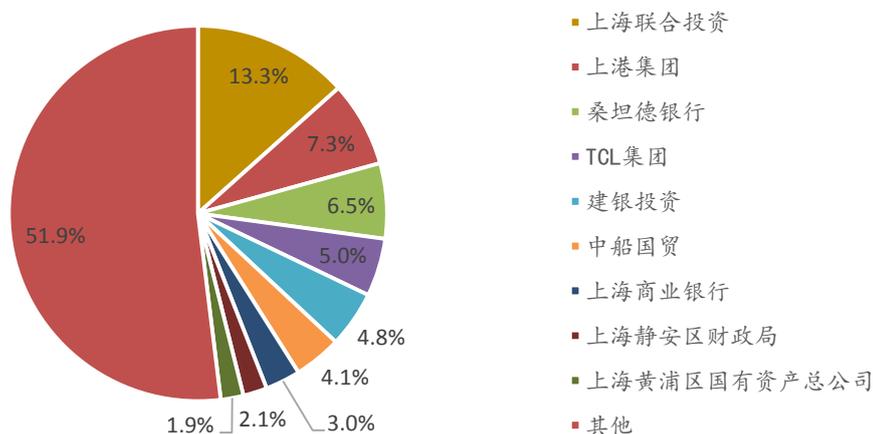
表 1: 市场热销消费金融产品对比	5
表 2: 上海银行关键假设指标参数预测 (单位: 百万元)	8
表 3: 上海银行绝对估值预测结果 (单位: 元)	9
表 4: 可比公司估值	9
附表: 财务预测与估值	11

1 公司概况：扎根国际金融中心，打造区域城商龙头

上海银行位于我国金融中心上海市，是一家以“精品银行”为战略愿景的区域城商行龙头。近年来通过推进专业化经营和精细化管理，公司着力在中小企业、财富管理和养老金融、金融市场、跨境金融、在线金融等领域培育和塑造经营特色，不断增强可持续发展能力。公司目前在上海、北京、深圳、天津、成都、宁波、南京、杭州、苏州、无锡、绍兴、南通、常州、盐城等城市设立分支机构，形成长三角、环渤海、珠三角和中西部重点城市的布局框架；发起设立四家村镇银行、上银基金管理有限公司、上海尚诚消费金融股份有限公司，设立上海银行(香港)有限公司，并与全球 120 多个国家和地区近 1500 多家境内外银行及其分支机构建立了代理行关系。

上海银行股东中既有上海市国有股份、中资法人股份，也有外资银行及众多个人股份，混合所有制结构下形成的公司管理层形成了一套健全的公司治理架构。“三会一层”各司其职、相互制衡、有效协作，组织架构与管理模式持续优化，运行效率不断提高。

图 1：上海银行股东结构情况



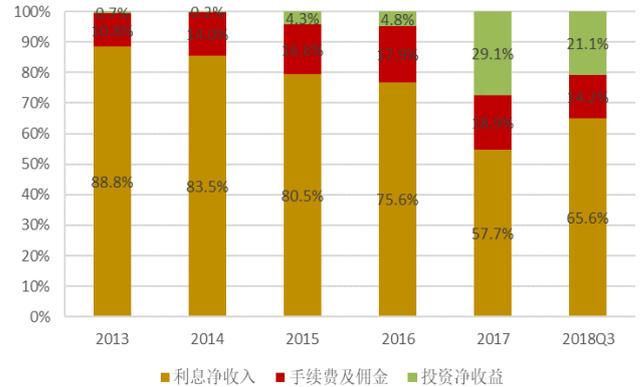
数据来源：西南证券整理

公司主营业务结构：受债券和同业非标投资规模扩张因素影响，上海银行在 2014-2016 年资产规模保持着 20% 以上的快速扩张势头。但进入到 2017 年，随着金融去杠杆政策深化，对同业非标理财的政策压缩力度加大，上海银行投资资产扩张步伐有所趋缓，更多依赖信贷投放的扩张带动资产规模增长。截止到 2018 年三季度末，公司资产总额达到 1.96 万亿元，同比增长 11.3%，增速较去年底环比回暖 8.3 个百分点。

从业务结构来看，在 2017 年之前公司利息净收入占比持续下降，手续费佣金及投资收益占比持续攀升，反映了公司在拓展盈利渠道，扩大投资规模上面做了诸多尝试。但是，随着 2018 年资管新规落地，行业回归到以信贷主业为本的传统业务当中，投资收益和非息收入占比也有所下降。截止到 2018 年三季度，上海银行利息净收入占比达到 65.6%，较 2017 年底提升 7.9 个百分点。

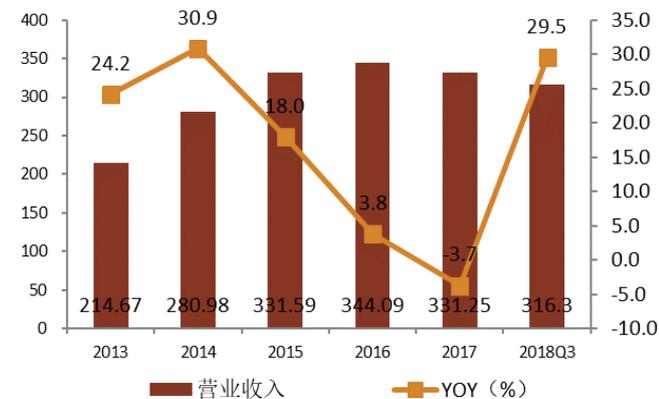
图 2: 公司资产规模扩张情况 (单位: 百万元)


数据来源: 西南证券整理

图 3: 公司 2012 年主营业务毛利情况


数据来源: 西南证券整理

公司业绩状况: 公司过往业绩波动较大, 2013-2015 年处于快速增长期, 受信贷资产持续扩张影响营收和净利润增速均保持两位数增长。2016 年受利率市场化以及营改增价税分离政策影响, 公司利息净收入同比下滑 2.56% 拖累营收增长, 2017 年受衍生工具价值减少, 公司营收和净利润增速都达到近年低点, 2018 年公司发展重心重回信贷主业, 注重息差管理, 截至三季度末营收和规模净利润都大幅好转, 同比分别增长 29.5% 和 22.5%, 逼近近年高点。

图 4: 公司营业收入增长情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司归母净利润增长情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

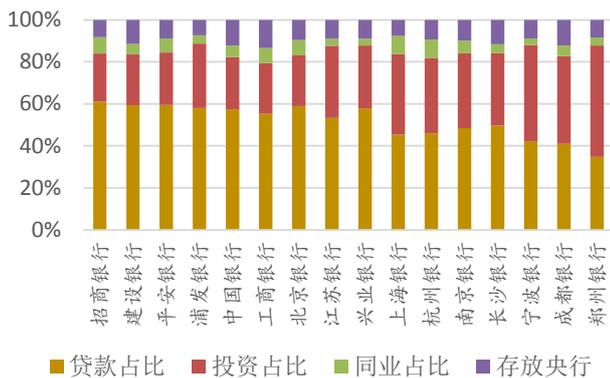
2 公司分析：零售占比稳步上升，息差提振不良下降

2.1 资产结构调整巩固息差，零售增速快于对公信贷

与行业多数银行发展传统信贷业务为主不同，城商行资产端的配置结构更为多元化，更加重视投资资产配置，信贷资产占比普遍低于 50%。这一方面是由于信贷市场对于优质客户的争夺日趋激烈，城商行在传统信贷业务方面不具有比较优势有关，另一方面也跟城商行与地方政府联系较为密切，投资地方政府债券及城投类平台公司占比较大有关。

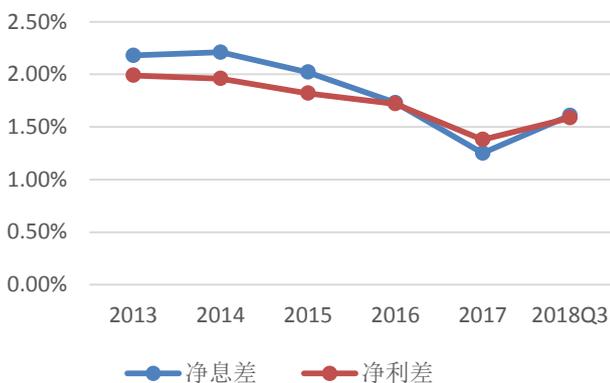
就上海银行来说，公司信贷资产占比在 2016 年之前持续下降，而相应的债券和非标投资占比一路攀升。自 2017 年开始，随着资管新规政策约束提升，公司积极调整资产配置结构，回归信贷主业，在维持债券投资整体占比稳定的前提下持续压降非标及同业投资，拉动息差水平企稳回升。截止到 2018 年三季度，上海银行信贷资产占比达到 42.5%，较 2016 年底提升近 11 个百分点，在上市城商行当中仅次于北京银行和江苏银行，稳居前列。同时，公司净息差和净利差水平也较 2017 年底分别增长 36BP 和 21BP。

图 6：上市银行资产结构对比情况



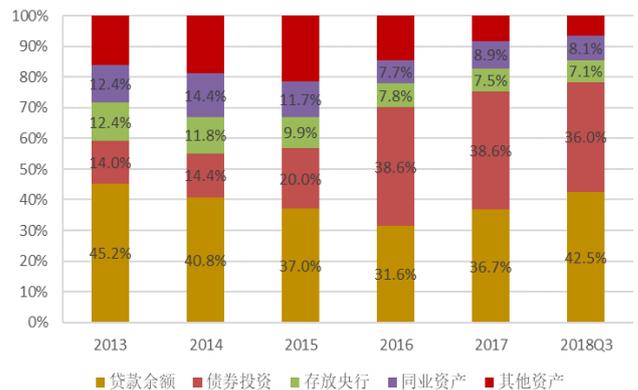
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：上海银行净息差、净利差变化情况



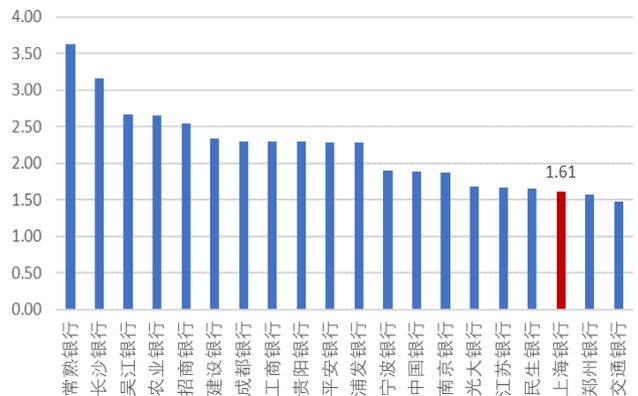
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：上海银行资产结构变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：上市银行净息差对比 (单位：%)

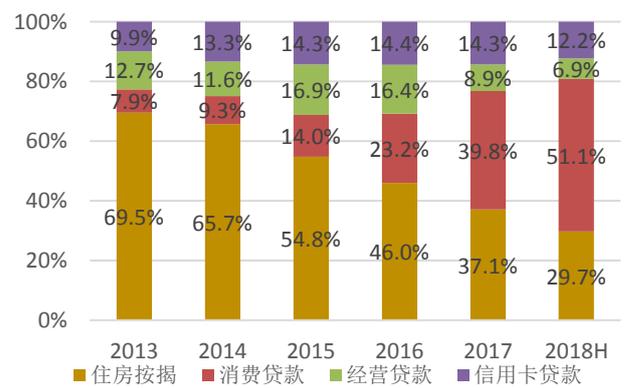


数据来源：wind，西南证券整理

公司在提升信贷资产占比的过程当中,也在积极根据宏观经济周期和市场供需环境调整信贷资产结构。从最近五年公司的信贷资产结构变化来看,对公贷款占比较为稳定,保持在70%水平上下,而比较明显的趋势是个人贷款占比的持续提升和票据贴现业务的持续萎缩,这主要反映了公司找到了适合自身发展的差异化道路,通过转型零售业务,加大个人信贷的主动投放,压降对公票据贴现贷款,从而在保证资产质量不下降的基础上提升息差水平。截止到2018年二季度末,公司个人贷款规模达到2266.71亿元,较2017年底增长30.23%,增速远高于对公贷款17.7%的增速,在新增贷款中的占比达到29.0%,较2013年大幅提升15.3个百分点。

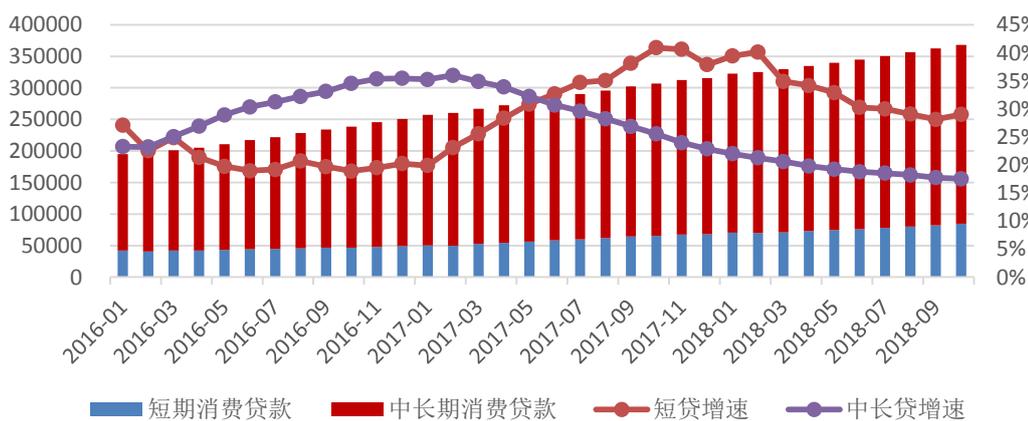
图 10: 上海银行贷款结构变化情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 11: 上海银行个人贷款结构变化情况


数据来源: wind, 西南证券整理

在个人贷款方面,受近年来居民消费意识和消费水平提升影响,居民消费贷款规模尤其是短期消费贷款规模持续保持较高水平增长,截止到2018年10月份,我国金融机构居民消费性贷款规模达到36.8万亿元,同比增长20%。其中,居民短期消费贷款余额达到8.46万亿元,同比增长29%,增速远高于中长期贷款,展现出旺盛的增长动力。

图 12: 居民短期消费贷增速保持较高水平 (单位: 亿元)


数据来源: 西南证券整理

上海银行一直将零售业务发展定位为“重中之重”，而在零售贷款当中，消费金融无疑更是作为战略特色业务来发展和培育。截止到 2018 年上半年，上海银行消费贷余额达到 1158.8 亿元，同比增长逾 3 倍，在零售贷款中的占比跃升至 51.1%，代替住房按揭贷款成为第一大零售业务。公司采取外部合作和自营拓展的营销策略双管齐下，先后推出的“金桔贷”、“信义贷”等消费金融产品受到市场热捧。

“金桔贷”是上海银行凭借个人信用发放的一种贷款产品，最高贷款额度可以达到 300 万元，对应申请人必须持有上海银行慧通白金卡一年及以上，在上海银行办理个人房贷两年以上。授信期限为 1-3 年，授信期间随借随还，按日计息，先息后本，每月还 0.5% 本金作为利息，最后一个月本金一次还清。年化利率在 5.6%-6.2% 左右。

“信义贷”是上海银行以信用方式，向符合条件的借款人发放的，用于本人及家庭合理消费用途的人民币贷款。贷款对象为从业 2 年以上正式在编的公务员、事业单位员工、500 强企业员工、金融机构员工及优势行业员工等。最高额度 30 万元，授信期限为 1-3 年，授信期间随借随还，每月归还贷款本金（银行商定本金比例）及相应利息，剩余本金到期后统一归还。年化利率为 5.66% 起。

表 1：市场热销消费金融产品对比

序号	银行	产品名称	还款方式	利率	额度	授信期限
1	上海银行	信义贷	先息后本，每月归还一定比例本金最后一期还完	5.66%	最高 30 万	1-3 年
2	上海银行	金桔贷	先息后本，月还 0.5% 本金，最后一期还完	6.3%-6.78%	最高 300 万	1-3 年
3	宁波银行	白领通	随借随还，按日计息，先息后本	6.96%-7.92%	10-30 万	最长 3 年
4	浦发银行	消费易	可选择按月等额本金、按月等额本息	6.10%	10-100 万	最长 30 年
5	民生银行	消费微贷	按月付息到期还本	6.10%	最高 30 万	最长 3 年
6	招商银行	消费贷	随借随还，不使用不计息	6.28%-6.88%	最高 30 万	最长 10 年
7	兴业银行	兴闪贷	随借随还，不使用不计息	7.3%-9.2%	最高 30 万	最长 3 年

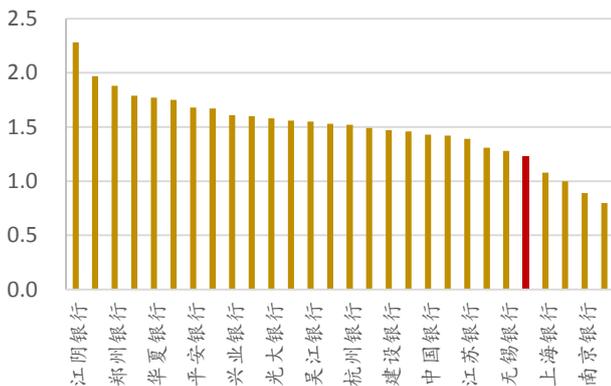
数据来源：公司网站，西南证券整理

与其他上市银行消费贷产品对比，从贷款利率来看，是基本相同的，贷款的预期年化利率都在 6% 上下浮动，相比之下，浦发银行“万用金”5% 的贷款利率是最低的，但是申请条件是要有一张浦发银行的信用卡，上海银行“信义贷”5.655% 的利率也相对较低。从贷款额度来看，上海银行的“金桔贷”是额度最高的消费贷产品，贷款额度高达 300 万元，宁波、招商、浦发等银行的最高额度均为 30 万元，民生银行最高额度为 50 万元。但“金桔贷”对于贷款对象有严格的限制，中贷人必须是上海银行的白金卡客户且在上海银行办理房贷。从授信期限来看，各银行消费贷产品期限多限制为 3 年，浦发银行“消费易”期限最长可达 30 年。从还款方式来看，大多是先息后本，每月归还一定比例本金最后一期还完。

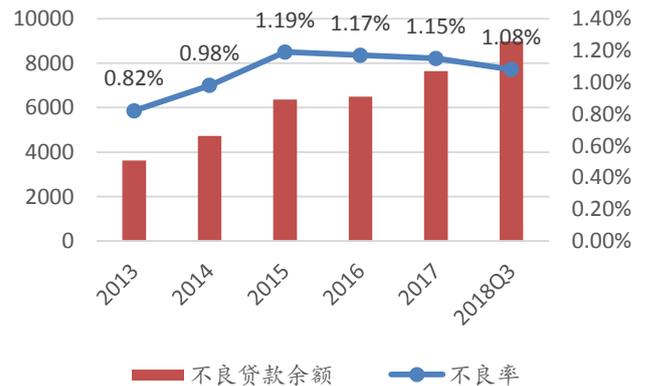
2.2 资产质量天生优良，不良生成稳中有降

上海银行由于地处经济发达的长三角地区，客户基础较为优质，在上市银行当中不良贷款率处于低位。截止到 2018 年三季度末，公司不良贷款余额为 89.78 亿元，较年初增长 13.34 亿元，不良率 1.08%，较年初下降 7BP，在上市银行当中仅高于宁波银行、南京银行和常熟银行。

从资产质量的变化趋势来看,虽然近年来宏观经济周期向下,行业整体资产质量承压,但是上海银行对于新增贷款强化资产质量管控,加大风险遏制与不良化解,通过实时监测信贷客户动态、滚动排摸信贷资产风险、设置信用风险预警预案、主动退出不良率较高的产能过剩行业,平衡资产质量压力。同时,公司在整体信贷投放上向零售业务倾斜,专注发展不良率低的消费金融业务,带动公司整体不良率连续三年保持下降趋势。

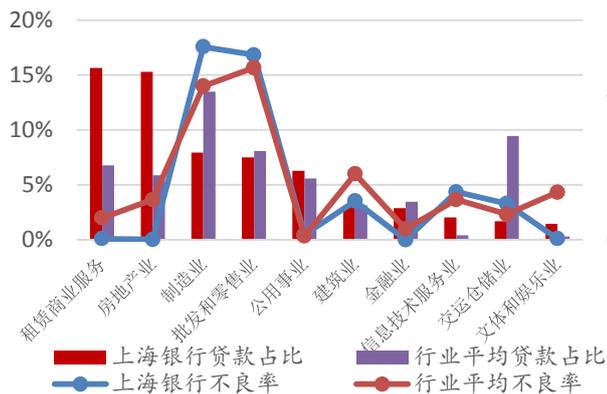
图 13: 2018 年三季度上市银行不良率对比情况 (单位: %)


数据来源: wind, 西南证券整理

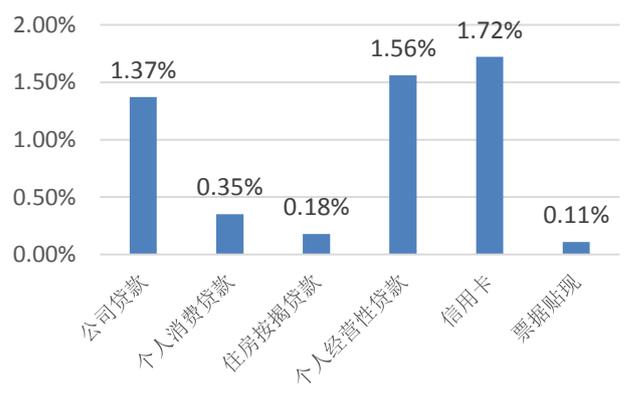
图 14: 上海银行资产质量变化情况 (单位: 百万元)


数据来源: wind, 西南证券整理

从上海银行的信贷投放行业结构来看,主要集中在租赁服务和房地产行业当中,合计占比超过 30%,而这两个行业不良率均处于行业低位,属于资质优良的信贷对象。上海银行在上述两个行业的不良贷款占比均低于行业平均水平,显示出了较强的风控水平。除此之外,上海银行近年来大力发展零售业务,其零售贷款中占比最高的个人消费贷款和住房按揭贷款质量也优于行业平均水平,在消费贷款余额持续高速增长的背景下,我们预计上海银行未来的整体信贷资产质量仍将持续向好。

图 15: 上海银行信贷投放行业结构


数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: 上海银行分业务资产情况


数据来源: wind, 西南证券整理

公司对不良贷款的确认较为严格,对逾期 90 天以上的资产全额记入不良,逾期 90 天贷款与不良贷款的比例仅为 0.61%,逾期贷款与不良贷款之间的剪刀差持续走阔,显示公司对不良贷款的计提较为审慎严格。此外,虽然经济周期下行使公司不良贷款余额有所增加,但是随着公司加大对不良资产的核销处置力度,不良贷款生成率有望继续回落。

图 17: 上海银行不良生成情况 (单位: 亿元)


数据来源: wind, 西南证券整理

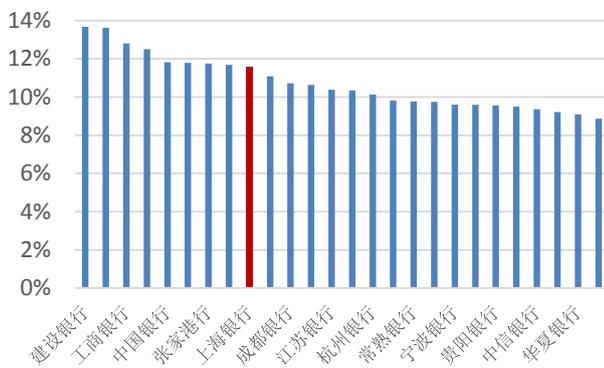
图 18: 上海银行逾期贷款与不良贷款率占比


数据来源: wind, 西南证券整理

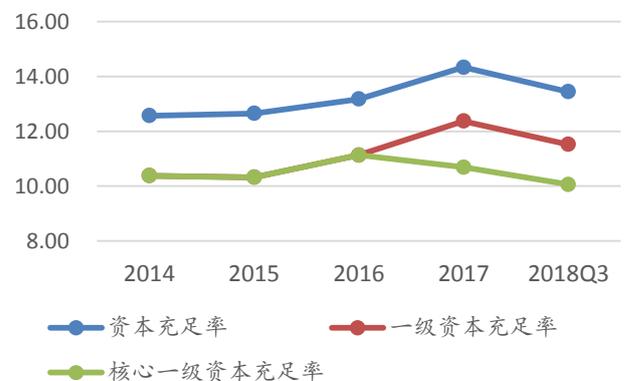
2.3 多渠道融资补血, 夯实资本基础

在资管新规的政策引导下, 商业银行表外非标资产回归表内信贷带来了商业银行的资本金补充压力, 在目前的上市银行当中, 城商行的资本充足率水平整体较低, 信贷规模扩张却较快, 资本金补充压力较大。目前城商行的资本金补充主要通过发行二级资本债、可转债和优先股的形式进行补充。

上海银行自 2016 年 IPO 上市以来, 资本金充足率长期处于行业中上游水平, 公司主要通过发行二级资本债的形式满足信贷扩张对资本金的要求。截止到 2018 年三季度末, 上海银行核心一级资本充足率、一级资本充足率以及资本充足率分别为 10.06%、11.52%和 13.44%, 较上年末均有所回落, 这主要是由于公司 2018 年信贷规模扩张迅速, 对资本金的消耗更多所致。近年来, 受资管新规引导商业银行表外非标资产回表以及理财子公司纷纷成立, 对商业银行核心一级资本以及一级资本提出了更高要求。上海银行也在积极通过开拓更多融资渠道来补充资本金。公司在 2017 年获批发行 200 亿元的优先股, 并于 2018 年初完成发行, 补充了公司一级资本净额。未来随着公司信贷规模持续扩张, 公司有望继续通过多渠道融资手段补充资本金。

图 19: 上市银行一级资本充足率对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 上海银行资本充足率变化情况 (单位: %)


数据来源: wind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

对于未来公司成长,我们做出如下假设:(1)未来三年公司存款增速将保持稳健增长趋势,2018-2020年存款增速分别为11%、10.5%、10.5%。(2)未来三年公司贷款增速保持平稳增长,2018-2020年贷款增速分别为30%、15%、15%。(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3.98%、4.05%、4.07%。(4)公司2018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2.75%、2.75%、2.75%。

表 2: 上海银行关键假设指标参数预测 (单位: 百万元)

		2017A	2018E	2019E	2020E	
利息净收入	利息净收入	19,117	28,115	32,658	36,627	
	生息资产规模	合计	1,795,064	1,984,604	2,182,156	2,395,129
		贷款规模	664,022	863,228	992,712	1,141,619
		存放央行及同业	297,839	297,953	328,674	358,669
		债券投资	833,203	823,422	860,770	894,840
	生息资产收益率	3.67%	3.98%	4.05%	4.07%	
	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	2.52%	2.75%	2.75%	2.75%		
非利息收入		13,969	13,887	15,276	17,567	
营业收入		33,125	42,002	47,934	54,195	

数据来源: 公司公告、西南证券预测

预计公司2018-2020年营业收入分别为420.02亿元、479.34亿元、541.95亿元,归母净利润分别为192.68亿元、220.75亿元、254.49亿元, EPS分别为1.76、2.02和2.33元,对应PE分别为6.6、5.7和5.0倍。

3.2 绝对估值

我们使用三阶段DDM估值,以未来三年作为短期,接下来10年作为过渡增长期,之后作为永续期。设定估值假设条件分别为:(1)假设市场无风险利率为3.5%,风险溢价为6%,贝塔系数1.1倍,折现率为10.1%;(2)假设过渡增长期股利支付率为25%,永续期股利支付率为25%;(3)假设过渡增长期权益倍数为12倍,永续期权益倍数为12倍。根据以上主要假设条件,得到公司的合理每股价值为14.81元。

表 3: 上海银行绝对估值预测结果 (单位: 元)

	详细预测期 2018-2020	过渡增长期 2020-2030	永续增长期 2030及以后
净息差	1.55%	1.50%	1.50%
生息资产/总资产	100.26%	100.00%	100.00%
贷款总额/生息资产	47.67%	50.00%	50.00%
净非利息收入/营业收入	32.45%	33.00%	35.00%
成本收入比(含营业税)	21.56%	20.00%	20.00%
PPOP ROAA	1.81%	2.00%	2.00%
信用成本	1.52%	1.50%	1.50%
有效税率	7.00%	7.00%	7.00%
ROAA	1.01%	0.80%	0.80%
权益乘数	12.09	12.00	12.00
ROAE	12.16%	10.00%	10.00%
股利支付率	11.00%	25.00%	25.00%
增长率g	10.82%	7.50%	7.50%
初始平均股东权益	16.84	18.81	38.77
阶段现金流折现	1.26	2.88	10.67
每股公允价值	14.81		
隐含 PB	0.79		

数据来源: Wind, 西南证券整理

3.3 相对估值

我们选取了行业当中同为 A 股上市城商行的五家公司与上海银行进行对比, 2018 年五个公司的平均 PB 为 0.86 倍, 2019 年平均 PB 为 0.79 倍。上海银行未来最大的看点有三个:

(1) 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, 享有估值溢价; (2) 公司继续做大零售板块, 尤其是消费金融业务, 并且这部分利息收入尚未完全体现在公司当期业绩当中, 预计 2019 年公司利息净收入将延续高增; (3) 零售消费业务占比的大幅提升不仅能够提振公司息差收入, 还有助于压降公司整体不良率, 改善信贷质量, 从而增厚拨备, 增加利润释放空间, 提升业绩弹性。综上所述, 我们认为上海银行合理的估值水平区间应该在 0.9 倍-1.1 倍 PB 估值区间。

表 4: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PB (倍)			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002142.SZ	宁波银行	16.33	1.84	2.17	2.63	3.25	1.45	1.19	1.20	1.08
601169.SH	北京银行	5.93	0.99	0.94	1.02	1.10	0.80	0.72	0.66	0.60
601009.SH	南京银行	6.84	1.09	1.32	1.56	1.87	1.01	0.87	0.76	0.66
601919.SH	江苏银行	6.21	1.03	1.14	1.28	1.44	0.79	0.64	0.58	0.53
601997.SH	贵阳银行	11.10	1.97	2.23	2.61	3.13	1.03	0.87	0.74	0.63
平均值							1.02	0.86	0.79	0.70

数据来源: Wind 一致预测, 西南证券整理

考虑到未来行业政策和经济发展周期的不确定性，我们选择了估值较为保守的相对估值方法，给予上海银行对应 2018 年 1 倍 PB 估值，对应未来 6 个月目标价 14.86 元，首次覆盖给予“买入”评级。

4 风险提示

经济周期下行或使公司资产质量恶化；监管政策趋严或是使公司监管压力加大；贷款利率下滑或使公司息差空间收窄。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万)	2017A	2018E	2019E	2020E	盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收入	19,117	28,115	32,658	36,627	ROAE	11.49%	12.46%	12.92%	13.48%
净手续费收入	6,256	5,943	6,537	7,518	ROAA	0.86%	1.02%	1.11%	1.21%
其他非息收入	7,713	7,944	8,739	10,050	RORWA	1.38%	1.50%	1.49%	1.52%
营业收入	33,125	42,002	47,934	54,195	生息率	3.67%	3.98%	4.05%	4.07%
税金及附加	344	445	534	614	付息率	-2.52%	-2.75%	-2.75%	-2.75%
业务及管理费	8,105	8,694	9,827	10,839	净利差	6.19%	6.73%	6.80%	6.82%
营业外净收入	149	169	191	220	净息差	1.08%	1.49%	1.57%	1.60%
拨备前利润	24,806	33,006	37,737	42,931	成本收入比	-24.47%	-20.70%	-20.50%	-20.00%
资产减值损失	8,671	12,218	13,920	15,474	资产质量	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	16,134	20,788	23,818	27,458	不良贷款余额	7,644	9,302	10,580	11,968
所得税	746	1,455	1,667	1,922	不良贷款净生成率	1.31%	1.20%	1.30%	1.28%
税后利润	15,389	19,333	22,150	25,535	不良贷款覆盖率	1.15%	1.08%	1.07%	1.05%
归属母公司净利润	15,328	19,268	22,075	25,449	拨备覆盖率	272.52%	342.24%	322.58%	303.96%
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	拨贷比	3.14%	3.69%	3.44%	3.19%
存放央行	136,064	138,399	158,595	175,248	流动性	2017A	2018E	2019E	2020E
同业资产	161,775	159,554	170,079	183,421	贷存比	71.90%	84.20%	87.63%	91.20%
贷款总额	664,022	863,228	992,712	1,141,619	贷款/总资产	36.73%	43.45%	45.69%	47.87%
贷款减值准备	20,830	31,836	34,128	36,377	平均生息资产/平均总资产	99.27%	99.61%	99.92%	100.08%
贷款净额	643,191	831,392	958,585	1,105,242	每股指标	2017A	2018E	2019E	2020E
证券投资	833,203	823,422	860,770	894,840	EPS	1.96	1.76	2.02	2.33
其他资产	33,533	34,054	24,633	25,865	BVPS	18.83	14.86	16.42	18.13
资产合计	1,807,767	1,986,821	2,172,662	2,384,616	每股股利	0.50	0.44	0.51	0.58
同业负债	540,634	564,512	592,738	622,374	估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
存款余额	923,585	1,025,180	1,132,824	1,251,770	P/E	5.89	6.56	5.73	4.97
应付债券	168,148	205,141	235,912	271,299	P/B	0.61	0.78	0.70	0.64
其他负债	27,959	32,152	37,282	45,348	P/PPOP	3.64	3.83	3.35	2.95
负债合计	1,660,326	1,826,985	1,998,755	2,190,791	股息收益率	4.32%	3.82%	4.38%	5.05%
股东权益合计	147,441	162,835	179,973	198,620					

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
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@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	15558686883	15558686883	ybz@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
	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	yyf@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