

投资评级 优于大市 维持
股票数据

 08月29日收盘价(元) 5.84
 52周股价波动(元) 5.79-7.64

股本结构

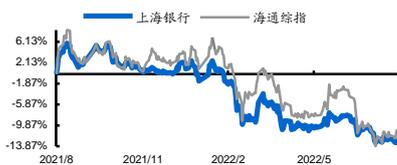
 总股本(百万股) 14207
 流通A股(百万股) 13812
 B股/H股(百万股) 0/0

相关研究

 《上海银行21年Q3点评: 营收利润继续保持复苏, 零售业务大力发展》
 2021.10.29

 《2021年中报点评: 财富管理“二次转型”, 推动中间业务增长》
 2021.08.21

 《上海银行2021年一季报点评: 经营业绩高质量加速增长》
 2021.04.30

市场表现


沪深300比	1M	2M	3M
绝对涨(%)	-3.2	-4.5	-3.1
相对涨幅	0.1	2.1	-6.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 孙婷

Tel: (010)50949926

Email: st9998@htsec.com

证书: S0850515040002

分析师: 林加力

Tel: (021)23154395

Email: lj12245@htsec.com

证书: S0850518120003

联系人: 徐凝碧

Tel: (021)23154134

Email: xnb14607@htsec.com

联系人: 董栋梁

Tel: (021) 23219356

Email: ddl13206@htsec.com

上海银行 22 年半年报点评: 资产负债结构优化, 逾期率降幅瞩目

投资要点: 上海银行 22H1 归母净利润同比增 3.23%, 营收同比增 0.86%。公司以养老金融为零售条线战略要点, 对公业务方面抓紧普惠、绿色、制造业等领域的贷款投放, 理财子正式运营, 财富管理收入逆势实现同比增长。22H1 不良率与拨备覆盖率保持平稳, 逾期率大幅下降, 我们维持“优于大市”评级。

- **普惠金融、绿色金融贷款投放量高增, 房地产相关风险降低。** 公司主要贷款增量来自于对公业务, 22H1 抓紧普惠贷款与绿色贷款投放, 较 21 年末分别增长 21.70%、96.93%。公司房地产敞口相对缩小, 信用风险处理有效, 22H1 对公房地产贷款占总贷款比例较 21 年末降低 2.11pct 至 10.64%, 对公房地产业不良率较 21 年末降低 16bps 至 2.89%。
- **同业业务与零售存款使负债端成本减少。** 22H1 个人活期存款较 21 年末增长 21.79%, 占个人存款占比提升 2.02pct, 个人存款付息率较 21 年末下降 1bp。22H1 同业及其他金融机构存放和拆入款项平均付息率为 2.13%, 较 21 年下降 12bps; 卖出回购金融资产款平均付息率为 1.32%, 较 21 年下降 23bps。综合上述因素, 公司计息负债成本率较 21 年下降 4bps。
- **疫情压力下资产质量维稳, 逾期率降幅显著。** 上海银行 22Q2 末不良贷款率为 1.25%, 拨备覆盖率为 302.24%, 与 22Q1 基本持平; 逾期率为 1.86%, 较 21 年底下降 22bps; 其中逾期 1 至 90 天贷款占比为 0.47%, 较 21 年底下降 23bps。重组贷款占比为 0.08%, 较 21 年底下降 7bps。尽管难免受上海疫情影响, 公司对贷款质量的把控到位, 新生成逾期贷款占比下降。22Q2 上海地区贷款不良率为 1.47%, 较 21 年底降低 11bps。公司认为零售贷款不良生成率在 22 年下半年将逐步企稳。
- **投资建议。** 上海银行逾期率下降, 疫情冲击下资产质量基本稳定, 我们预测 2022-2024 年 EPS 为 1.58、1.72、1.89 元, 归母净利润增速为 6.60%、8.50%、9.41%。我们根据 DDM 模型 (见表 2) 得到合理价值为 8.94 元; 根据可比估值法给予公司 2022E PB 估值为 0.70 倍 (可比公司为 0.66 倍), 对应合理价值为 9.94 元。因此给予合理价值区间为 8.94-9.94 元 (对应 2022 年 PE 为 5.66-6.29 倍, 同业公司对应 PE 为 4.68 倍), 维持“优于大市”评级。
- **风险提示: 企业偿债能力下降, 资产质量大幅恶化; 金融监管政策出现重大变化。**

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	50746	56230	61060	68040	75488
YOY (%)	1.90%	10.81%	8.59%	11.43%	10.95%
净利润 (百万元)	20885	22042	23497	25495	27894
YOY (%)	2.89%	5.54%	6.60%	8.50%	9.41%
平均净资产收益率 (%)	12.77%	11.82%	11.62%	11.49%	11.38%
平均总资产收益率 (%)	0.84%	0.82%	0.79%	0.77%	0.75%
全面摊薄 EPS (元)	1.40	1.48	1.58	1.72	1.89
BVPS (元)	11.60	13.01	14.19	15.76	17.48

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2021
601169	北京银行	869	10.27	11.13	12.08	0.40	0.37	0.34	3.67	10.29
002142	宁波银行	1900	20.38	23.53	27.32	1.41	1.22	1.05	8.14	16.63
601009	南京银行	1086	10.62	12.36	14.04	0.99	0.85	0.75	5.77	14.85
600919	江苏银行	1046	10.12	11.80	13.46	0.70	0.60	0.53	4.36	12.60
600926	杭州银行	848	12.08	13.72	15.60	1.18	1.04	0.92	7.41	12.33
601997	贵阳银行	203	12.95	14.48	15.94	0.43	0.38	0.35	3.33	13.34
601838	成都银行	534	12.72	15.02	17.67	1.16	0.98	0.84	5.52	17.60
601577	长沙银行	279	12.19	13.92	15.62	0.57	0.50	0.44	3.88	13.26
600928	西安银行	155	6.20	-	-	0.56	-	-	-	10.59
均值			11.95	12.89	14.64	0.82	0.66	0.58	4.68	13.50

注: 收盘价为 08 月 26 日价格, 可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 2 DDM 模型下的敏感性测算

每股价值 (元)	永续净利润增速(行)				
	风险折现率(列)	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%
10.05%	8.02	8.18	8.34	8.51	8.69
9.85%	8.29	8.46	8.63	8.82	9.01
9.65%	8.58	8.75	8.94	9.14	9.35
9.45%	8.88	9.07	9.27	9.49	9.72
9.25%	9.20	9.41	9.63	9.86	10.11

资料来源: 海通证券研究所测算

注: 我们假设公司未来三年的 EPS 为 1.58、1.72、1.89 元, 第四年至第十年的净利润增速为 8%、分红比例为 20%; 永续阶段净利润增速为 3%、分红比例为 30%, 风险折现率为 9.65%。

图 1 公司报告期营收、PPOP、归母净利润增速

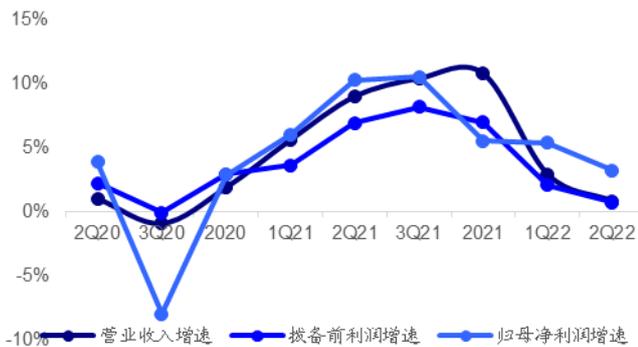

 资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

图 2 公司报告期净利息收入、非息收入增速

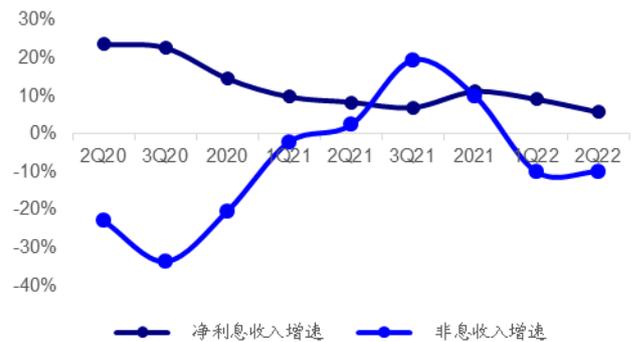
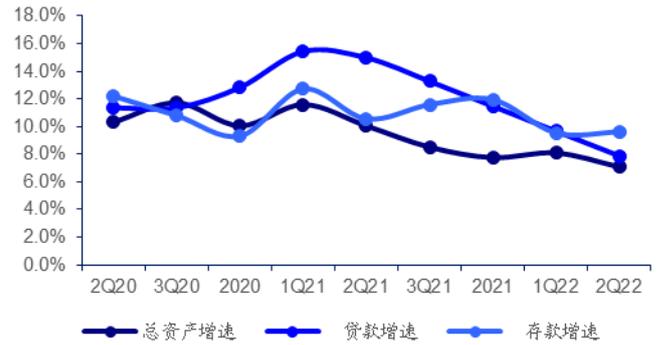
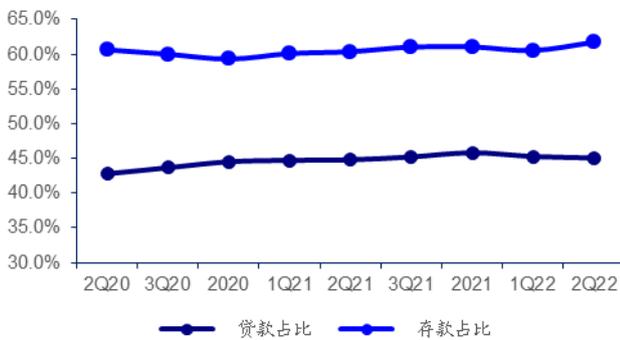

 资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

图3 公司成本收入比

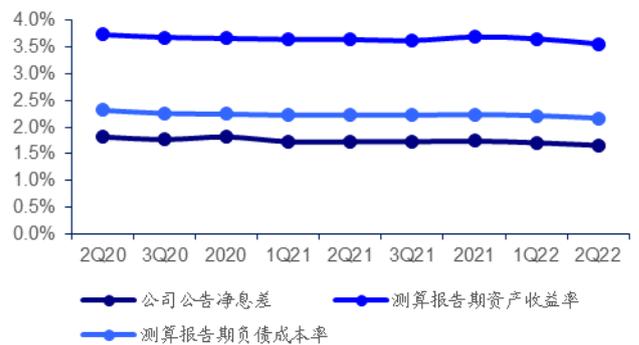

资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

图4 公司总资产、贷款、存款增速


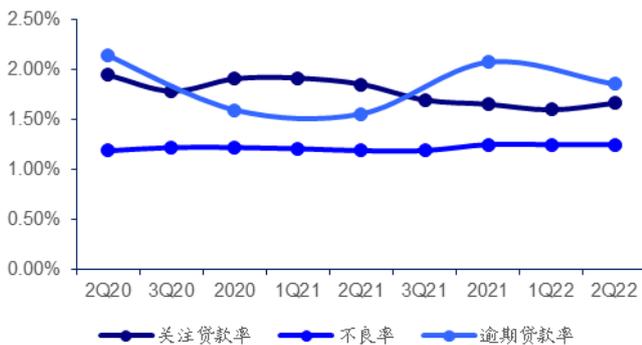
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图5 公司贷款、存款占比


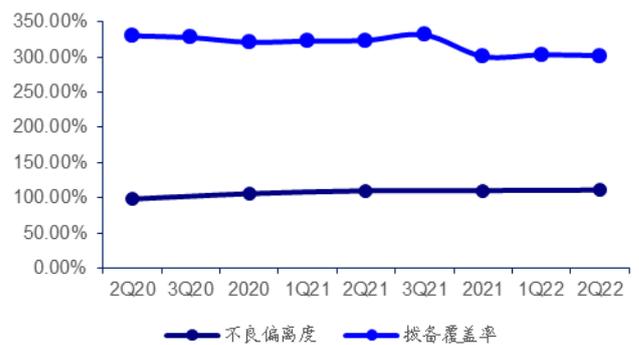
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图6 报告期公告净息差、资产及负债收益率


资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。公司重述了 2020 和 2019 年全年的净利息收入。

图7 公司不良率、逾期率、关注贷款率


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图8 公司拨备覆盖率、不良偏离度


资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
估值指标 (倍):					利润表 (百万元):				
PE	3.10	2.93	2.83	2.70	利息收入	93017	99368	112669	127617
PB	0.35	0.33	0.31	0.29	利息支出	-52580	-55061	-62455	-71155
P/B (扣除商誉)	0.42	0.39	0.36	0.33	净利息收入	40438	44306	50213	56462
每股指标 (元):					手续费净收入	9047	10008	11081	12280
EPS	1.48	1.58	1.72	1.89	营业收入	56230	61060	68040	75488
BVPS	13.01	14.19	15.76	17.48	业务及管理费	-12098	-12212	-13608	-15098
BVPS (扣除商誉)	12.84	14.03	15.59	17.31	拨备前利润	43521	48262	53774	59652
每股拨备前利润	3.06	3.40	3.79	4.20	拨备	-19966	-22113	-25405	-28616
驱动性因素:					税前利润	23555	26149	28370	31035
生息资产增长	8.33%	13.34%	12.43%	12.81%	税后利润	22080	23535	25533	27932
贷款增长	11.44%	15.00%	15.00%	15.00%	归属母公司净利	22042	23497	25495	27894
存款增长	11.95%	10.00%	10.00%	10.00%	资产负债表 (百万元):				
贷款收益率	4.70%	4.63%	4.63%	4.63%	贷款总额	1223748	1407310	1618406	1861167
生息资产收益率	3.69%	3.61%	3.62%	3.64%	贷款减值准备	-46057	-54405	-65861	-77216
存款付息率	2.01%	2.00%	2.00%	2.00%	贷款净额	1183881	1352905	1552546	1783952
计息负债付息率	2.24%	2.15%	2.17%	2.19%	债券投资	1037847	1170158	1305311	1464085
净息差	1.61%	1.61%	1.61%	1.61%	存放央行	145811	178229	196052	215657
风险成本	0.81%	1.68%	1.68%	1.64%	同业资产	215680	226464	237788	249677
净手续费增速	61.30%	10.63%	10.72%	10.82%	其他资产	69979	75071	84402	95215
成本收入比	21.52%	20.00%	20.00%	20.00%	生息资产	2583220	2927757	3291696	3713370
所得税税率	6.26%	10.00%	10.00%	10.00%	资产总额	2653199	3002827	3376099	3808585
盈利及杜邦分析:					存款	1472966	1620263	1782289	1960518
ROAA	0.82%	0.79%	0.77%	0.75%	同业负债	665511	732063	805269	885796
ROAE	11.82%	11.62%	11.49%	11.38%	发行债券	273594	355672	462374	601086
净利息收入	1.58%	1.57%	1.57%	1.57%	计息负债	2412072	2707998	3049932	3447400
非净利息收入	0.62%	0.59%	0.56%	0.53%	负债总额	2447430	2780285	3131347	3539425
营业收入	2.20%	2.16%	2.13%	2.10%	股本	14207	14207	14207	14207
营业支出	0.50%	0.45%	0.45%	0.44%	资本公积	22054	22054	22054	22054
拨备前利润	1.70%	1.71%	1.69%	1.66%	盈余公积	48407	50761	53314	56107
拨备	0.78%	0.78%	0.80%	0.80%	一般风险准备	34631	34631	34631	34631
税前利润	0.92%	0.92%	0.89%	0.86%	未分配利润	63116	77537	97193	118808
税收	0.06%	0.09%	0.09%	0.09%	股东权益	205768	222542	244752	269160
业绩年增长率:					负债和所有者权益合计	2653199	3002827	3376099	3808585
净利息收入					资本状况:				
净利息收入	11.11%	9.57%	13.33%	12.44%	资本充足率	12.16%	12.37%	11.98%	11.57%
营业收入	10.81%	8.59%	11.43%	10.95%	核心资本充足率	9.95%	10.27%	10.11%	9.91%
拨备前利润	6.97%	10.89%	11.42%	10.93%	杠杆率	12.89	13.49	13.79	14.15
归属母公司利润	5.54%	6.60%	8.50%	9.41%	RORWA	1.11%	1.12%	1.08%	1.05%
资产质量:					风险加权系数	75.11%	70.00%	70.00%	70.00%
不良率	1.25%	1.21%	1.19%	1.18%					
拨备覆盖率	301.13%	319.84%	342.21%	350.78%					
拨贷比	3.76%	3.87%	4.07%	4.15%					
不良净生成率	0.71%	1.19%	1.06%	1.18%					

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

注: 收盘价为 08 月 26 日价格, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融
林加力 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 江苏租赁, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 汇丰控股, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 瑞达期货, 上海银行, 重庆银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。