

财富业务驱动营收，资产质量略显压力

上海银行(601229)

评级:	增持	股票代码:	601229
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	8.68/6.32
目标价格:		总市值(亿)	939.06
最新收盘价:	6.61	自由流通市值(亿)	912.95
		自由流通股数(百万)	13,811.69

事件概述

上海银行发布年报：2021年实现营业收入562.30亿元(+10.81%，YoY)，营业利润235.58亿元(+5.54%，YoY)，归母净利润220.42亿元(+5.54%，YoY)；2021年末总资产26531.99亿元(+7.76%，YoY；+0.04%，QoQ)，存款14504.30亿元(+11.81%，YoY；-0.41%，QoQ)，贷款12237.48亿元(+11.44%，YoY；+0.93%，QoQ)。净息差1.74%(-8bp，YoY)；不良贷款率1.25%(+6bp，QoQ)，拨备覆盖率301.13%(-30.64pct，QoQ)，资本充足率12.16%(-0.21pct，QoQ)；年化ROE11.80%(-0.29pct，YoY)。拟派现0.4元/股，分红率27.06%。

分析判断：

► 代理类中收高增拉动全年业绩改善，Q4运营和信用成本加大拖累利润负增

上海银行2021年全年业绩较2020年改善，营收、PPOP和归母净利润分别同比+10.8%/7.2%/5.5%，较上年分别提升8.9pct/4.1pct/2.6pct，资产扩表增速放缓和息差收窄下，利息净收入增速同比+11%较上年略有降低，主要由手续费净收入同比高增61.3%拉动。其中，咨询顾问和清结算手续费收入同比负增，代理类中收同比高增126%，贡献整体手续费收入的66%，主要受益于理财和基金代销业务驱动（非货公募基金销售规模同比+102%）。整体来看，“获客+活客”战略促进财富管理业务实现快速发展，上海银行零售AUM年增速超20%下年末总量突破9000亿元，结构来看，一方面产品形式上，除了代销规模高增外，个人存款和个人理财均实现19%以上的增幅，在AUM中的余额占比分别为42%和46%；另一方面，继续打造养老金融优势，促进养老金客户AUM也实现20%的年增速，占总AUM的比例保持在46%；并且在精细化客户分层体系下，公司披露的各层级客户量增长均创近十年新高，财富业务发展驱动实现财富管理收同比+32%。

支出端来看，业务管理费低基数下同比多增25%，以及减值损失同比多计提9.3%（较2020年的+6.6%边际加强）拖累业绩增速低于营收。而运营成本 and 信用成本的计提更多集中在四季度，因此Q4单季来看，在全年营收增速较前三季度仍有微幅增长的情况下，PPOP和利润增速均有一定回落，Q4不良抬头下加大减值计提，拖累单季利润增速降至-7.5%。

► 资产调结构下零售增配按揭，日均存款结构改善支撑下半年息差企稳

资产调结构以及核心资本有一定制约下，公司扩表增速有所放缓。2021年资产增速7.8%，较上年再回落约2.3pct，其中贷款、投资资产、同业资产分别同比+11.4%/+4.7%/+5.9%，Q4贷款投放放缓下总资产环比基本持平Q3。资产配置结构延续调整：1) 贷款中，一般对公、票据和零售贷款分别同比+10.4%/+18.4%/+11.7%，零售投放较上年进一步修复。且投放节奏上，下半年一般对公贷款规模压降，主要由票据高增37%拉动，零售下半年环比增6.6%，较上半年的4.8%稳中有升。其中对公贷款着重增加了相对低风险的租赁、水利环卫和建筑业、金融业等领域的投放，而受个别客户影响不良有所抬升的房地产和制造业贷款投放规模压降；零售转型继续降风险调结构，年内消费贷规模继续压降10%，信用卡同比+12%较前两年有所恢复，主要是按揭和经营贷分别同比+26%/+64.3%，尤其是下半年经营贷占零售贷款增量的70%，整体贡献2021年末按揭规模在零售中占比提升至40%，首次超过消费贷。此外，绿色、普惠、供应链信贷余额增速分别达180%、65%、38%。2) 区域来看，上海本地贷款投放比例明显提升，其他地区规模压降的情况下，年末包括上海的长三角地区贷款余额占比75%，较上年提升6pct。3) 投资资产则主要压降了同业理财、资管计划等交易性金融资产的规模，增配政策银行债等，相应的也导致投资收益和公允价值损益同比有所下滑。

负债端，2021年存款增幅12%高于总负债的7.8%，主要增加了债券的发行，包括同业存单规模增幅24%，以及择机发行了金融债和可转债作为补充。同时全年存款增量的86%为定期存款，存款定期化程度有所加深，但活存的日均余额占比略有提升，一定程度上正贡献息差。

因此受资产配置风险偏好调降影响，公司披露的全年净息差1.74%，同比降8BP，其中资产端贷款和投资资产收益率分别降34BP和14BP，尤其是零售贷款收益率同比大降65BP是主要拖累。而存款成本率同比降8BP形成一定对冲，主要得益于存款定价机制改革下的长端付息率回落。相较于上半年净息差1.73%（同比-9BP），下半年息差有所回升，一方面下半年增配零售贷款、尤其是相对高收益的经营贷，一定程度上减缓资产端收益率下行幅度；另一方面存款成本率有上行，但日均存款中活存比例下半年环比回升，也形成支撑。

► 对公信贷质量承压，减计提、强核销下拨覆盖率回落

上海银行年内受个别对公客户风险暴露影响，年末不良率1.25%，同环比分别走高3BP和6BP。其中零售业务调结构成效显著，各类别贷款加大不良出清的同时，总体个贷较年初实现双降，年末不良率较中期大降34BP至0.77%，首次降至1%以内。对公贷款不良率较中期走高33BP至1.67%，为近几年高位，行业层面房地产、制造业等领域不良率都有抬升，信息技术行业规模小、不良率攀升较为显著，相应的公司通过压降敞口、化解退出等方式应对房地产领域风险。

先行指标中，关注类贷款同环比均实现双降，年末占比1.65%，较年初和环比Q3分别降26BP和5BP；但逾期贷款有波动，主要是90天内逾期攀升，导致整体逾期率较年初走高48BP至2.08%，逾期90+/不良也升至110%，但逾期贷款形式主要是抵押类贷款。公司表示主要是北大方正系列大额逾期纳入债委会管理、推进重整，目前已进入执行阶段，也已足额计提拨备。

公司2021年减值同比多提，但主要增提了债券投资类资产减值，信贷类减值同比少提44%下，整体信用成本回落至0.82%，仅为上年的一半。叠加下半年边际强化核销力度，我们测算的下半年加回核销的不良生成率环比走高，拨备覆盖率相应回落，年末收录301%，继前三季度逐步攀升后环比回落31pct，但绝对水平上仍具备较高的安全边际。

投资建议

上海银行年报业绩亮点在于财富管理驱动的中收高增，下半年零售投放的修复以及存款量价的改善支撑年内息差企稳，但战略转型和业务结构调整仍在进行中，资产端风险偏好的下迁对息差有一定压力，同时下半年对公业务结构性风险在当前宏观经济背景下有一定暴露，需关注后续资产质量演绎对信用成本的扰动。

鉴于年报业绩表现，我们小幅调整公司22-24年营收580/637/-亿元的预测至597/648/714亿元，22-24年归母净利润265/308/-亿元的预测至230/254/289亿元，对应增速为4.4%/10.5%/13.5%；22-24年EPS1.79/2.09/-元的预测至1.55/1.72/1.96元，对应2022年4月21日6.61元/股收盘价，PB分别为0.47/0.43/0.40倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	50,746	56,230	59,665	64,813	71,424
(+/-)	1.9%	10.8%	6.1%	8.6%	10.2%
归母净利润	20,885	22,042	23,014	25,433	28,873
(+/-)	2.9%	5.5%	4.4%	10.5%	13.5%
每股收益(元)	1.40	1.48	1.55	1.72	1.96
每股净资产(元)	12.00	13.01	14.09	15.29	16.66
P/E	4.73	4.47	4.27	3.85	3.37
P/B	0.55	0.51	0.47	0.43	0.40

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	百万元; 元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
平均生息资产	2,342,642	2,542,614	2,733,844	2,964,737	3,247,007	ROAA (%)	0.89	0.86	0.84	0.85	0.89
净息差	1.82	1.74	1.70	1.72	1.76	ROAE (%)	11.38	11.14	10.81	11.11	11.68
利息收入	84,186	93,017	100,080	112,877	129,314	每股净资产	12.00	13.01	14.09	15.29	16.66
利息支出	47,792	52,580	57,668	66,251	77,310	EPS	1.40	1.48	1.55	1.72	1.96
净利息收入	36,394	40,438	42,412	46,626	52,004	股利	5682.61	5682.65	6674.05	7375.51	8373.07
贷款减值准备	18,274	19,966	21,892	22,547	23,174	DPS	0.40	0.40	0.45	0.50	0.57
非息收入						股息支付率	28.64	27.06	29.00	29.00	29.00
手续费和佣金收入	5,609	9,047	9,345	10,279	11,513	发行股份	14207	14207	14207	14207	14207
交易性收入	1,364	-663	500	500	500	业绩数据					
其他收入	137	145	145	145	145	增长率 (%)					
非息总收入	14,352	15,792	17,253	18,187	19,421	净利息收入	14.6	11.1	4.9	9.9	11.5
非息费用						非利息收入	(20.4)	10.0	9.2	5.4	6.8
业务管理费	9,607	12,098	12,615	13,945	15,511	非利息费用	(2.6)	25.2	4.7	10.6	11.3
营业税金及附加	543	605	681	766	870	归母净利润	2.9	5.5	4.4	10.5	13.5
非息总费用	10,151	12,706	13,298	14,714	16,383	平均生息资产	10.0	8.5	7.5	8.4	9.5
税前利润	22,410	23,555	24,471	27,549	31,864	总付息负债	9.6	10.8	7.1	9.3	9.5
所得税	1,495	1,474	1,457	2,116	2,991	风险加权资产	12.4	11.9	11.9	8.9	10.5
归母净利润	20,885	22,042	23,014	25,433	28,873	营业收入分解 (%)					
资产负债表数据						净利息收入占比	71.7	71.9	71.1	71.9	72.8
总资产	2,462,144	2,653,199	2,846,287	3,104,556	3,399,212	佣金手续费收入占比	11.1	16.1	15.7	15.9	16.1
贷款总额	1,098,124	1,223,748	1,361,418	1,519,015	1,707,872	营业效率 (%)					
客户存款	1,315,725	1,472,966	1,580,969	1,739,066	1,921,668	成本收入比	18.9	21.5	21.1	21.5	21.7
其他付息负债	722,845	775,875	907,993	976,010	1,057,309	流动性 (%)					
股东权益	190,398	205,204	220,504	237,521	256,980	贷款占生息资产比	44.2	45.7	47.3	48.6	49.7
资产质量						期末存贷比	83.5	83.1	86.1	87.3	88.9
不良贷款	13,401	15,295	17,453	19,035	20,588	资本 (%)					
不良率	1.22	1.25	1.28	1.25	1.21	核心一级资本充足率	9.3	8.9	8.8	8.7	8.6
贷款损失拨备	43,069	46,057	50,615	57,104	65,882	一级资本充足率	10.5	9.9	9.7	9.6	9.4
拨备覆盖率	321	301	290	300	320	资本充足率	12.9	12.2	11.8	11.7	11.5
拨贷比	3.92	3.76	3.72	3.76	3.86						
信用成本 (%)	1.64	0.82	1.14	1.22	1.19						

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。