

上海银行(601229)

报告日期: 2025年07月19日

正循环的起点

——上海银行推荐报告

投资要点

- 上海银行正处在风险、管理、资本正循环的起点, 看好未来估值抬升。
- 短期来看: 风险改善的高股息银行
 基本面来看, 市场对上海银行资产质量仍有担忧, 主要考虑其历史曾陷入风险事件。我们认为上海银行通过经营调整和 risk 处置, 整体资产质量正在逐步改善。
 ① 资产质量压力点: 2019-2021年上海银行不良率从1.16%上升到1.25%, 从2019年低于城商行平均28bp转为高于城商行平均3bp。上海银行不良率上升, 背后主要受地产、批零行业、个人消费贷不良率上升影响。② 核销处置力度加大: 2022-2024年上海银行核销额持续保持在100亿元以上, 存量风险处置进入后半段。③ 不良生成改善: 2024年上海银行真实不良 TTM 生成率1.06%, 好于城商行平均14bp, 同时测算上海银行25Q1真实不良 TTM 生成率延续改善态势, 最新为0.91%。重点领域来看, 房地产贷款不良率显著改善, 2024年末0.98%, 同比下降1.13pc; 个人贷款不良率有所上升, 跟行业趋势相同。
 交易面来看, 上海银行股息率高、机构筹码低, 可转债有望推动强赎。① 上海银行分红和股息双高, 2024年末上海银行分红率为31%, 现价对应2024年股息率为4.53%, 较城商行平均高70bp; 考虑转债全部转股和2025年盈利增长(参考25Q1盈利增速), 2025年动态股息率为4.02%。② 机构筹码低的权重股。25Q1末上海银行主动公募基金持仓占自由流通比例为0.9%, 较城商行平均低1.2pc。③ 股价靠近转债强赎价, 预计上银转债下半年有望实现强赎。一方面, 剔除已经公告强赎的两家银行, 目前银行转债只剩下7只, 资产荒背景下驱动资金继续配置优质银行转债; 另一方面, 上海银行正股股价临近转债强赎价, 股价较强赎价仅差5%, 预计下半年转债有望触发强赎。
- 中期来看: 全新起航的管理新周期
 市场对于上海银行中长期定位不清晰, 对后续估值空间存在疑虑。我们认为随着新一届管理团队到位, 上海银行管理改善以及资本补充, 将释放全新动能, 带动上海银行经营改善, 估值向头部城商行靠拢。
 新一届管理团队到位, 开启新的经营周期。① 拟任董事长年富力强, 对行内情况熟悉。上海银行公告选举顾建忠先生为董事长(任职资格待监管核准), 顾建忠先生出生于1974年, 为上市城商行中较为年轻的董事长; 顾建忠先生有长期上海银行工作经验, 后有上海金融办、上海国际集团、上海农商行工作经历, 对金融行业十分熟悉。② 行长施红敏先生, 有长期大行工作经验。两者强强搭配, 有望开启上海银行经验改善的新周期。
 转债若转股补充资本, 打开规模扩张空间。① 转债转股大力补充资本。以25Q1末数据静态测算, 若转债全部转股可补充核心一级资本充足率0.89pc至11.43%。② 近年来上海银行加大了长三角区域布局。目前, 上海银行搭建了覆盖长三角、京津、粤港澳和中西部重点城市的区域经营布局。其中2019年以来上海银行加大了长三角区域的网点覆盖, 2019-2024年上海及其他长三角区域合计新增30家网点。随着前期布局的网点产能逐步提升, 以及转债转股带来的资本补充, 打开上海银行未来规模增长空间。
 资产结构进一步优化, 有望提升盈利能力。根据杜邦分解: (1) 上海银行较其他上市城商行优势在于: ① 负债成本低; ② 运营成本和信用成本低; (2) 上海银行存在提升空间的地方在于资产收益率偏低。背后判断与上海大本营市场竞争大, 贷款价格处于洼地, 同时上海银行交易性金融资产占比高, 拖累生息资产收益率表现。展望后续, 上海银行提升贷款占比、同时加大长三角(上海以外)投放力度, 有望提升资产收益率表现, 主要考虑江浙区域贷款价格高于上海区域。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 梁凤洁
 执业证书号: S1230520100001
 021-80108037
 liangfengjie@stocke.com.cn

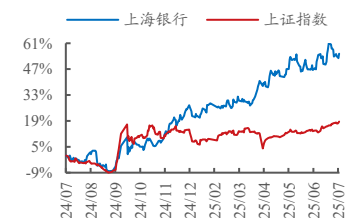
分析师: 邱冠华
 执业证书号: S1230520010003
 02180105900
 qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师: 徐安妮
 执业证书号: S1230523060006
 xuanni@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥11.03
总市值(百万元)	156,724.96
总股本(百万股)	14,208.97

股票走势图



相关报告

- 1 《息差韧性超预期》
2025.04.25
- 2 《不良生成改善的高股息城商行》
2024.08.29
- 3 《低估值高股息的大型城商行》
2024.05.13

□ 盈利预测与估值

上海银行正处在风险、管理、资本正循环的起点，看好未来估值抬升。预计上海银行 2025-2027 年归母净利润同比增长 3.51%/3.98%/4.37%，对应 BPS 17.78/18.99/20.25 元/股。现价对应 2025-2027 年 PB 估值 0.62/0.58/0.54 倍。目标价为 14.22 元/股，对应 25 年 PB 0.80 倍，现价空间 29%，维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济失速，不良大幅暴露，经营改善不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	52,986	55,229	57,620	60,172
(+/-) (%)	4.79%	4.23%	4.33%	4.43%
归母净利润	23,560	24,386	25,355	26,464
(+/-) (%)	4.50%	3.51%	3.98%	4.37%
每股净资产(元)	16.49	17.78	18.99	20.25
P/B	0.67	0.62	0.58	0.54

资料来源：wind，浙商证券研究所。

图1: 上海银行不良率从低于城商行平均转为高于城商行平均

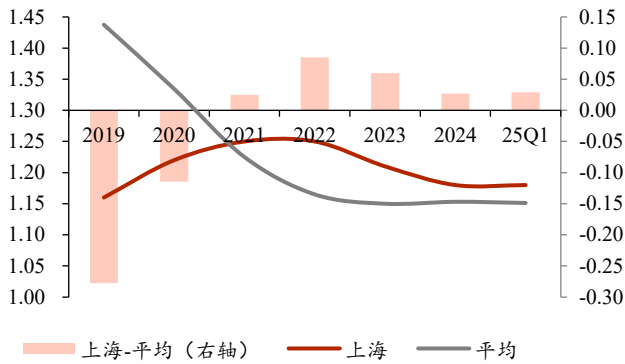
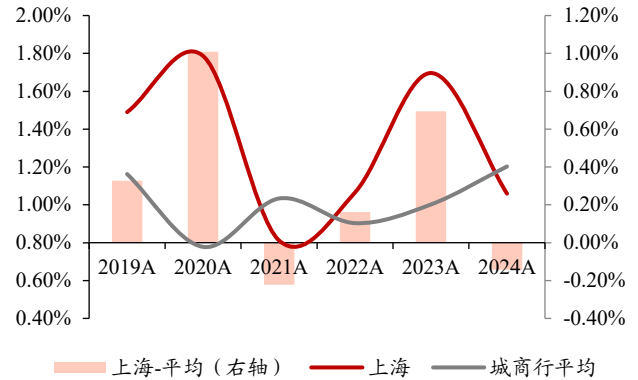


图2: 2024年上海银行真实不良率低于城商行平均



资料来源: wind, 浙商证券研究所。城商行平均取算术平均。

资料来源: wind, 浙商证券研究所。城商行平均取城商行不含上海银行、郑州银行、兰州银行、西安银行的13家城商行不良率数据算术平均值。

表1: 上海银行各板块不良率变化

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
整体不良率	1.16%	1.22%	1.25%	1.25%	1.21%	1.18%
企业贷款	1.30%	1.27%	1.47%	1.44%	1.35%	1.20%
租赁和商务服务业	0.26%	0.38%	0.20%	0.16%	1.41%	0.90%
房地产业	0.10%	2.39%	3.05%	2.56%	2.11%	0.98%
制造业	1.70%	0.77%	1.08%	0.38%	0.31%	1.43%
水利、环境和公共设施管理业			0.06%	0.06%	0.49%	0.10%
批发和零售业	10.78%	6.64%	4.79%	4.38%	1.80%	2.48%
建筑业	1.13%	1.43%	1.16%	1.37%	1.12%	1.14%
科学研究和技术服务业				0.38%	0.48%	2.61%
金融业	1.27%	0.00%		0.08%	0.08%	0.00%
信息传输、计算机服务和软件业	0.27%	0.26%	13.15%	14.12%	13.15%	11.50%
交通运输、仓储和邮政业	0.09%	0.39%	0.58%		1.13%	
文化、体育和娱乐业	1.65%	0.50%	0.62%			
其他服务业	0.48%		0.42%	1.29%	0.89%	
个人贷款	0.88%	1.12%	0.77%	0.83%	0.89%	1.14%
个人住房贷款	0.16%	0.14%	0.09%	0.16%	0.26%	0.45%
个人经营性贷款	0.64%	0.53%	0.29%	0.57%	1.15%	1.56%
个人消费贷款	1.15%	1.87%	1.46%	1.70%	1.21%	1.45%
信用卡应收账款	1.63%	1.74%	1.65%	1.83%	1.76%	1.98%

数据来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

表2: 上市城商行股息率

类型	简称	24年	24年(转股)	25E	25年(定增/转股)
城商行	兰州	3.84%		3.93%	
城商行	宁波	3.34%		3.53%	
城商行	郑州	0.93%		0.97%	
城商行	青岛	3.19%		3.72%	
城商行	苏州	4.41%		4.70%	
城商行	江苏	4.42%		4.78%	
城商行	杭州	3.77%		4.42%	3.69%
城商行	西安	2.44%		2.55%	
城商行	南京	4.72%		5.05%	4.53%
城商行	北京	4.66%		4.55%	
城商行	厦门	3.91%		3.36%	
城商行	上海	4.53%	3.93%	4.64%	4.02%
城商行	长沙	4.12%		4.27%	
城商行	齐鲁	4.24%	3.37%	4.94%	3.92%
城商行	成都	4.39%		4.64%	
城商行	重庆	3.84%	2.80%	4.05%	2.95%
城商行	贵阳	4.32%		4.03%	
城商行平均		3.83%		4.01%	

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。说明 1: 转债银行按照转债全部转股后股息率测算。说明 2: 2025 年股息率预测假设 2025 年分红率维持在 2024 年水平, 2025 年归母净利润增速参考 2025 年一季度归母净利润增速。截止 20250719。颜色越红, 说明股息越高。

表3: 上海银行主要高管情况

姓名	职务	出生年份	工作经历
顾建忠	执行董事, 董事长(拟任)	1974	曾任上海银行公司金融部副总经理兼营销经理部、港台业务部总经理, 公司金融部总经理、授信审批中心总经理、营业部总经理; 上海市金融服务办公室综合协调处副处长(挂职)、金融机构处处长(挂职); 上海银行党委委员、纪委副书记、人力资源总监、人力资源部总经理; 上海国际集团党委委员、副总经理; 上海农商银行党委副书记、副董事长、执行董事、行长。
施红敏	执行董事, 副董事长	1968	曾任中国建设银行计划财务部财务处副处长、综合处副处长, 中国建设银行股份制改革领导小组办公室财务组副组长, 中国建设银行计划财务部政策制度处高级经理, 中国建设银行上海市分行第一支行副行长, 中国建设银行信用卡中心会计结算部高级经理, 中国建设银行信用卡中心党委委员、总经理助理、副总经理, 上银基金管理有限公司董事, 上海尚诚消费金融股份有限公司董事长, 中国银联股份有限公司董事, 上海银行副行长等职务。
胡德斌	副行长, 首席信息官	1968	曾任中国工商银行软件开发中心总工程师助理、开发部经理、总经理助理, 中国工商银行软件开发中心党委委员、副总经理, 中国工商银行数据中心(上海)党委副书记、副总经理, 上海银行首席信息官等职务。
俞敏华	副行长	1976	曾任上海农商银行授信审批部总经理助理、副总经理, 上海农商银行杨浦支行党总支部书记、副行长(主持工作), 上海农商银行杨浦支行党委书记、行长, 上海农商银行党委委员、副行长、董事会秘书等职务。
李晓红	董事会秘书	1969	曾任中国证监会办公厅秘书处副处级秘书、正处级秘书、发行审核委员会工作处处长, 上海市金融服务办公室主任助理(挂职)等职务。

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

表4: 上海银行网点布局情况

区域	网点数(家)				资产规模占比			
	2019	2024	2024-2019	2024-2019	2019	2024	2024-2019	2024-2019
上海	227	240	13	13	71.8%	79.4%	7.6%	7.6%
长三角 (不含 上海)	宁波	10	13	3	1.3%	2.2%	0.9%	
	南京	12	16	4	3.6%	5.2%	1.6%	4.1%
	杭州	12	19	7	2.3%	3.9%	1.6%	
	苏州	9	12	3	2.9%	3.0%	0.1%	
其他	深圳	17	21	4	9.8%	6.8%	-3.0%	
	北京	9	16	7	9.6%	6.6%	-3.0%	
	天津	12	11	-1	0.9%	1.1%	0.2%	-6.1%
	成都	9	10	1	1.9%	1.5%	-0.4%	
合计	317	358	41	41	100.0%	100.0%	/	/

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。颜色越红, 说明增加幅度/数量越大。

表5: 上海银行&城商行杜邦分解对比

项目	上海银行						上海银行-上市城商行					
	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1
ROE	11.36%	11.13%	10.44%	9.80%	9.54%	9.80%	0.3pc	0.1pc	-0.7pc	-1.1pc	-0.8pc	-1.6pc
杠杆(倍)	12.76	12.89	12.94	12.95	12.79	12.64	-0.94	-0.17	-0.03	-0.23	-0.35	-0.78
ROA	0.89%	0.86%	0.81%	0.76%	0.75%	0.77%	8bp	2bp	-5bp	-7bp	-4bp	-7bp
营业收入	2.16%	2.20%	1.92%	1.70%	1.68%	1.67%	-29bp	-27bp	-40bp	-44bp	-33bp	-26bp
利息净收入	1.55%	1.58%	1.37%	1.18%	1.03%	1.02%	-32bp	-22bp	-33bp	-36bp	-38bp	-35bp
利息收入	3.58%	3.64%	3.34%	3.18%	2.89%	2.60%	-57bp	-42bp	-50bp	-51bp	-51bp	-50bp
利息支出	-2.03%	-2.06%	-1.97%	-2.00%	-1.86%	-1.58%	25bp	20bp	17bp	16bp	13bp	14bp
中收	0.24%	0.35%	0.23%	0.16%	0.13%	0.14%	-1bp	9bp	1bp	2bp	0bp	-3bp
其他非息	0.37%	0.26%	0.31%	0.35%	0.52%	0.51%	4bp	-14bp	-8bp	-10bp	4bp	12bp
营业支出	-1.21%	-1.28%	-1.05%	-0.82%	-0.81%	-0.77%	33bp	22bp	29bp	35bp	28bp	20bp
运营成本	-0.43%	-0.50%	-0.46%	-0.44%	-0.42%	-0.38%	25bp	21bp	23bp	22bp	19bp	12bp
信用成本	-0.78%	-0.78%	-0.59%	-0.38%	-0.39%	-0.39%	8bp	1bp	5bp	13bp	9bp	8bp
所得税	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-0.11%	-0.11%	-0.13%	4bp	7bp	6bp	1bp	1bp	-2bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。颜色越红, 代表表现越好。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	133,443	231,981	247,060	264,354
同业资产	270,479	284,003	298,203	313,113
贷款总额	1,405,756	1,476,044	1,564,606	1,674,129
贷款减值准备	(43,451)	(47,254)	(47,964)	(49,350)
贷款净额	1,366,903	1,428,790	1,516,642	1,624,779
证券投资	1,372,861	1,413,300	1,534,499	1,658,929
其他资产	82,970	87,229	93,420	100,298
资产合计	3,226,656	3,445,302	3,689,824	3,961,472
同业负债	723,081	780,927	843,401	910,874
存款余额	1,710,032	1,812,634	1,930,455	2,065,587
应付债券	463,666	500,759	540,820	584,086
其他负债	75,220	97,953	104,929	112,712
负债合计	2,971,999	3,192,273	3,419,605	3,673,258
股东权益合计	254,657	253,029	270,219	288,215

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	32,486	32,924	34,290	36,241
净手续费收入	3,959	4,276	4,489	4,714
其他非息收入	16,541	18,029	18,841	19,217
营业收入	52,986	55,229	57,620	60,172
税金及附加	(615)	(7,165)	(7,399)	(7,804)
业务及管理费	(12,622)	(12,604)	(13,541)	(13,840)
营业外净收入	(282)	0	0	0
拨备前利润	39,467	35,460	36,680	38,528
资产减值损失	(12,447)	(7,493)	(7,602)	(8,178)
税前利润	27,021	27,967	29,079	30,350
所得税	(3,460)	(3,581)	(3,724)	(3,886)
税后利润	23,560	24,386	25,355	26,464
归属母公司净利润	23,560	24,386	25,355	26,464
归属母公司普通股股东净利润	22,756	23,582	24,551	25,660

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
业绩增长				
利息净收入增速	(7.62%)	1.35%	4.15%	5.69%
手续费净增速	(19.46%)	8.00%	5.00%	5.00%
非息净收入增速	33.11%	8.81%	4.60%	2.58%
拨备前利润增速	5.72%	(10.15%)	3.44%	5.04%
归属母公司净利润增速	4.50%	3.51%	3.98%	4.37%
盈利能力				
ROAE	10.07%	9.70%	9.40%	9.21%
ROAA	0.75%	0.73%	0.71%	0.69%
RORWA	1.06%	1.05%	1.00%	0.98%
生息率	3.23%	2.85%	2.75%	2.68%
付息率	2.05%	1.75%	1.68%	1.63%
净利差	1.18%	1.10%	1.06%	1.05%
净息差	1.15%	1.10%	1.07%	1.06%
成本收入比	23.82%	22.82%	23.50%	23.00%
资本状况				
资本充足率	14.21%	13.11%	12.94%	12.73%
核心资本充足率	11.24%	10.31%	10.29%	10.22%
风险加权系数	69.03%	70.78%	70.78%	70.78%
股息支付率	31.22%	31.22%	31.22%	31.22%

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
资产质量				
不良贷款余额	16,580	17,229	16,980	17,229
不良贷款净生成率	1.03%	0.40%	0.45%	0.45%
不良贷款率	1.18%	1.17%	1.09%	1.03%
拨备覆盖率	270%	274%	282%	286%
拨贷比	3.18%	3.20%	3.07%	2.95%
流动性				
贷存比	82.21%	81.43%	81.05%	81.05%
贷款/总资产	43.57%	42.84%	42.40%	42.26%
平均生息资产/平均总资产	88.4%	89.6%	89.8%	89.6%
每股指标 (元)				
EPS	1.60	1.66	1.73	1.81
BVPS	16.49	17.78	18.99	20.25
每股股利	0.50	0.52	0.54	0.56
估值指标				
P/E	6.89	6.64	6.38	6.11
P/B	0.67	0.62	0.58	0.54
P/PPOP	3.97	4.42	4.27	4.07
股息收益率	4.53%	4.70%	4.89%	5.11%

数据来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>