

银行

2025年09月26日

# 上海银行 (601229)

——重塑信贷结构，化风险夯实基本面

报告原因：首次覆盖

## 增持 (首次评级)

**市场数据：** 2025年09月25日

收盘价(元)	8.95
一年内最高/最低(元)	11.47/7.06
市净率	0.5
股息率(分红/股价)	5.59
流通A股市值(百万元)	127,170
上证指数/深证成指	3,853.30/13,445.90

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年06月30日

每股净资产(元)	17.11
资产负债率%	91.99
总股本/流通A股(百万)	14,209/14,209
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 证券分析师

郑庆明 A0230519090001  
zhengqm@swsresearch.com  
林颖颖 A0230522070004  
liny@swsresearch.com  
冯思远 A0230522090005  
fengsy@swsresearch.com

### 研究支持

李禹昊 A0230525070004  
liy2@swsresearch.com

### 联系人

林颖颖  
(8621)23297818x  
liny@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **估值往事：自2020年以来，上海银行估值长期处于行业底部位置，背后是信贷结构调整、风险暴露导致的盈利能力“阵痛”。**
- 1) 互联网贷款新规下消费贷被迫调整，拖累扩表增速、息差表现。2019年以来上海银行 ROE 较上市城商行平均的差距扩大，2023 年 ROE (10.4%) 低于上市城商行平均 2.30 个百分点 (vs 2019 年低于上市城商行平均 0.98 个百分点)。
  - 2) 房地产下行周期雪上加霜，加剧资产质量风险压力。除内部压控消费贷余额、居民共债危机显现、疫情共同影响零售贷款不良率外，由于上海银行对房地产贷款占总贷款比重高 (2019 年末达 15.9%)，在地产强监管、房企流动性风险抬升之下，2021 年末上海银行对公房地产不良率达 3.05%，推动对公贷款不良率上行至 1.67%。
  - 3) 净息差长期处于行业底部，既有上海地区金融供给充分、竞争激烈的因素，亦有压降较高收益率的消费贷和房地产贷款影响。2018-2019 年，上海银行曾凭借大力发展较高收益的联合贷业务短暂弥补资产定价短板。但 2020 年以来，在互联网贷款强监管下调整消费贷、房地产下行周期涉房贷贷款弱需求的背景下，新发贷款定价优势不再。
- **站在估值新起点，聚焦“三大变化”，有望推动 ROE 的底部企稳：**
- 1) **下定决心优化信贷结构，扩表步入新周期：**2019 年以来先后压降消费贷、对公房地产贷款，2Q25 占贷款比重分别较 2019 年末下降 10.8、7.3 个百分点。**信贷新投向聚焦“战略建设”与“五篇大文章”。**截至 2Q25，上海银行制造业、基建类贷款占总贷款比重分别为 8.2%、13.8%，分别较 2021 年末提升 3.5、2.5 个百分点。
  - 2) **风险稳步化解，资产质量压力峰值已过。**零售端，2020 年以来收紧高风险业务与高风险客户信贷投放，2H24 零售不良贷款率增长已明显放缓、2025 年上半年各季度不良贷款生成持续回落，2Q25 零售贷款不良率 (1.30%) 低于上市城商行平均 (1.48%)。对公端，2Q25 因房地产个案下迁不良带来对公房地产不良率 (2Q25: 2.59%) 抬升，客观而言，房地产个案处置、出清需要时间和财务资源支持。**更为重要的是，伴随信贷结构重塑以及存量不良的确认和处置，上海银行资产质量压力高点已过：不良率已从高位 (4Q22: 1.25%) 呈回落趋势，2021-2024 年不良生成率均低于 2020 年峰值 (1.35%)。**
  - 3) **不应忽视负债成本管控能力，资产端定价企稳亦可期。**上海银行较可比同业的存款成本优势突显，从 2017 年持平于上市城商行平均、到 1H25 低于可比同业平均 27bps。资产端，上海银行业务分布区域贷款竞争相对激烈，在监管重视息差健康性导向下，前期因充分竞争而“扭曲”的贷款利率或逐步向“风险定价原则”偏移，上海银行的贷款收益率下行压力或更有望缓解。
- **投资分析意见：**伴随信贷结构蜕变、风险有序化解，上海银行基本面步入底部企稳区间，叠加高股息优势 (1H25 年分红率 32.2%，当前股价对应 2025 年股息率为 5.6%) 及可转债主题催化，在银行板块估值重启修复过程中，上海银行估值有望实现水涨船高。**此外，上海银行立足全国经济金融中心这一核心区位，若后续经济向好趋势进一步明确，将深度受益经济修复红利，业绩弹性也将更为突出。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为 2.1%、3.5%、5.6%，9 月 25 日收盘价对应 2025 年 PB 0.51 倍，给予上海银行 2025 年“0.6 倍 PB”目标估值，对应 18% 上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。**
- **风险提示：**经济复苏显著低于预期；息差压力加大，降幅超预期；资产质量超预期恶化。

### 财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	50,564.47	52,985.55	55,438.93	58,516.17	62,190.45
营业总收入同比增长率 (%)	(4.80)	4.79	4.63	5.55	6.28
资产减值损失 (百万元)	11,434.27	12,446.66	13,854.55	15,263.90	16,590.91
资产减值损失同比增长率 (%)	(29.84)	8.85	11.31	10.17	8.69
归母净利润 (百万元)	22,544.79	23,559.89	24,046.80	24,877.77	26,267.44
归母净利润同比增长率 (%)	1.19	4.50	2.07	3.46	5.59
每股收益 (元/股)	1.53	1.60	1.64	1.69	1.79
ROE (%)	10.36	10.05	9.58	9.26	9.14
不良贷款率 (%)	1.21	1.18	1.18	1.16	1.14
拨备覆盖率 (%)	272.66	269.81	243.38	240.09	241.13
市盈率	5.85	5.59	5.47	5.28	4.99
市净率	0.58	0.54	0.51	0.47	0.44

# 投资案件

## 投资评级与估值

投资者需要扭转对上海银行面临“消费贷、房地产贷款”双维打击的固有印象，2020年以来，上海银行信贷结构已然蜕变，资产质量风险高点已过。更需要重视的是，扩表迈入新发展周期、资产质量风险化解有序推进下，盈利能力的底部明确；待资产质量出现确立性拐点时，ROE企稳向好更可期待。此外，依托全国经济金融中心的独特优势，若后续经济向好趋势确立，上海银行能更直接受益经济修复，业绩弹性也将更具优势。

我们认为上海银行在基本面企稳的同时，兼具低估值、高股息优势，同时业绩稳健、可预期、可持续也是可转债转股稳步推进的前提；伴随盈利能力的企稳修复，更有可能获得多方资金关注。9月25日收盘价对应2025年PB 0.51倍，给予上海银行2025年0.6倍PB目标估值，对应18%上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

## 关键假设点

预计上海银行2025-2027年归母净利润同比增速分别为2.1%、3.5%、5.6%。1) 规模：预计2025-2027年贷款同比增速分别为2.0%、3.0%、4.0%。2) 息差：预计2025-2027年息差分别为1.13%、1.13%、1.14%。3) 资产质量：预计2025-2027年不良率分别为1.18%、1.16%、1.14%，拨备覆盖率分别为243%、240%、241%。

## 有别于大众的认识

**1) 市场并未充分认识上海银行信贷结构调整成效以及风险化解的决心。**过去市场担心上海银行的联合贷压降、房地产压降拖累扩表增速，以及内外部因素交织对资产质量的长期影响。但上海银行2019年以来主动优化信贷结构，有序压降消费贷和对公房地产贷款，并且增投以新基建、新制造、新能源能为代表的国家战略支持领域，信贷结构已然发生质变。过往结构调整不可避免带来业绩、资产质量的“阵痛”，但在存量风险压力缓解、信贷依托“战略建设”和“五大篇章”两大抓手背景下，短期ROE有望底部企稳；进一步，伴随房地产个案出清接近尾声，基本面的修复向好更可期待。

**2) 市场默认上海地区银行金融竞争充分、信贷议价能力弱，对上海银行的息差企稳预期并不充分。**上海银行的息差始终处于上市银行底部区间，而当前监管愈发重视银行息差的健康性、逐步规范信贷的不合理竞争，我们认为资产定价“反内卷”有望减缓上海银行资产端价格下行压力。与此同时，上海银行成本管控成效卓然，在加强存款期限优化、丰富场景和设计产品沉淀活期存款等措施下，存款成本较可比同业的优势进一步凸显。在资产和负债的共同作用下，我们认为上海银行息差或更早实现企稳。

## 股价表现的催化剂

1) 资产质量持续改善超预期，推动不良率向好、拨备覆盖率提升；2) 经济向好、信贷增速底部改善，带动营收超预期改善；3) 资金偏好重回红利板块，险资等长期资金增配银行板块，重视高股息个股配置价值。

## 核心假设风险

1) 经济复苏显著低于预期：若宏观经济复苏偏慢，可能影响实体有效需求修复、压制量价表现；

2) 息差压力加大，全年降幅超预期：若息差降幅超预期，将直接影响银行营收及业绩稳定性表现；

3) 资产质量超预期恶化：若房地产、经营贷等资产质量风险抬升超预期，或对基本面带来负面影响，进一步对股价形成压制。

## 目录

<b>1. 估值往事：消费贷、地产强监管下盈利能力趋弱</b> .....	<b>6</b>
1.1 “消费贷”+“房地产”遇强监管，告别信贷高增速 .....	7
1.2 与之而来的资产质量压力 .....	10
1.3 处于低位的息差是客观短板 .....	11
<b>2. 市场的期待：ROE 逐步企稳，基本面筑底改善</b> .....	<b>12</b>
2.1 信贷转型向新行，聚焦扩表新周期 .....	13
2.2 稳步化解旧风险，筑实资产质量底盘 .....	15
2.3 负债成本管控见成效，期待贷款收益率底部企稳 .....	17
<b>3. 估值新起点：板块 <math>\beta</math> 有望重启，高股息 <math>\alpha</math> 标的</b> .....	<b>19</b>
3.1 稀缺的“高股息+欠配+可转债”标的 .....	19
3.2 管理层连续七年增持，期待转型新征途 .....	22
<b>4. 投资分析意见：化风险夯实基本面，聚焦信贷结构蜕变，给予“增持”评级</b> .....	<b>24</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 2019-2024 年, 上海银行归母净利润同比增低于上市城商行平均 .....	6
图 2: 2019-2024 年, 上海银行营收同比增速大多低于上市城商行平均 .....	6
图 3: 上海银行 2019-2024 年 ROE 与上市城商行平均的差距拉大 .....	7
图 4: 上海银行 2021 年以来 ROA 低于上市城商行平均 .....	7
图 5: 受压降消费贷、房地产贷款影响, 上海银行贷款增速 2022 年以来明显低于上市城商行平均 .....	9
图 6: 上海银行贷款占资产比重自 2021 年以来下行, 2024 年末为 43.6% .....	9
图 7: 上海银行资产规模同比增速 2022 年以来显著低于上市城商行平均 .....	10
图 8: 上海银行资产结构中, 贷款占比不及 50% .....	10
图 9: 受零售消费贷及对公房地产贷款影响, 上海银行 2019-2022 年不良率抬升 .....	10
图 10: 上海银行不良生成率自 2020 年以来高于可比同业平均 .....	10
图 11: 由于房地产资产质量压力加剧, 上海银行对公贷款不良率自 2021 年以来高于上市城商行平均 .....	11
图 12: 受压降消费贷影响, 上海银行零售贷款不良率 2019-2023 年高于上市城商行平均 .....	11
图 13: 上海银行息差低于上市银行及上市城商行平均 .....	12
图 14: 2018-2019 年上海银行零售贷款收益率曾超赶南京银行 .....	12
图 15: 科技、普惠、绿色、制造业贷款占企业人民币贷款比重较 2021 年提升 ..	14
图 16: 上海银行长三角地区贷款增速高于全国平均 .....	15
图 17: 长三角地区对上海银行贷款贡献近八成 .....	15
图 18: 长三角地区金融机构贷款增速快于全国平均 .....	15
图 19: 上海银行长三角地区贷款市占率有所下行 .....	15
图 20: 上海银行不良生成压力峰值已过, 2021-2024 年上海银行不良生成率均低于 2020 年峰值 (1.35%), 稳步消化对公房地产风险 .....	16
图 21: 上海银行 2021 年以来不良处置速度加快, 核销及转出规模增加; 2024 年核销处置规模 (142 亿) 略低于 2023 年 (146 亿) .....	16
图 22: 上海银行逾期率自 2021 年以来下行, 关注率于 2023 年见顶 .....	17
图 23: 上海银行 2Q25 逾期率与关注率依然高于上市城商行平均, 但逾期率已低于上市银行平均 .....	17
图 24: 上海银行拨备覆盖率和拨贷比 2023 年以来下行幅度趋缓 .....	17
图: 上海银行 Q 拨备覆盖率虽低于上市城商行, 但已经高于上市银行平均	

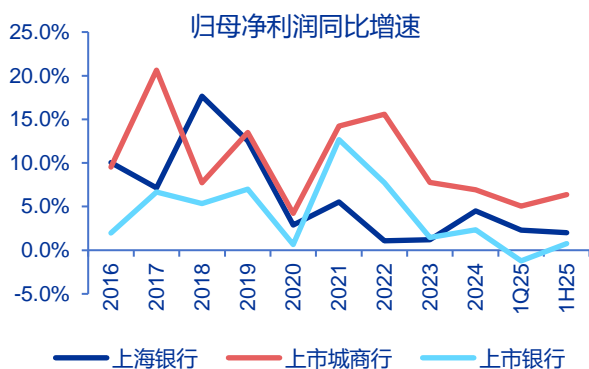
图 26: 上海银行存款成本较可比同业优势加剧 .....	18
图 27: 上海银行活期存款占比高于上市城商行平均 .....	18
图 28: 上海地区金融竞争充分, 2025 年 6 月新发放企业贷款利率低于全国平均 48bps; 在资产定价“反内卷”下, 上海银行新发放贷款收益率下行压力或边际缓和 .....	18
图 29: 低利率、资产荒环境下, 险资青睐银行股是兼顾安全与稳定收益的必然..	19
图 30: 三季度银行板块明显回调, 股份行 (约 4.9%)、城商行 (约 4.6%) 股息优势更为突出.....	20
图 31: 2Q25 银行板块主动基金持仓占比 4.89%, 季度环比回升 1.12pct.....	22
图 32: 2Q25 主动基金重仓上海银行比例仅 0.07%.....	22
表 1: 上海银行 ROE 趋势上来看, 资产质量风险抬升、扩表放缓以及息差较低是核心拖累 .....	7
表 2: 2016-2019 年上海银行积极发展消费贷业务, 2018 年末消费贷占总贷款比重提升至 18.5%.....	8
表 3: 2020 年以来零售端消费贷持续压降, 2021-2024 年对公房地产贷款余额持续下行 .....	9
表 4: 上海银行贷款占总资产比重低于 50%, 消费贷压降下、2020 年以来零售贷款占总贷款比重不断下降.....	9
表 5: 自 2020 年以来, 对公房地产资产质量压力逐步显现, 零售非按揭贷款在消贷强监管、居民共债危机及疫情影响下不良率抬升 .....	11
表 6: 资产端收益率拖累上海银行的息差表现, 除贷款占比相对低外, 金融供给充分影响其议价能力.....	12
表 7: 上海银行 ROE (2024 年) 低于上市城商行平均, 较低的净息差以及杠杆率水平是主要拖累因素.....	13
表 8: 2Q25 上市银行贷款结构中, 对公房地产占比为 4.4%, 消费贷占比为 1.8%13	
表 9: 2025 年上市银行中期分红情况一览 .....	20
表 10: 上海银行在沪深 300 指数中的权重为 0.39%, 高于公募基金重仓比例 (2Q25: 0.07%) .....	21
表 11: 上市银行可转债转股情况更新 (截至 9 月 24 日) .....	22
表 12: 上海银行高管团队内核稳定且经验丰富, 2025 年顾董事长到位 .....	23
表 13: 自 2019 年起, 上海银行高管、监事连续七年增持 .....	23
表 14: 可比银行估值表 (收盘价截至 2025 年 9 月 25 日) .....	24
表 15: 上海银行盈利预测表 .....	25
表: 上市银行估值比较表 (收盘价日期: 年 月 日) .....	

# 1. 估值往事：消费贷、地产强监管下盈利能力趋弱

2018-2019 年，上海银行曾是“明星银行”：2018-2019 年上海银行股价上涨 31%，跑赢银行板块近 26 个百分点。彼时上海银行是当之无愧的“消费贷新星”，2016-2018 年上海银行与多家头部互联网平台合作、以个人消费贷的高增推动了基本面的全面向好，打开了市场对上海银行扩表空间的想象。

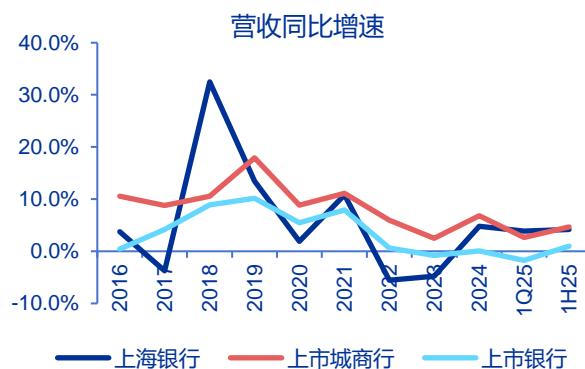
在互联网贷款业务量升价高、银行资产质量周期性改善的背景下，上海银行业绩迎来反转，营收、归母净利润增速反弹，2018 年营收、归母净利润实现 32.5%、17.7% 同比增速（2017 年分别为-3.7%、7.1%），高于上市城商行平均 22、10 个百分点，业绩向好同样推动 ROA、ROE 边际改善。

图 1：2019-2024 年，上海银行归母净利润同比增低于上市城商行平均



资料来源：公司财报，申万宏源研究

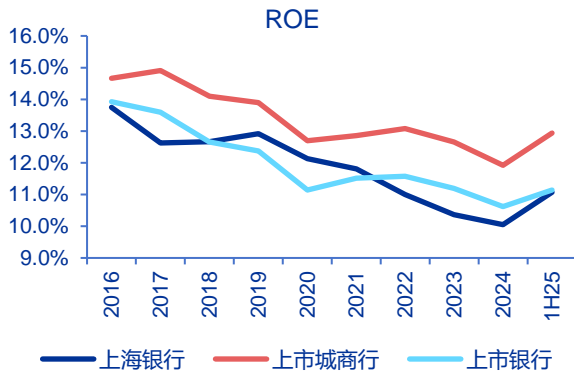
图 2：2019-2024 年，上海银行营收同比增速大多低于上市城商行平均



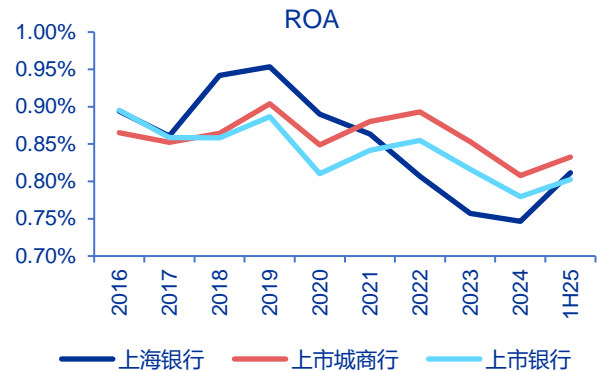
资料来源：公司财报，申万宏源研究

但 2020-2023 年，上海银行估值落入上市银行底部区间，背后是市场对盈利能力的担忧：1) 从业绩表现来看，2019-2023 年，上海银行净利润同比增速趋势性下行，且绝对水平低于上市城商行平均；2) 从盈利能力来看，2019 年以来上海银行 ROE 水平与上市城商行的差距扩大：2023 年上海银行 ROE 为 10.4%，低于上市城商行平均 2.30 个百分点（vs2019 年低于上市城商行平均 0.98 个百分点）。

回顾过去，上海银行盈利增长动能不足、ROE 下行且趋势弱于可比银行平均的原因在于：1) 互联网贷款新规下资产端被迫转型调整，对扩表增速、息差均有拖累；2) 房地产下行周期加剧对公资产质量风险，加大房地产贷款拨备计提压力，2018 年-2021 年信用成本出现明显抬升；3) 净息差长期处于行业底部，既有上海地区金融供给充分、竞争激烈的因素，亦有压降较高收益率的互联网贷款和房地产贷款影响。

**图 3: 上海银行 2019-2024 年 ROE 与上市城商行平均的差距拉大**


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**图 4: 上海银行 2021 年以来 ROA 低于上市城商行平均**


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**表 1: 上海银行 ROE 趋势上来看, 资产质量风险抬升、扩表放缓以及息差较低是核心拖累**

ROE拆分-上海银行	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
净利息收入(+)	2.17%	2.02%	1.62%	1.07%	1.56%	1.49%	1.55%	1.58%	1.37%	1.18%	1.03%	1.02%
净息差(+)	2.21%	2.02%	1.73%	1.25%	1.76%	1.79%	1.82%	1.74%	1.54%	1.34%	1.17%	1.15%
有效资产占比(+)	98%	100%	94%	86%	89%	83%	85%	91%	89%	88%	88%	88%
非息收入(+)	0.43%	0.49%	0.52%	0.79%	0.73%	0.85%	0.61%	0.62%	0.55%	0.52%	0.65%	0.67%
非息收入占比(+)	16%	20%	24%	42%	32%	36%	28%	28%	28%	30%	39%	40%
周转率(+)	2.60%	2.52%	2.15%	1.86%	2.29%	2.34%	2.16%	2.20%	1.92%	1.70%	1.68%	1.68%
营业支出(-)	0.81%	0.71%	0.54%	0.48%	0.49%	0.49%	0.43%	0.50%	0.46%	0.44%	0.42%	0.39%
成本收入比(-)	31%	28%	25%	26%	22%	21%	20%	23%	24%	26%	25%	23%
信用成本(-)	0.49%	0.59%	0.60%	0.49%	0.80%	0.80%	0.78%	0.78%	0.59%	0.38%	0.39%	0.31%
其他(-)	0.25%	0.22%	0.12%	0.04%	0.11%	0.14%	0.11%	0.10%	0.10%	0.14%	0.14%	0.18%
ROAA	1.05%	0.99%	0.89%	0.86%	0.89%	0.90%	0.84%	0.82%	0.77%	0.73%	0.72%	0.81%
杠杆倍数	16.7	15.8	15.4	14.7	14.3	14.3	14.4	14.4	14.3	14.2	13.9	13.6
ROAE	17.5%	15.6%	13.7%	12.6%	12.7%	12.9%	12.1%	11.8%	11.0%	10.4%	10.0%	11.1%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

注: 1) 净息差=净利息收入/日均生息资产; 有效资产占比=日均生息资产/期初期末平均总资产; 非息收入占比=非息收入/营业收入; 周转率=营业收入/期初期末平均总资产; 成本收入比=剔除资产减值损失后营业支出/营业收入; 信用成本=资产减值损失/期初期末平均总资产; 2) ROE 指摊薄后归属于普通股股东 ROE

## 1.1 “消费贷” + “房地产” 遇强监管, 告别信贷高增速

2019 年之前, 对公房地产贷款和消费贷曾是上海银行信贷两大支柱, 驱动 2018 年贷款同比增速提升至 28.1%。2016-2018 年, 互联网贷款成为房地产外的另一新增长点, 期间消费贷规模快速扩张, 带动消费贷占比的提升, 2018 年末消费贷占贷款比重较 2016 年末提升 13.5 个百分点至 18.5%。

**表 2：2016-2019 年上海银行积极发展消费贷业务，2018 年末消费贷占总贷款比重提升至 18.5%**

存量-占比	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	10.3%	8.8%	7.7%	7.8%	7.0%	4.7%	5.3%	6.9%	7.5%	8.2%
批零	9.7%	8.2%	6.0%	5.3%	5.2%	4.9%	5.0%	5.1%	5.7%	5.4%
房地产	9.7%	13.8%	15.1%	15.9%	14.3%	12.8%	9.9%	8.9%	8.4%	8.6%
租赁及商业	12.5%	15.1%	14.4%	14.3%	16.1%	17.7%	16.5%	16.5%	16.1%	15.5%
基建类	12.0%	11.4%	10.5%	8.9%	9.6%	11.3%	12.1%	13.7%	14.7%	13.8%
其他对公	10.8%	9.9%	9.1%	7.8%	8.4%	8.6%	10.2%	9.3%	8.6%	9.4%
<b>对公贷款</b>	<b>64.9%</b>	<b>67.3%</b>	<b>62.8%</b>	<b>60.0%</b>	<b>60.5%</b>	<b>60.0%</b>	<b>59.1%</b>	<b>60.4%</b>	<b>61.0%</b>	<b>60.8%</b>
按揭	9.9%	9.7%	8.6%	9.7%	11.3%	12.8%	12.6%	11.7%	11.4%	11.2%
消费贷	5.0%	10.4%	18.5%	18.0%	14.4%	11.6%	8.5%	7.9%	7.5%	7.2%
经营贷	3.5%	2.3%	1.8%	1.9%	2.9%	4.3%	7.7%	8.7%	8.3%	6.7%
信用卡及其他	3.1%	3.7%	3.6%	3.4%	3.1%	3.2%	3.1%	2.8%	2.3%	2.1%
<b>零售贷款</b>	<b>21.5%</b>	<b>26.2%</b>	<b>32.5%</b>	<b>33.1%</b>	<b>31.8%</b>	<b>31.9%</b>	<b>31.9%</b>	<b>31.0%</b>	<b>29.4%</b>	<b>27.1%</b>
票贴	13.6%	6.5%	4.7%	6.9%	7.7%	8.2%	9.1%	8.6%	9.5%	12.1%
<b>总贷款</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：公司财报，申万宏源研究

但 2019 年以来，上海银行先后经历互联网贷款强监管、房地产下行周期。在对公、零售信贷的双重调整下，上海银行步入信贷调整“阵痛期”，双位数贷款增速已然成为过去。

2019 年互联网贷款监管趋严，上海银行消费贷业务“急刹车”。2019 年 3 月、原上海银保监表示对联合贷款业务要压存量、控新增；2020 年《商业银行互联网贷款管理暂行办法》对地方法人银行开展跨注册地辖区业务提出了审慎要求、2021 年《中国银保监会办公厅关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》进一步明确严控互联网贷款跨地域经营，强调地方法人银行不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务。因此，2020 年以来消费贷进入压降期，2020-2022 年消费贷余额合计压降 643 亿。

而 2020 年房地产贷款“三道红线”政策调控下房地产流动性危机发酵，彼时对正在压降消费贷的上海银行而言更是雪上加霜。2019 年末，上海银行对公房地产贷款占贷款比重达 15.9%；但 2020 年监管为房地产企业财务指标划定“三道红线”、加大房企融资难度、加剧流动性风险，上海银行也卷入“宝能系”风波；与此同时，2020 年监管下发《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》对银行设置房地产贷款的“三个不高于”指标。在房地产下行周期、监管约束涉房贷款占比、存量房地产贷款风险处置的多重影响下，上海银行对公房地产贷款自 2021-2024 年步入调整期，2021-2024 年对公房地产贷款合计压降 380 亿，2024 年末对公房地产贷款占贷款比重也较峰值（2019 年：15.9%）下降至 8.4%。

**表 3: 2020 年以来零售端消费贷持续压降, 2021-2024 年对公房地产贷款余额持续下行**

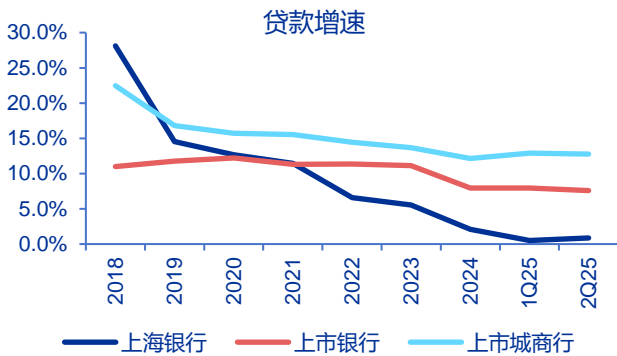
增量-亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	14	12	72	103	7	-189	112	267	93	126
批零	13	8	-32	2	52	33	58	39	104	-31
房地产	-211	379	367	262	23	-6	-264	-65	-44	42
租赁及商业服务业	133	314	222	167	378	395	-12	114	-6	-33
基建类	38	95	136	-31	189	328	196	309	181	-80
其他对公	162	61	111	-8	160	130	278	-52	-64	136
<b>对公贷款</b>	<b>150</b>	<b>870</b>	<b>877</b>	<b>495</b>	<b>809</b>	<b>691</b>	<b>368</b>	<b>612</b>	<b>263</b>	<b>160</b>
按揭	74	98	82	217	294	322	86	-42	-8	13
消费贷	156	416	882	176	-167	-162	-314	-21	-32	-27
经营贷	49	-41	2	31	135	207	475	191	-32	-207
信用卡	48	76	61	26	9	42	12	-19	-56	-23
<b>零售贷款</b>	<b>326</b>	<b>550</b>	<b>1,028</b>	<b>450</b>	<b>272</b>	<b>410</b>	<b>259</b>	<b>109</b>	<b>-128</b>	<b>-244</b>
票贴	-301	-319	-38	273	176	156	182	3	152	396
<b>总贷款</b>	<b>175</b>	<b>1,100</b>	<b>1,867</b>	<b>1,218</b>	<b>1,256</b>	<b>1,256</b>	<b>808</b>	<b>724</b>	<b>287</b>	<b>312</b>

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

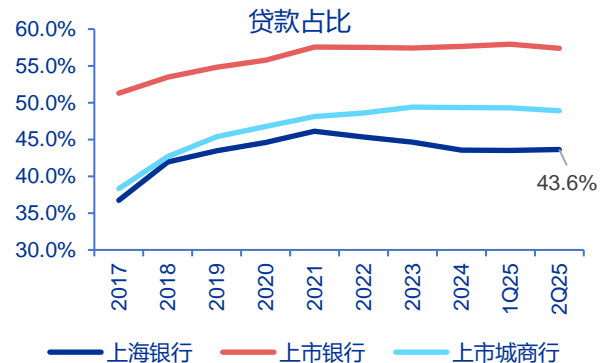
**表 4: 上海银行贷款占总资产比重低于 50%, 消费贷压降下、2020 年以来零售贷款占总贷款比重不断下降**

存量 (占比)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2Q24	2024	2Q25
对公	73.8%	67.5%	67.0%	68.2%	68.1%	68.1%	69.0%	70.8%	70.6%	72.9%
零售	26.2%	32.5%	33.0%	31.8%	31.9%	31.9%	31.0%	29.2%	29.4%	27.1%
<b>总贷款</b>	<b>36.7%</b>	<b>42.0%</b>	<b>43.6%</b>	<b>44.6%</b>	<b>46.1%</b>	<b>45.3%</b>	<b>44.6%</b>	<b>44.2%</b>	<b>43.6%</b>	<b>43.6%</b>
金融投资	46.1%	42.4%	41.0%	39.5%	39.1%	40.1%	42.3%	42.0%	42.5%	41.0%
同业资产	8.9%	8.2%	8.4%	8.3%	8.1%	8.6%	7.8%	8.2%	8.4%	9.7%
<b>总资产</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>YoY</b>										
对公	12.2%	17.1%	13.7%	14.8%	11.3%	6.6%	6.9%	-19.1%	4.4%	3.9%
零售	46.1%	59.0%	16.2%	8.4%	11.7%	6.6%	2.6%	270.7%	-3.0%	-6.4%
<b>总贷款</b>	<b>19.4%</b>	<b>28.1%</b>	<b>14.6%</b>	<b>12.7%</b>	<b>11.4%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>0.9%</b>
<b>总资产</b>	<b>3.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>7.2%</b>	<b>6.3%</b>	<b>4.6%</b>	<b>2.2%</b>

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

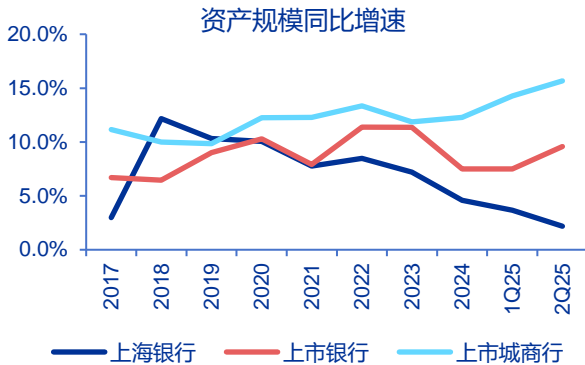
**图 5: 受压降消费贷、房地产贷款影响, 上海银行贷款增速 2022 年以来明显低于上市城商行平均**


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**图 6: 上海银行贷款占资产比重自 2021 年以来下行, 2024 年末为 43.6%**


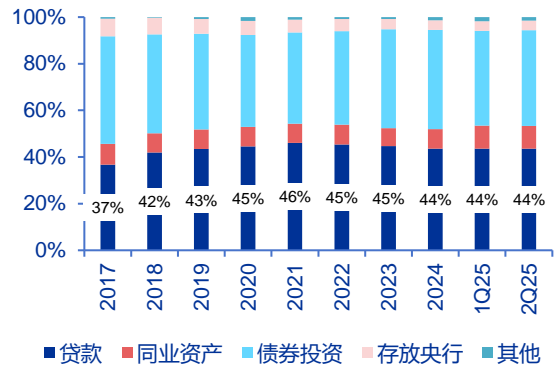
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 7: 上海银行资产规模同比增速 2022 年以来显著低于上市城商行平均



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 8: 上海银行资产结构中, 贷款占比不及 50%



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

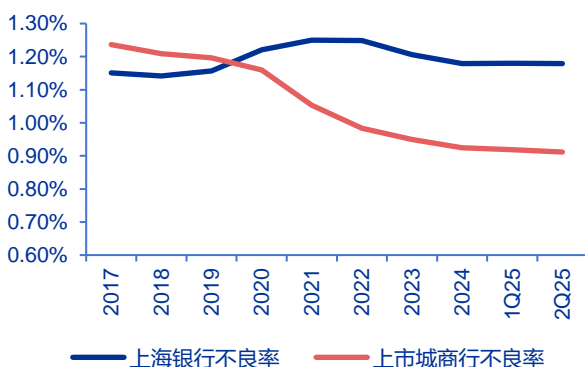
## 1.2 与之而来的资产质量压力

除扩表增速外, 信贷结构调整对业绩的另一负向影响体现于资产质量, 上海银行 2019-2022 年不良率和不良生成率均高于上市城商行平均水平。

2019-2022 年以来, 上海银行零售贷款不良率上行, 既有宏观经济形势复杂多变、共债风险上升、叠加疫情影响, 亦有自身优化零售贷款结构因素。在内部压控消费贷余额的背景下, 上海银行消费贷不良率从 2018 年 0.52% 攀升至 2020 年峰值 1.87%; 而居民共债风险逐步显现和疫情的综合影响下, 信用卡不良率从 2017 年 1.57% 提升至 2022 年 1.83%。

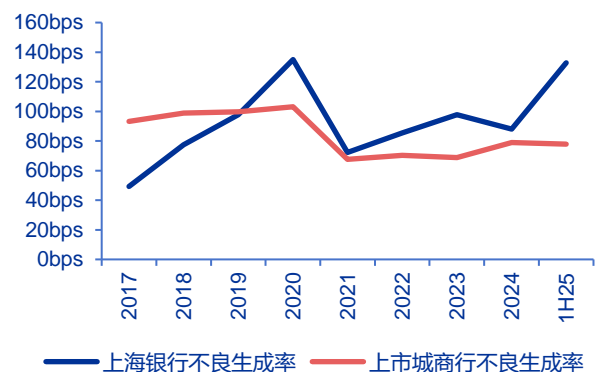
对公端, 在地产强监管、房企流动性风险抬升之下, 过去占比相对高的对公房地产贷款也意味着更高的资产质量风险压力。2021 年末上海银行对公房地产不良率达 3.05%, 推动对公贷款不良率上行至 1.67%, 并且逆转过去对公贷款不良率低于上市城商行平均之势。此后, 在城商行对公贷款受益制造业、批零等资产质量改善、对公不良率开启改善周期下, 上海银行依然受制于房地产领域风险, 对公贷款不良下行幅度不及上市城商行平均。

图 9: 受零售消费贷及对公房地产贷款影响, 上海银行 2019-2022 年不良率抬升



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 10: 上海银行不良生成率自 2020 年以来高于可比同业平均



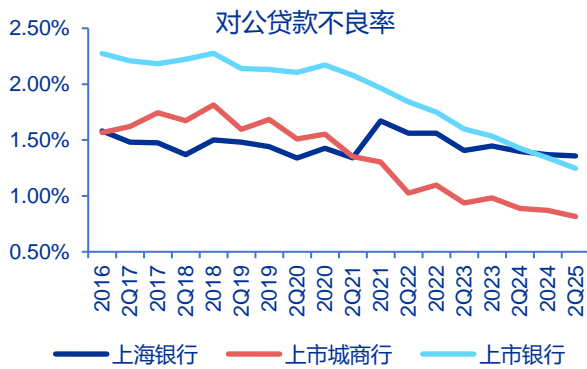
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**表 5: 自 2020 年以来, 对公房地产资产质量压力逐步显现, 零售非按揭贷款在消贷强监管、居民共债危机及疫情影响下不良率抬升**

分行业不良率	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	4.76%	4.82%	4.42%	5.18%	4.17%	1.70%	0.77%	1.08%	0.38%	0.31%	1.43%	1.33%
房地产	0.03%	0.24%	0.47%	0.08%	0.04%	0.10%	2.39%	3.05%	2.56%	2.11%	0.98%	2.59%
批发零售	2.16%	3.89%	3.85%	4.89%	8.73%	10.78%	6.64%	4.79%	4.38%	1.80%	2.48%	2.05%
租赁及商业服务业	0.07%	0.48%	0.32%	0.07%	0.02%	0.26%	0.38%	0.20%	0.16%	1.41%	0.90%	0.49%
<b>公司贷款合计</b>	<b>1.23%</b>	<b>1.61%</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.48%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.44%</b>	<b>1.43%</b>	<b>1.67%</b>	<b>1.56%</b>	<b>1.45%</b>	<b>1.37%</b>	<b>1.36%</b>
个人住房按揭	0.69%	0.73%	0.44%	0.21%	0.21%	0.16%	0.14%	0.09%	0.16%	0.26%	0.45%	0.63%
个人消费及经营性贷款	1.38%	1.00%	0.59%	0.59%	0.59%	1.10%	1.65%	1.14%	1.16%	1.18%	1.51%	1.67%
其中: 消费贷不良率	na	na	0.35%	0.43%	0.52%	1.15%	1.87%	1.46%	1.70%	1.21%	1.45%	1.26%
信用卡	1.34%	1.65%	1.75%	1.57%	1.66%	1.63%	1.74%	1.65%	1.83%	1.76%	1.98%	2.50%
<b>零售贷款合计</b>	<b>0.85%</b>	<b>0.86%</b>	<b>0.69%</b>	<b>0.59%</b>	<b>0.61%</b>	<b>0.88%</b>	<b>1.12%</b>	<b>0.77%</b>	<b>0.83%</b>	<b>0.89%</b>	<b>1.14%</b>	<b>1.30%</b>
票据贴现	0.05%	0.07%	0.04%	0.07%	0.00%	0.03%	0.02%	0.01%	0.68%	0.67%	0.10%	0.00%
<b>贷款合计</b>	<b>0.98%</b>	<b>1.19%</b>	<b>1.17%</b>	<b>1.15%</b>	<b>1.14%</b>	<b>1.16%</b>	<b>1.22%</b>	<b>1.25%</b>	<b>1.25%</b>	<b>1.21%</b>	<b>1.18%</b>	<b>1.18%</b>

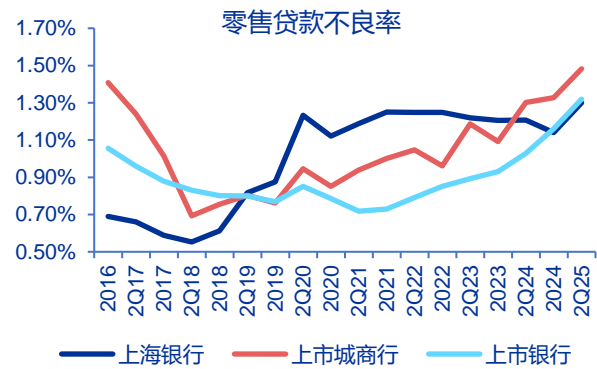
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**图 11: 由于房地产资产质量压力加剧, 上海银行对公贷款不良率自 2021 年以来高于上市城商行平均**



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**图 12: 受压降消费贷影响, 上海银行零售贷款不良率 2019-2023 年高于上市城商行平均**



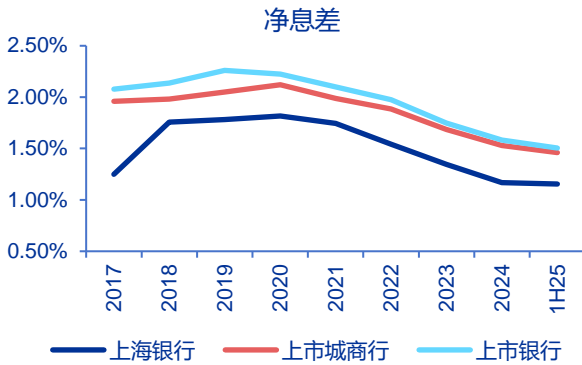
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

### 1.3 处于低位的息差是客观短板

除信贷调结构、资产质量风险去化之外, “低息差”是另一市场介怀点。上海银行的低息差主要受资产端收益率拖累, 是外部环境和自身结构的综合体现。① 从内部来看, 上海银行资产端贷款占比低于可比银行平均 (2017 年上海银行贷款占比为 36.7%, 上市城商行平均为 38.3%), 而金融投资 (相对低收益) 占比相对高, 拖累了资产收益率表现; ② 从外部环境看, 上海金融供给更为充分、竞争更为激烈, 也意味着资产端定价议价能力不强, 同样影响资产端收益率表现。

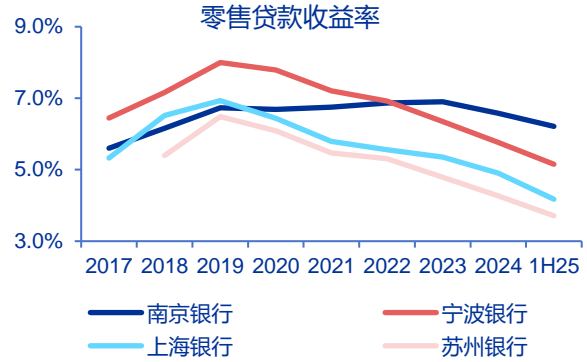
尽管在 2018-2019 年, 上海银行凭借大力发展较高收益率的联合消费贷业务拉近了贷款收益率与可比同业之间的差距 (2018-2019 年上海银行零售贷款收益率曾超赶南京银行), 但随后在消费贷、对公房地产贷款的接连调整下, 贷款收益率下行幅度更快于可比同业。

图 13: 上海银行息差低于上市银行及上市城商行平均



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 14: 2018-2019 年上海银行零售贷款收益率曾超赶南京银行



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

表 6: 资产端收益率拖累上海银行的息差表现, 除贷款占比相对低外, 金融供给充分影响其议价能力

资产收益率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25	贷款收益率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
上海银行	3.92%	4.45%	4.49%	4.20%	4.01%	3.74%	3.62%	3.28%	2.91%	上海银行	4.49%	5.28%	5.48%	5.06%	4.72%	4.44%	4.27%	3.76%	3.29%
北京银行	4.13%	4.39%	4.37%	4.21%	4.07%	3.85%	3.68%	3.50%	3.02%	北京银行	4.47%	4.66%	4.84%	4.76%	4.55%	4.36%	4.19%	3.94%	3.38%
南京银行	4.34%	4.70%	4.79%	4.60%	4.45%	4.32%	4.22%	4.00%	3.72%	南京银行	5.09%	5.55%	5.75%	5.60%	5.42%	5.24%	5.07%	4.80%	4.56%
宁波银行	4.52%	4.67%	4.88%	4.68%	4.59%	4.25%	4.16%	3.97%	3.58%	宁波银行	5.43%	5.78%	6.12%	6.00%	5.75%	5.34%	5.13%	4.84%	4.38%
江苏银行	4.32%	4.50%	4.57%	4.61%	4.53%	4.53%	4.35%	4.05%	3.67%	江苏银行	4.85%	5.08%	5.32%	5.43%	5.36%	5.36%	5.18%	4.77%	4.45%
杭州银行	4.22%	4.46%	4.56%	4.39%	4.25%	4.06%	3.87%	3.64%	3.24%	杭州银行	4.74%	5.13%	5.54%	5.37%	5.11%	4.96%	4.60%	4.25%	3.77%
苏州银行	4.58%	4.75%	5.04%	4.68%	4.37%	4.23%	4.01%	3.63%	3.23%	苏州银行	5.41%	5.46%	5.87%	5.38%	4.89%	4.70%	4.29%	3.90%	3.57%
城商行	4.20%	4.38%	4.76%	4.63%	4.47%	4.30%	4.09%	3.80%	3.47%	城商行	5.23%	5.44%	5.63%	5.55%	5.30%	5.07%	4.81%	4.47%	4.13%
上市银行	4.09%	4.41%	4.62%	4.44%	4.31%	4.15%	3.96%	3.65%	3.32%	上市银行	4.96%	5.34%	5.51%	5.33%	5.10%	4.90%	4.60%	4.21%	3.83%
上海-城商行平均	-0.28%	0.07%	-0.27%	-0.43%	-0.46%	-0.55%	-0.47%	-0.52%	-0.56%	上海-城商行平均	-0.74%	-0.17%	-0.16%	-0.49%	-0.57%	-0.63%	-0.55%	-0.71%	-0.84%
负债成本率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25	存款成本率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
上海银行	2.54%	2.64%	2.51%	2.26%	2.23%	2.17%	2.21%	2.06%	1.76%	上海银行	1.86%	2.01%	2.19%	2.15%	2.07%	2.12%	2.08%	1.92%	1.62%
北京银行	2.49%	2.69%	2.50%	2.33%	2.27%	2.14%	2.15%	2.03%	1.72%	北京银行	1.60%	1.76%	1.93%	2.00%	1.97%	2.02%	1.97%	1.85%	1.59%
南京银行	2.59%	2.86%	2.81%	2.61%	2.44%	2.39%	2.48%	2.36%	2.09%	南京银行	2.06%	2.38%	2.59%	2.51%	2.35%	2.37%	2.45%	2.35%	2.11%
宁波银行	2.35%	2.47%	2.31%	2.14%	2.13%	2.05%	2.15%	2.06%	1.79%	宁波银行	1.71%	1.80%	1.88%	1.86%	1.83%	1.77%	2.01%	1.94%	1.71%
江苏银行	2.88%	3.15%	2.88%	2.63%	2.53%	2.42%	2.40%	2.19%	1.89%	江苏银行	2.04%	2.47%	2.55%	2.47%	2.32%	2.34%	2.33%	2.10%	1.78%
杭州银行	2.61%	2.80%	2.63%	2.43%	2.39%	2.32%	2.28%	2.13%	1.87%	杭州银行	1.81%	2.11%	2.33%	2.33%	2.21%	2.26%	2.19%	2.04%	1.80%
苏州银行	2.78%	2.89%	2.62%	2.40%	2.39%	2.30%	2.28%	2.18%	1.90%	苏州银行	2.12%	2.25%	2.33%	2.34%	2.25%	2.22%	2.21%	2.09%	1.80%
城商行	2.41%	2.59%	2.63%	2.52%	2.50%	2.41%	2.39%	2.25%	1.96%	城商行	1.80%	1.98%	2.29%	2.37%	2.35%	2.34%	2.32%	2.18%	1.92%
上市银行	2.23%	2.43%	2.42%	2.29%	2.29%	2.24%	2.26%	2.13%	1.85%	上市银行	1.71%	1.91%	2.13%	2.15%	2.14%	2.17%	2.18%	2.03%	1.78%
上海-城商行平均	0.13%	0.05%	-0.13%	-0.26%	-0.27%	-0.23%	-0.17%	-0.19%	-0.21%	上海-城商行平均	0.06%	0.02%	-0.11%	-0.21%	-0.27%	-0.22%	-0.24%	-0.26%	-0.30%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

## 2. 市场的期待: ROE 逐步企稳, 基本面筑底改善

从 ROE 拆分来看, 上海银行 ROE (2024 年) 低于上市城商行平均, 但我们认为其 ROE 有望缩小与可比银行之间的差距: ① 资产质量压力最大时刻已过: 消费贷、房地产等存量包袱出清下, 资产质量底部确立, 近年来信用成本呈下行趋势, 2024 年信用成本 (0.39%) 已低于可比同业平均 (2024: 0.47%)。② 扩表有新抓手: 2020 年以来聚焦“科技金融、普惠金融、绿色金融”贷款, 并且积极参与长三角基础设施建设, 信贷结构焕新、贷款增速有望边际修复或成为业绩的正向贡献因素。③ 息差降幅或好于同业: 市场

聚焦上海银行的低息差，但忽略了近年来负债端优秀的成本管控能力，同时贷款调整到位、资产结构优化、叠加资产“反内卷”下，资产收益率降幅有望趋于缓和。

**表 7：上海银行 ROE (2024 年) 低于上市城商行平均，较低的净息差以及杠杆率水平是主要拖累因素**

2024	上海银行	北京银行	南京银行	宁波银行	江苏银行	杭州银行	苏州银行	城商行平均
净利息收入(+)	1.03%	1.30%	1.09%	1.64%	1.52%	1.24%	1.22%	1.37%
净息差(+)	1.17%	1.47%	1.34%	1.86%	1.73%	1.41%	1.38%	1.54%
有效资产占比(+)	88%	89%	81%	89%	88%	87%	88%	88%
非息收入(+)	0.65%	0.45%	0.97%	0.64%	0.68%	0.70%	0.67%	0.61%
非息收入占比(+)	39%	26%	47%	28%	31%	36%	35%	31%
周转率(+)	1.68%	1.75%	2.06%	2.28%	2.20%	1.94%	1.89%	1.98%
营业支出(-)	0.42%	0.53%	0.61%	0.84%	0.57%	0.59%	0.73%	0.59%
成本收入比(-)	24%	29%	28%	36%	25%	29%	37%	29%
信用成本(-)	0.39%	0.50%	0.43%	0.37%	0.50%	0.38%	0.17%	0.47%
其他(-)	0.14%	0.15%	0.23%	0.19%	0.30%	0.15%	0.24%	0.18%
ROAA	0.72%	0.57%	0.78%	0.89%	0.82%	0.82%	0.75%	0.73%
杠杆倍数	13.9	15.4	16.4	15.2	16.6	19.4	15.6	15.7
ROAE	10.0%	8.7%	12.8%	13.6%	13.7%	16.0%	11.6%	11.6%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

注：1) 净息差=净利息收入/日均生息资产；有效资产占比=日均生息资产/期初期末平均总资产；非息收入占比=非息收入/营业收入；周转率=营业收入/期初期末平均总资产；成本收入比=剔除资产减值损失后营业支出/营业收入；信用成本=资产减值损失/期初期末平均总资产；2) ROE 指摊薄后归属于普通股股东 ROE

## 2.1 信贷转型向新行，聚焦扩表新周期

### 聚焦点一：房地产贷款与消费贷有力压降，对公锚定“战略建设”与“五篇大文章”

2Q25 上海银行对公房地产贷款、消费贷占贷款比重分别为 8.6%、7.2% (vs 上市银行平均分别为 4.4%、1.8%)。但从趋势上可以看出 2020 年以来上海银行信贷结构调整决心，2Q25 对公房地产贷款占比较 2019 年末下降 7.3 个百分点 (上市银行平均下降 0.9 个百分点)；2Q25 消费贷占比较 2019 年末下行 10.8 个百分点 (上市银行平均提升 0.5 个百分点)。

**表 8：2Q25 上市银行贷款结构中，对公房地产占比为 4.4%，消费贷占比为 1.8%**

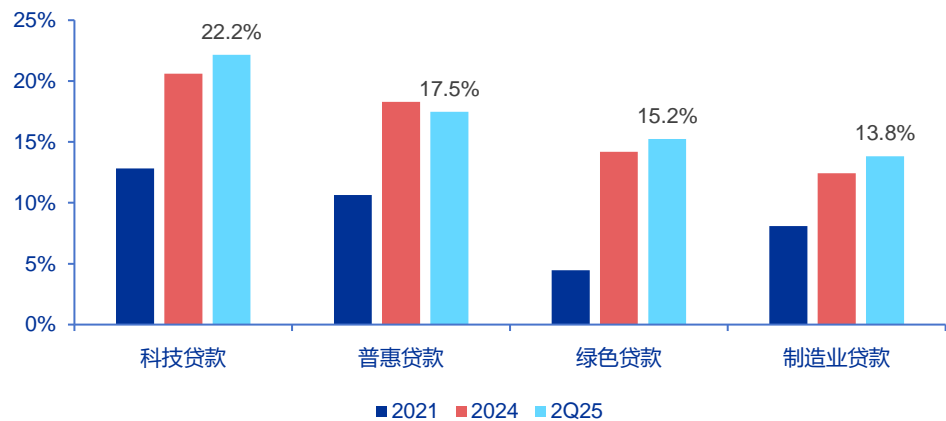
存量-占比	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	9.9%	9.5%	9.4%	9.8%	10.4%	10.3%	10.9%
批零	2.6%	2.8%	2.9%	3.1%	3.5%	3.5%	3.7%
房地产	5.3%	5.4%	5.2%	5.0%	4.7%	4.6%	4.4%
租赁及商业服务业	8.4%	8.8%	9.2%	9.6%	10.5%	10.6%	11.0%
基建类	22.8%	23.1%	23.5%	23.4%	24.5%	24.8%	24.8%
其他对公	7.9%	7.4%	6.9%	7.6%	7.6%	7.8%	7.9%
<b>对公贷款</b>	<b>56.9%</b>	<b>57.0%</b>	<b>57.0%</b>	<b>58.6%</b>	<b>61.1%</b>	<b>61.6%</b>	<b>62.8%</b>
按揭	31.5%	31.4%	31.1%	28.1%	24.4%	21.8%	20.4%
消费贷	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%
经营贷	1.9%	2.5%	3.6%	4.2%	5.3%	6.1%	6.4%
信用卡	4.3%	4.1%	4.0%	3.5%	3.4%	3.5%	3.2%
<b>零售贷款</b>	<b>40.8%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>38.4%</b>	<b>35.9%</b>	<b>34.8%</b>	<b>33.5%</b>
票贴	2.3%	1.7%	1.7%	3.0%	2.9%	3.6%	3.7%
<b>总贷款</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

从上市银行发展趋势来看，2021 年以来对公贷款占比提升，尤其是涉政类贷款、以新制造为代表的制造业贷款占比趋势性上行。**上海银行亦不例外，全力服务长三角一体化重大战略发展和参与上海“五个中心”建设，加快新基建、新能源、高端制造等重点领域资产投放；同时，聚焦金融“五篇大文章”，加大支持新质生产力，深耕转型重点领域。**

截至 2Q25 的贷款结构中，上海银行制造业、基建类贷款占比分别为 8.2%、13.8%，分别较 2021 年末提升 3.5、2.5 个百分点（上市银行平均提升 1.5、1.3 个百分点）。企业人民币贷款余额中，与“五篇大文章”相关的科技、普惠、绿色贷款占比较 2021 年提升，2Q25 科技、普惠、绿色贷款占比分别提升至 22.2%、17.5%、15.2%。

**图 15：科技、普惠、绿色、制造业贷款占企业人民币贷款比重较 2021 年提升**



资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

注：2025 年中报，科技贷款、普惠贷款、绿色贷款的余额和投放金额根据中国人民银行办公厅《关于做好金融“五篇大文章”统计工作的通知》（银办发〔2025〕66 号）、中国人民银行调查统计司《关于调整绿色贷款专项统计内容的通知》（银调发〔2025〕7 号）等进行统计，统计口径较 2024 年变更。

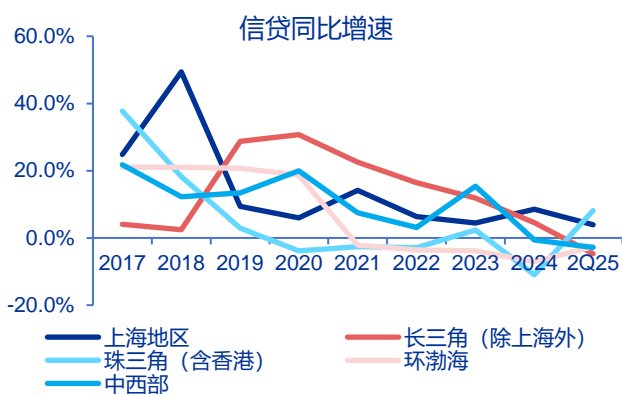
### 聚焦点二：主动融入长三角一体化等国家战略，长三角地区贷款贡献近八成

上海银行的分支机构布局覆盖长三角、京津、粤港澳和中西部重点城市，并且不断优化分支机构布局，2025 年上半年在长三角地区新增杭州瓜沥支行、宁波宁海支行等 4 家分支机构。**截至 2025 年 6 月末，长三角贷款占总贷款比重约 78%（上海地区占比为 48%）。**

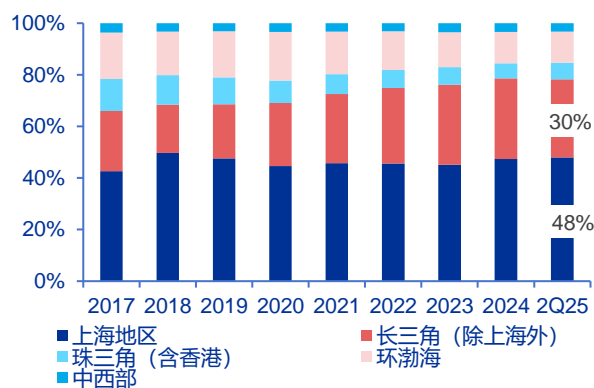
肥沃的经济土壤滋养优质的客群和多样化业务需求，因此，分支机构布局很大程度影响一家银行业务发展空间及资产质量底子。上海银行深耕上海本土，辐射长三角、京津、粤港澳、成渝等国家战略重点，也意味着金融服务需求更广阔、更丰富。

**从信贷发展空间来看，长三角地区贷款增速高于全国平均，2Q25 长三角地区金融机构贷款同比增速为 9.2%，高于全国平均 2.4 个百分点。**但也可以看到，自 2021 年以来，在信贷转型过程中，上海银行长三角地区贷款市占率小幅下行，较 2021 年（1.77%）下行 0.27 个百分点至 1.50%，一方面与自身风险去化、压降房地产贷款风险敞口相关，另一方面确受零售需求弱景气、行业性风险抬升影响，2021 年以来上海银行零售信贷增量不断下降，H 零售贷款余额下降 亿，其中，个人经营性贷款下降 亿。

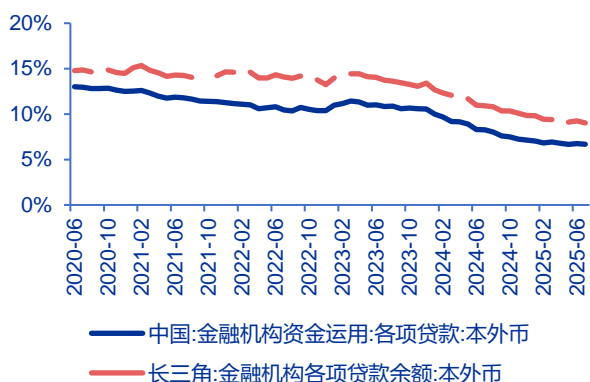
我们认为，“转型阵痛”、“零售弱需求”是客观事实，但影响是阶段性的，不改变一家根植于中国最好土壤的银行发展前景，不改变在发展过程中积累的优质客户基础，也不改变在最激烈竞争环境中锻造的客户服务能力。而银行做出的每一小步改变，只要方向是正确的（深耕好区域、发力“五大篇章”），管理层有决心、有定力，终能走出困境、实现质变，未来底部向上弹性更值得期待。

**图 16：上海银行长三角地区贷款增速高于全国平均**


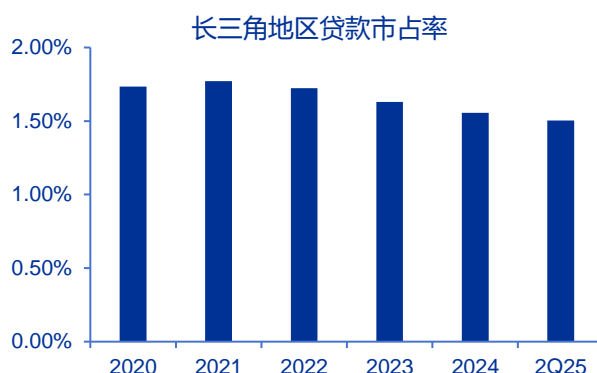
资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 17：长三角地区对上海银行贷款贡献近八成**


资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 18：长三角地区金融机构贷款增速快于全国平均**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 19：上海银行长三角地区贷款市占率有所下行**


资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

## 2.2 稳步化解旧风险，筑实资产质量底盘

2022 年以来上海银行不良率已从高点 (4Q22: 1.25%) 呈回落趋势，2Q25 不良率为 1.18%。其中，2Q25 零售贷款不良率为 1.30%，低于上市城商行平均 (1.48%)；对公贷款不良率为 (1.36%)、高于上市城商行平均 (0.82%)。

2Q25 上海银行不良贷款余额中，占比最高的为房地产行业 (2Q25: 18.8% vs 4Q24: 7.0%)，对应 2Q25 房地产不良率 (2.59%) 较年初 (0.98%) 抬升，主要受个案下迁不良的影响，而房地产风险处置压力、潜在资产质量也正是过去市场担忧之处。

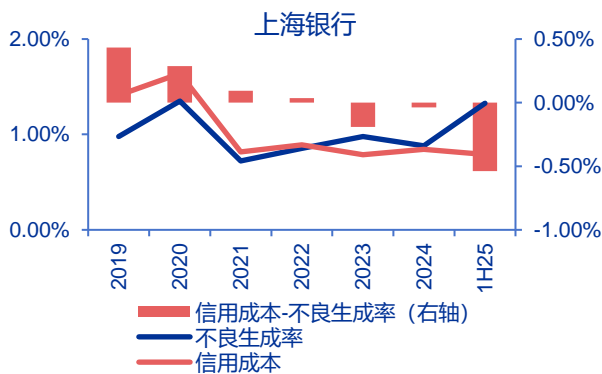
我们认为应辩证看存量房地产风险，客观而言，房地产个案风险的处置出清需要时间和财务资源支持，但更应看到上海银行信贷结构调整的积极变化，以及化解、处置存量不

**良风险的决心：① 不良生成压力峰值已过，个案对整体不良率的影响可控。**2021-2024 年上海银行不良生成率均低于 2020 年峰值（1.35%），其中，2022 年-2024 年上海银行对公房地产不良率下行幅度达 207bps；2Q25 因个别案例下迁确认不良，带来对公房地产不良率以及整体不良生成率（1H25：1.33%）的抬升，但风险并不是系统性的，在财务资源支持核销处置下，整体不良率平稳（2Q25 不良率与年初持平）。**② 上海银行自 2021 年以来核销处置力度加大，也验证对于潜在风险的确认、处置速度加快。**2024 年核销处置规模（142 亿）略低于 2023 年（146 亿），一定程度也反映新生成不良压力的减缓。

零售层面，2020 年受宏观经济形势复杂多变、共债风险上升等外部因素，叠加肺炎疫情影响，零售贷款资产质量短期波动，尤其是消费贷及经营贷、信用卡不良率均有提升。但公司主动开展资产结构调整，收紧高风险业务与高风险客户信贷投放、进一步完善风险管控措施下，零售贷款资产质量于 2023 年呈现趋稳态势，2024 年下半年相关不良贷款率增长已明显放缓，2025 年上半年各季度不良贷款生成持续回落。

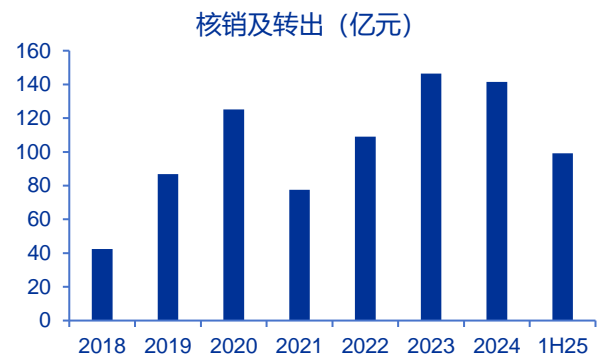
2Q25 零售不良贷款细分来看，个人经营性贷款、信用卡贷款不良率较 2024 年末分别提升 56bps、52bps 至 2.12%、2.50%，这也是行业共性风险。但考虑到上海银行控制个人经营贷及信用卡贷款规模（2Q25 两者合计占贷款比重较年初下行 1.84 个百分点至 8.74%），以及上半年上海银行零售信贷不良生成速度趋缓，我们认为在经济发展没有失速背景下，零售资产质量风险相对可控。

**图 20：上海银行不良生成压力峰值已过，2021-2024 年上海银行不良生成率均低于 2020 年峰值（1.35%），稳步消化对公房地产风险**



资料来源：公司财报，申万宏源研究

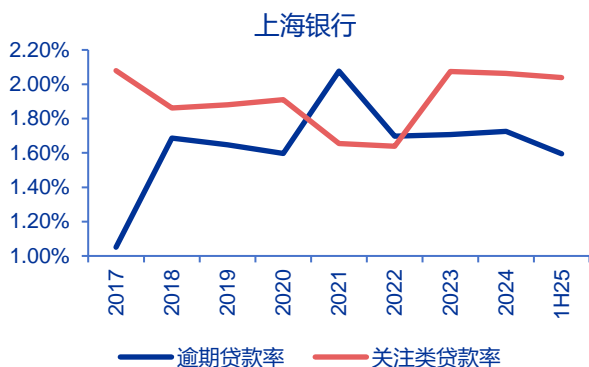
**图 21：上海银行 2021 年以来不良处置速度加快，核销及转出规模增加；2024 年核销处置规模（142 亿）略低于 2023 年（146 亿）**



资料来源：公司财报，申万宏源研究

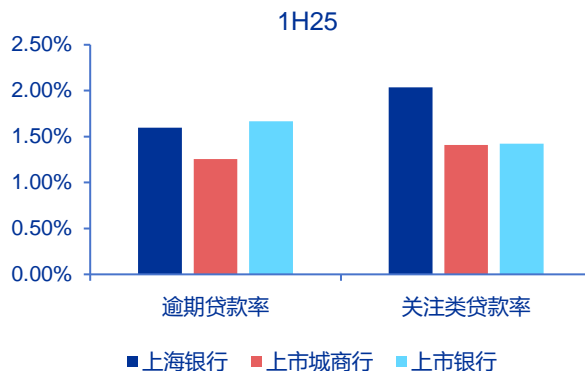
**在化风险举措下，上海银行逾期率自 2021 年见高回落，2Q25 逾期率（1.60%）较 2021 年下行 48bps；关注率（2Q25：2.04%）也于 2023 年见顶。**横向对比来看，虽然 2Q25 逾期率与关注率依然高于上市城商行平均，但逾期率已低于上市银行平均。

图 22: 上海银行逾期率自 2021 年以来下行, 关注率于 2023 年见顶



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

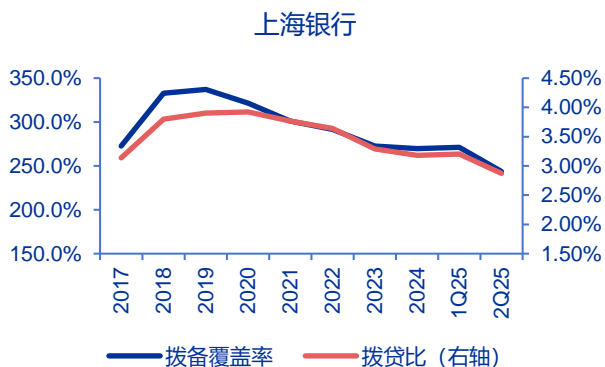
图 23: 上海银行 2Q25 逾期率与关注率依然高于上市城商行平均, 但逾期率已低于上市银行平均



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

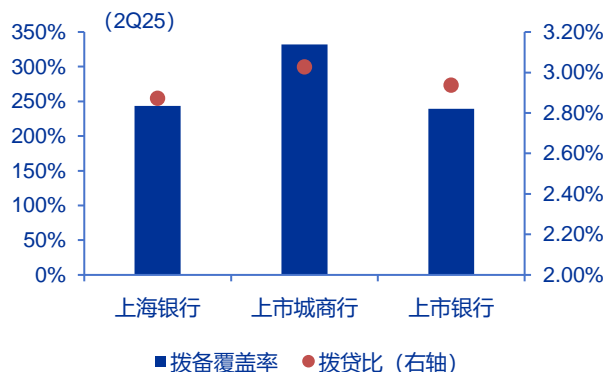
相应的, 上海银行拨备覆盖率下行幅度自 2023 年以来趋缓 (2Q25 房地产个案风险确认扰动、2Q25 拨备覆盖率季度下行至 244%), 但我们认为在信贷结构调整以及风险偏好审慎下, 个案影响更倾向于季节性波动, 全年拨备覆盖率有望企稳。横向对比来看, 上海银行 2Q25 拨备覆盖率 (244%) 虽然低于上市城商行平均 (332%), 但已经高于上市银行平均 (239%)。

图 24: 上海银行拨备覆盖率和拨贷比 2023 年以来下行幅度趋缓



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 25: 上海银行 2Q25 拨备覆盖率虽低于上市城商行, 但已经高于上市银行平均



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

## 2.3 负债成本管控见成效, 期待贷款收益率底部企稳

上海银行资产端由于地域因素面临更激烈的价格竞争, 因此负债端成本的优化至关重要。上海银行存款成本优势较上市城商行平均逐步拉大, 从 2017 年持平于上市城商行平均, 到 1H25 低于上市城商行平均 27bps。除定价因素外, 结构上, 上海银行活期存款占比高于可比同业, 2Q25 活期存款占比 (34.7%) 好于上市城商行平均 (30.1%) 4.6 个百分点。

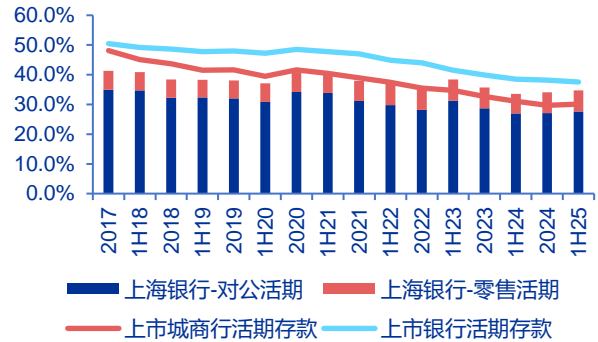
分析背后原因，我们认为主要得益于：1) 上海银行的主动策略调整：下调存款挂牌利率，动态调整存款差别化定价策略，推动中长期存款向短期限转化，优化存款结构。2) 区域资金活跃因素：上海金融市场活跃，意味着更高的资金流动性，一定程度上推动了上海银行相对高的活期存款占比。3) 完善交易银行产品服务体系，创新对公金融服务，以更好沉淀活期资金。例如，上海银行服务国资国企司库体系建设，助国资国企提高资金运营效率、降低资金成本、防控资金风险；2Q25 管理存款资金 1643 亿元（占存款比重达 9.2%）

图 26：上海银行存款成本较可比同业优势加剧



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 27：上海银行活期存款占比高于上市城商行平均



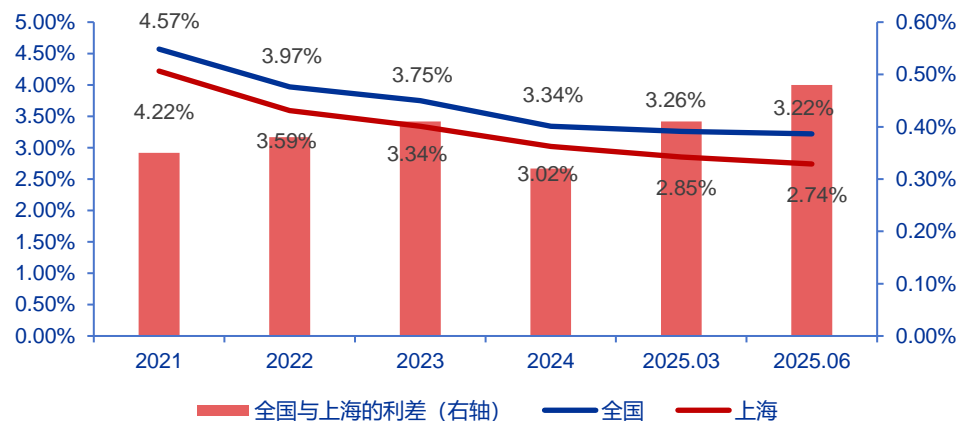
资料来源：公司财报，申万宏源研究

除了存款挂牌利率下调对息差带来正向贡献，上海银行贷款收益率或有望受益于资产定价“反内卷”。

上海地区贷款收益充分反映激烈的金融竞争，2025 年 6 月上海地区新发放企业贷款利率仅 2.74%，低于全国平均 48bps；较 2021 年累计下行 148bps (vs 全国：累计下行 135bps)。但监管已重视银行息差的健康性，在 2025 年二季度货币政策中，新增“督促银行坚持风险定价原则，合理确定存贷款利率，维护市场竞争秩序，畅通利率政策传导”。

我们认为，在监管引导下，前期因充分竞争而“扭曲”的贷款利率或逐步向“风险定价原则”偏移，银行贷款利率下行压力有望缓解，尤其是过分“内卷”的上海地区，判断上海银行新发放贷款收益率下行压力或较 2024 年缓和。

图 28：上海地区金融竞争充分，2025 年 6 月新发放企业贷款利率低于全国平均 48bps；在资产定价“反内卷”下，上海银行新发放贷款收益率下行压力或边际缓和



资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3. 估值新起点：板块β有望重启，高股息α标的

#### 3.1 稀缺的“高股息+欠配+可转债”标的

在当下难以扭转的低利率环境之下，高息红利资产是不可替代的“必选项”。银行指数股息率约 4.4%，较 10 年期国债利率溢价约 255bps，位居过去十年约 75%分位。在低利率难以系统性扭转的情况下，耐心资本入市的逻辑不会改变，持续驱动红利板块价值重估；而红利板块更强的赚钱效应也催化机构资金跟随买入形成质变。

图 29：低利率、资产荒环境下，险资青睐银行股是兼顾安全与稳定收益的必然



资料来源：Wind，申万宏源研究

**三季度市场风险偏好提升，资金风格偏移至科技成长板块，银行板块明显回调、股息率重回性价比区间。**目前 A 股所有二级行业以自由流通市值加权计算，只有 15 个行业的股息率在 3.5%以上。其中，股份行（约 4.9%）、城商行（约 4.6%）的股息优势更为突出。

**从板块驱动资金来看，险资配置无疑是市场关注焦点，尤其是险资 OCI 配置对银行板块行情启动存在关键、核心的催化。**险资 OCI 账户出于分红考虑，更为偏好“高股息、盈利能力稳定可预期”的配置。上海银行已明确进行中期分红，1H25 分红率较 2024 年（31.2%）进一步推升至 32.2%；在资金重归银行板块过程中，上海银行股息率超 5%具备相对吸引力。

图 30：三季度银行板块明显回调，股份行（约 4.9%）、城商行（约 4.6%）股息优势更为突出

排名	申万一级行业	申万二级行业	自由流通市值 亿元	行业股息率-TTM							行业利润增速	
				自由流通市值加权（即等价于投资指数对应的股息率）							自由流通市值加权	
				2020	2021	2022	2023	2024	2025/9/24	2024	1H25	
1	家用电器	白色家电	6,439	2.18%	4.02%	9.21%	4.80%	4.87%	5.18%	11.9%	18.6%	
2	银行	股份制银行	13,142	3.91%	3.16%	4.40%	5.70%	5.71%	4.87%	1.7%	0.3%	
3	煤炭	煤炭开采	4,236	4.34%	4.31%	5.76%	8.78%	5.32%	4.71%	-11.4%	-53.4%	
4	交通运输	航运港口	2,926	1.18%	1.17%	3.24%	9.08%	3.61%	4.74%	-176.0%	5.3%	
5	银行	城商行	7,124	3.91%	3.59%	4.24%	5.21%	5.09%	4.59%	7.5%	7.0%	
6	建筑材料	装修建材	1,350	0.87%	1.05%	1.24%	1.17%	2.58%	4.18%	-44.3%	-32.4%	
7	银行	农商行	1,693	3.37%	3.51%	5.16%	4.55%	4.66%	4.26%	6.3%	5.2%	
8	银行	国有大型银行	7,642	5.35%	5.71%	6.72%	6.43%	5.27%	4.10%	1.7%	0.5%	
9	非银金融	保险	7,644	2.69%	3.34%	4.75%	4.44%	4.42%	4.08%	63.8%	-1.8%	
10	石油石化	油气开采	756	0.28%	0.12%	0.04%	7.50%	3.19%	3.94%	0.2%	-16.6%	
11	石油石化	炼化及贸易	3,565	2.80%	2.07%	4.23%	5.05%	3.95%	3.87%	-55.0%	-43.9%	
12	交通运输	物流	3,026	1.38%	1.38%	1.49%	2.36%	2.76%	3.76%	-2.4%	4.0%	
13	食品饮料	白酒	13,557	1.20%	0.93%	1.29%	2.31%	3.14%	3.78%	5.1%	-1.4%	
14	食品饮料	饮料乳品	2,773	4.22%	1.84%	2.48%	3.21%	3.86%	3.60%	-8.0%	-0.2%	
15	家用电器	厨卫电器	290	1.80%	1.79%	2.32%	2.81%	4.32%	3.55%	-18.5%	-120.1%	
16	食品饮料	休闲食品	757	1.26%	1.45%	2.21%	1.49%	2.60%	3.22%	51.8%	9431.1%	
17	食品饮料	食品加工	1,085	1.35%	2.61%	1.87%	2.14%	3.45%	3.13%	-70.4%	-0.8%	
18	交通运输	铁路公路	3,144	3.86%	2.27%	2.74%	2.24%	3.08%	2.84%	-2.9%	-5.1%	
19	纺织服饰	纺织制造	767	2.51%	1.65%	2.86%	2.57%	2.86%	2.83%	-29.5%	-65.7%	
20	纺织服饰	服装家纺	1,446	2.88%	2.70%	3.51%	2.71%	3.55%	2.69%	-196.6%	-31.4%	
21	美容护理	个护用品	340	0.25%	0.93%	2.80%	1.93%	1.90%	2.72%	16.9%	18.5%	
22	公用事业	电力	11,033	2.55%	2.23%	1.72%	2.18%	2.45%	2.66%	14.7%	24.3%	
23	公用事业	燃气	1,029	1.39%	1.33%	1.73%	2.31%	2.85%	2.57%	-5.4%	15.7%	
24	轻工制造	家居用品	1,592	1.36%	1.33%	1.61%	1.88%	3.34%	2.61%	-28.7%	558.9%	
25	医药生物	中药	4,742	1.79%	1.60%	1.73%	1.66%	2.20%	2.58%	-55.0%	12.1%	
26	家用电器	照明设备	240	2.26%	2.38%	2.34%	1.73%	2.81%	2.46%	-308.0%	-119.1%	
27	纺织服饰	饰品	544	1.82%	1.54%	2.52%	2.09%	3.33%	2.50%	-99.0%	-64.9%	
28	钢铁	特钢	744	1.57%	2.92%	4.40%	1.67%	2.18%	2.43%	-20.8%	20.5%	
29	传媒	出版	1,018	2.62%	2.83%	3.36%	2.42%	2.86%	2.41%	-63.3%	22.0%	
30	建筑装饰	基础建设	3,322	1.97%	2.00%	1.99%	2.16%	2.72%	2.38%	-71.0%	-16.3%	

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：2025 年上市银行中期分红情况一览

银行	股息率	2024 年中期分红节奏		2025 年中期分红节奏		分红率（占归属普通股股东净利润）		
	2024 年 DPS/股价	2024 年中期分红节奏		2025 年中期分红节奏		分红率（占归属普通股股东净利润）		
	2025/9/25	股权登记日	是否年内	股权登记日	是否年内	1H25	1H24	2024
工商银行	4.15%	2025/1/6	否			30.6%	30.6%	31.3%
建设银行	4.58%	2025/1/9	否			30.0%	30.0%	30.7%
农业银行	3.49%	2025/1/7	否			32.1%	31.5%	32.2%
中国银行	4.51%	2025/1/22	否			32.7%	33.7%	32.2%
邮储银行	4.36%	2025/1/7	否			34.3%	30.0%	32.4%
招商银行	4.83%	-				35.0%	-	35.3%
中信银行	4.85%	2024/12/10	是			30.7%	29.2%	30.5%
民生银行	5.32%	2024/11/12	是	2025/9/15	是	30.0%	29.9%	30.0%
兴业银行	5.15%	-				后续公布	-	30.2%
光大银行	5.03%	2025/1/21	否			后续公布	26.0%	30.3%
华夏银行	5.71%	2025/1/21	否			15.2%	15.1%	25.0%
平安银行	6.31%	2024/10/9	是			20.1%	20.0%	28.3%
北京银行	5.72%	2025/1/17	否			-	18.1%	30.0%
南京银行	.%	//	是	//	是	后续公布	.%	.%
宁波银行	2.28%	-				13.4%	-	22.8%

江苏银行	4.66%	2025/1/9	否			后续公布	30.0%	30.0%
上海银行	5.14%	2024/11/27	是			32.2%	30.7%	31.2%
杭州银行	2.81%	2024/11/5	是			后续公布	22.6%	24.5%
苏州银行	3.89%	2024/11/15	是			后续公布	27.7%	34.1%
长沙银行	4.12%	-				18.6%	-	21.6%
齐鲁银行	3.79%	2025/1/22	否			后续公布	27.7%	27.6%
常熟银行	3.59%	-		2025/9/5	是	25.3%	-	19.8%
江阴银行	4.22%	-				后续公布	-	24.2%
苏农银行	3.61%	-		2025/9/18	是	15.4%	-	17.0%
张家港行	4.65%	-				27.2%	-	27.4%
紫金银行	3.56%	2025/1/21	否			后续公布	20.0%	22.5%
沪农商行	4.52%	2024/9/24	是			33.1%	33.1%	33.9%
渝农商行	4.57%	2025/1/22	否			后续公布	30.3%	30.5%

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

### 对于公募基金而言，我们认为当前选股有三大催化因素：

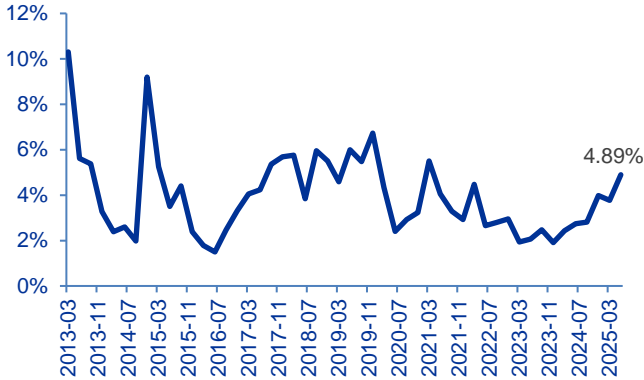
① **公募基金考核新规细则后续有望落地，关注欠配标的。** 新规更加注重中长期业绩考核（三年期、五年期回报率相较于对标指数的表现）。根据我们统计，沪深 300 指数中（截至 9 月 19 日），银行板块权重近 13%，是明显欠配板块；个股层面，上海银行在沪深 300 指数中的权重占比为 0.39%，是银行板块中欠配程度相对高的区域性银行，欠配程度越高，也意味着公募基金资金流入、跑出相对收益的可能性更大。

② **在行情启动过程中，基于超额收益考虑，同样偏好筹码干净（重仓比例低）、基本面有改善趋势的估值洼地标的。** 2Q25 公募基金主动持仓结构中，上海银行重仓比例仅为 0.07%，三季度估值回落下预计持仓比例低位再降。

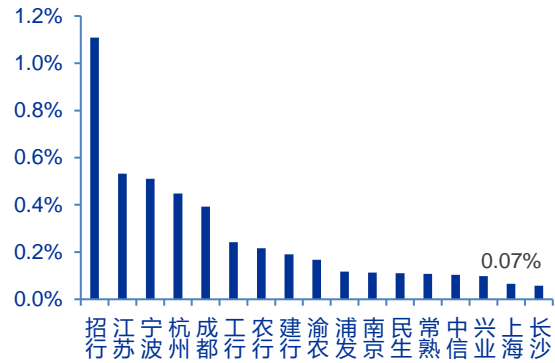
表 10：上海银行在沪深 300 指数中的权重为 0.39%，高于公募基金重仓比例（2Q25：0.07%）

银行	沪深300中权重 2025/9/19(a)	主动基金持仓占比 2Q25(b)	欠配比例 (c=a-b)	欠配规模-亿元 (主动基金持仓全部持仓市值*c)	欠配规模占自由流通市值
兴业银行	1.51%	0.10%	1.41%	366	11.29%
招商银行	2.16%	1.11%	1.06%	273	5.45%
工商银行	1.08%	0.24%	0.84%	216	9.64%
农业银行	0.94%	0.22%	0.72%	187	9.82%
浦发银行	0.66%	0.12%	0.54%	140	10.27%
平安银行	0.48%	0.01%	0.47%	121	12.93%
民生银行	0.47%	0.11%	0.36%	92	9.35%
北京银行	0.37%	0.02%	0.36%	93	11.26%
上海银行	0.39%	0.07%	0.33%	85	10.21%
光大银行	0.29%	0.01%	0.28%	72	13.05%
中国银行	0.33%	0.04%	0.28%	74	11.38%
邮储银行	0.28%	0.03%	0.25%	66	10.58%
南京银行	0.34%	0.11%	0.22%	58	8.53%
江苏银行	0.66%	0.53%	0.12%	32	2.35%
浙商银行	0.20%	0.00%	0.20%	51	11.66%
华夏银行	0.20%	0.00%	0.19%	50	14.51%
沪农商行	0.21%	0.03%	0.18%	48	10.13%
建设银行	0.32%	0.19%	0.13%	33	5.63%
中信银行	0.17%	0.10%	0.07%	18	6.12%
渝农商行	0.16%	0.17%	0.00%	-1	-0.22%
杭州银行	0.33%	0.45%	-0.12%	-	-
宁波银行	0.39%	0.51%	-0.12%	-	-
成都银行	0.19%	0.39%	-0.20%	-	-
合计	12.93%	4.61%	8.32%	2,268	8.30%

资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 31: 2Q25 银行板块主动基金持仓占比 4.89%，季度环比回升 1.12pct**


资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 32: 2Q25 主动基金重仓上海银行比例仅 0.07%**


资料来源：公司财报，申万宏源研究

③ **存在主题催化，例如越来越稀缺的“可转债”标签。**在银行再融资受限的情况下，银行可转债标的也颇受市场关注。在可转债陆续转股的过程中，市场对于板块行情、管理层定调、银行自身基本面变化、资金进场趋势变化等关注度提升。板块行情助推下，可转债“标签”一定程度也是个股能够跑出超额收益的催化剂。**截至 9 月 24 日，上海银行股价已超过转股价，距离强赎价约 27%。**

**表 11: 上市银行可转债转股情况更新 (截至 9 月 24 日)**

发行公告日期	转股起始日	转股截至日	转债名称	正股名称	市值 (亿元)	发行总额 (亿元)	最新余额 (亿元)	余额占比	转债价格	强赎价(b)	转股价(a)	正股价©	离强赎价 差距(b/c)	离转股价 差距(a/c)	PB-If	PB-25E	强赎价对应 PB	2Q25核心一级资本充足率	全部转股预计可增厚核心一级资本充足率
<b>已发行</b>																			
2019/10/24	2020/05/06	2025/10/27	浦发转债	浦发银行	3,727	500	296	59.2%	110.70	16.26	12.51	12.22	33.1%	2.4%	0.56	0.55	0.73	8.91%	0.39%
2021/12/23	2022/06/30	2027/12/26	兴业转债	兴业银行	4,283	500	414	82.7%	121.28	27.55	21.19	20.24	36.1%	4.7%	0.58	0.52	0.71	9.54%	0.50%
2021/01/21	2021/07/29	2027/01/24	上银转债	上海银行	1,290	200	200	99.9%	122.69	11.53	8.87	9.08	27.0%	-	0.53	0.51	0.65	10.78%	0.89%
2021/03/21	2022/09/29	2028/03/22	重银转债	重庆银行	316	130	130	100.0%	121.02	12.57	9.67	9.09	38.3%	6.4%	0.58	0.54	0.75	8.80%	2.03%
2022/09/15	2023/03/21	2028/09/15	常银转债	常熟银行	236	60	60	100.0%	129.11	7.66	5.89	7.11	7.7%	-	0.82	0.73	0.79	10.73%	2.09%
2020/07/21	2021/01/29	2026/07/22	紫金转债	紫金银行	105	45	45	100.0%	110.53	4.75	3.65	2.86	65.9%	27.6%	0.52	0.47	0.78	10.99%	2.45%
2020/08/21	2021/03/01	2026/08/24	青农转债	青农商行	176	50	50	100.0%	111.40	5.20	4.00	3.17	64.0%	26.2%	0.50	0.46	0.76	10.58%	1.51%
<b>其余再融资</b>																			
预案公告日	转债名称	正股名称	市值 (亿元)	融资方式	发行总额 (亿元)	当前进展											2Q25核心一级资本充足率	全部转股预计可增厚核心一级资本充足率	
2022/03/31	杭州银行	杭州银行	1,111	定增	80	2023/6, 发布预案 (初始拟融资120亿, 次日下调为80亿); 2023/9, 获管局批准; 2024/4, 股东大会											9.74%	0.60%	
2022/03/31	瑞丰银行	瑞丰银行	105	可转债	50	2022/3, 发布预案; 2023/1, 获原银保监会核准; 2023/4, 获交易所受理; 2023/5, 回复上交所问询函											12.92%	3.36%	
2022/05/12	厦门银行	厦门银行	171	可转债	50	2022/5, 发布预案; 2022/8, 获原银保监会核准; 2023/3, 获交易所受理。											9.10%	1.80%	
2022/06/08	长沙银行	长沙银行	367	可转债	110	2022/6, 发布预案; 2023/3, 修订预案, 获交易所受理; 2023/9, 股东大会延长发行期限。											9.73%	1.55%	
2023/03/23	西安银行	西安银行	178	可转债	80	2023/3, 发布预案; 2024/4, 股东大会延长发行期限											9.16%	2.25%	

资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3.2 管理层连续七年增持，期待转型新征途

**高管团队内核稳定且经验丰富，2025 年新任董事长到位后，期待上海银行开启发展新篇章。**前董事长金煜在上海银行供职超 10 年 (2011 年-2025 年)；施红敏行长自 2013 年加入上海银行担任首席财务官，自 2016 年任职副行长。2025 年顾建忠董事长到任，**顾董**事长在 2024 年业绩说明会上表示，**2025 年是上海银行本轮规划承上启下的关键一年，银行将坚持战略引领，聚焦价值创造，在高质量服务实体经济的同时，实现自身的创新转型。**在上海农商行任职期间，顾董推动沪农商行上市，市场见证了沪农商行的稳健发展、优秀的资产质量管控，丰富经验如何在上海银行的新发展篇章中得以运用同样值得期待。

此外，自 2019 年起，上海银行高管、监事连续七年增持；顾董事长上任后便主动增持，体现了管理层对上海银行发展的长足信心。

**表 12：上海银行高管团队内核稳定且经验丰富，2025 年顾董事长到位**

高管	职务	任职时间	年龄	履历
顾建忠	董事长	2025/8	51	曾任 <b>上海银行</b> 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； <b>上海市金融服务办公室</b> 综合协调处副处长（挂职）、金融机构处处长（挂职）； <b>上海银行</b> 党委委员、纪委副书记、人力资源总监、人力资源部总经理； <b>上海国际集团</b> 党委委员、副总经理、董事；上海农商银行党委副书记、副董事长、执行董事、行长。
施红敏	行长 兼首席财务官	2013/4	57	2016 年 5 月至 2024 年 1 月任上海银行副行长；加入上海银行前，曾任 <b>中国建设银行</b> 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。曾任 <b>中国工商银行</b> 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， <b>上海银行</b> 首席信息官，城银清算服务有限公司董事等职务。
胡德斌	副行长 兼首席信息官	2016/5	57	曾任 <b>上海农商银行</b> 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副书记、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。
俞敏华	副行长	2024/1	49	曾任 <b>上海浦东发展银行</b> 总行团委书记、上海自贸试验区分行党委委员、副行长；上海浦东发展银行天津分行党委委员、纪委书记、副行长；上海浦东发展银行上海分行党委委员、副行长；上海浦东发展银行宁波分行党委书记、行长；上海浦东发展银行总行零售业务部（消费者权益保护部）总经理、总行直属党委委员等职务。
陈雷	副行长 (拟任, 任职资格待监管批复)	-	47	
李晓红	董秘	2013/4	56	<b>上海银行（香港）有限公司</b> 董事长， <b>上银国际有限公司</b> 董事长。曾任 <b>中国证监会办公厅</b> 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， <b>上海市金融服务办公室</b> 主任助理（挂职）等职务。

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**表 13：自 2019 年起，上海银行高管、监事连续七年增持**

增持时间	增持数量 (股)	区间成交均价 (元)	买入合计 (万元)	增持前PB (倍, LF)
2019/8/29-2019/8/30	290,616	8.96	260	0.89
2020/8/27-2020/8/28	403,000	8.28	334	0.72
2021/8/31-2021/9/1	605,000	7.25	439	0.58
2022/5/5	565,000	7.91	447	0.48
2023/9/6-2023/9/7	460,000	6.11	281	0.42
2024/11/26-2024/11/28	292,000	8.19	239	0.51
2025/7/23-2025/7/25	440,000	10.55	464	0.65

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

## 4. 投资分析意见：化风险夯实基本面，聚焦信贷结构蜕变，给予“增持”评级

2020年以来，上海银行的信贷结构已然蜕变，资产质量风险高点已过。更需要重视的是，扩表迈入新发展周期、资产质量风险化解有序推进下，盈利能力的底部明确；待资产质量出现确立性拐点，ROE企稳向好更可期待。此外，上海银行立足全国经济金融中心这一核心区位，若后续经济向好趋势进一步明确，将深度受益经济修复红利，业绩弹性也将更为突出。

截至9月25日，上海银行股价对应2025年PB仅0.51倍，估值相较于其他江浙上市A股城商行平均折价约32%。我们认为上海银行兼具估值低、高股息（当前股价对应2025年股息率5.6%）特点，同时业绩稳健、可持续也是可转债转股稳步推进的前提，在银行板块估值重启修复过程中，有望获得多方资金的关注，给予上海银行2025年0.6倍PB目标估值，对应18%上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 14：可比银行估值表（收盘价截至 2025 年 9 月 25 日）

上市银行	代码	股价	归母净利润-VoY				ROE			
		2025/9/25	2022	2023	2024	1H25	2022	2023	2024	1H25
南京银行	601009.SH	11.00	16.1%	0.5%	9.1%	8.8%	15.1%	13.1%	12.8%	15.0%
宁波银行	002142.SZ	26.37	18.1%	10.7%	6.2%	8.2%	15.5%	15.1%	13.6%	13.8%
江苏银行	600919.SH	10.08	28.9%	13.3%	10.8%	8.0%	14.7%	14.4%	13.7%	16.1%
杭州银行	600926.SH	15.12	26.1%	23.2%	18.1%	16.7%	14.1%	15.6%	16.0%	19.0%
苏州银行	002966.SZ	8.22	26.1%	17.4%	10.2%	6.2%	11.5%	12.0%	11.6%	12.4%
<b>平均</b>			<b>22.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.7%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.0%</b>	<b>13.5%</b>	<b>15.3%</b>
上海银行	601229.SH	8.95	1.1%	1.2%	4.5%	2.0%	11.0%	10.4%	10.0%	11.1%
上市银行	代码	股价	不良率			拨备覆盖率			PB	
		2025/9/25	2023	2024	2Q25	2023	2024	2Q25	2025E	2026E
南京银行	601009.SH	11	0.90%	0.83%	0.84%	360.6%	335.3%	311.7%	0.74	0.68
宁波银行	002142.SZ	26.37	0.76%	0.76%	0.76%	461.0%	389.3%	374.2%	0.75	0.68
江苏银行	600919.SH	10.08	0.89%	0.89%	0.84%	389.5%	350.1%	331.0%	0.71	0.64
杭州银行	600926.SH	15.12	0.76%	0.76%	0.76%	561.4%	541.5%	520.9%	0.79	0.70
苏州银行	002966.SZ	8.22	0.84%	0.83%	0.83%	522.8%	483.5%	437.9%	0.72	0.67
<b>平均</b>			<b>0.84%</b>	<b>0.82%</b>	<b>0.81%</b>	<b>429.1%</b>	<b>390.3%</b>	<b>368.9%</b>	<b>0.74</b>	<b>0.67</b>
上海银行	601229.SH	8.95	1.21%	1.18%	1.18%	272.7%	269.8%	243.6%	0.51	0.47

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

## 5. 风险提示

- 1) 经济复苏显著低于预期：**若宏观经济复苏偏慢，可能影响实体有效需求修复、压制量价表现；
- 2) 息差压力加大，全年降幅超预期：**若息差降幅超预期，将直接影响银行营收及业绩稳定性表现；
- 3) 资产质量超预期恶化：**若房地产、经营贷等资产质量风险抬升超预期，或对基本面带来负面影响，进一步对股价形成压制。

表 15: 上海银行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Net interest income 净利息收入</b>	<b>35,164</b>	<b>32,486</b>	<b>33,300</b>	<b>35,270</b>	<b>37,782</b>	<b>-7.5%</b>	<b>-7.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>5.9%</b>	<b>7.1%</b>
<b>Non-interest income 非利息收入</b>	<b>15,400</b>	<b>20,499</b>	<b>22,139</b>	<b>23,246</b>	<b>24,409</b>	<b>1.9%</b>	<b>33.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>
Net fee income 净手续费收入	4,915	3,959	3,761	3,761	3,949	-24.3%	-19.5%	-5.0%	0.0%	5.0%
<b>Operating income 营业收入</b>	<b>50,564</b>	<b>52,986</b>	<b>55,439</b>	<b>58,516</b>	<b>62,190</b>	<b>-4.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.3%</b>
<b>Operating expenses 营业支出</b>	<b>(13,101)</b>	<b>(13,237)</b>	<b>(13,634)</b>	<b>(14,315)</b>	<b>(15,031)</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>
Taxes and surcharges 营业税	(654)	(615)	(658)	(704)	(753)	15.9%	-6.0%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>PPOP 拨备前营业利润</b>	<b>37,464</b>	<b>39,749</b>	<b>41,805</b>	<b>44,201</b>	<b>47,159</b>	<b>-7.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.7%</b>
Impairment losses on assets 资产减值损失	(11,434)	(12,447)	(13,855)	(15,264)	(16,591)	-29.8%	8.9%	11.3%	10.2%	8.7%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(10,557)	(11,726)	(13,062)	(14,408)	(15,667)	-6.3%	11.1%	11.4%	10.3%	8.7%
<b>Operating profit 营业利润</b>	<b>26,030</b>	<b>27,302</b>	<b>27,951</b>	<b>28,937</b>	<b>30,568</b>	<b>8.3%</b>	<b>4.9%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.6%</b>
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(132)	(282)	(310)	(341)	(375)	-795.7%	112.9%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Profit before taxation 利润总额</b>	<b>25,897</b>	<b>27,021</b>	<b>27,641</b>	<b>28,596</b>	<b>30,193</b>	<b>7.7%</b>	<b>4.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.6%</b>
Income tax 所得税	(3,325)	(3,460)	(3,593)	(3,717)	(3,925)	92.6%	4.1%	3.9%	3.5%	5.6%
<b>Net profit 净利润</b>	<b>22,572</b>	<b>23,561</b>	<b>24,047</b>	<b>24,879</b>	<b>26,268</b>	<b>1.1%</b>	<b>4.4%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.6%</b>
Minority interest 少数股东权益	(27)	(1)	(1)	(1)	(1)	-27.2%	-98.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>NPAT 归属股东净利润</b>	<b>22,545</b>	<b>23,560</b>	<b>24,047</b>	<b>24,878</b>	<b>26,267</b>	<b>1.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.6%</b>
AT 1 shareholders 优先股股息	804	804	804	804	804	-22.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润</b>	<b>21,741</b>	<b>22,756</b>	<b>23,243</b>	<b>24,074</b>	<b>25,463</b>	<b>2.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>5.8%</b>
<b>Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Total loans 贷款总额	1,377,035	1,405,756	1,433,871	1,476,887	1,535,963	5.6%	2.1%	2.0%	3.0%	4.0%
Total deposits 存款总额	1,640,078	1,710,032	1,795,533	1,885,310	1,979,575	4.4%	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%
NPLs 不良贷款余额	16,605	16,580	16,864	17,155	17,457	1.9%	-0.1%	1.7%	1.7%	1.8%
Loan provisions 贷款损失准备	45,275	44,735	41,044	41,189	42,093	-4.7%	-1.2%	-8.3%	0.4%	2.2%
Total assets 资产总额	3,085,516	3,226,656	3,429,453	3,654,041	3,896,972	7.2%	4.6%	6.3%	6.5%	6.6%
Total liabilities 负债总额	2,846,467	2,971,999	3,157,923	3,364,702	3,587,991	7.1%	4.4%	6.3%	6.5%	6.6%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	238,579	254,193	271,058	288,857	308,489	7.9%	6.5%	6.6%	6.6%	6.8%
Other equity instruments 优先股及其他	19,957	19,957	19,957	19,957	19,957	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	2,614,916	2,782,329	2,944,994	3,120,582	3,328,256	6.0%	6.4%	5.8%	6.0%	6.7%
<b>Per share data (Yuan) 每股数据 (元)</b>										
Shares 普通股股本 (百万股)	14,207	14,207	14,209	14,209	14,209	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	1.53	1.60	1.64	1.69	1.79	2.4%	4.7%	2.1%	3.6%	5.8%
BVPS	15.39	16.49	17.67	18.92	20.31	8.7%	7.1%	7.2%	7.1%	7.3%
DPS	0.46	0.50	0.51	0.53	0.56	15.0%	8.7%	2.1%	3.6%	5.8%
PPOP/sh	2.64	2.80	2.94	3.11	3.32	-7.1%	6.1%	5.2%	5.7%	6.7%
<b>Main indicators 主要指标 (%)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
ROA	0.76%	0.75%	0.72%	0.70%	0.70%	-0.05%	-0.01%	-0.02%	-0.02%	-0.01%
ROE	10.36%	10.05%	9.58%	9.26%	9.14%	-0.64%	-0.31%	-0.47%	-0.32%	-0.12%
<b>NIM 净息差</b>	<b>1.34%</b>	<b>1.17%</b>	<b>1.13%</b>	<b>1.13%</b>	<b>1.14%</b>	<b>-0.20%</b>	<b>-0.18%</b>	<b>-0.04%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>
<b>Cost-to-income ratio 成本收入比</b>	<b>24.62%</b>	<b>23.82%</b>	<b>23.41%</b>	<b>23.26%</b>	<b>22.96%</b>	<b>1.60%</b>	<b>-0.79%</b>	<b>-0.42%</b>	<b>-0.14%</b>	<b>-0.30%</b>
Effective tax rate 有效所得税率	12.84%	12.81%	13.00%	13.00%	13.00%	5.66%	-0.03%	0.19%	0.00%	0.00%
LDR 贷存比	83.96%	82.21%	79.86%	78.34%	77.59%	0.94%	-1.76%	-2.35%	-1.52%	-0.75%
<b>NPL ratio 不良率</b>	<b>1.21%</b>	<b>1.18%</b>	<b>1.18%</b>	<b>1.16%</b>	<b>1.14%</b>	<b>-0.04%</b>	<b>-0.03%</b>	<b>0.00%</b>	<b>-0.01%</b>	<b>-0.03%</b>
<b>Provision coverage ratio 拨备覆盖率</b>	<b>272.66%</b>	<b>269.81%</b>	<b>243.38%</b>	<b>240.09%</b>	<b>241.13%</b>	<b>-18.96%</b>	<b>-2.85%</b>	<b>-26.43%</b>	<b>-3.28%</b>	<b>1.03%</b>
Provision ratio 拨贷比	3.29%	3.18%	2.86%	2.79%	2.74%	-0.35%	-0.11%	-0.32%	-0.07%	-0.05%
<b>Credit cost 信用成本</b>	<b>0.79%</b>	<b>0.84%</b>	<b>0.92%</b>	<b>0.99%</b>	<b>1.04%</b>	<b>-0.10%</b>	<b>0.06%</b>	<b>0.08%</b>	<b>0.07%</b>	<b>0.05%</b>
Non-interest income/operating income 非息收入占比	30.46%	38.69%	39.93%	39.73%	39.25%	2.00%	8.23%	1.25%	-0.21%	-0.48%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	9.72%	7.47%	6.78%	6.43%	6.35%	-2.50%	-2.25%	-0.69%	-0.36%	-0.08%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	9.53%	10.35%	10.26%	10.01%	9.78%	0.39%	0.82%	-0.09%	-0.24%	-0.23%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	10.42%	11.24%	11.08%	10.76%	10.46%	0.33%	0.82%	-0.17%	-0.32%	-0.30%
CAR 资本充足率	13.38%	14.21%	14.93%	14.44%	13.99%	0.22%	0.84%	0.72%	-0.49%	-0.45%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**表 16: 上市银行估值比较表 (收盘价日期: 2025 年 9 月 25 日)**

上市银行	代码	收盘价 (元)	自由流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
工商银行	601398.SH	7.38	19,897	7.57	7.33	0.68	0.64	9.2%	9.0%	0.71%	0.68%	4.2%	4.1%
建设银行	601939.SH	8.73	1,849	7.06	6.84	0.67	0.63	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	4.4%	4.3%
农业银行	601288.SH	6.61	21,102	8.53	8.23	0.83	0.78	10.1%	9.8%	0.64%	0.61%	3.7%	3.8%
中国银行	601988.SH	5.24	12,502	7.38	7.00	0.65	0.61	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	4.2%	4.4%
邮储银行	601658.SH	5.98	5,994	8.82	8.45	0.79	0.74	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	3.6%	3.7%
招商银行	600036.SH	40.82	8,421	7.14	6.93	0.90	0.83	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.9%	4.9%
中信银行	601998.SH	7.34	2,992	6.26	6.05	0.56	0.52	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.9%	4.9%
民生银行	600016.SH	4.06	1,440	6.46	6.53	0.31	0.30	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.7%	4.6%
浦发银行	600000.SH	12.43	3,791	8.44	7.56	0.56	0.55	6.7%	7.3%	0.52%	0.54%	3.3%	3.6%
兴业银行	601166.SH	20.21	4,277	5.76	5.48	0.52	0.49	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	5.2%	5.2%
光大银行	601818.SH	3.44	1,596	5.44	5.30	0.40	0.38	7.5%	7.3%	0.60%	0.60%	5.5%	5.6%
华夏银行	600015.SH	6.73	1,071	4.65	4.49	0.34	0.32	7.4%	7.3%	0.57%	0.57%	6.0%	5.4%
平安银行	000001.SZ	11.40	2,212	5.36	5.32	0.49	0.46	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	5.3%	5.3%
浙商银行	601916.SH	3.00	646	5.87	5.82	0.45	0.42	7.8%	7.5%	0.45%	0.43%	5.6%	5.5%
南京银行	601009.SH	11.00	1,360	6.58	5.99	0.74	0.68	12.1%	11.9%	0.80%	0.79%	4.7%	5.1%
宁波银行	002142.SZ	26.37	1,741	6.12	5.51	0.75	0.68	13.0%	13.0%	0.89%	0.86%	3.4%	3.7%
江苏银行	600919.SH	10.08	1,850	5.58	5.09	0.71	0.64	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	5.2%	5.6%
上海银行	601229.SH	8.95	1,272	5.47	5.28	0.51	0.47	9.6%	9.3%	0.72%	0.70%	5.6%	5.7%
杭州银行	600926.SH	15.12	1,096	5.81	5.12	0.79	0.70	15.2%	14.5%	0.87%	0.88%	3.6%	3.5%
苏州银行	002966.SZ	8.22	367	7.06	6.52	0.72	0.67	11.0%	10.6%	0.77%	0.74%	4.5%	4.8%
成都银行	601838.SH	17.19	729	5.47	5.04	0.81	0.72	15.7%	15.1%	1.02%	0.97%	5.2%	5.5%
重庆银行	601963.SH	8.94	169	5.99	5.50	0.53	0.50	9.2%	9.4%	0.66%	0.64%	4.6%	5.0%
齐鲁银行	601665.SH	5.81	358	6.61	5.90	0.79	0.73	12.6%	12.8%	0.79%	0.78%	4.5%	4.2%
厦门银行	601187.SH	6.39	169	7.54	7.42	0.62	0.59	8.5%	8.2%	0.63%	0.62%	4.9%	4.6%
无锡银行	600908.SH	5.84	128	5.75	5.44	0.56	0.51	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.9%	4.1%
常熟银行	601128.SH	6.96	231	5.00	4.41	0.65	0.58	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.6%	3.6%
江阴银行	002807.SZ	4.50	111	5.21	4.92	0.55	0.50	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.4%	4.6%
苏农银行	603323.SH	4.99	101	4.86	4.54	0.50	0.46	10.9%	10.6%	0.93%	0.91%	3.6%	3.5%
张家港行	002839.SZ	4.30	105	5.82	5.51	0.55	0.51	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.7%	4.7%
瑞丰银行	601528.SH	5.30	104	5.14	4.84	0.50	0.47	10.2%	10.0%	0.88%	0.85%	3.8%	4.0%
紫金银行	601860.SH	2.81	103	6.34	6.25	0.46	0.41	7.7%	6.9%	0.57%	0.51%	3.6%	3.6%
沪农商行	601825.SH	8.62	831	6.70	6.47	0.63	0.59	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	5.0%	5.1%
渝农商行	601077.SH	6.31	558	5.96	5.61	0.54	0.50	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	4.8%	5.1%
<b>A 股板块平均</b>				<b>6.66</b>	<b>6.35</b>	<b>0.66</b>	<b>0.61</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>0.79%</b>	<b>0.77%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.4%</b>

资料来源: Wind, 公司财报, 申万宏源研究

注: 股息收益率=预测 DPS/收盘价, 预测 DPS=归属普通股股东净利润\*分红率/总股本, 其中分红率假设持平最新年报、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。