



公司研究 | 深度报告 | 上海银行 (601229.SH)

治理变革引路，科技金融兴行

报告要点

上海银行顾建忠董事长 2025 年履新后，带领新一届管理层明确战略重心、推动组织架构变革、启动新一轮股票增持，目前市场高度重视并关注公司的发展潜力。我们预计在组织效率提升的基础上，加速信贷投放，提升资产结构中的信贷占比，并着力稳定净息差，推动效益优化和业绩增速上行。展望未来，上海银行有望陆续实现资产规模加速、盈利中枢回升、风险指标改善，中期维度以基本面拐点驱动低估值修复。

分析师及联系人



马祥云

SAC: S0490521120002

SFC: BUT916



盛悦菲

SAC: S0490524070002

治理变革引路，科技金融兴行

新一届管理层明确战略重心+组织架构改革，市场高度关注

顾建忠董事长 2025 年履新以来，上海银行新一届管理层明确新时期的战略规划目标，并在全行启动力度最大的一轮组织架构变革。核心目标是减少管理层级、提升组织效率，其中上海地区的变化最直观，将历史上“总行-分行-支行”三级架构调整为总行直接管理 16 家区级支行。此外，上海银行历史上人员规模明显少于同等规模量级的城商行，新时期预计将加大专业人才尤其是一线员工的配置力度，重点支持科技金融、财富管理等核心发展领域。2025 年 7 月董事长带领管理层启动新一轮股票增持，展现出对上海银行长期发展及投资价值的强烈信心。

战略方面，对公板块将科技金融作为核心。在上海打造国际科创中心背景下，上海银行聚焦“早小硬”企业，探索“12345”科技金融服务体系，以专营配套机制打破科技金融业务瓶颈。零售板块在养老优势基础上升级财富管理，目前养老金客户数量近 160 万，同时服务接近 600 万老年客群。养老金客户 AUM 对零售 AUM 贡献度接近一半，户均资产明显更高。作为现金流充裕、财富积累更丰厚、风险偏好低的优质客群，未来对于理财及保险的贡献潜力巨大。

预计新时期信贷加速投放，息差筑底企稳、盈利中枢回升

随着组织效率提升及营销资源投入加大，预计 2026 年起信贷增速中枢抬升，贷款增量明显同比多增。对公贷款是当前投放重点，以五篇大文章、重大项目、市属及区属国有企业、郊区金融等领域为重点。零售聚焦房车生态圈，目前上海二手房市场热度相对高，因此按揭贷款增长明显优于银行同业，同时在车生态渠道资源丰富，尤其新能源车贷的市场份额领先。

由于资产结构原因，历史上净息差绝对值较低。我们预计息差将在当前 1.15% 左右筑底企稳。2025 年以来息差降幅已经明显收窄，推动利息净收入增速转正。2026 年即使再下降，预计降幅也非常有限。随着信贷占比逐年提升，存款付息率下降，息差也将进入筑底回升周期。2025 年营收增速主要依靠投资收益等非利息收入拉动，预计 2026 年利息净收入加速增长。

资产质量加速核销处置，不良率高点回落，关注风险拐点

2022 年以来不良率自高点回落，主要化解零售消费贷款风险。2025 年加快风险暴露及核销处置后，上半年不良生成率上升，预计全年回落。随着营收增速提升、核销资源增厚，预计未来三年风险改善的进程将加快，资产质量拐点逐步临近。重点领域中，对公房地产贷款考虑区域优势以及对民营大型房企的敞口有限，预计已经度过压力最大阶段。金融科技行业的 28.3 亿元大额不良贷款是历史存量问题，预计已经充分计提减值，如果未来核销处置，将明显改善风险指标。零售方面，按揭贷款受益于区位优势，预计资产质量压力明显小于银行同业。

投资建议：从治理变革展望基本面复苏与估值提升

我们认为本轮治理变革是上海银行的核心投资逻辑，同时资本充裕+分红意愿强，近年来持续提升分红比例，兼具低估值、高分红的安全边际。如果未来三年基本面上行，估值有机会高弹性修复。预计上海银行 2025~2027 年 PB 估值 0.54x、0.51x、0.47x，PE 估值 5.7x、5.3x、5.1x，预期股息率 5.5%、5.8%、6.1%。目前 200 亿元可转债将于 2027 年 1 月到期，股价距离强赎价空间 19%。中长期看好改革推动基本面复苏与估值提升，给予“增持”评级。

风险提示

1、经济环境明显恶化；2、资产质量明显波动；3、息差持续大幅下降；4、盈利假设不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	9.39
总股本(万股)	1,420,901
流通A股/B股(万股)	1,420,901/0
每股净资产(元)	16.91
近12月最高/最低价(元)	11.47/8.86

注：股价为 2026 年 2 月 2 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

三十而砺，主动变革.....	6
力度最大的一轮组织架构改革.....	6
对公科创兴行，零售财富养老.....	8
规模提速，效益拐点.....	10
对公信贷加速，零售注重风控.....	10
息差逐步筑底，利息增速回升.....	10
不良回落，核销加速.....	13
盈利预测及投资建议.....	16
核心假设及盈利预测.....	16
投资建议及公司估值.....	18
附录.....	19
风险提示.....	20

图表目录

图 1：上海银行本轮调整前的组织架构情况.....	7
图 2：上海银行成本收入比在同业中长期偏低.....	7
图 3：上海银行员工总数在可比同业中偏少，且近年增速缓慢（人）.....	7
图 4：上海银行近年长三角地区分支机构数及信贷占比持续上升.....	8
图 5：上海银行的科技贷款增速显著高于全行贷款增速.....	8
图 6：上海银行的科技贷款获贷企业数量快速增长.....	8
图 7：上海银行的零售客户 AUM 中 48% 为养老金客户 AUM.....	9
图 8：上海银行养老金客户的户均 AUM 显著高于总体零售客户.....	9
图 9：上海银行近年来总贷款同比增速低于可比同业.....	10
图 10：上海银行近年来对公拉动信贷增长，零售收缩（同比增速）.....	10
图 11：上海银行的存量贷款中零售和房地产贷款占比下降.....	10
图 12：上海银行的资产结构中贷款占比偏低（2025/09）.....	11
图 13：上海银行的生息资产收益率在同业中长期偏低.....	11
图 14：2025 年以来上海银行的净息差已经接近企稳.....	11
图 15：2025 年以来上海银行的利息净收入同比增速转正.....	11
图 16：上海银行 2023 年以来贷款收益率下降明显.....	12
图 17：上海银行的金融投资收益率相比同业长期偏低.....	12
图 18：上海银行 2023 年以来对公贷款收益率下降明显.....	12
图 19：上海银行 2022 年以来个人贷款收益率下降明显.....	12
图 20：上海银行目前负债端存款占比与可比同业相近（2025/09）.....	12
图 21：上海银行的活期存款占比在同业中处于中等水平.....	12
图 22：上海银行的计息负债成本率在同业中较低.....	13
图 23：上海银行 2024 年以来存款成本率显著改善.....	13
图 24：2023 年以来上海银行的不良贷款率从高点回落.....	13

图 25: 2026 年 6 月末上海银行的逾期贷款率较期初下降	13
图 26: 上海银行 2025H1 不良净生成率较 2024 年上升	14
图 27: 上海银行 2025H1 核销处置力度明显加大	14
图 28: 上海银行 2022 年以来信用成本高位回落, 释放盈利	14
图 29: 上海银行近年的拨备覆盖率总体回落	14
图 30: 2025 年 6 月末上海银行的阶段三贷款与不良贷款缺口收窄	15
图 31: 上海银行的债权投资资产质量良好 (2025/06)	15
图 32: 上海银行近年来对公领域的不良率整体回落, 零售领域不良率上升	15
图 33: 上海银行及可比同业 2024 年度 ROA 拆分	16
图 34: 上海银行 2022 年以来核心一级资本充足率逆势回升	16
图 35: 上海银行核心一级资本充足率距离监管底线安全边际充足	16
图 36: 上海银行可转债转股后对核心一级资本充足率的影响	17
图 37: 上海银行可转债转股后对 ROE 的影响	17
图 38: 上海银行及可比同业 PB (LF)	18
图 39: 上海银行及可比同业 PE (TTM)	18
表 1: 上海银行核心管理层基本情况	6
表 2: 上海银行 2025 年 7 月管理层增持情况	6
表 3: 上海银行构建与科技创新相适配的“12345”服务体系	8
表 4: 上海银行核心财务指标假设及盈利预测	17
表 5: 上海银行前十大股东情况 (2025/09)	19
表 6: 上海银行基准情形及悲观假设下业绩预测情况	20

三十而砺，主动变革

顾建忠董事长 2025 年履新后，带领新一届管理层明确战略重心、推动组织架构变革、启动新一轮股票增持。目前市场高度重视并关注上海银行的发展潜力。

力度最大的一轮组织架构改革

董事长履新以来，明确战略方向并推动治理改革。顾建忠董事长曾在上海银行工作 17 年，对于公司底色和基因非常熟知。2025 年新一届管理层明确新时期的战略规划与目标，并推进全行组织架构深度调整。同时，2025 年 7 月董事长带领管理层启动新一轮股票增持计划，展现出对上海银行长期发展及投资价值的强烈信心。

表 1：上海银行核心管理层基本情况

姓名	职务	任职时间	年龄	个人简历
顾建忠	党委书记，董事长，执行董事	2025/08	52	现任上海银行党委书记、董事长。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	党委副书记，副董事长，执行董事，行长兼首席财务官	2013/04	58	现任上海银行党委副书记、副董事长、行长兼首席财务官。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处长，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	2016/05	58	现任上海银行党委委员、副行长兼首席信息官。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，城银清算服务有限责任公司董事等职务。
俞敏华	副行长	2024/01	50	现任上海银行副行长。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。
陈雷	副行长	2025/12	48	现任上海银行副行长。曾任上海浦东发展银行总行团委书记、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书记、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。
李晓红	董事会秘书	2013/04	57	现任上海银行党委委员、董事会秘书，上海银行（香港）有限公司董事长，上银国际有限公司董事长。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）。

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

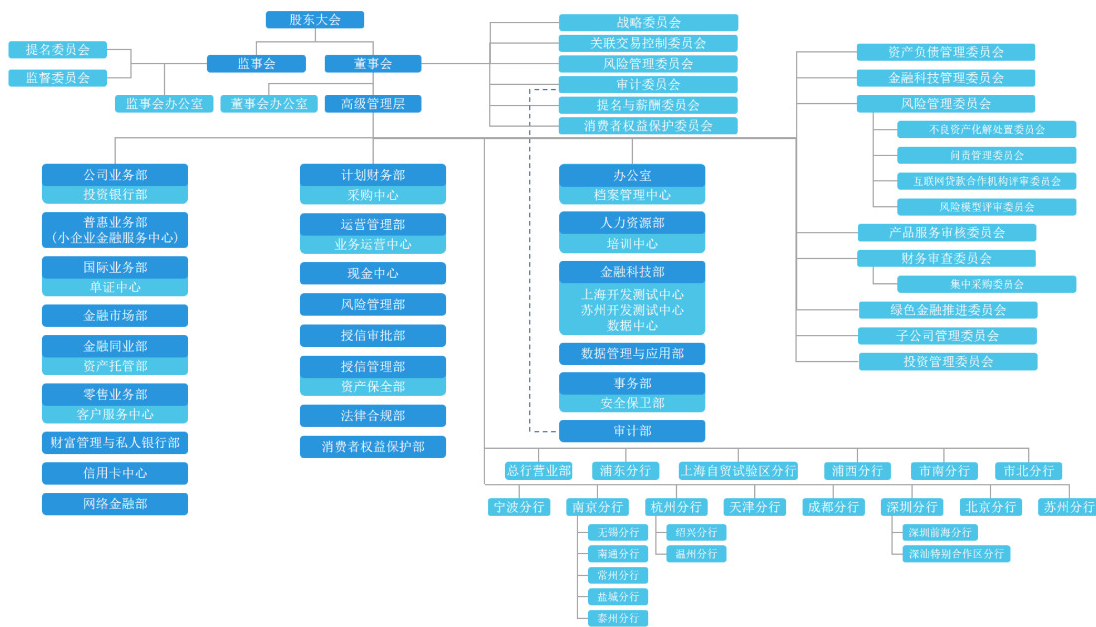
表 2：上海银行 2025 年 7 月管理层增持情况

姓名	职务	增持数量（股）	估算增持金额（万元）	增持后持股数量（股）	最新持股总市值（万元）
顾建忠	党委书记	100,000	106	100,000	94
施红敏	副董事长、行长兼首席财务官	65,000	69	559,000	525
牛韧	职工监事	10,000	11	10,000	9
胡德斌	副行长兼首席信息官	50,000	53	541,616	509
俞敏华	副行长	55,000	58	80,997	76
李晓红	董事会秘书	50,000	53	170,000	160
朱守元	业务总监	50,000	53	70,000	66
武俊	业务总监	20,000	21	88,825	83
丁兵	职工监事	20,000	21	233,273	219
张磊	职工监事	20,000	21	40,000	38
合计		440,000	466	1,893,711	1,778

资料来源：上市银行公告，长江证券研究所（注：1）增持金额按照公告披露的增持价格区间的均值计算；2）最新持股总市值基于 2026/02/02 收盘价计算）

启动力度最大的一轮组织架构变革。核心目标是减少管理层级、提升组织效率，其中上海地区的变化最直观，将历史上“总行-分行-支行”三级架构调整为总行直接管理 16 家区级支行，显著提升与区级政府的沟通效率。此外，对公业务板块增设科技金融部、政府与战略集团客户部等一级部门，零售业务板块专设零售信贷部。

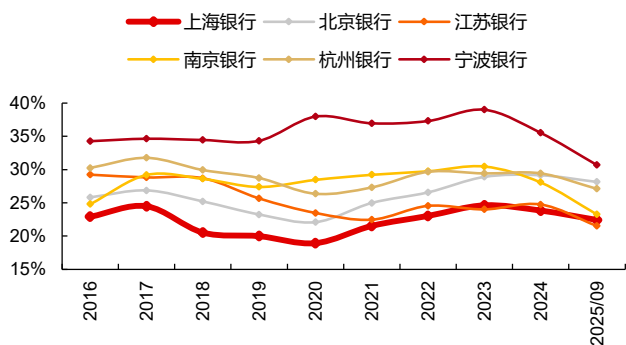
图 1：上海银行本轮调整前的组织架构情况



资料来源：上市银行官网，长江证券研究所

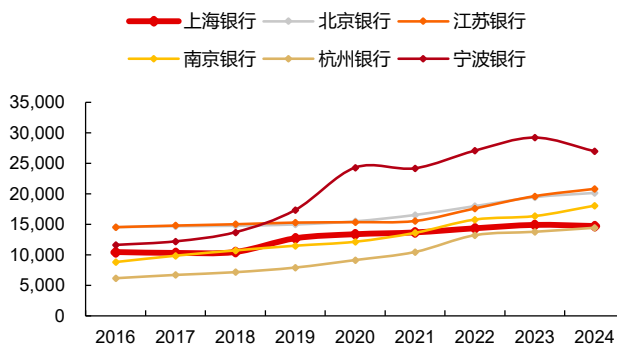
预计将加大对一线的人力/营销/科技资源投入力度。与宁波银行等相似体量的城商行相比，上海银行的人员规模明显少于同业，历史上成本收入比显著低于同业，短期角度节约财务费用，但中长期角度制约发展潜力。新时期预计将加大专业人才尤其是一线员工的配置力度，重点支持科技金融、财富管理等核心发展领域。

图 2：上海银行成本收入比在同业中长期偏低



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 3：上海银行员工总数在可比同业中偏少，且近年增速缓慢（人）



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

预计业务分布进一步向上海本土及长三角聚焦。作为历史上最早尝试全国异地扩张的城商行，早已实现对长三角、珠三角、环渤海等发达区域核心城市的覆盖。2024 年以来上海地区贷款占比上升，可能源于对异地政府类业务的总量控制。预计未来上海及长三角将是主要增长点，同时随着组织架构改革见效，更加注重深耕上海郊区市场。

图 4：上海银行近年长三角地区分支机构数及信贷占比持续上升

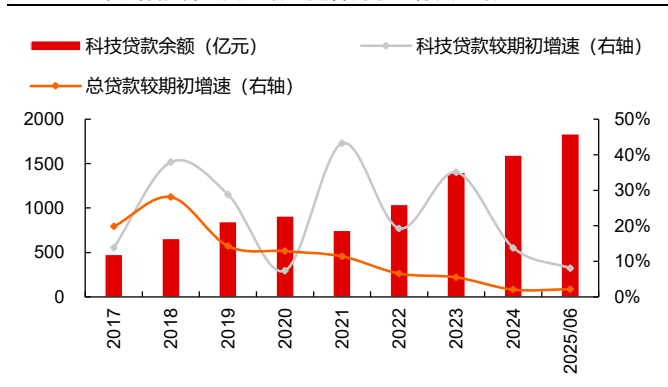
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025/06	趋势
分区域分支机构数量 (个)												
上海地区		232	227	227	227	228	233	234	234	240	242	
长三角 (除上海)	宁波	9	9	10	10	10	11	11	12	13	14	
	南京	12	12	12	12	12	12	13	14	16	16	
	杭州	11	11	12	12	12	12	13	16	19	20	
	苏州	9	10	9	9	10	10	10	12	12	12	
珠三角	深圳	15	16	17	17	18	19	20	21	21	21	
环渤海	北京	6	6	9	9	14	18	18	18	16	16	
	天津	12	12	12	12	11	11	11	11	11	11	
中西部	成都	9	9	9	9	9	9	9	9	10	11	
总计		315	312	317	317	324	335	339	347	358	363	
分区域贷款占比												
上海地区		41%	43%	50%	48%	45%	46%	46%	45%	48%	49%	
长三角 (除上海)		27%	23%	19%	21%	24%	27%	29%	31%	30%	30%	
珠三角		18%	18%	17%	18%	19%	17%	15%	14%	12%	11%	
环渤海		11%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	
中西部		4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

对公科创兴行，零售财富养老

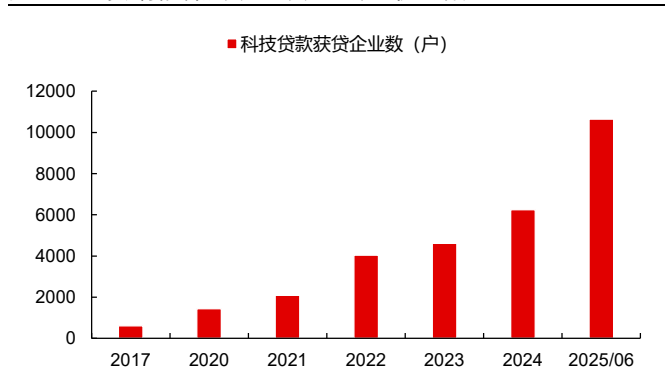
对公板块将科技金融作为核心战略布局。上海市本身致力于打造国际科创中心，顾建忠董事长此前在沪农商行工作时期，也在科技金融领域取得卓越成绩。上海银行的科技金融业务起步早，依托上海的园区、产业优势，客户数量快速增长。2025年6月末科技贷款余额1835亿元，占比12.8%，由于贷款增速明显高于全行，未来占比预计将持续提升，且新兴产业客群的资产质量优异，对盈利的贡献比例预计更高。

图 5：上海银行的科技贷款增速显著高于全行贷款增速



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 6：上海银行的科技贷款获贷企业数量快速增长



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所（注：2018、2019年未披露相关数据）

聚焦“早小硬”企业，打破科技金融业务瓶颈。科创企业普遍“轻资产、高成长、高风险”，传统信贷业务的“抵押物+历史现金流”风控逻辑无法适配，且银行对于初创期的科技企业缺乏识别与服务能力。上海银行目前探索“12345”科技金融服务体系，以专营配套机制推动科技金融业务，预计在五年内形成显著的市场影响力。

表 3：上海银行构建与科技创新相适应的“12345”服务体系

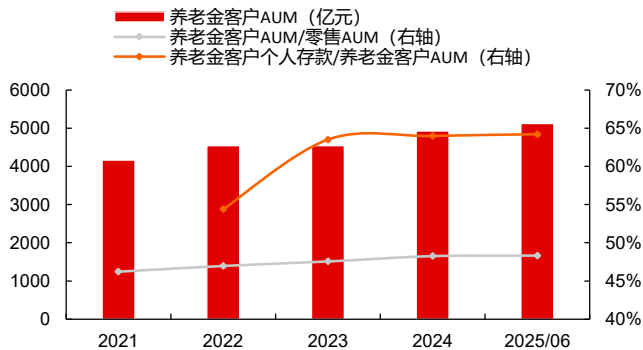
要点	要求	具体内容
1	秉持一个愿景	着力做科技成果转化的首选行，初创成长的陪伴行。
2	重塑两个逻辑	1) 重塑科技企业风险评价逻辑。 从看过去到看未来，贷前以投资的视角评价企业，贷中以投行的思维设计合作方案，贷后以股东的身份参与管理。

		2) 重塑科技金融风险收益平衡逻辑。 从内外两方面着手,探索实现风险收益平衡,在内平衡方面加强产品创新,优化产品和业务组合,适当突破股权投资限制等;外平衡方面,有赖于政府牵头探索建立商业银行、政策性担保基金、地方政府风险共担的业务机制,促进银行科技金融业务的商业可持续性。
3	践行三个理念	1) 全周期,更早小。 建立全生命周期服务体系,做好“0-0阶段”“0-1阶段”“1-10阶段”科技企业的需求适配。 2) 全赛道,更硬核。 面向国家现代化产业布局,更注重对战略新兴产业、未来产业等细分赛道的研究和支持。 3) 全生态,更赋能。 与科技企业早期发展所需的各类资源方建立深度合作关系。
4	打造四维赋能	1) 政策对接。 整合委办局、园区载体、担保基金等各类信息,为企业提供咨询服务。 2) 资本对接。 构建包括国有耐心资本、产业资本、PE/VC、险资等在内的投资机构库,并与相关投资机构开展战略合作,集中管理投融资需求信息,最大程度提高撮合效率。 3) 产业对接。 通过搭建行业交流平台、技术交流平台,开展各类科技对接活动等,更好链接上下游企业,高效促成具有创新性和前瞻性的合作项目落地。 4) 财资对接。 通过投资管理、汇兑管理等,帮助企业进行融资规划和现金流管理,提高资金运营效率、防范资金风险;帮助企业主和员工个人投资理财服务,助力资产增值。
5	建立五专机制	1) 专营架构体系。 建立包括总行科技金融部、科技专营支行、科技特色支行、科技专营团队在内的架构体系。 2) 专业行研体系。 成立产业研究院,通过定期发布研究报告、产业图谱等方式助力金融“看懂技术、陪伴创新”。建设专家库,开展联合调研、课题共研,打造“科技-产业-金融”的生态闭环。 3) 专属产品体系。 着力打造覆盖全生命周期、股贷债保联动的产品矩阵。 4) 专项评价体系。 设立创新业务投资决策委员会,形成专门的创投型信贷审批机制。 5) 专设考核体系。 重点聚焦科技企业贷款户数指标。在尽职免责方面,以非道德风险不追责为原则,激励员工敢于担当。

资料来源:上银微动态公众号,长江证券研究所

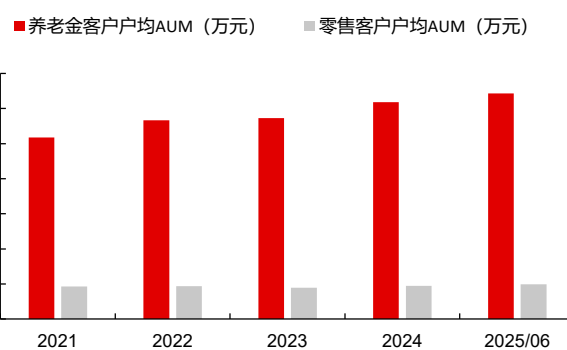
零售板块在养老优势基础上升级财富管理。上海银行长期保持本地养老金市场份额第一,目前养老金客户数量近160万,同时服务接近600万老年客群。养老金客户AUM对零售AUM贡献度接近一半,并且户均资产金额明显更高。作为现金流充裕、财富积累更丰厚、风险偏好低的优质客群,未来对于理财产品及保险的贡献潜力巨大。

图 7: 上海银行的零售客户 AUM 中 48% 为养老金客户 AUM



资料来源:上市银行财务报告,长江证券研究所

图 8: 上海银行养老金客户的户均 AUM 显著高于总体零售客户



资料来源:上市银行财务报告,长江证券研究所

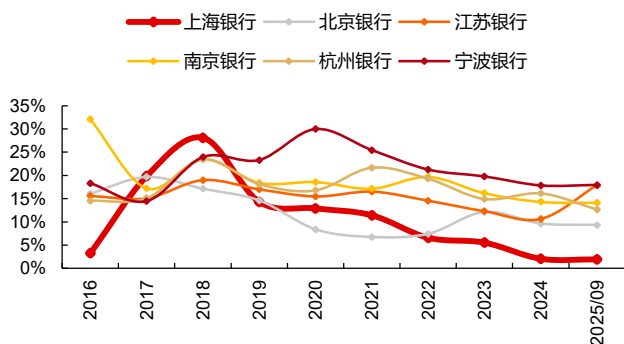
规模提速，效益拐点

预计上海银行在组织效率提升的基础上，加速信贷投放，提升资产结构中的信贷占比，并着力稳定净息差，推动效益优化和业绩增速上行。

对公信贷加速，零售注重风控

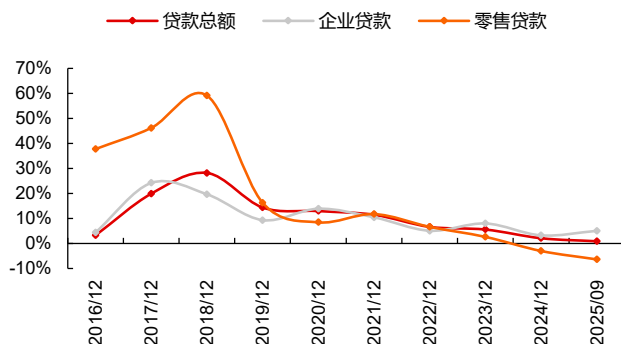
我们预计 2026 年起贷款增速将重回 5% 中枢。上海银行近年来以夯实资产质量、调整信贷结构为主要任务，对公房地产与零售贷款规模压降，总信贷增速低于可比同业。随着本轮治理变革后组织效率提升，以及营销资源投入加大，预计 2026 年起信贷规模增速中枢抬升，贷款增量明显同比多增。

图 9：上海银行近年来总贷款同比增速低于可比同业



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 10：上海银行近年来对公拉动信贷增长，零售收缩（同比增速）



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

对公贷款是当前投放重点，零售聚焦房车生态圈。受到区域经济结构因素影响，历史上房地产对公贷款占比高，近年来房地产和零售贷款比例持续压降。目前对公贷款新增投放以五篇大文章、市级重大项目、市属及区属国有企业、郊区金融等领域为重点。零售领域目前上海二手房市场热度相对高，因此按揭贷款增长明显优于银行同业，同时在车生态渠道资源丰富，尤其新能源车贷的市场份额领先。

图 11：上海银行的存量贷款中零售和房地产贷款占比下降

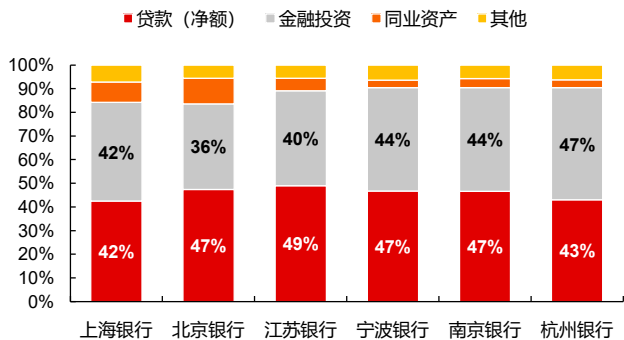
各类型贷款余额占比	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025/06
对公贷款	65%	67%	63%	60%	61%	60%	59%	60%	61%	61%
制造业	10%	9%	8%	8%	7%	5%	5%	7%	7%	8%
批发和零售业	10%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	5%
房地产业	10%	14%	15%	16%	14%	13%	10%	9%	8%	9%
基建类相关行业	24%	27%	25%	22%	26%	30%	30%	30%	31%	29%
租赁和商务服务业	12%	15%	14%	14%	16%	18%	17%	16%	16%	16%
交通运输、仓储和邮政业	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
水利环境和公共设施管理业	6%	7%	6%	5%	6%	7%	8%	7%	7%	7%
电力、热力、燃气及水生产供应						1%	1%	1%	2%	2%
建筑业	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
其他对公	11%	10%	9%	9%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
票据贴现	14%	7%	5%	7%	8%	8%	9%	9%	10%	12%
个人贷款	21%	26%	33%	33%	32%	32%	32%	31%	29%	27%
个人住房贷款	10%	10%	9%	10%	11%	13%	13%	12%	11%	11%
个人消费贷款	5%	10%	19%	18%	14%	12%	8%	8%	8%	7%
个人经营贷款	4%	2%	2%	2%	3%	4%	8%	9%	8%	7%
信用卡	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

息差逐步筑底，利息增速回升

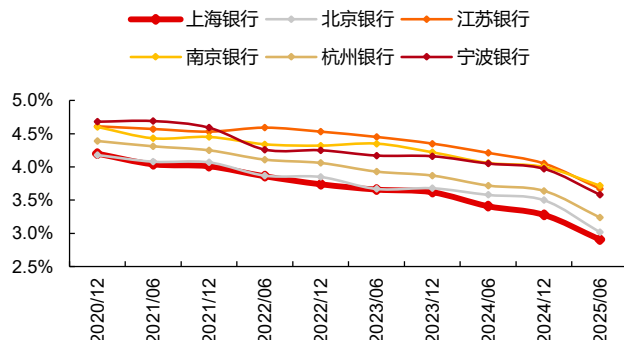
净息差绝对值低于同业，主要反映资产结构影响。上海银行与杭州银行的资产端存在相似结构，贷款占比相对低，金融投资或同业资产占比高，对于资产端收益率和净息差绝对水平形成拖累。同时贷款的分布本身集中于竞争激烈的发达地区，利率难有溢价，也少有高利率城投资产的支撑，因此贷款收益率也长期低于可比同业。

图 12: 上海银行的资产结构中贷款占比偏低 (2025/09)



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

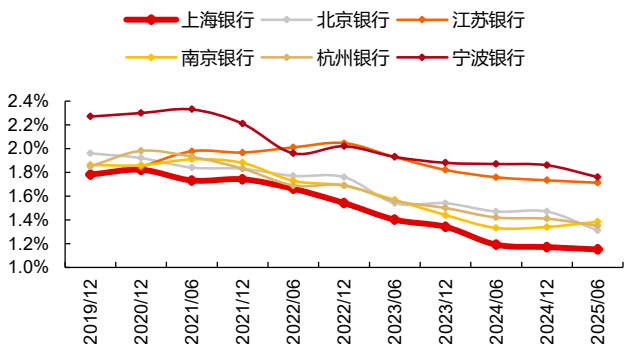
图 13: 上海银行的生息资产收益率在同业中长期偏低



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

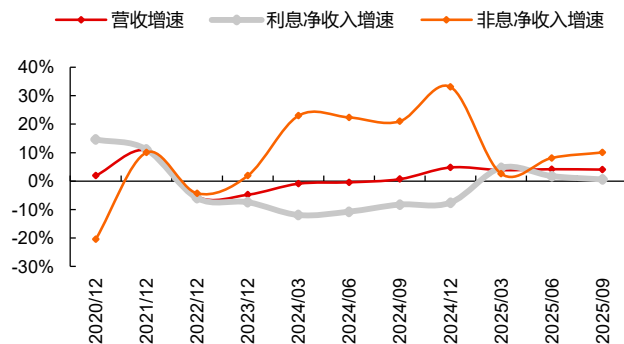
预计息差将在当前 1.15%左右筑底企稳。2025 年以来上海银行的净息差降幅已经明显收窄，推动利息净收入增速转正。2026 年即使再下降，预计降幅也非常有限。随着信贷占比逐年提升，存款到期后付息率下降，息差也将进入筑底回升周期。2025 年营收增长主要依靠投资收益等非利息收入拉动，预计 2026 年利息净收入加速增长。

图 14: 2025 年以来上海银行的净息差已经接近企稳



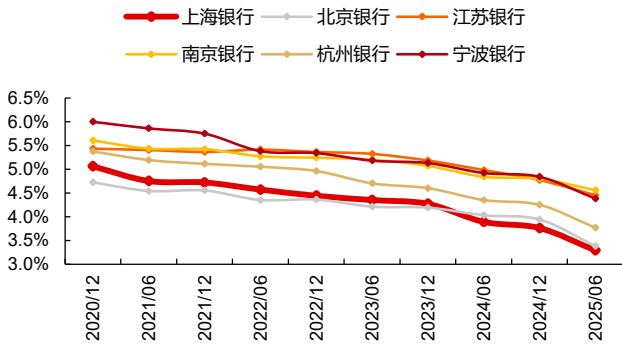
资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 15: 2025 年以来上海银行的利息净收入同比增速转正



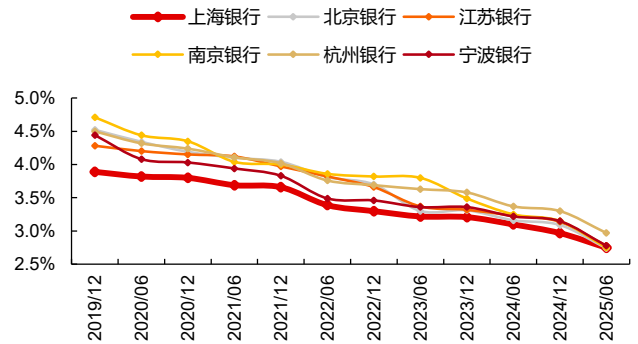
资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 16: 上海银行 2023 年以来贷款收益率下降明显



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

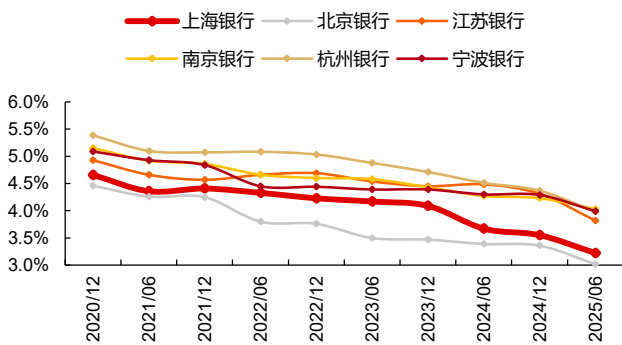
图 17: 上海银行的金融投资收益率相比同业长期偏低



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

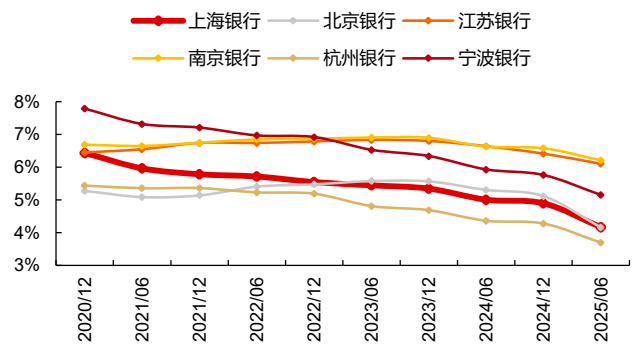
对公贷款收益率预计调整充分, 零售仍有下降空间。近年来信贷重点投向制造业、绿色、科技等领域, 利率定价较低, 2025H1 对公贷款存量收益率已降至 3.22%, 显著低于可比同业, 预计未来下降空间有限。零售 2020 年以来压降高风险产品, 目前收益率在可比同业中已经处于偏低水平, 但需求总体低迷, 预计收益率仍有下行压力。

图 18: 上海银行 2023 年以来对公贷款收益率下降明显



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

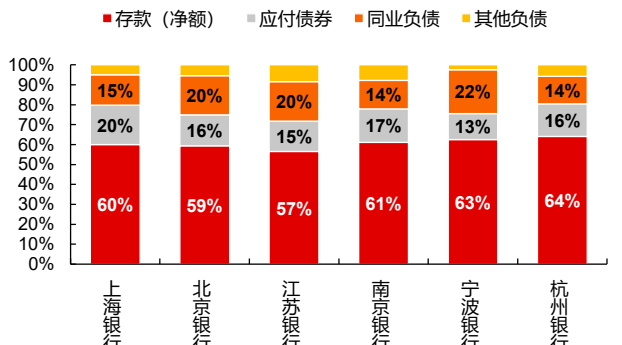
图 19: 上海银行 2022 年以来个人贷款收益率下降明显



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

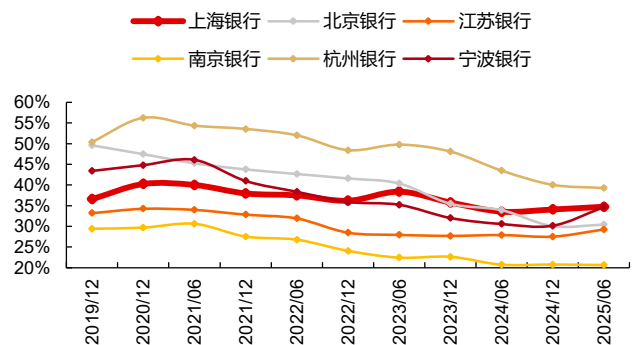
存款客群基础好, 付息率长期优于银行同业。上海银行的负债端存款占比与同业相近, 但存款成本率和综合负债成本率相对较低, 活期存款占比稳定。对公业务提升交易银行能力, 例如服务国企“司库”改革, 协助国企提高资金运营效率, 同时沉淀低成本活期存款。零售端养老客群的存款资源稳定, 贡献 50% 以上的个人存款。

图 20: 上海银行目前负债端存款占比与可比同业相近 (2025/09)



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

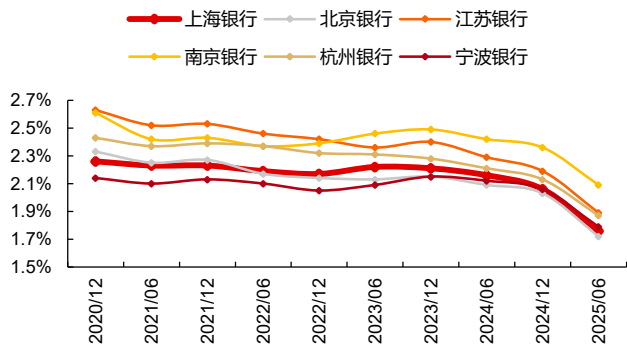
图 21: 上海银行的活期存款占比在同业中处于中等水平



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

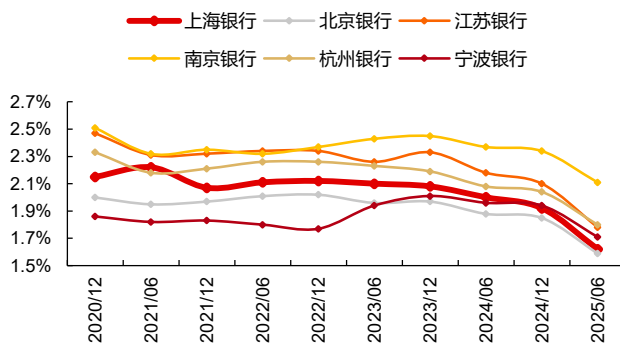
高息存款仍将陆续到期，付息率预计进一步改善。2024 年以来高利率的定期存款逐步到期，净息差边际企稳。由于上海银行零售客群中，低风险偏好的养老金客户存款占比高，预计定期存款平均期限在同业中相对较长，2026~2027 年存款付息率仍有持续下降的空间，是改善净息差压力的关键因素。

图 22: 上海银行的计息负债成本率在同业中较低



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 23: 上海银行 2024 年以来存款成本率显著改善



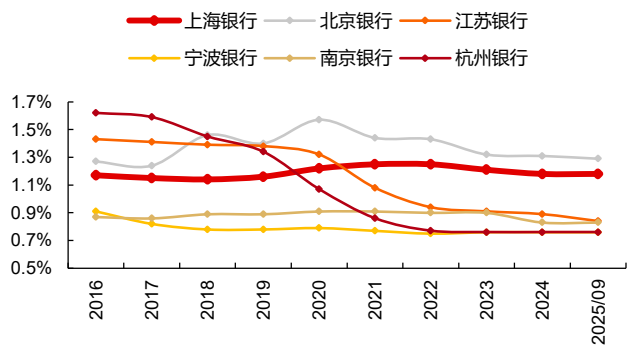
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

不良回落，核销加速

近年来不良率高位回落，但零售风险受行业环境影响仍有波动，2025 年以来加大核销处置力度，预计未来三年风险指标改善进程将加快。

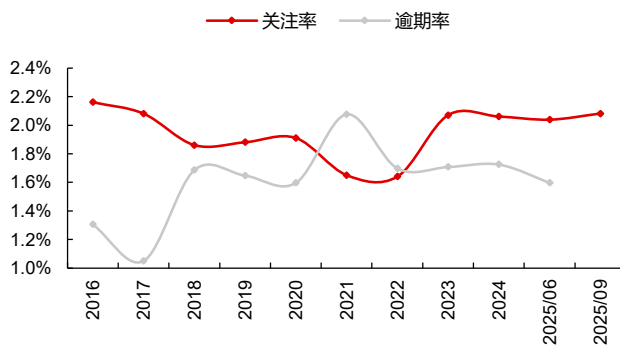
2025 年明显加大核销力度，未来三年风险改善加快。2022 年以来不良率自高点回落，主要化解零售消费贷款风险。但目前零售市场环境承压，全行业的零售风险仍有上升压力，同时房地产存量风险尚未完全出清。2025 年加快风险暴露及核销处置后，上半年不良生成率上升，预计全年有所回落。随着营收增速提升、核销资源增厚，我们预计未来三年风险改善的进程将加快，资产质量拐点可能逐步临近。

图 24: 2023 年以来上海银行的不良贷款率从高点回落



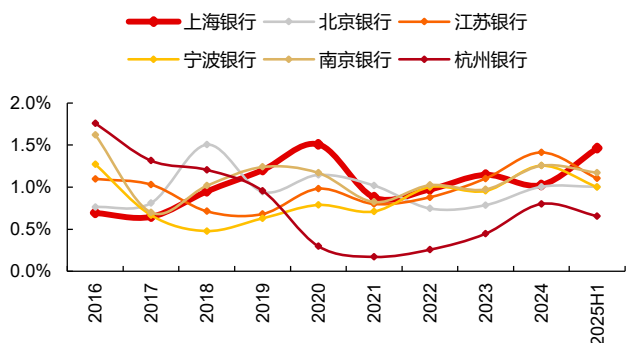
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 25: 2026 年 6 月末上海银行的逾期贷款率较期初下降



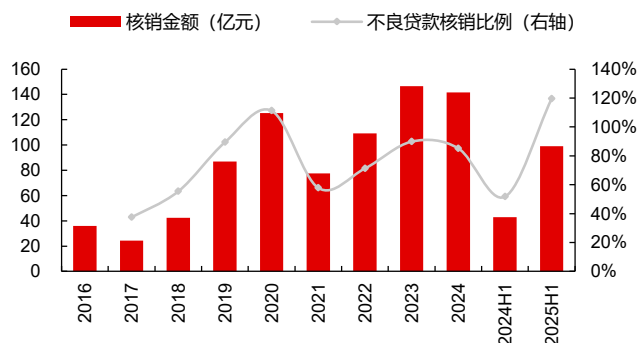
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 26: 上海银行 2025H1 不良净生成率较 2024 年上升



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

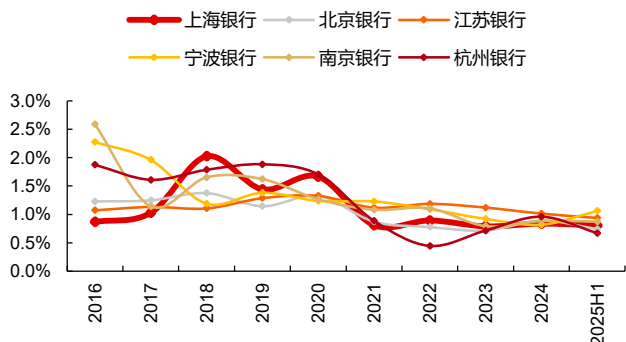
图 27: 上海银行 2025H1 核销处置力度明显加大



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

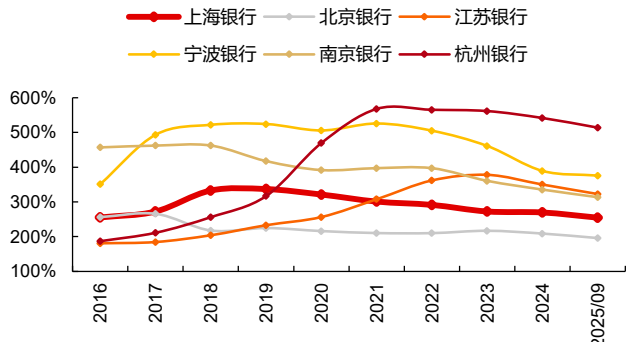
信用成本近年来回落, 未来可能回升夯实拨备。近年来受到营收增长约束, 信用成本保持相对低位, 拨备覆盖率回落。我们预计未来营收增速上升后, 可能增加贷款信用减值计提, 稳定拨备覆盖率。随着存量历史包袱的出清, 如果不良生成率拐点全面确立, 资产质量指标将进入持续改善的趋势。

图 28: 上海银行 2022 年以来信用成本高位回落, 释放盈利



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

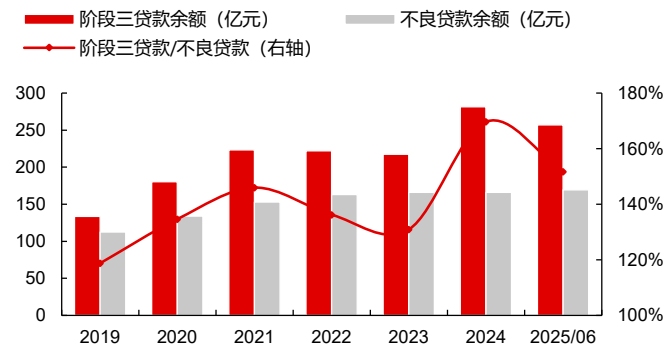
图 29: 上海银行近年的拨备覆盖率总体回落



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

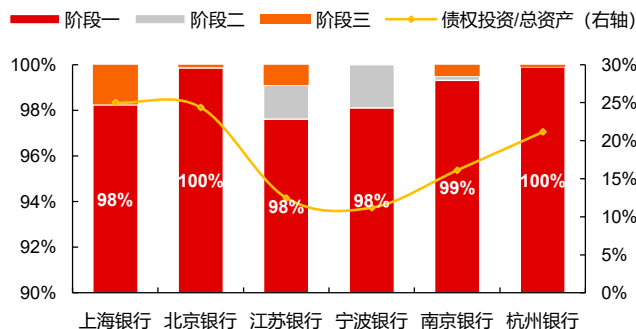
阶段三与不良缺口收窄, 预计对风险指标影响有限。2025 年 6 月末的阶段三贷款金额与不良贷款金额存在剪刀差, 我们预计可能受到部分纾困房地产贷款的影响。但预计相关贷款减值计提充分, 且有充足抵押物, 预计对风险及财务指标的影响有限。2025 年 6 月末阶段三与不良的缺口环比有所收窄, 预计未来可能进一步收敛。

图 30: 2025 年 6 月末上海银行的阶段三贷款与不良贷款缺口收窄



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 31: 上海银行的债权投资资产质量良好 (2025/06)



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

对公贷款存在进一步改善空间, 关注零售风险。对公房地产贷款的不良率 2025 年有所暴露, 但率值低于银行同业, 考虑区域优势以及对民营大型房企的敞口有限, 判断房地产对公贷款已经度过压力最大阶段。信息科技行业的 28.3 亿元大额不良贷款是历史存量问题, 预计已经充分计提减值, 如果未来核销处置, 将明显改善风险指标。零售方面, 按揭贷款受益于区位优势, 预计资产质量压力明显小于银行同业。

图 32: 上海银行近年来对公领域的不良率整体回落, 零售领域不良率上升

	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
对公贷款	1.58%	1.48%	1.50%	1.44%	1.43%	1.67%	1.56%	1.45%	1.37%	1.36%
制造业	4.42%	5.20%	4.17%	1.70%	0.77%	1.08%	0.38%	0.31%	1.43%	1.33%
批发和零售业	3.85%	5.15%	8.73%	10.78%	6.64%	4.79%	4.38%	1.80%	2.48%	2.05%
信息传输、软件和信息技术服务业	0.53%	0.41%	1.14%	0.09%	0.39%	0.58%	14.12%	13.15%	11.50%	9.71%
房地产业	0.47%	0.08%	0.04%	0.10%	2.39%	3.05%	2.56%	2.11%	0.98%	2.59%
基建相关行业	0.45%	0.28%	0.20%	0.37%	0.41%	0.27%	0.26%	1.13%	0.69%	0.38%
租赁和商务服务业	0.32%	0.07%	0.02%	0.26%	0.38%	0.20%	0.16%	1.41%	0.90%	0.49%
水利、环境和公共设施管理业	0.06%	0.11%	0.12%	0.00%	0.08%	0.06%	0.06%	0.49%	0.10%	0.05%
建筑业	1.80%	1.54%	1.32%	1.13%	1.43%	1.16%	1.37%	1.12%	1.14%	0.72%
交通运输、仓储和邮政业	0.21%	0.82%	0.09%	1.65%	0.50%	0.62%	0.07%	1.13%	0.00%	0.00%
个人贷款	0.67%	0.59%	0.61%	0.88%	1.12%	0.77%	0.83%	0.89%	1.14%	1.30%
住房按揭贷款	0.43%	0.21%	0.21%	0.16%	0.14%	0.09%	0.16%	0.26%	0.45%	0.63%
个人消费贷款	0.35%	0.43%	0.52%	1.15%	1.87%	1.46%	1.70%	1.21%	1.45%	1.26%
个人经营贷款	0.91%	1.30%	1.30%	0.64%	0.53%	0.29%	0.57%	1.15%	1.56%	2.12%
信用卡	1.63%	1.57%	1.66%	1.63%	1.74%	1.65%	1.83%	1.76%	1.98%	2.50%

资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

盈利预测及投资建议

我们预计上海银行组织效率提升后，将陆续实现资产规模加速、盈利中枢回升、风险指标改善，中期维度以基本面拐点驱动低估值修复。

核心假设及盈利预测

历史上上海银行的 ROA 拆分主要受到净息差较低的拖累，我们预计未来随着组织效率提升，资产端贷款占比上升，净息差企稳回升将改善盈利指标。同时养老金融带动财富管理业务增长，也有望提升手续费收入贡献度。

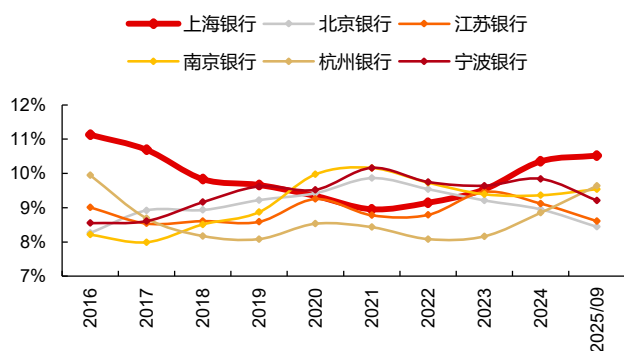
图 33：上海银行及可比同业 2024 年度 ROA 拆分

2024	交通银行	浦发银行	上海银行	北京银行	江苏银行	宁波银行	南京银行	杭州银行	沪农商行
ROA	0.65%	0.49%	0.75%	0.65%	0.87%	0.93%	0.83%	0.86%	0.85%
利息净收入/平均总资产	1.17%	1.24%	1.03%	1.30%	1.52%	1.64%	1.09%	1.24%	1.40%
手续费及佣金净收入/平均总资产	0.25%	0.25%	0.13%	0.09%	0.12%	0.16%	0.11%	0.19%	0.14%
投资收益等其他收入/平均总资产	0.37%	0.36%	0.52%	0.37%	0.56%	0.48%	0.86%	0.52%	0.31%
业务及管理费/平均总资产	0.54%	0.54%	0.40%	0.51%	0.54%	0.81%	0.58%	0.57%	0.61%
信用减值损失/平均总资产	0.36%	0.75%	0.39%	0.50%	0.50%	0.37%	0.43%	0.38%	0.17%
所得税/平均总资产	0.06%	0.03%	0.11%	0.06%	0.22%	0.14%	0.18%	0.11%	0.16%
其他权益工具利息支出/平均总资产	0.05%	0.06%	0.03%	0.08%	0.04%	0.04%	0.05%	0.03%	0.00%
权益乘数	14.0	12.8	13.4	13.3	15.7	14.6	15.7	18.6	12.1
ROE	9.08%	6.28%	10.01%	8.65%	13.59%	13.59%	12.97%	16.00%	10.35%

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

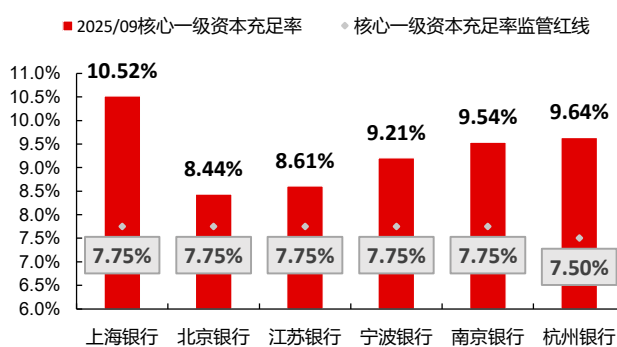
资本充裕分红稳定，关注可转债转股进程。2025 年 9 月末上海银行的核心一级资本充足率达到 10.5%，明显高于同业和监管底线。管理层分红意愿强，2023 年以来连续提高分红比例，低估值+高分红比例形成高股息价值。目前 200 亿元可转债将于 2027 年 1 月到期，股价距离强赎价格空间 19%，如果实现转股，测算 2026~2027 年 ROE 将被摊薄至 9.4%、8.9%，对应提升核心一级充足率至 11.5%、11.4%。

图 34：上海银行 2022 年以来核心一级资本充足率逆势回升



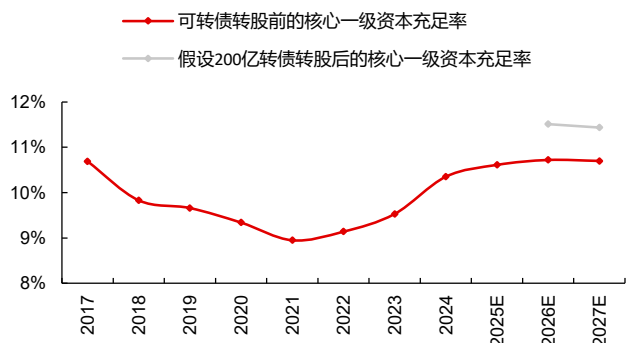
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 35：上海银行核心一级资本充足率距离监管底线安全边际充足



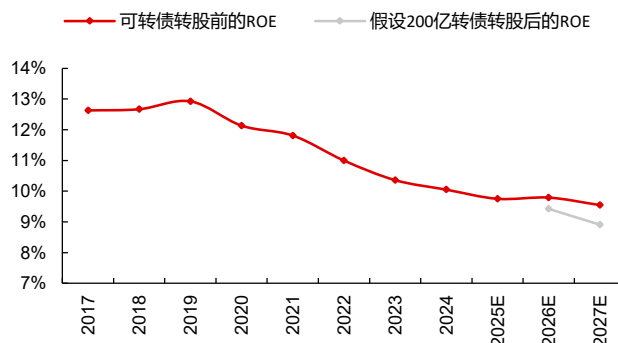
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 36: 上海银行可转债转股后对核心一级资本充足率的影响



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 37: 上海银行可转债转股后对 ROE 的影响



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

假设上海银行 2025~2027 年: 1) 规模加速增长, 总资产增速 4.6%、6.1%、7.2%, 其中贷款增速上行至 4.4%、6.2%、6.5%; 2) 净息差逐步企稳于 1.16%、1.15%、1.17%; 3) 资产质量继续改善, 不良率 1.18%、1.15%、1.13%, 拨备覆盖率 260%、268%、275%。

预计上海银行 2025~2027 年营收增速 3.4%、4.3%、4.4%, 归母净利润增速 2.7%、4.0%、4.4%, 对应 ROE 为 9.8%、9.8%、9.6%。

表 4: 上海银行核心财务指标假设及盈利预测

单位: 亿元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总额	26,532	28,785	30,855	32,267	33,758	35,824	38,390
较期初增速	7.76%	8.49%	7.19%	4.57%	4.62%	6.12%	7.16%
贷款总额	12,237	13,046	13,770	14,058	14,682	15,589	16,595
较期初增速	11.44%	6.61%	5.55%	2.09%	4.44%	6.17%	6.46%
营业收入	562	531	506	530	548	571	596
同比增速	10.81%	-5.54%	-4.80%	4.79%	3.42%	4.27%	4.35%
归母净利润	220	223	225	236	242	252	263
同比增速	5.54%	1.08%	1.19%	4.50%	2.73%	3.96%	4.37%
净息差	1.74%	1.54%	1.34%	1.17%	1.16%	1.15%	1.17%
不良贷款率	1.25%	1.25%	1.21%	1.18%	1.18%	1.15%	1.13%
拨备覆盖率	301.13%	291.61%	272.66%	269.81%	259.51%	267.98%	275.10%
不良净生成率 (年化)	0.88%	0.97%	1.15%	1.03%	1.00%	0.90%	0.85%
ROE	11.81%	11.00%	10.36%	10.05%	9.75%	9.80%	9.56%
核心一级资本充足率	8.95%	9.14%	9.53%	10.35%	10.60%	10.71%	10.68%
EPS	1.48	1.50	1.53	1.60	1.65	1.77	1.85
BVPS	13.04	14.16	15.39	16.49	17.28	18.52	19.80
每股分红	0.40	0.40	0.46	0.50	0.51	0.55	0.57

资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

投资建议及公司估值

我们认为本轮治理机制变革是上海银行的核心投资逻辑，同时兼顾低估值、高分红的安全边际。如果未来三年基本上行，估值有机会高弹性修复。

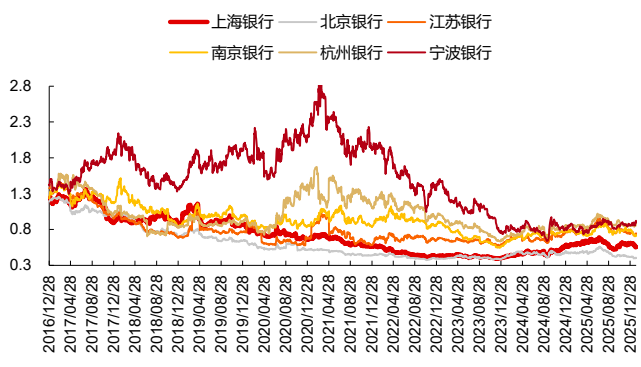
1) 管理层推动治理变革与组织效率提升。2025 年以来顾建忠董事长带领新一届管理层深度调整组织架构，明确科技金融、养老金融、财富管理等战略方向，并加大一线人才及营销资源投入力度。市场高度重视并关注上海银行的经营发展趋势变化。

2) 预计资产规模提速、息差企稳、盈利回升。2026 年预计贷款增速和占比上升，随着负债成本改善，息差企稳后利息净收入加速增长。资产质量方面，目前仍处于消化存量历史包袱的阶段，如果后续不良生成率确立拐点，盈利中枢将上行。

3) 资本充裕+分红意愿强，兼具红利价值。目前核心一级资本充足率高达 10.5%，近年来分红比例持续提升，低估值优势下，股息率位居银行股前列。未来如果可转债转股，对股息率及 ROE 可能存在一定摊薄，但具备适度提升分红比例的条件。

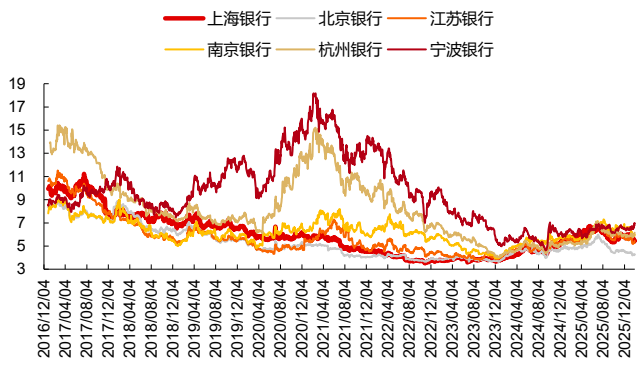
预计上海银行 2025~2027 年 PB 估值 0.54x、0.51x、0.47x，PE 估值 5.7x、5.3x、5.1x，预期股息率 5.5%、5.8%、6.1%。看好上海银行本轮治理机制改革推动基本面拐点与估值提升，同时兼具红利配置价值，给予“增持”评级。

图 38: 上海银行及可比同业 PB (LF)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 39: 上海银行及可比同业 PE (TTM)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

附录

表 5: 上海银行前十大股东情况 (2025/09)

股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例	股东性质
上海联和投资有限公司	2,092,070,328	14.72%	国有法人
上海国际港务(集团)股份有限公司	1,178,744,443	8.30%	国有法人
西班牙桑坦德银行有限公司	929,137,290	6.54%	境外法人
TCL 科技集团股份有限公司	817,892,166	5.76%	境内非国有法人
中国建银投资有限责任公司	687,322,763	4.84%	国有法人
中船国际贸易有限公司	579,764,799	4.08%	国有法人
香港中央结算有限公司	536,564,260	3.78%	境外法人
上海商业银行有限公司	426,211,240	3.00%	境外法人
上海市静安区财政局	291,619,246	2.05%	国家
上海企顺建创资产经营有限公司	275,340,146	1.94%	国有法人
合计	7,814,666,681	55.01%	

资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

风险提示

- 1、经济环境明显恶化：当前仍处于经济复苏早期，如果宏观环境明显恶化，将对公司经营环境带来明显影响，导致信贷有效需求不足、净息差加速下行、资产质量恶化，从而明显拖累营收，影响盈利能力。
- 2、资产质量明显波动：如果企业和居民客户持续面临较大的现金流压力，将可能导致公司不能按时收回贷款的利息和本金，形成坏账，从而影响资产质量以及利润水平。
- 3、息差持续大幅下降：当前行业资产收益率仍在下行通道，如未来经济复苏不及预期，需求持续疲弱，资产端降息力度加大，同时负债成本改善效果不及预期，将导致公司未来净息差继续快速下行，影响盈利能力。
- 4、盈利假设不及预期：在对公司进行盈利预测时，我们基于公司自身情况和所处宏观环境对上海银行 2025、2026 年经营指标做出了如下假设：1) 贷款增速 4.4%、6.2%；2) 净息差为 1.16%、1.15%；3) 资产质量风险指标改善，不良率 1.18%、1.15%，拨备覆盖率 260%、268%。

假如上述假设条件不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差。在悲观假设下，如果上海银行 2025、2026 年贷款增速 4.2%、2.5%，净息差下行至 1.14%、1.07%，资产质量波动，不良率 1.18%、1.23%，拨备覆盖率降至 248%、205%，则上海银行 2025、2026 年营业收入增速分别为 1.2%、-2.3%，归母净利润增速分别为 1.8%、-2.2%。

表 6：上海银行基准情形及悲观假设下业绩预测情况

单位：亿元	基准情形		悲观假设	
	2025E	2026E	2025E	2026E
贷款总额	14,682	15,589	14,652	15,018
较期初增速	4.4%	6.2%	4.2%	2.5%
净息差	1.16%	1.15%	1.14%	1.07%
不良贷款率	1.18%	1.15%	1.18%	1.23%
拨备覆盖率	260%	268%	248%	205%
营业收入	548	571	536	524
营业收入同比增速	3.4%	4.3%	1.2%	-2.3%
归母净利润	242	252	240	235
归母净利润同比增速	2.7%	4.0%	1.8%	-2.2%

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

财务报表及预测指标 (单位: 千元)

合并资产负债表					合并利润表				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
资产合计	3,226,655,601	3,375,815,994	3,582,435,745	3,838,989,335	营业收入	52,985,550	54,799,650	57,140,909	59,627,929
现金及存放中央银行款项	133,442,836	148,251,487	157,528,789	168,682,020	利息净收入	32,486,088	33,661,494	35,995,351	38,994,786
发放贷款和垫款	1,366,902,931	1,468,212,947	1,558,858,732	1,659,530,882	手续费及佣金净收入	3,958,816	3,682,912	4,065,499	4,388,505
金融投资					其他非息净收入	16,540,646	17,455,243	17,080,059	16,244,638
交易性金融资产	299,239,381	305,984,450	328,578,119	356,251,467	营业支出	25,683,183	26,856,123	28,101,515	29,331,527
债权投资	909,311,593	791,540,533	849,987,310	921,574,530	PPOP	39,749,028	41,017,538	42,769,971	44,631,505
其他债权投资	159,896,555	316,089,043	339,428,828	368,016,039	信用减值损失	12,446,606	13,074,012	13,730,576	14,335,103
其他权益工具投资	4,413,485	4,228,690	4,540,934	4,923,378	营业利润	27,302,367	27,943,526	29,039,394	30,296,402
存放同业款项	24,037,004	54,013,056	53,736,536	57,584,840	归母净利润	23,559,890	24,203,833	25,162,712	26,262,588
拆出资金	237,353,422	219,428,040	214,946,145	230,339,360					
买入返售金融资产	9,088,556	16,879,080	17,912,179	19,194,947	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
其他资产合计	82,969,838	51,188,667	56,918,172	52,891,872	总资产较期初增速	4.57%	4.62%	6.12%	7.16%
负债合计	2,971,998,867	3,119,934,989	3,308,936,482	3,547,265,692	总贷款较期初增速	2.09%	4.44%	6.17%	6.46%
向中央银行借款	95,694,240	118,153,560	125,385,251	134,364,627	总负债较期初增速	4.41%	4.98%	6.06%	7.20%
同业和其他金融机构存放	421,559,684	337,581,599	358,243,574	383,898,933	总存款较期初增速	4.27%	5.98%	6.35%	7.17%
拆入资金	25,670,225	20,254,896	7,164,871	7,677,979	营业收入同比增速	4.79%	3.42%	4.27%	4.35%
卖出回购金融资产	180,156,606	121,529,376	143,297,430	153,559,573	利息净收入同比增速	-7.62%	3.62%	6.93%	8.33%
吸收存款	1,740,584,683	1,840,684,122	1,956,552,059	2,096,718,350	非利息净收入同比增速	33.11%	3.12%	0.04%	-2.42%
应付债券	463,665,944	641,405,039	673,497,920	721,729,995	成本收入比	23.82%	24.00%	24.00%	24.00%
其他负债	44,667,485	40,326,397	44,795,376	49,316,235	归母净利润同比增速	4.50%	2.73%	3.96%	4.37%
股东权益合计	254,656,734	255,881,005	273,499,263	291,723,643	EPS	1.60	1.65	1.77	1.85
股本	14,206,694	14,209,000	14,209,000	14,209,000	BVPS	16.49	17.28	18.52	19.80
其他权益工具	20,323,350	10,365,805	10,365,805	10,365,805	ROE	10.05%	9.75%	9.80%	9.56%
资本公积	22,049,067	22,069,435	22,069,435	22,069,435	ROA	0.75%	0.73%	0.72%	0.71%
其他综合收益	7,580,396	2,867,079	2,867,079	2,867,079	净息差	1.17%	1.16%	1.15%	1.17%
盈余公积	68,368,040	75,387,990	82,864,203	90,670,380	不良贷款率	1.18%	1.18%	1.15%	1.13%
一般风险准备	45,656,685	47,996,668	50,488,739	53,090,798	拨备覆盖率	269.81%	259.51%	267.98%	275.10%
未分配利润	76,008,981	82,660,705	90,288,348	98,081,394					
归属于母公司股东的权益	254,193,213	255,556,682	273,152,610	291,353,891	估值	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	463,521	324,322	346,653	369,752	P/E	5.86	5.70	5.30	5.08
					P/B	0.57	0.54	0.51	0.47
					股息率	5.32%	5.47%	5.83%	6.09%

资料来源: Wind, 上市银行财务报告, 长江证券研究所 (注: 估值截至 2026 年 2 月 2 日收盘价)

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。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。

本公司保留一切权利。