

# 沪农商行 (601825.SH)

## 高股息品种，资产质量稳健、业绩增长确定性强

**投资画像：低估值高股息+资产质量稳健+业绩确定性强，具备性价比。**在当前存量博弈的环境下，防御性、高股息投资策略相对更受关注。沪农商行符合这一策略：

- 1) 高股息率、分红稳定：**股息率达 5.98%，分红比例保持在 30%，核心一级资本充足率达 13.25%，资本金充裕，有望保持分红稳定。
- 2) 估值相对低、机构持仓少：**2023PB 仅 0.49 倍，9 月末主动型公募基金重仓持股比例约 0.005%。
- 3) 无需再融资：**假设未来 5 年公司利润增速在 10%（当前 15.8%），分红比例保持 30%，测算 RWA 增速需达到 21%（当前 7.7%），才需额外补充核心一级资本。

从基本面角度看，沪农商行在规模、息差、利润释放三个维度均有望保持稳健，业绩增长的确定性较强，综合来看具备投资性价比：

- 1) 规模扩张稳：**地处上海、区域需求旺盛，在上海市科创金融、城中村改造等政策支持下规模扩张有空间。
- 2) 息差表现稳：**存量按揭利率下调、城投化债影响较小，个人定期存款占比高、更受益于存款利率下调。
- 3) 利润增长稳：**区域经济优良，城投风险较小，地产也相对可控，2020 年以来不良率稳定在 1% 以下，过去 12 年不良生成率从未超过 0.6%。当前拨备覆盖率超过 400%，有望支撑利润保持稳定增长。

**沪农商行概览：深耕上海、服务远郊，资产规模破万亿。**沪农商行成立于 2005 年，2021 年在 A 股上市，2023 年 9 月末总资产约 1.4 万亿、总贷款达 7011 亿。1) **国资占比高：**前 10 大股东中国有法人合计持股 57.27%，上海国资经营及其关联方合计持股 9.99%，为第一大股东，实际控制人为上海市国资委。2) **管理层扎根本地，近 3 年连续增持：**多数高管在加入沪农商行前均在上海市银行体系内任职，对本地较为了解。2021 年 A 股上市后，管理层连续 3 年增持合计 199 万股，增持金额 1350 万左右。3) **业务集中在上海，郊区网点分布较多：**6 月末公司共有 363 家分支机构，本地网点占比 98%，本地贷款占比 94%。上海地区金融竞争激烈，每万平方公里网点数达 6697 个，远高于第二名北京（2732 个），沪农商行则重点服务上海郊区<sup>1</sup>（网点占 75% 以上），实现错位竞争。

**基本面：资产质量、规模增长稳定，息差表现较优，业绩增长确定性强。**  
**资产质量：稳定性强、波动小，城投风险小，地产相对可控。**公司地处上海，区域经济优良，**2011 年至今公司不良生成率从未超过 0.6%**，2015 年不良率高点也仅 1.38%，2020 年以来维持在 0.9%-1% 之间，23Q3 拨备覆盖率达 415%，有望支撑利润稳步增长。重点领域方面：

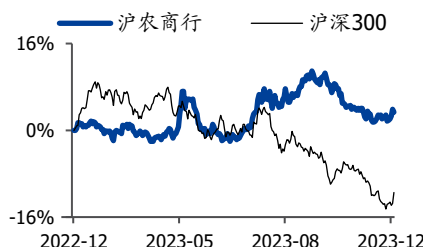
- 1) 城投风险较低：**上海财政实力较强（财政自给率 81%，全国各省及直辖市最优），且在 2021 年入选国内首批隐性债务清零工作试点地区，目前已有多个区县完成清零。
- 2) 地产风险可控：**上海地区房地产市场相对平稳，2023 年前 11 月地产开发投资、住宅商品房销售额分别同比增 19.7%、3.1%（全国则下滑 9.4%、4.3%）。沪农商行 2023H1 对公地产不良率 1.78%，但对公地产贷款占比（含开发贷、物业贷、园区贷等）已较 2019 年高点下降 5.8pc 至 15.0%，未来预计仍会继续压降。且当前“金融 16 条”已延期至 2024 年底，对报表的影响相对可控。

### 增持（首次）

#### 股票信息

行业	农商行
12月28日收盘价(元)	5.72
总市值(百万元)	55,166.22
总股本(百万股)	9,644.44
其中自由流通股(%)	47.92
30日日均成交量(百万股)	11.20

#### 股价走势



#### 作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

研究助理 倪安峰

执业证书编号：S0680122080025

邮箱：nianfeng@gszq.com

#### 相关研究

<sup>1</sup> 据沪农商行 2023 中报，“郊区”指闵行区、宝山区、嘉定区、金山区、松江区、青浦区、奉贤区、崇明区以及浦东新区。



**3)零售领域:**2022年以来个人贷款不良率有所提升,2023H1达到0.94%,但仍处较低水平,未来随着经济逐步修复,压力有望缓解。

**规模:**依托郊区网点优势错位竞争,贷款有望保持稳定增长,预计2024年贷款增量不低于2023年,对应增速不低于5%。

**1)近年业务聚焦科创+普惠+消费,成效明显:**2013-2018年沪农商行贷款中地产业务占比较高(对公房地产+按揭增量占贷款总增量的66%),2019年以来沪农商行积极压降房地产业务占比,贷款重点投向普惠、科创和个人消费领域,成效明显。

**2020-2022年3年利息净收入年均增速达到10.6%,居农商行第一:**

A、规模方面,在压降房地产业务的同时2019年至今贷款复合增速仍达到12.5%,相较之前(12.4%左右)基本持平;B、息差方面,得益于资产负债结构优化,2019年以来息差仅降0.15pc,远低于同业平均的0.38pc。

**2)展望2024年,贷款投放有“政策支持”(科创、普惠、绿色金融,城中村改造项目),也有“竞争优势”(郊区网点密集,科创金融服务体系完善)。**A、政策层面:上海市在科创金融、城中村改造等领域提出了多项配套政策以及发展目标,包括2025年末科技型企业贷款突破万亿(对应年均增速13.2%),科技型中小企业在2021年基础上翻一番(对应增速18.9%),2025年中心城区周边城中村改造项目全面启动,到2027年全面完成等。

B、自身优势:公司3/4网点在郊区,而上海市53个特色产业园区中也有80%以上在郊区,且按上海市规划,中心城周边及五大新城也将优先纳入城中村改造计划中,有望为公司带来较多业务机会。

**息差:按揭利率调降、化债影响较小,负债端更受益于存款利率下调。**

**1)资产端:**A、存量按揭下调影响小:上海地区银行首套房按揭基本按利率下限发放,下调空间较小。B、城投化债影响有限:如前所述,一方面上海隐性债务规模相对较小,化债需求小。另一方面,上海地方政府和城投平台资质较优,相关债券利率较低,如2023年新发城投债平均利率仅3.26%,远低于全国的4.32%,下降空间也有限。

**2)负债端:**近年监管持续引导上市银行负债成本下行,2023年以来存款利率已经四次调降<sup>2</sup>,考虑到当前银行业资产端压力,未来监管预计仍会继续引导成本继续下行。沪农商行个人存款占比达51.7%,个人定期存款占比达到44.2%,由于对公存款成本相对刚性,个人存款利率更容易下降,若未来监管继续引导存款利率下调,沪农商行有望更加受益,支撑息差表现优于同业。

**投资建议:**沪农商行股息率高、分红比例稳定,较为适合防御性高股息投资策略。而从基本面角度,2024年规模增长、息差表现、资产质量和利润释放均有望保持稳健,业绩增长确定性较强,具备投资性价比。预计沪农商行2023-2025实现归母净利润126.40/139.37/153.71亿元,首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示:**科创、普惠业务发展不及预期;地产风险波动超预期;股票解禁带来价格波动。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,164	25,627	26,784	28,215	29,850
增长率 yoy (%)	9.64%	6.05%	4.51%	5.34%	5.79%
拨备前利润(百万元)	16,674	17,538	18,630	19,909	21,216
增长率 yoy (%)	7.51%	5.18%	6.23%	6.86%	6.56%
归母净利润(百万元)	9,698	10,974	12,640	13,937	15,371
增长率 yoy (%)	18.84%	13.16%	15.17%	10.27%	10.29%
每股净收益(元)	1.01	1.14	1.31	1.45	1.59
每股净资产(元)	9.72	10.56	11.53	12.58	13.74

资料来源:Wind,国盛证券研究所 注:股价为2023年12月28日收盘价

<sup>2</sup> 4月通知存款、协定存款等活期存款品种自律上限修改,6月人民币、美元存款利率下调,9月、12月人民币存款利率再次下调。

**财务报表和主要财务比率 (未特殊标注为百万元)**

每股指标 (元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.01	1.14	1.31	1.45	1.59	净利息收入	19,371	20,754	21,033	22,176	23,509
BVPS	9.72	10.56	11.53	12.58	13.74	净手续费收入	2,166	2,156	2,436	2,558	2,686
每股股利	0.56	0.34	0.39	0.43	0.48	其他非息收入	2,627	2,717	3,315	3,481	3,655
P/E	5.69	5.03	4.36	3.96	3.59	<b>营业收入</b>	24,164	25,627	26,784	28,215	29,850
P/B	0.59	0.54	0.50	0.45	0.42	税金及附加	(264)	(269)	(249)	(262)	(274)
<b>业绩增长率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	业务及管理费	(7,222)	(7,799)	(7,883)	(8,022)	(8,337)
净利息收入	8.39%	7.14%	1.34%	5.43%	6.01%	营业外净收入	10	(6)	(6)	(6)	(6)
净手续费收入	-7.11%	-0.49%	13.00%	5.00%	5.00%	<b>拨备前利润</b>	16,674	17,538	18,630	19,909	21,216
营业收入	9.64%	6.05%	4.51%	5.34%	5.79%	资产减值损失	(4,495)	(3,869)	(2,906)	(2,591)	(2,140)
拨备前利润	7.51%	5.18%	6.23%	6.86%	6.56%	<b>税前利润</b>	12,178	13,669	15,724	17,318	19,076
归母净利润	18.84%	13.16%	15.17%	10.27%	10.29%	所得税	(2,131)	(2,276)	(2,602)	(2,849)	(3,119)
<b>盈利能力 (测算)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>税后利润</b>	10,047	11,393	13,122	14,469	15,957
净息差	1.79%	1.74%	1.61%	1.56%	1.53%	<b>归母净利润</b>	9,698	10,974	12,640	13,937	15,371
生息资产收益率	3.79%	3.63%	3.48%	3.42%	3.37%	<b>资产负债表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
计息负债成本率	2.23%	2.13%	2.11%	2.09%	2.08%	存放央行	70,276	70,252	75,872	81,942	88,497
ROAA	0.88%	0.90%	0.95%	0.96%	0.98%	同业资产	129,024	112,134	123,347	135,682	149,250
ROAE	11.34%	11.22%	11.87%	11.99%	12.11%	贷款总额	613,577	670,623	724,273	767,729	806,116
成本收入比	29.89%	30.43%	29.43%	28.43%	27.93%	贷款减值准备	(25,785)	(28,215)	(29,666)	(30,951)	(32,229)
<b>资产质量</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	贷款净额	588,984	643,951	694,607	736,778	773,887
不良贷款余额	5,827	6,336	7,032	7,320	7,611	证券投资	322,190	403,635	439,641	491,329	556,060
不良贷款净生成率	0.30%	0.32%	0.34%	0.30%	0.28%	其他资产	47,903	51,427	55,754	60,448	65,547
不良贷款率	0.95%	0.94%	0.97%	0.95%	0.94%	<b>资产合计</b>	1,158,376	1,281,399	1,389,221	1,506,179	1,633,241
拨备覆盖率	442.50%	445.32%	421.88%	422.82%	423.48%	吸收存款	855,367	961,370	1,038,279	1,121,341	1,211,049
拨贷比	4.20%	4.21%	4.10%	4.03%	4.00%	同业负债	69,003	70,078	78,487	87,906	98,454
<b>资本状况</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	应付债券	85,313	87,226	94,204	101,740	109,879
资本充足率	15.28%	15.46%	15.40%	15.35%	15.31%	<b>负债合计</b>	1,061,045	1,175,683	1,273,681	1,379,970	1,495,263
核心资本充足率	13.10%	12.99%	13.12%	13.24%	13.37%	<b>股东权益合计</b>	97,331	105,716	115,539	126,209	137,978
核心一级资本充足率	13.06%	12.96%	13.09%	13.22%	13.35%	<b>负债及股东权益合计</b>	1,158,376	1,281,399	1,389,221	1,506,179	1,633,241

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 12 月 28 日收盘价

## 内容目录

一、投资画像：低估值高股息+资产质量稳健+业绩确定性强，具备投资性价比.....	6
二、沪农商行概览：深耕上海、服务远郊，资产规模破万亿.....	10
三、基本面分析：资产质量、规模增长稳定，息差表现优于同业，业绩增长确定性较强.....	14
3.1 资产质量稳定性强、波动小，城投风险小，地产相对可控.....	14
3.2 规模：依托郊区网点优势错位竞争，贷款有望保持稳定增长.....	17
3.2.1 上海市经济概览：全国经济中心，金融业、房地产业较为发达.....	17
3.2.2 聚焦普惠、科创，依托郊区网点优势错位竞争.....	18
3.3 息差：按揭利率调降、化债影响较小，表现有望相对优于同业.....	23
四、盈利预测与投资建议.....	26
风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1: 股息投资策略角度：银行估值、股息率、基金持仓、分红比例、核心一级资本充足率、RWA 增速综合比较 (23Q3).....	7
图表 2: 业绩确定性角度：上市银行规模、息差、利润增长表现三维度比较.....	8
图表 3: 沪农商行主要基本面指标汇总及对比农商行同业情况 (亿元).....	9
图表 4: 沪农商行股权结构 (2023Q3).....	10
图表 5: 沪农商行管理层履历.....	11
图表 6: 沪农商行 2021、2022 年管理层增持情况.....	12
图表 7: 沪农商行本地贷款占比 (亿元).....	12
图表 8: 沪农商行本地存款占比 (亿元).....	12
图表 9: 沪农商行网点主要位于郊区 (黑色为分支机构数量, 红色为占比).....	13
图表 10: 全国、长三角地区工业企业资产负债率 (%).....	14
图表 11: 全国、长三角地区商业银行不良贷款率 (%).....	14
图表 12: 沪农商行不良率对比农商行同业波动较小.....	14
图表 13: 沪农商行资产质量指标走势.....	15
图表 14: 沪农商行不良生成率和核销力度.....	15
图表 15: 沪农商行 2023H1 资产质量指标对比同业及较 2022 年末变动 (不良率、拨备覆盖率、拨贷比为 23Q3).....	15
图表 16: 上海房地产开发投资完成额同比增速对比全国 (%).....	16
图表 17: 上海住宅商品房销售额同比增速对比全国 (%).....	16
图表 18: 沪农商行分行业资产质量指标走势.....	17
图表 19: 上海市各项经济指标情况及在全国一二线城市中排名.....	18
图表 20: 沪农商行上海地区市占率表现.....	18
图表 21: 沪农商行科技型企业贷款市占率.....	19
图表 22: 沪农商行普惠型小微贷款市占率.....	19
图表 23: 沪农商行贷款结构变动.....	20
图表 24: 上海特色产业园区分布, 以及沪农商行网点分布.....	21
图表 25: 沪农商行科创金融服务体系建设.....	22
图表 26: 沪农商行科创金融产品体系.....	22
图表 27: 沪农商行 2023H1 净息差分项对比同业及较 2022 年变动.....	23
图表 28: 上海地区首套房利率下限及基准利率/LPR 情况.....	24
图表 29: 沪农商行存款利率和结构 (2023H1).....	25

---

图表 30: 沪农商行业绩预测 (百万元) .....	26
图表 31: 沪农商行估值比较 .....	27
图表 32: 沪农商行限售股及未来解禁情况 (2023H1) .....	27

## 一、投资画像：低估值高股息+资产质量稳健+业绩确定性强，具备投资性价比

2023年以来，市场增量资金整体减少（新发主动型基金同比少30%），若未来仍延续这一趋势，在存量博弈的环境下，防御性、高股息投资策略将更受关注。沪农商行股息率较高（5.98%），机构持仓少，再融资压力小，较为符合这一策略：

1) 股息率较高、分红相对稳定：公司股息率达到5.98%，上市后连续两年年度分红比例保持在30%左右<sup>3</sup>，9月末核心一级资本充足率达到13.25%，资本金充裕，未来有望保持分红比例稳定。

2) 估值相对低、机构持仓少：2023PB为0.49倍，9月末主动型公募基金重仓持股比例约0.005%。

3) 无需再融资：公司核心一级资本充足率达到13.25%，距离监管线7.5%有较大距离，假设未来5年（2023-2027年）公司利润增速在10%左右（当前15.8%），分红比例保持30%不变，测算RWA增速需达到21%（当前7.7%），才需额外补充核心一级资本。

而从基本面的角度来看，2024年上市银行内部业绩分化的关键在于：1) 规模：“三大工程”或为2024年银行增长看点之一，相关业务机会较多、且所处区域经济增长强劲、债务负担小的银行更具备优势。2) 息差：存量按揭利率下调、城投化债影响小，个人定期存款占比高、更受益于存款利率下调的银行表现有望优于同业。3) 利润：资产质量报表指标稳定，拨备充足的银行更有能力维持利润稳健增长。

对于沪农商行而言，其在规模、息差、利润释放三个维度均有望保持稳健，业绩增长的确定性较强，具备投资性价比（后文详细分析）。

1) 规模扩张稳：沪农商行地处上海，需求相对旺盛，在上海市科创金融、城中村改造等政策支持下规模扩张有空间。

2) 息差表现稳：上海地区按揭贷款利率下降空间小、隐债基本清零，沪农商行受影响较小，且其个人定期存款占比较高，更受益于存款利率下调，表现也有望优于同业。

3) 利润增长稳：上海区域经济优良，沪农商行城投风险相对较小，地产相对可控，2020年以来不良率稳定在1%以下，过去12年不良生成率从未超过0.6%，资产质量稳定性较强。当前拨备覆盖率超过400%，有望支撑利润保持稳定增长。

<sup>3</sup> 沪农商行2021年11月按照证监会鼓励上市公司现金分红，给予投资者稳定合理回报的指导意见，根据2021年前三季度利润额外分红一次，分红比例26%，与2021年年度利润分配（分红比例30%）合计56%。

图表 1: 股息投资策略角度: 银行估值、股息率、基金持仓、分红比例、核心一级资本充足率、RWA 增速综合比较 (23Q3)

	2023PB	股息率	主动型公募基金重仓持股	分红比例 (%)			核心一级资本充足率	RWA同比增速
				2021	2022	2023		
工商银行	0.50	6.36%	0.15%	30.01	30.01	30.01	13.4%	10.5%
建设银行	0.55	6.00%	0.11%	30.07	30.08	30.03	12.9%	16.7%
农业银行	0.53	6.12%	0.09%	30.00	30.01	30.01	10.4%	14.3%
中国银行	0.53	5.81%	0.04%	30.07	30.04	30.03	11.4%	10.0%
交通银行	0.47	6.50%	0.04%	30.08	30.10	30.06	10.0%	7.7%
邮储银行	0.57	5.93%	0.12%	30.00	30.01	30.01	9.5%	14.9%
招商银行	0.76	6.21%	0.58%	32.46	32.01	31.76	13.4%	7.9%
中信银行	0.41	6.18%	0.02%	25.38	26.56	25.94	8.8%	7.2%
浦发银行	0.32	4.79%	0.00%	24.16	22.71	18.36	9.1%	5.8%
民生银行	0.31	5.72%	0.00%	27.18	27.12	26.57	9.1%	4.6%
兴业银行	0.42	8.06%	0.03%	25.01	26.01	27.01	9.5%	11.9%
光大银行	0.39	6.55%	0.01%	30.00	25.02	25.05	9.1%	6.5%
华夏银行	0.33	6.75%	0.00%	21.77	22.10	24.35	8.9%	9.4%
平安银行	0.45	3.02%	0.04%	12.08	12.18	12.15	9.2%	7.3%
浙商银行	0.45	6.45%	0.01%	27.82	0.00	32.80	8.3%	14.3%
北京银行	0.38	6.86%	0.00%	29.52	29.01	26.47	9.3%	14.6%
南京银行	0.55	7.19%	0.03%	30.02	30.00	30.00	9.6%	14.3%
宁波银行	0.75	2.48%	0.48%	19.96	16.89	14.31	9.7%	16.1%
上海银行	0.38	6.64%	0.00%	27.21	25.78	25.51	9.3%	4.6%
贵阳银行	0.33	5.83%	0.00%	18.52	18.15	17.96	11.3%	4.8%
杭州银行	0.64	4.00%	0.09%	29.08	22.41	20.31	8.3%	13.4%
江苏银行	0.61	6.17%	0.24%	30.98	30.00	30.00	9.4%	15.3%
成都银行	0.67	6.81%	0.26%	27.58	29.06	29.16	8.2%	21.7%
郑州银行	0.40	0.00%	0.00%	0.00	0.00	0.00	9.7%	-3.5%
长沙银行	0.45	5.18%	0.04%	24.11	22.33	20.66	9.3%	12.2%
青岛银行	0.55	5.25%	0.00%	33.91	31.86	30.21	8.4%	15.7%
西安银行	0.48	4.94%	0.00%	30.63	30.11	30.25	10.6%	15.9%
苏州银行	0.61	5.10%	0.01%	31.11	30.04	30.88	9.4%	15.6%
厦门银行	0.56	5.70%	0.00%	26.06	30.42	30.54	9.9%	7.2%
齐鲁银行	0.55	4.66%	0.00%	32.74	27.77	23.75	9.7%	7.7%
重庆银行	0.44	5.68%	0.00%	29.30	29.06	28.19	9.4%	9.0%
兰州银行	0.55	4.63%	0.00%	--	36.40	39.42	8.3%	9.8%
无锡银行	0.55	4.12%	0.00%	25.37	21.21	21.50	11.0%	6.9%
常熟银行	0.70	3.89%	0.07%	30.40	25.05	24.97	10.2%	11.8%
江阴银行	0.50	5.07%	0.00%	36.99	30.70	24.19	12.8%	9.3%
苏农银行	0.48	4.10%	0.00%	28.43	24.86	20.41	10.3%	10.5%
张家港行	0.57	5.17%	0.00%	28.91	22.19	25.80	9.6%	8.8%
紫金银行	0.50	3.97%	0.00%	25.40	24.16	22.88	10.2%	10.1%
青农商行	0.41	0.00%	0.00%	28.16	18.12	0.00	10.1%	4.5%
<b>沪农商行</b>	<b>0.49</b>	<b>5.98%</b>	<b>0.01%</b>	<b>--</b>	<b>55.69</b>	<b>30.06</b>	<b>13.25%</b>	<b>7.7%</b>
渝农商行	0.40	6.60%	0.00%	30.01	30.00	30.00	13.2%	5.8%
瑞丰银行	0.58	2.33%	0.00%	--	21.37	14.82	13.0%	25.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股息率=(年度分红/当前总股本)/当前股价, 股价截止 2023/12/28; 公募基金重仓持股仅统计普通股股票型、偏股混合型和灵活配置型。

图表2: 业绩确定性角度: 上市银行规模、息差、利润增长表现三维度比较

	规模增速稳				息差表现稳			利润增长稳				
	规模增速 (23Q3同比)		区域经济		存量按揭 占生息资 产 (23H1)	个人定期 存款占比 (23H1)	不良率 (23Q3)	对公地产 贷款不良 率 (23H1)	不良生成 率 (23H1)	逾期率 (23H1)	拨备覆盖 率 (23Q3)	
	总资产	总贷款	所属省级 区划	前三季度 GDP 增速 (%)								财政自 给率 (%, 2022)
工商银行	12.5%	12.5%	--	5.2	--	15.60%	30.76%	1.36%	6.68%	0.52%	1.18%	216%
建设银行	10.3%	13.1%	--	5.2	--	17.81%	33.57%	1.37%	4.76%	0.45%	1.13%	243%
农业银行	14.4%	15.0%	--	5.2	--	14.50%	35.85%	1.35%	5.79%	0.40%	0.99%	304%
中国银行	10.9%	13.4%	--	5.2	--	16.34%	28.53%	1.27%	5.11%	0.66%	0.98%	195%
交通银行	9.0%	9.6%	--	5.2	--	11.53%	28.27%	1.32%	3.39%	0.50%	1.28%	199%
邮储银行	13.3%	12.1%	--	5.2	--	16.39%	66.57%	0.81%	1.01%	0.36%	0.96%	364%
招商银行	9.9%	7.7%	--	5.2	--	13.68%	17.58%	0.96%	5.52%	0.83%	1.25%	446%
中信银行	3.5%	7.2%	--	5.2	--	12.14%	19.87%	1.22%	5.29%	1.16%	1.43%	210%
浦发银行	4.5%	0.1%	--	5.2	--	10.64%	19.91%	1.52%	2.88%	1.06%	2.07%	177%
民生银行	5.4%	6.1%	--	5.2	--	7.74%	20.43%	1.55%	5.13%	0.95%	2.00%	149%
兴业银行	9.2%	9.9%	--	5.2	--	12.37%	17.16%	1.07%	0.81%	1.26%	1.43%	238%
光大银行	9.1%	5.5%	--	5.2	--	9.50%	22.71%	1.35%	4.22%	1.35%	1.93%	176%
华夏银行	6.8%	1.3%	--	5.2	--	8.56%	17.11%	1.72%	3.77%	1.32%	2.19%	160%
平安银行	6.2%	3.8%	--	5.2	--	5.75%	25.39%	1.04%	1.01%	2.23%	1.71%	283%
浙商银行	16.3%	12.7%	--	5.2	--	4.79%	10.32%	1.45%	2.31%	1.19%	1.77%	183%
北京银行	15.3%	13.5%	北京	5.1	77	9.98%	20.15%	1.33%	--	0.67%	1.67%	215%
南京银行	15.2%	17.3%	江苏	5.8	62	4.29%	25.70%	0.90%	1.06%	0.79%	1.25%	381%
宁波银行	15.3%	18.9%	浙江	6.3	67	3.67%	18.44%	0.76%	0.28%	0.87%	0.85%	481%
上海银行	6.1%	5.6%	上海	6.0	81	6.15%	25.57%	1.21%	2.06%	1.02%	1.68%	290%
贵阳银行	4.9%	16.1%	贵州	4.8	32	2.96%	36.34%	1.62%	2.20%	0.79%	2.91%	265%
杭州银行	14.5%	15.9%	浙江	6.3	67	5.77%	15.41%	0.76%	3.85%	0.28%	0.59%	570%
江苏银行	14.2%	12.9%	江苏	5.8	62	9.07%	30.82%	0.91%	2.08%	0.96%	0.99%	378%
成都银行	17.1%	25.8%	四川	6.5	41	8.70%	37.58%	0.71%	2.17%	0.16%	0.82%	516%
郑州银行	4.3%	8.1%	河南	3.8	40	6.09%	35.01%	1.88%	4.19%	1.47%	3.04%	161%
长沙银行	15.8%	15.2%	湖南	4.0	29	7.75%	35.04%	1.16%	--	1.08%	1.59%	311%
青岛银行	9.4%	10.1%	山东	6.0	59	9.04%	37.75%	1.14%	--	0.37%	1.52%	255%
西安银行	17.2%	4.7%	陕西	2.4	49	6.31%	48.52%	1.26%	--	0.65%	2.02%	223%
苏州银行	14.5%	18.0%	江苏	5.8	62	6.85%	39.25%	0.84%	3.20%	0.24%	0.73%	524%
厦门银行	4.1%	6.6%	福建	4.1	59	7.35%	25.73%	0.79%	5.22%	0.66%	1.50%	393%
齐鲁银行	15.8%	15.7%	山东	6.0	59	9.91%	38.83%	1.26%	6.77%	0.85%	1.06%	314%
重庆银行	10.6%	12.5%	重庆	5.6	43	5.93%	42.48%	1.33%	7.14%	0.06%	2.57%	225%
兰州银行	5.0%	4.7%	甘肃	6.6	21	7.06%	57.74%	1.70%	--	1.37%	5.75%	195%
无锡银行	11.0%	11.1%	江苏	5.8	62	6.61%	48.54%	0.78%	--	0.25%	0.68%	547%
常熟银行	15.6%	16.7%	江苏	5.8	62	4.39%	58.08%	0.75%	--	0.76%	1.02%	537%
江阴银行	7.5%	12.0%	江苏	5.8	62	5.01%	46.10%	0.98%	--	0.75%	1.46%	473%
苏农银行	14.2%	13.5%	江苏	5.8	62	4.55%	46.01%	0.91%	--	0.40%	0.62%	443%
张家港行	9.9%	11.5%	江苏	5.8	62	5.58%	50.51%	0.95%	--	1.27%	1.43%	445%
紫金银行	10.3%	10.9%	江苏	5.8	62	7.63%	48.56%	1.16%	--	0.31%	1.22%	254%
青农商行	7.2%	6.2%	山东	6.0	59	7.17%	56.26%	1.89%	3.02%	1.68%	2.39%	232%
沪农商行	11.2%	7.9%	上海	6.0	81	8.50%	44.19%	0.97%	1.78%	0.46%	1.36%	415%
渝农商行	8.8%	7.8%	重庆	5.6	43	6.83%	66.93%	1.20%	9.10%	0.74%	1.40%	354%
瑞丰银行	21.4%	14.9%	浙江	6.3	67	7.49%	56.10%	0.98%	--	0.62%	0.89%	300%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 国有大行、股份行对应的 GDP 增速为全国增速。



图表3: 沪农商行主要基本面指标汇总及对比农商行同业情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023H1	23Q1-Q3
营业收入	212.71	220.40	241.64	256.27	138.86	204.15
营收增速	<b>5.59%</b>	<b>3.61%</b>	<b>9.64%</b>	<b>6.05%</b>	<b>7.93%</b>	<b>4.49%</b>
上市农商行平均	8.26%	5.29%	8.52%	1.64%	3.30%	--
归母净利润	88.46	81.61	96.98	109.74	69.28	104.01
利润增速	<b>21.04%</b>	<b>-7.74%</b>	<b>18.84%</b>	<b>13.16%</b>	<b>18.47%</b>	<b>15.82%</b>
上市农商行平均	11.85%	-4.97%	14.37%	11.11%	13.91%	--
ROE	<b>13.14%</b>	<b>11.02%</b>	<b>11.39%</b>	<b>11.22%</b>	<b>13.07%</b>	<b>13.03%</b>
上市农商行平均	12.01%	10.10%	10.59%	10.52%	11.20%	--
净息差	<b>1.87%</b>	<b>1.91%</b>	<b>1.86%</b>	<b>1.83%</b>	<b>1.72%</b>	<b>1.72%</b>
上市农商行平均	2.31%	2.24%	2.12%	2.08%	1.93%	--
生息资产收益率	3.90%	3.96%	3.95%	3.84%	3.74%	--
上市农商行平均	4.45%	4.30%	4.26%	4.15%	4.02%	--
付息负债成本率	2.12%	2.13%	2.18%	2.09%	1.98%	--
上市农商行平均	2.25%	2.18%	2.26%	2.21%	2.16%	--
手续费及佣金收入占比	11.60%	10.58%	8.96%	8.41%	10.86%	9.82%
上市农商行平均	5.68%	6.05%	6.10%	5.27%	6.09%	--
手续费及佣金收入增速	-23.86%	-5.49%	-7.11%	-0.49%	26.21%	14.66%
上市农商行平均	11.68%	20.98%	9.44%	-17.17%	7.79%	--
不良率	<b>0.90%</b>	<b>0.99%</b>	<b>0.95%</b>	<b>0.94%</b>	<b>0.95%</b>	<b>0.97%</b>
上市农商行平均	1.34%	1.33%	1.16%	1.14%	1.09%	--
逾期贷款占比	1.15%	1.34%	1.08%	1.44%	1.36%	--
上市农商行平均	1.58%	1.18%	1.17%	1.41%	1.35%	--
不良生成率	0.18%	0.57%	0.30%	0.32%	0.46%	--
上市农商行平均	0.89%	1.83%	0.86%	0.84%	0.71%	--
拨备覆盖率	431%	419%	443%	445%	432%	415%
上市农商行平均	326%	326%	356%	369%	377%	--
信用成本	<b>0.90%</b>	<b>1.12%</b>	<b>0.79%</b>	<b>0.60%</b>	<b>0.46%</b>	<b>0.38%</b>
上市农商行平均	1.46%	1.62%	1.35%	1.03%	0.79%	--
总资产规模	9,299.38	10,569.77	11,583.76	12,813.99	13,594.70	13,684.24
总资产增速	11.54%	13.66%	9.59%	10.62%	13.20%	11.16%
上市农商行平均	9.61%	12.80%	9.61%	8.86%	11.30%	--
贷款规模	4,668.68	5,306.73	6,135.77	6,706.23	6,965.14	7,011.01
贷款增速	13.90%	13.67%	15.62%	9.30%	9.60%	7.86%
上市农商行平均	16.50%	16.67%	15.13%	10.60%	10.34%	--
对公贷款占比	56%	59%	57%	57%	58%	58%
零售贷款占比	28%	30%	32%	32%	31%	30%
上市农商行平均	33%	35%	38%	37%	36%	--
总负债规模	8,557.32	9,765.05	10,610.45	11,756.83	12,486.68	12,545.61
吸收存款	6,923.49	7,636.17	8,553.67	9,613.70	9,980.49	9,970.17
存款增速	7.36%	10.29%	12.02%	12.39%	12.22%	9.75%
上市农商行平均	10.96%	10.99%	9.45%	11.49%	12.36%	--
活期存款占比	40%	41%	37%	36%	34%	--
上市农商行平均	38%	38%	34%	32%	30%	--

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、沪农商行概览：深耕上海、服务远郊，资产规模破万亿

**沪农商行：立足上海，资产规模超万亿。**沪农商行成立于2005年，由原上海市农村信用合作社联合社、14家区（县）联社、219家基层信用社共234家上海市农村信用合作社改制而来。2023年9月末总资产规模约1.4万亿，总贷款达到7011亿。

**上海国资为第一大股东，股权结构中国资占比较高。**沪农商行前10大股东中，前9大股东均为国有法人，合计持股达到57.27%。其中上海国资经营与其关联方、一致行动人合并持股9.99%，为沪农商行第一大股东，其实际控制人为上海市国资委。

图表4：沪农商行股权结构（2023Q3）

股东名称	股东性质	持股比例（%）
上海国有资产经营有限公司	国有法人	9.29
中国远洋海运集团有限公司	国有法人	8.29
宝山钢铁股份有限公司	国有法人	8.29
上海久事（集团）有限公司	国有法人	7.72
中国太平洋人寿保险股份有限公司	国有法人	5.81
上海国盛集团资产有限公司	国有法人	4.94
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	国有法人	4.92
太平人寿保险有限公司	国有法人	4.30
上海申迪（集团）有限公司	国有法人	3.71
览海控股（集团）有限公司	境内非国有法人	3.48

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**管理层扎根本地，连续3年增持彰显对公司长期发展的信心。**

1) 现任董事长徐力2016年1月起任沪农商行行长，2019年1月起升任董事长，此前曾在工商银行上海分行任职；现任行长顾建忠2019年1月起上任沪农商行行长，此前则任职于上海银行。金剑华等几位副行长中多数也在上海市银行体系内供职多年，管理层整体对本地较为了解，经验丰富。

2) 公司2021年在A股上市后，管理层已连续3年增持A股股票。截止2023年11月，公司董事长、行长及各副行长3年来累计增持199万股，占总股本0.02%，合计增持金额在1350万左右。<sup>4</sup>

<sup>4</sup>2021年、2023年增持公告中仅披露成交价格区间，此处按区间均价计算。

图表 5: 沪农商行管理层履历

姓名	职务	任职年月	年龄	履历
徐力	董事长	2019年1月	56	现任上海农商银行党委书记、董事长、执行董事。曾任中国工商银行股份有限公司上海市分行公司金融业务部总经理，中国工商银行股份有限公司上海市外滩支行党总支部书记、行长，中国工商银行股份有限公司上海市分行行长助理，党委委员、副行长，上海农商银行党委副书记、副董事长、行长。
顾建忠	副董事长、行长	2019年1月	49	现任上海农商银行党委副书记、副董事长、执行董事、行长。曾任上海银行股份有限公司公司金融部副总经理兼营销管理部、港台业务部总经理，上海银行股份有限公司公司金融部总经理、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），上海银行股份有限公司党委委员、纪委副书记、人力资源总监、人力资源部总经理，上海国际集团有限公司党委委员、副总经理。
金剑华	副行长	2010年9月	58	现任上海农商银行党委委员、副行长。曾任上海银行股份有限公司福民支行行长、外滩支行行长，上海市金融服务办公室金融机构处副处长、处长（挂职），上海农商银行行长助理。
俞敏华	副行长、董事会秘书	2018年6月	47	现任上海农商银行党委委员、副行长、董事会秘书。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），党委书记、行长。
张宏彪	副行长	2020年11月	55	现任上海农商银行副行长、长三角金融总部总裁。曾任上海银行股份有限公司党委办公室主任、办公室主任，上海银行股份有限公司市南分行党委书记、行长（总监级）、闵行上银村镇银行董事长。
顾贤斌	副行长、首席风险官	2020年11月	44	现任上海农商银行副行长、首席风险官。曾任上海农商银行崇明支行党委书记、行长，上海农商银行办公室主任、公司金融部总经理、公司业务总监兼公司金融部总经理、公司业务总监。
应长明	副行长	2020年11月	51	现任上海农商银行副行长。曾任上海农商银行党委办公室主任、直属党委书记，办公室主任，嘉定支行党委书记、行长。
沈栋	副行长	2021年9月	43	现任上海农商银行副行长。曾任宁波银行股份有限公司风险管理部副总经理，科技部总经理、信息科技管理委员会委员，金融科技部总经理、金融科技管理委员会委员、办公室主任。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

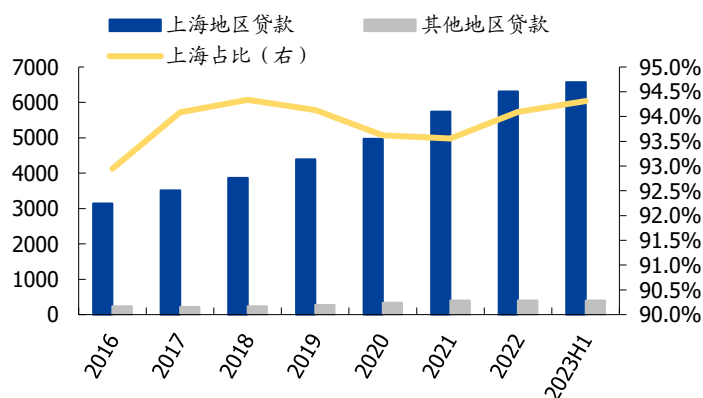
图表6: 沪农商行2021、2022年管理层增持情况

姓名	职务	增持股份 (万股)	占总股本	年末持股 (万股)	占总股本
<b>2021年</b>					
顾建忠	副董事长、行长	20.0	0.0021%	20.0	0.0021%
金剑华	副行长	16.7	0.0017%	64.7	0.0067%
俞敏华	副行长、董事会秘书	17.3	0.0018%	26.9	0.0028%
张宏彪	副行长	2.0	0.0002%	34.0	0.0035%
顾贤斌	副行长	0.7	0.0001%	10.3	0.0011%
应长明	副行长	3.0	0.0003%	3.0	0.0003%
<b>合计</b>		<b>59.7</b>	<b>0.0062%</b>	<b>158.9</b>	<b>0.0165%</b>
<b>2022年</b>					
徐力	董事长	7.2	0.0007%	7.2	0.0007%
顾建忠	副董事长、行长	15.0	0.0016%	35.0	0.0036%
金剑华	副行长	12.5	0.0013%	77.2	0.0080%
俞敏华	副行长、董事会秘书	13.2	0.0014%	40.1	0.0042%
张宏彪	副行长	13.5	0.0014%	47.5	0.0049%
顾贤斌	副行长	11.6	0.0012%	21.9	0.0023%
应长明	副行长	12.3	0.0013%	15.3	0.0016%
沈栋	副行长	7.2	0.0007%	7.2	0.0007%
<b>合计</b>		<b>70.3</b>	<b>0.0073%</b>	<b>251.4</b>	<b>0.0261%</b>
<b>2023年</b>					
徐力	董事长	-	-	7.2	0.0007%
顾建忠	副董事长、行长	13.0	0.0013%	48.0	0.0050%
金剑华	副行长	10.7	0.0011%	87.9	0.0091%
俞敏华	副行长、董事会秘书	11.2	0.0012%	51.3	0.0053%
张宏彪	副行长	11.7	0.0012%	59.2	0.0061%
顾贤斌	副行长	10.3	0.0011%	32.3	0.0033%
应长明	副行长	10.4	0.0011%	25.7	0.0027%
沈栋	副行长	14.7	0.0015%	21.9	0.0023%
<b>合计</b>		<b>69.0</b>	<b>0.0072%</b>	<b>333.5</b>	<b>0.0346%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

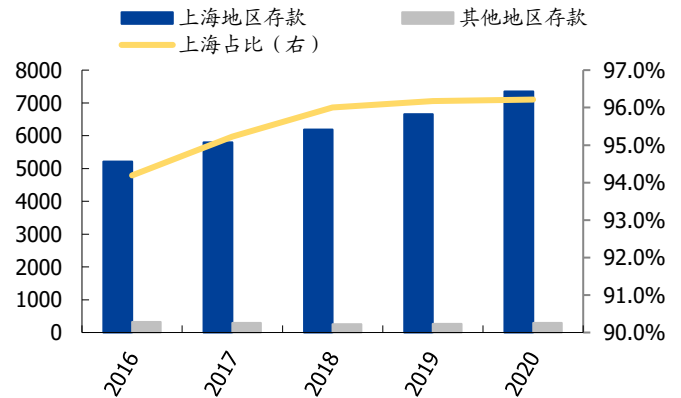
深耕本地, 业务主要集中在上海。截止2023年6月末沪农商行共有363家分支机构, 近年数量基本稳定, 其中356家集中在上海本地, 占比98%。6月末上海本地贷款占比达到94%, 2020年末(最新可得)上海本地存款占比达到96%。异地业务方面, 沪农商行在2011-2012年先后在浙江嘉善县、湖南湘潭县和江苏昆山市组建了三家异地支行, 当前三家异地支行贷款占全行贷款不到6%, 近5年年均增速约为13%, 与全行增速也基本一致。

图表7: 沪农商行本地贷款占比(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 沪农商行本地存款占比(亿元)

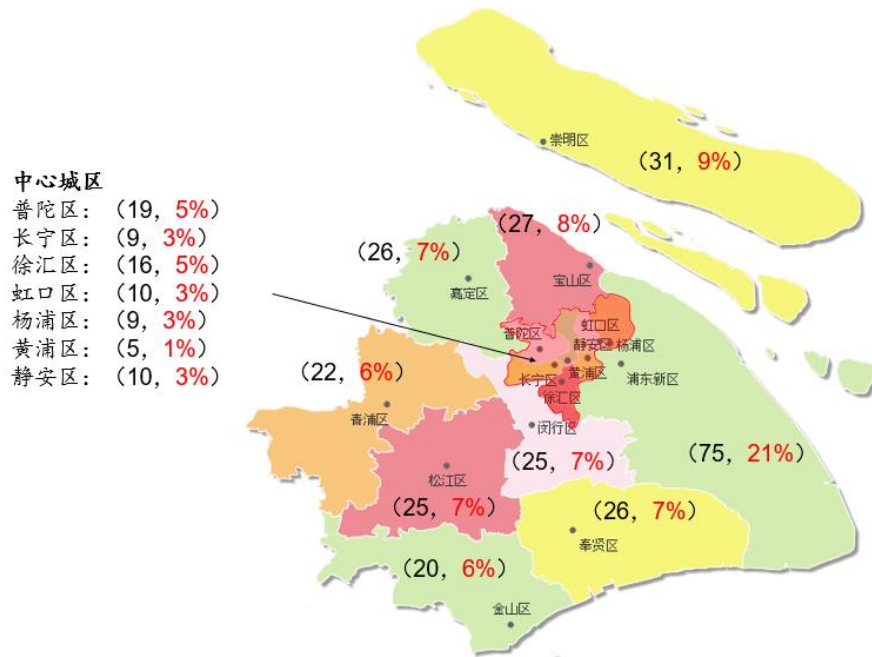


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2020年为最新可得数据。

郊区网点占比较高，有利于避开中心城区激烈竞争。上海市本身金融竞争较为激烈，每万平方公里金融机构网点数达到 6697 个（2021 年数据），居全国各省及直辖市第一名，且远高于第二名北京（2732 个）。9 月上海市企业贷款加权平均利率仅为 3.38%，与全国平均（3.82%）差距达到 0.44pc，也是全国最低地区之一。

而沪农商行上海市网点约有四分之三位于郊区，覆盖了 108 个乡镇中的 106 个，有利于其避开中心区域错位竞争，2023H1 沪农商行存款成本率为 1.98%，处农商行同业中较低水平。

图表 9：沪农商行网点主要位于郊区（黑色为分支机构数量，红色为占比）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 三、基本面分析：资产质量、规模增长稳定，息差表现优于同业，业绩增长确定性较强

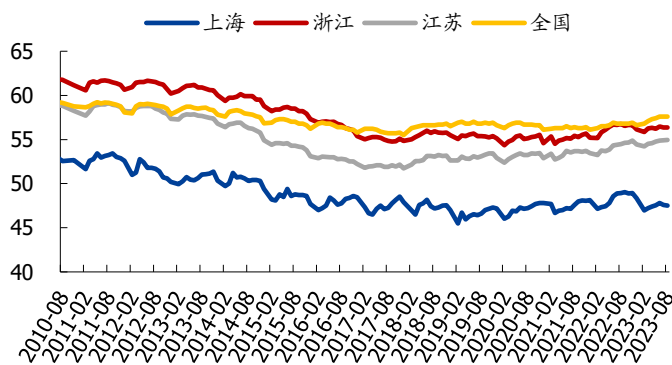
#### 3.1 资产质量稳定性强、波动小，城投风险小，地产相对可控

沪农商行资产质量表现一直较为平稳，2011年以来不良生成率从未超过**0.6%**，2020年至今不良率也稳定在**0.9%-1%**左右。展望未来，沪农商行城投、地产等重点领域风险预计基本可控，报表资产质量指标有望继续保持稳定。

**外部环境：区域经济稳定，地区不良率保持低位。**上海地区商业银行不良贷款率自2010年至2020年（最新可得）基本在1%以下，2014-2015年阶段性高点也仅1.02%左右，远低于全国的1.67%，以及江苏（1.55%）、浙江（2.50%）。上海地区企业财务负担、还款压力均较小，截止2023年8月末上海工业企业资产负债率为47.5%，2014年以来一直在50%以下，低于全国56-57%的平均水平。

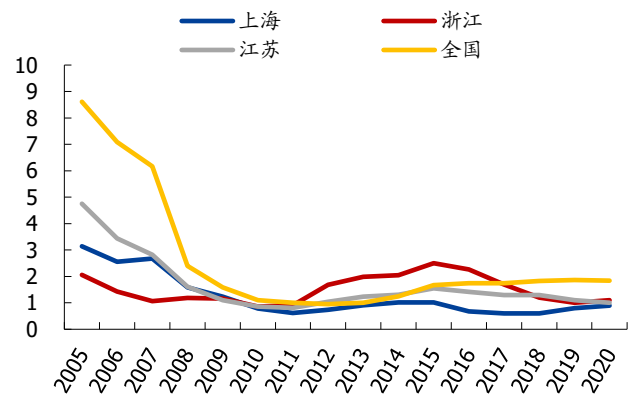
**沪农商行自身：资产质量稳定性较强。**历史复盘来看，与上海地区整体趋势一致，沪农商行在2012-2015年也曾经经历过一轮风险暴露期，但2015年不良率达到高点时也仅1.38%，2020年至今不良率基本维持在**0.9%-1%**。而从不良生成角度来看，沪农商行2011年至今不良生成率从未超过**0.6%**，资产质量表现一直较为平稳。

图表 10: 全国、长三角地区工业企业资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 全国、长三角地区商业银行不良贷款率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2020年后长三角地区不良贷款率未披露。

图表 12: 沪农商行不良率对比农商行同业波动较小

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	趋势图	标准差
无锡银行	0.90%	0.88%	1.02%	1.15%	1.17%	1.39%	1.38%	1.24%	1.21%	1.10%	0.93%	0.81%	0.77%		0.20%
常熟银行	0.69%	0.99%	0.99%	0.99%	1.48%	1.40%	1.14%	0.99%	0.96%	0.96%	0.81%	0.81%	0.75%		0.22%
江阴银行	0.48%	1.23%	1.19%	1.91%	2.17%	2.41%	2.39%	2.15%	1.83%	1.79%	1.32%	0.98%	0.98%		0.59%
苏农银行	0.74%	1.66%	1.35%	1.69%	1.86%	1.78%	1.64%	1.31%	1.33%	1.28%	1.00%	0.95%	0.92%		0.35%
张家港行	0.69%	1.00%	1.08%	1.51%	1.96%	1.96%	1.78%	1.47%	1.38%	1.17%	0.95%	0.89%	0.88%		0.41%
紫金银行	1.84%	2.75%	2.90%	2.71%	2.29%	1.98%	1.84%	1.69%	1.68%	1.68%	1.45%	1.20%	1.20%		0.54%
青农商行	0.94%	0.85%	0.94%	1.13%	1.50%	1.62%	1.55%	1.52%	1.43%	1.44%	1.74%	2.19%	1.93%		0.38%
沪农商行	1.17%	1.26%	1.28%	1.27%	1.38%	1.29%	1.30%	1.13%	0.90%	0.99%	0.95%	0.94%	0.95%		0.16%
渝农商行	1.44%	0.98%	0.80%	0.78%	0.98%	0.96%	0.98%	1.29%	1.25%	1.31%	1.25%	1.22%	1.21%		0.20%
瑞丰银行	0.88%	0.88%	0.86%	1.84%	1.72%	1.81%	1.56%	1.46%	1.35%	1.32%	1.25%	1.08%	0.98%		0.34%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

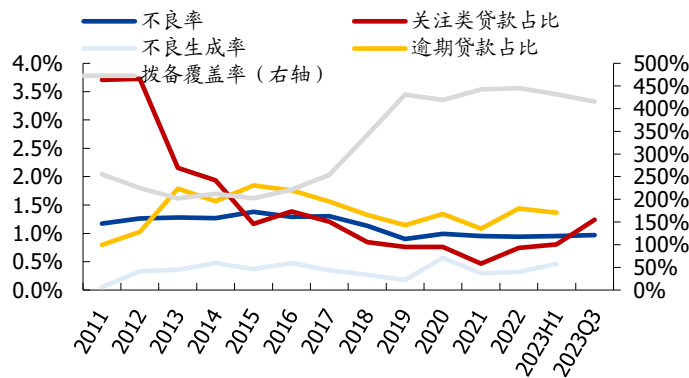
除不良率外，当前沪农商行其他指标也处于农商行较优水平，且近年同样基本稳定。

1) 关注率、逾期率：2023年6月末关注率、逾期率分别为0.80%、1.36%，处农商行同业中上游。其中关注率2019年以来一直位于0.8%以下，2023Q3由于新风险分类办法实行<sup>5</sup>，提升至1.24%（不少农商行同业也有所提升）。而逾期率在2022年受外部环境影响曾提升至1.44%，但2023年上半年重新下降0.08pc至1.36%。

2) 核销处置力度稳定、适中：在2015年末不良率达到阶段性高点1.38%后，2016年以来沪农商行累计核销贷款91.4亿，是当前不良贷款余额的1.4倍，贷款总额的1.3%。2016年以来年度核销贷款/年初不良贷款余额平均在25%左右，核销力度适中。

3) 拨备覆盖率超400%，信用成本降低释放利润：9月末拨备覆盖率为415%，处同业中游，2023年前三季度信用成本为0.38%，2020年以来累计下降0.74pc，拨备少计提释放利润。

图表 13: 沪农商行资产质量指标走势



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表 14: 沪农商行不良生成率和核销力度



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表 15: 沪农商行 2023H1 资产质量指标对比同业及较 2022 年末变动 (不良率、拨备覆盖率、拨贷比为 23Q3)

	不良率	关注率	逾期率	不良生成率	逾期生成率	不良/逾期	不良/逾期90+	拨备覆盖率	拨贷比
无锡银行	0.78%	0.31%	0.68%	0.25%	0.14%	115%	179%	547%	4.25%
常熟银行	0.75%	0.83%	1.02%	0.76%	0.87%	73%	136%	537%	4.03%
江阴银行	0.98%	1.24%	1.46%	0.75%	1.85%	68%	146%	496%	4.84%
苏农银行	0.91%	1.23%	0.62%	0.40%	0.35%	147%	252%	443%	4.04%
张家港行	0.95%	1.47%	1.43%	1.27%	1.77%	62%	167%	445%	4.23%
紫金银行	1.16%	0.89%	1.22%	0.31%	0.07%	98%	137%	254%	2.95%
青农商行	1.89%	5.15%	2.39%	1.68%	1.03%	81%	130%	232%	4.38%
<b>沪农商行</b>	<b>0.97%</b>	<b>0.80%</b>	<b>1.36%</b>	<b>0.46%</b>	<b>0.34%</b>	<b>70%</b>	<b>120%</b>	<b>415%</b>	<b>4.03%</b>
渝农商行	1.20%	1.14%	1.40%	0.74%	0.93%	86%	138%	354%	4.26%
瑞丰银行	0.98%	1.32%	0.89%	0.62%	0.46%	110%	229%	300%	2.92%
	不良率	关注率	逾期率	不良生成率	逾期生成率	不良/逾期	不良/逾期90+	拨备覆盖率	拨贷比
无锡银行	-0.03pc	+0.00pc	-0.08pc	-0.10pc	-0.16pc	+8pc	+33pc	-5pc	-0.21pc
常熟银行	-0.06pc	-0.01pc	-0.04pc	+0.17pc	+0.08pc	-3pc	-2pc	--	-0.32pc
江阴银行	--	+0.33pc	+0.39pc	+0.32pc	+1.30pc	-25pc	+5pc	+27pc	+0.24pc
苏农银行	-0.04pc	-0.25pc	-0.03pc	-0.15pc	-0.38pc	+1pc	-57pc	--	-0.17pc
张家港行	+0.06pc	-0.03pc	+0.21pc	+0.26pc	+0.33pc	-11pc	-4pc	-76pc	-0.40pc
紫金银行	-0.04pc	+0.13pc	-0.14pc	+0.08pc	-0.63pc	+10pc	-38pc	+7pc	-0.02pc
青农商行	-0.30pc	-0.47pc	-0.61pc	-0.54pc	-1.63pc	+8pc	-9pc	+25pc	-0.16pc
<b>沪农商行</b>	<b>+0.03pc</b>	<b>+0.06pc</b>	<b>-0.07pc</b>	<b>+0.14pc</b>	<b>-0.39pc</b>	<b>+4pc</b>	<b>+4pc</b>	<b>-30pc</b>	<b>-0.18pc</b>
渝农商行	-0.02pc	-0.15pc	+0.07pc	-0.54pc	-0.54pc	-5pc	+1pc	-4pc	-0.10pc
瑞丰银行	-0.10pc	-0.13pc	-0.17pc	+0.06pc	-0.34pc	+8pc	+54pc	+19pc	-0.10pc

资料来源：Wind，国盛证券研究所

<sup>5</sup>新分类办法下，可能会提升关注率的主要是两部分：1) 重组资产（包括展期）至少应纳入关注类；2) 资产逾期也会被纳入关注类，操作性或技术性原因导致的短期逾期除外（7天内）。

展望未来，沪农商行在城投、地产等领域风险相对可控，资产质量报表指标有望继续保持稳定。而从拨备角度来看，沪农商行当前拨备覆盖率已经达**415%**，有望支撑利润稳步增长。

**1) 城投风险预计较低:**

**A、沪农商行自身“基建类”贷款<sup>6</sup>占比较小、不良率较低:** 估算沪农商行“基建类”贷款占比约**15.5%**，相对较低。而从报表数据看，披露不良率的交运行业、租赁服务行业不良率分别仅**0.54%**、**0.39%**，也处于较低水平。

**B、上海财政实力较强、债务负担小:** 2022年上海市财政自给率达到**81%**，在全国各省及直辖市中排名第一，债务负担率（地方债务余额/GDP）为**19.1%**，也仅高于江苏省。

**C、隐性债务敞口风险较小:** 2021年上海入选国内首批隐性债务清零工作试点地区，截止目前虽然上海市暂未公告全市隐性债务清零，但下辖的浦东新区、松江区等均已公告完成清零，预计全市工作仍在稳步推进中，隐性债务风险较小。

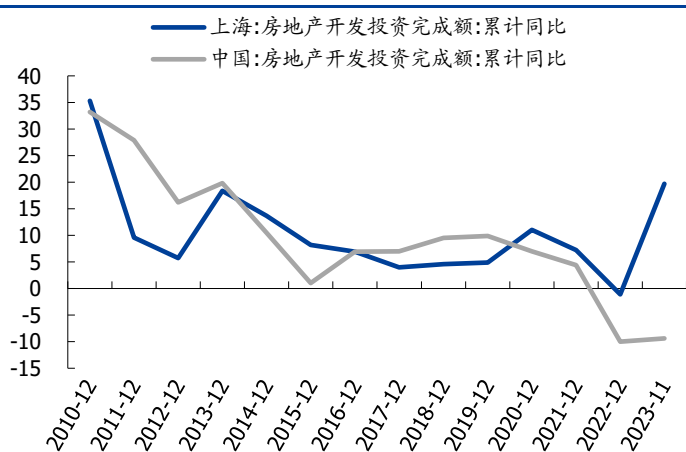
**2) 地产风险相对可控:**

**A、上海房地产市场近年运行相对平稳:** 上海2020年以来房地产开发投资完成额、住宅商品房销售额同比增速一直优于全国水平，2023年前11个月累计增速分别为**19.7%**、**3.1%**，同期全国则分别下滑**9.4%**、**4.3%**。2023年前三季度上海地区房地产开发贷同比增长**9.7%**，也高于全国平均的**4.0%**，市场整体运行平稳，地产项目资质预计全国较优。

**B、“金融16条”延期，对银行报表影响降低:**《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（“金融16条”）已经延期到2024年底，重点条款包括：2024年12月31日前到期的开发贷款，可以允许超出原规定多展期1年，且不调整贷款分类。2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类。

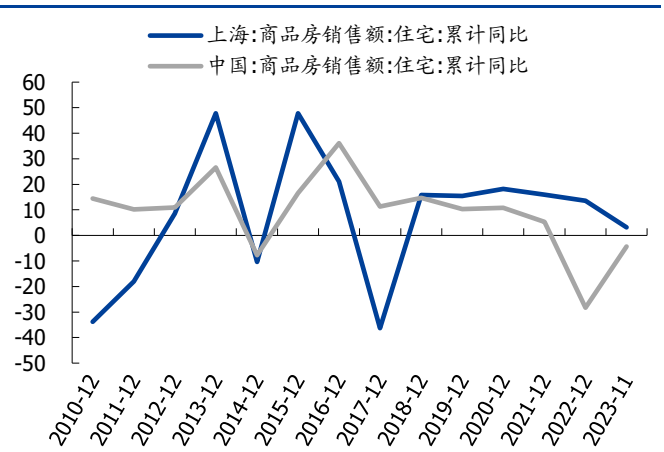
**C、沪农商行近年房地产贷款占比也在持续压降:** 从报表数据来看，2023H1沪农商行对公地产贷款不良率为**1.78%**（较年初+0.39pc），仍处于上升期，但对公房地产贷款占比已经较2019年高点下降**5.8pc**至**15.0%**（含开发贷、物业贷、园区贷等），未来预计仍会继续压降。

图表 16: 上海房地产开发投资完成额同比增速对比全国 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 上海住宅商品房销售额同比增速对比全国 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**3) 其他领域:** 当前沪农商行不良率相对较高的行业主要是住宿及餐饮业，在2022年提升**5.4pc**至**6.29%**，2023年上半年略降**0.14pc**至**6.15%**，但住宿及餐饮业贷款占总贷款仅**1.3%**，影响相对较小，且未来随着经济回暖，行业风险有望逐步缓释。此外零售不良率2022年以来也有一定波动，2023年6月末不良率为**0.94%**，较2022年提升**0.15pc**，但整体仍处较低水平。

<sup>6</sup> “基建类”按电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，租赁及商业服务业，交通运输、仓储和邮政业估算



图表 18: 沪农商行分行业资产质量指标走势

不良贷款余额 (亿元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
<b>公司不良贷款</b>	<b>38.10</b>	<b>41.44</b>	<b>31.94</b>	<b>35.53</b>	<b>35.79</b>	<b>45.83</b>	<b>46.47</b>	<b>45.98</b>
房地产业	2.00	1.10	8.02	8.21	15.81	13.56	13.94	18.67
批发和零售业	16.48	22.18	18.10	11.07	11.65	11.13	7.85	4.86
住宿和餐饮业	0.42	0.47	0.87	0.99	0.86	0.58	5.60	5.48
交通运输、仓储和邮政业	0.67	0.79	0.98	0.42	4.77	4.71	5.27	0.81
制造业	12.63	11.67	7.45	10.07	4.69	3.39	4.62	5.63
租赁和商务服务业	0.50	0.25	0.98	1.43	1.24	6.25	2.36	3.61
<b>个人不良贷款</b>	<b>5.60</b>	<b>7.29</b>	<b>5.89</b>	<b>6.69</b>	<b>10.51</b>	<b>12.33</b>	<b>16.89</b>	<b>20.01</b>
<b>不良贷款率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023H1</b>
<b>公司不良贷款</b>	<b>1.51%</b>	<b>1.51%</b>	<b>1.34%</b>	<b>1.06%</b>	<b>1.14%</b>	<b>1.31%</b>	<b>1.22%</b>	<b>1.13%</b>
房地产业	0.44%	0.16%	0.97%	0.85%	1.50%	1.24%	1.39%	1.78%
批发和零售业	8.02%	13.23%	11.12%	7.33%	4.88%	4.31%	2.71%	1.53%
住宿和餐饮业	1.47%	1.95%	3.46%	3.25%	2.47%	0.89%	6.29%	6.15%
交通运输、仓储和邮政业	0.92%	0.73%	0.90%	0.43%	3.79%	3.20%	3.87%	0.54%
制造业	2.95%	2.93%	1.89%	2.28%	0.85%	0.51%	0.62%	0.69%
租赁和商务服务业	0.11%	5.00%	0.19%	0.24%	0.18%	0.85%	0.27%	0.39%
<b>个人不良贷款</b>	<b>0.65%</b>	<b>0.74%</b>	<b>0.55%</b>	<b>0.51%</b>	<b>0.65%</b>	<b>0.62%</b>	<b>0.79%</b>	<b>0.94%</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 3.2 规模: 依托郊区网点优势错位竞争, 贷款有望保持稳定增长

### 3.2.1 上海市经济概览: 全国经济中心, 金融业、房地产业较为发达

全国经济中心, 居民收入较高。2023年前三季度上海市 GDP 为 3.3 万亿元, 在全国各一二线城市 (以下简称“各城市”) 中排名第一, 2021 年以来年均增速 4.6%。2022 年上海市人均 GDP 达到 18.0 万元, 排名各城市第 4, 人均可支配收入 8.4 万元, 排名全国各城市首位。

产业结构以金融、地产等第三产业为主。2022 年上海市第三产业占 GDP 比重达到 74.1%, 远高于全国平均的 52.8%, 在各城市中排名第 2。其中金融、房地产行业占 GDP 的比重分别高达 19.3%、8.1%, 高于全国平均的 8.0%、6.1%。

出口是 GDP 增长主要拉动项。从经济驱动因素来看, 2022 年上海市出口占 GDP 比重达到 38% (高于全国平均的 20%), 2020-2022 年均增速达到 7.7%, 出口产品则主要以机电产品为主, 占出口总额接近 70%。而 2022 年上海市社零消费品占 GDP 比重为 37%, 年均增速为 1.2%, 固定资产投资占 GDP 比重为 21%, 年均增速 5.7%, 增速均居各城市中游。

图表 19: 上海市各项经济指标情况及在全国一二线城市中排名

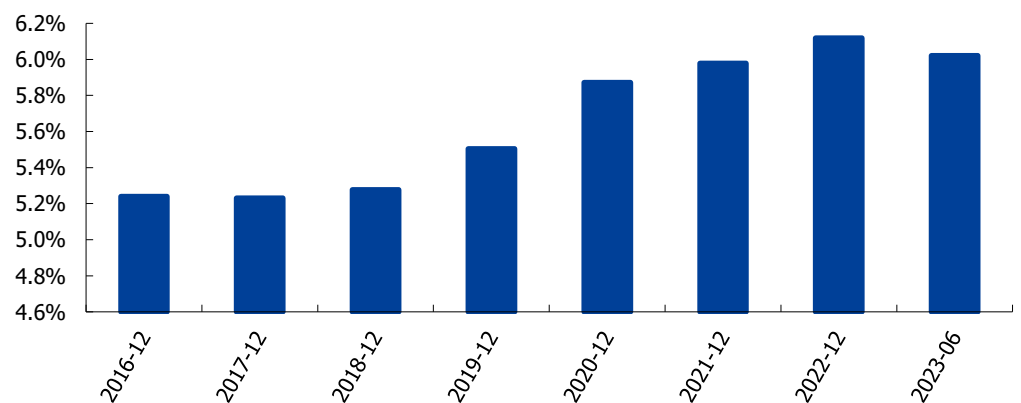
	最新数据日期	上海市	全国平均	在全国一二线城市中排名
<b>一、经济总量</b>				
GDP (亿元)	23Q1-Q3	33,019	913,027	(1/30)
过去3年GDP增速	2021-23Q3	4.57%	5.51%	(22/30)
人均GDP (万元)	2022	17.99	8.57	(4/30)
城镇人均可支配收入 (万元)	2022	8.40	4.93	(1/30)
总人口 (万人)	2022	2476	141175	(2/30)
过去3年人口增速	2020-2022	-0.07%	0.04%	(26/30)
<b>二、经济结构</b>				
第一产业占比	2022	0.2%	7.3%	(29/30)
第二产业占比	2022	25.7%	39.9%	(28/30)
第三产业占比	2022	74.1%	52.8%	(2/30)
<b>社会消费品零售</b>				
总额 (亿元)	2022	16442	439733	(1/30)
与GDP作比	2022	37%	36%	(17/30)
过去3年年均增速	2020-2022	1.21%	2.57%	(17/30)
人均消费品零售 (万元)	2022	6.64	3.11	(3/30)
<b>固定资产投资完成额</b>				
总额 (亿元)	2022	9442	572138	(7/30)
与GDP作比	2022	21%	47%	(28/30)
过去3年年均增速	2020-2022	5.65%	4.30%	(14/30)
<b>出口金额</b>				
总额 (亿元)	2022	17134	237033	(2/30)
与GDP作比	2022	38%	20%	(6/30)
过去3年年均增速	2020-2022	7.69%	11.20%	(22/30)

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2.2 聚焦普惠、科创, 依托郊区网点优势错位竞争

上海贷款市场总量较大, 沪农商行市占率持续提升。截止 6 月末上海市贷款余额达到 10.9 万亿, 近 5 年贷款平均增速为 9.3%, 排名全国中游。而沪农商行近 5 年贷款增速达到 12.5%, 高于地区贷款增速, 市占率也达到 6.02%, 近 5 年平均每年提升 0.17pc (2023H1 零售需求不足影响下市占率略有下滑), 分阶段来看:

图表 20: 沪农商行上海地区市占率表现



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

**1) 2013-2018年：地产业务增长较快。**由于上海市房地产业较为发达，沪农商行还参与和支持了市内各类园区、保障性住房建设，并且作为上海市公积金贷款主要委托行，在本地按揭业务方面也具有一定优势，地产相关业务发展较快。2013-2018年间，其对公房地产贷款+个人按揭贷款合计占比由23.6%提高至42.3%，期间两类贷款增量占总贷款增量的66%。

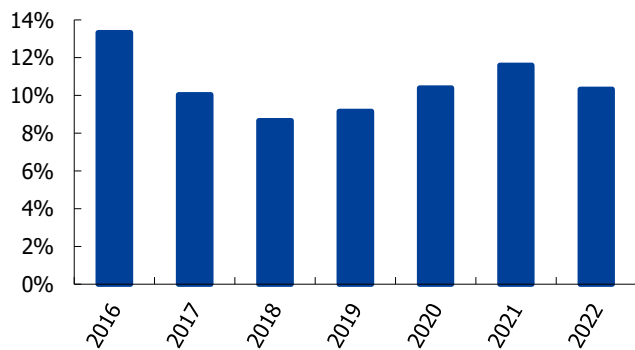
而从2019年开始，受地产行业需求减弱、监管考核等因素影响，沪农商行积极转型，地产业务占比持续压降，截止2023年6月末对公房地产占比15.0%、个人按揭占比15.7%，合计占比30.7%，较2018年高点下降11.6pc。

**2) 2019年至今：聚焦普惠、科创、个人消费领域，业务转型成效明显。**2019年来沪农商行贷款主要投向了科创、普惠和个人消费领域，在地产占比整体压降的情况下，贷款增速并未降低，2019年至今年均增速仍然达到12.5%，与2013-2018年贷款年均增速12.4%基本持平，具体来看：

**A、科创金融：**沪农商行顺应上海建设科创中心战略，打造科创金融特色业务，2023H1全行科技型企业贷款占总贷款12.0%，较2018年末提升6.8pc，占2019年来全行贷款增量的21.7%，年均增速达到35.8%。根据《2022年度上海银行业社会责任报告》披露，上海市2022年末科技型贷款余额6892亿元，沪农商行市占率约为10.3%（近3年平均在10.8%左右），排名上海市第二。

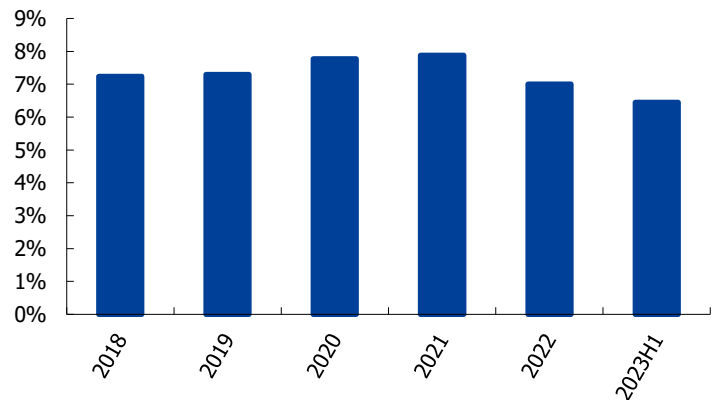
**B、普惠金融：**沪农商行作为由上海农村信用社改制而来的农商行，自成立以来一直坚守普惠金融定位，设立了普惠（三农）金融服务委员会专门推进普惠金融业务，截止2023年6月末全行普惠型小微企业贷款<sup>7</sup>占总贷款9.7%，较2018年末提升4.3pc，占2019年以来全行贷款增量的15.9%，年均增速达到28.1%。2023年6月末上海市普惠型小微企业贷款达到1.05万亿，沪农商行市占率约为6.4%（近年基本在6-8%左右）。

图表 21: 沪农商行科技型企业贷款市占率



资料来源：上海市银行同业公会，公司公告，国盛证券研究所

图表 22: 沪农商行普惠型小微贷款市占率



资料来源：国家金融监督管理局，公司公告，国盛证券研究所

**C、消费贷款：**沪农商行自2018年开始重点发力个人消费贷款，现已推出了鑫e贷、鑫速贷等一系列产品，依托其庞大的客群基础（零售客户2187万户，接近上海常住人口），近年保持了较快增长（2023年上半年消费需求不足，规模有一定下滑，与行业趋势一致）。截止2023年6月末个人消费贷款占总贷款5.6%，较2018年末提升4.6pc，占2019年以来全行贷款增量的11.6%，年均增速高达65.9%。

<sup>7</sup> 单户授信1000万（含）以下小微企业、小微企业主和个体工商户经营贷款

体现在业绩上，沪农商行业务结构转型成效明显，2020-2022年3年利息净收入年均增速达到10.6%，居同业第一。

1) 规模稳健增长：如前所述，在压降地产业务的情况下，沪农商行2019年至今总贷款年均增速仍然达到12.5%，与2013-2018年贷款年均增速12.4%基本持平。

2) 息差表现优于农商行同业，2023H1沪农商行净息差为1.72%，较2019年末仅下降0.15pc，同业则平均下降0.38pc：

✓ 资产端：得益于科创贷款、普惠小微和个人消费贷款占比的提升，沪农商行收益率表现优于同业，2023H1生息资产收益率和贷款收益率分别为3.74%、4.38%，较2019年分别下降0.16pc、0.14pc，同业则平均下降0.43pc、0.57pc。

✓ 负债端：沪农商行在服务科技型企业过程中沉淀了较多活期存款，部分带动了6月末全行对公活期占比达到26.0%，居农商行同业第一，2023H1存款利率1.98%，同业中仅高于渝农商行，较2019年下降1bp，同业平均则提升9bps。

图表 23: 沪农商行贷款结构变动

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
贷款较年初增速											
房地产	8.7%	10.7%	-0.9%	12.7%	55.3%	17.6%	17.4%	8.2%	4.1%	-8.1%	4.3%
个人按揭	14.1%	40.9%	50.3%	98.4%	14.6%	8.4%	8.5%	11.3%	7.2%	-3.6%	-3.6%
科技型企业	28.4%	15.9%	1.5%	20.6%	4.0%	1.0%	22.0%	38.1%	48.6%	35.4%	16.9%
普惠小微	--	--	--	--	--	--	26.9%	45.1%	35.3%	16.0%	5.5%
个人消费	--	--	142.2%	12.9%	13.7%	68.8%	321.7%	57.8%	36.9%	9.8%	-2.5%
贷款总额	17.2%	13.1%	14.8%	13.7%	10.5%	9.7%	13.9%	13.7%	15.6%	9.3%	3.9%
贷款增量占比											
房地产	8.8%	13.0%	-1.0%	12.6%	70.5%	34.1%	25.3%	12.5%	5.2%	-15.6%	16.5%
个人按揭	6.4%	23.7%	32.2%	88.9%	29.9%	19.4%	13.5%	17.4%	9.6%	-7.5%	-15.7%
科技型企业	9.3%	7.4%	0.7%	8.4%	2.3%	0.6%	8.1%	15.3%	20.7%	32.7%	46.5%
普惠小微	--	--	--	--	--	--	10.5%	19.9%	17.4%	15.5%	13.7%
个人消费	--	--	2.8%	0.6%	0.8%	4.5%	22.6%	15.3%	11.8%	6.2%	-3.8%
贷款余额占比											
房地产	16.0%	15.7%	13.5%	13.4%	18.8%	20.2%	20.8%	19.8%	17.8%	15.0%	15.0%
个人按揭	7.6%	9.5%	12.4%	21.6%	22.4%	22.1%	21.1%	20.7%	19.2%	16.9%	15.7%
科技型企业	6.2%	6.3%	5.6%	5.9%	5.6%	5.1%	5.5%	6.7%	8.6%	10.6%	12.0%
普惠小微	--	--	--	--	--	5.4%	6.0%	7.7%	9.0%	9.6%	9.7%
个人消费	--	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%	3.6%	5.0%	5.9%	6.0%	5.6%

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所 注：科技型贷款、普惠小微贷款在统计口径上有一定重合。

展望2024年，沪农商行贷款投放有“政策支持”（科创、绿色、普惠金融，城中村改造项目），也有“竞争优势”（郊区网点密集，科创金融服务体系完善），预计沪农商行贷款增量不低于2023年，对应增速不低于5%。

1、政策支持：10月末中央金融工作会议首提“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，同时也再次提到要“加快‘三大工程建设’”。上海市也在各个领域提出了多项配套政策，预计2024年科创金融、绿色金融、普惠金融将是沪农商行发力重点，城中村改造有望带来更多业务机会。

### 1) 科创金融：

A、市场主体方面，近年上海加速推进科创中心建设，创新型中小企业累计已经超过1万家，市级专精特新中小企业7572家，专精特新“小巨人”企业500家，数量质量均位居全国前列，根据上海市规划，2023年底上述三类企业要分别突破2万家、1万家和700家。

<sup>8</sup>包括保障性住房、城中村改造、“平急两用”基础设施建设。

**B、贷款规模方面**，2022年末上海科技型企业贷款余额6892亿，近3年平均增速达到35.1%，根据上海市发布的《关于进一步完善金融服务 优化上海营商环境和支持经济高质量发展的通知》以及《上海银行业保险业支持上海科创中心建设行动方案(2022-2025年)》，计划2023年末上海市科技型企业贷款余额要达到8500亿元(对应增速23%)，到2025年，科技型企业贷款要突破万亿(对应年均增速13.2%)，其中科技型中小企业贷款规模在2021年的基础上翻一番(对应年均增速18.9%，具体规模数据暂无)。

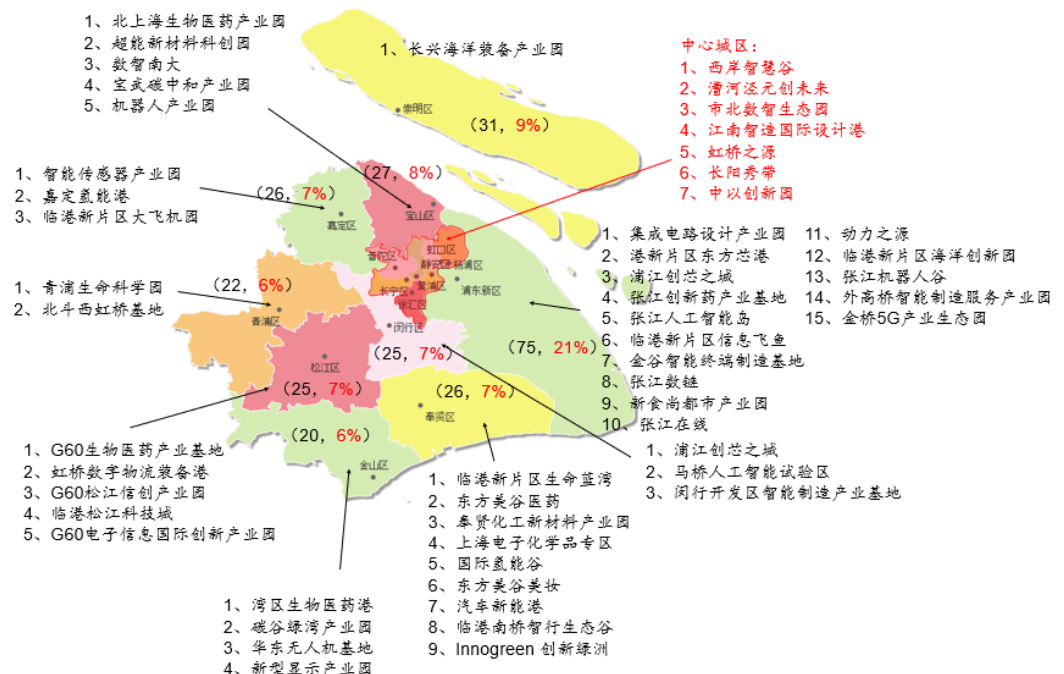
**2)绿色金融**：上海在“十四五”规划中提出了建设国际绿色金融枢纽的目标，截止2022年末上海辖内银行业绿色信贷余额达到1.03万亿元，同比增长50.24%。根据上海市规划，到2023年底绿色融资余额(口径上还包含绿色债券等)要突破1.2万亿，2025年底要突破1.5万亿(对应增速11.8%)。沪农商行绿色金融业务也处于快速发展阶段，2023年6月末绿色信贷余额574亿，较年初高增31.7%，未来有望继续保持较快增长。

**3)城中村改造**：2023年3月上海市发布《上海市城市更新行动方案(2023—2025年)》，提出继续加快推进城中村改造项目。根据上海市规划，到2025年，中心城区周边城中村改造项目将全面启动，到2027年，中心城区周边城中村改造项目将全面完成。

**2、竞争优势：**

**1) 郊区网点密集，避开主城区激烈竞争。**沪农商行网点约有四分之三位于郊区，乡镇覆盖率超过98%，有利于其实现错位竞争。以科创金融为例，根据上海市政府披露的《特色产业园区目录(2022年版)》，上海市53个特色产业园区中，也有80%以上位于郊区，与沪农商行网点分布较为契合。而对于城中村改造项目，根据上海市规划，中心城周边及五大新城<sup>9</sup>的“城中村”改造项目将优先纳入改造计划中，预计也将为沪农商行带来较多业务机会。

图表 24：上海特色产业园区分布，以及沪农商行网点分布

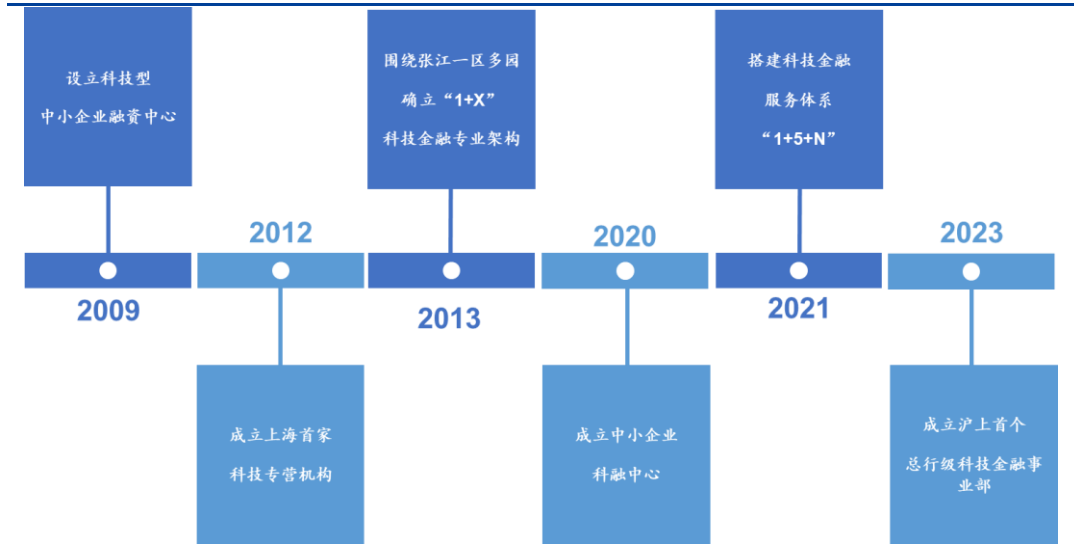


资料来源：上海市人民政府官网，国盛证券研究所

<sup>9</sup> 嘉定新城、青浦新城、松江新城、奉贤新城、南汇新城，均在郊区。

2) 科创金融先发优势较强，产品、服务体系完善。沪农商行在科创金融领域已深耕十年有余，2009年在总行层面设立上海首家科技型中小企业融资中心，2012年设立上海首家科技专营支行—张江科技支行，2023年率先探索科技金融事业部机制，在事业部牵头下重点打造一批科技特色支行，目前正在浦东、闵行、徐汇试点落地首批3家科技金融特色支行。计划未来1-3年内成立10家，实现张江高科技园区、临港自贸新片区等市重点科创集聚区全覆盖。

图表 25: 沪农商行科创金融服务体系建设



资料来源：公司公告，上观新闻，国盛证券研究所

沪农商行也结合自身特点，重点发展科技型中小企业业务，量身定做产品货架、给予科技信贷团队专属审批权限，形成了一套成熟的、有针对性的科技型中小企业服务体系。截止2023年6月末，全行科技型企业贷款中，中小企业贷款和客户数分别占比79.8%、97.2%，单户授信1000万以下客户数占比74.1%。对于不同时期的企业，沪农商行也匹配了相应的产品与服务，如初创期的启航贷、成长期的知识产权质押贷款<sup>10</sup>等等。

2024年来看，中央金融工作会议、中央经济工作会议均重点提到要支持科技金融发展，预计各商业银行未来会继续提高相关领域的投放力度，竞争压力或将有一定提升，沪农商行有望通过其成熟、独特的服务体系，实现差异化竞争，保持科创业务体量稳健增长。

图表 26: 沪农商行科创金融产品体系

企业成长阶段	产品与服务
初创期	启航贷、微贷通、创鑫贷、科创助力贷等
成长期	高企贷、履约贷、知识产权质押、员工持股贷款等
上市期	浦江之光专项、专精特新“小巨人”（引航贷）等
成熟期	科创票据、并购融资、债券承销、资产证券化等

资料来源：公司官网，上观新闻，普陀商会，国盛证券研究所

<sup>10</sup> 启航贷：针对企业创业初期，最高可贷300万，由上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心提供担保，担保比例90%，无担保费用。贷款结清后，本市户籍劳动者就业比例仍高于30%（含）的企业可向就促中心申请利率补贴。

知识产权质押贷款：根据企业的高精尖技术及高价值专利设计知识产权质押融资方案，新闻公开案例中，可贷1000万。

### 3.3 息差：按揭利率调降、化债影响较小，表现有望相对优于同业

2023H1 沪农商行净息差为 1.72%，处于同业中下游，拆分来看：

1) 地区金融竞争激烈，资产端收益率低于同业。2023H1 沪农商行生息资产收益率为 3.74%，在同业中最低，主要是其贷款利率仅 4.38%，也为同业最低，主因上海市金融竞争较为激烈，利率水平较低，9 月上海市新发企业贷款加权平均利率仅为 3.38%，是全国最低地区之一（9 月全国新发企业贷款利率为 3.82%）。

2) 负债端优势较大，存款利率同业较低。2023H1 沪农商行付息负债成本率仅 1.98%，为同业最低水平，主要是存款利率仅 1.98%，同业中仅高于渝农商行。沪农商行网点大多处在上海郊区，有利于其避开市中心金融竞争较为激烈的区域，预计郊区财政存款（如乡镇政府）、中小企业存款（如科创企业）均有所贡献。

图表 27：沪农商行 2023H1 净息差分项对比同业及较 2022 年变动

上市银行	生息资产						付息负债						净息差
	贷款	个人贷款	对公贷款	投资	同业资产	生息资产收益率	存款	个人存款	对公存款	同业负债	发行债券	付息负债成本率	
无锡银行	4.53%	5.14%	4.37%	3.14%	1.82%	3.91%	2.33%	2.60%	2.03%	2.22%	4.77%	2.38%	1.66%
常熟银行	6.08%	7.16%	4.79%	3.55%	2.49%	5.18%	2.28%	2.68%	1.47%	2.64%	2.82%	2.32%	3.00%
江阴银行	4.68%	--	--	3.32%	1.47%	4.06%	2.02%	--	--	2.00%	3.78%	2.08%	2.20%
苏农银行	4.46%	5.05%	4.26%	3.00%	1.94%	3.99%	1.98%	2.60%	1.47%	2.19%	2.66%	2.04%	1.73%
张家港行	5.31%	--	--	2.66%	1.71%	4.24%	2.33%	--	--	3.10%	--	2.44%	2.05%
紫金银行	4.58%	5.28%	4.34%	2.62%	0.66%	3.93%	2.26%	2.66%	1.80%	2.36%	3.22%	2.32%	1.59%
青农商行	4.82%	4.80%	5.03%	3.43%	2.26%	4.05%	2.07%	2.41%	1.28%	2.34%	2.54%	2.19%	1.86%
沪农商行	4.38%	5.37%	4.28%	3.19%	2.35%	3.74%	1.98%	2.47%	1.46%	2.26%	2.59%	1.98%	1.72%
渝农商行	4.50%	5.02%	4.52%	3.38%	2.32%	3.75%	1.91%	2.01%	1.42%	2.18%	2.52%	2.05%	1.79%
瑞丰银行	4.91%	5.59%	4.72%	2.82%	1.15%	4.02%	2.30%	2.46%	1.97%	1.46%	2.58%	2.24%	1.86%
上市银行	生息资产						付息负债						净息差
贷款	个人贷款	对公贷款	投资	同业资产	生息资产收益率	存款	个人存款	对公存款	同业负债	发行债券	付息负债成本率		
无锡银行	-0.10pc	-0.19pc	-0.07pc	-0.04pc	+0.32pc	-0.03pc	+0.03pc	-0.10pc	+0.10pc	-0.33pc	+0.11pc	-0.01pc	-0.15pc
常熟银行	-0.01pc	+0.07pc	-0.05pc	-0.02pc	+0.96pc	--	-0.03pc	-0.11pc	+0.04pc	+0.71pc	+0.03pc	+0.02pc	-0.02pc
江阴银行	-0.30pc	--	--	+0.28pc	+0.15pc	-0.06pc	-0.11pc	--	--	-0.03pc	-0.02pc	-0.10pc	+0.02pc
苏农银行	-0.31pc	-0.35pc	-0.29pc	-0.10pc	+0.41pc	-0.06pc	-0.03pc	+0.22pc	+0.04pc	+0.29pc	-0.26pc	-0.03pc	-0.31pc
张家港行	-0.32pc	--	--	-0.15pc	+0.30pc	-0.23pc	-0.02pc	--	--	-0.03pc	--	-0.04pc	-0.20pc
紫金银行	+0.05pc	-0.11pc	-0.44pc	-0.14pc	-0.97pc	+0.07pc	+0.02pc	--	--	+0.49pc	-0.03pc	+0.05pc	-0.21pc
青农商行	-0.22pc	-0.40pc	-0.18pc	-0.12pc	+0.08pc	-0.18pc	-0.02pc	-0.06pc	-0.06pc	+0.23pc	-0.20pc	-0.03pc	-0.14pc
沪农商行	-0.15pc	+0.15pc	-0.34pc	-0.16pc	+0.21pc	-0.10pc	-0.03pc	-0.12pc	+0.04pc	+0.14pc	-0.17pc	-0.11pc	-0.11pc
渝农商行	-0.32pc	-0.46pc	-0.16pc	-0.24pc	-0.09pc	-0.22pc	-0.06pc	-0.10pc	+0.01pc	--	-0.12pc	-0.08pc	-0.18pc
瑞丰银行	-0.51pc	-0.65pc	+0.19pc	-0.08pc	+0.12pc	-0.36pc	+0.01pc	-0.06pc	+0.11pc	-0.11pc	-0.33pc	-0.04pc	-0.35pc

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

展望未来，当前上市银行资产端利率下行压力主要来自存量按揭利率下调、城投化债，负债端则主要受益于存款利率下调，支撑息差。而沪农商行一方面受存量按揭下调、城投化债影响较小，另一方面也有望更受益于存款利率下调，息差表现有望优于同业。

#### 1、资产端：

1) 存量按揭利率下调空间较小：沪农商行按揭贷款占比为 15.7%，在农商行同业中相对较高。但根据央行的《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，存量按揭下调后的利率，不能低于“原贷款发放时、所在城市的政策利率下限”，而上海地区银行的按揭贷款，由于区域竞争激烈，过去几年预计基本是按利率下限发放，因此下调空间很小<sup>11</sup>。沪农商行按揭贷款主要在上海，因此受利率下调影响也相对较小。

<sup>11</sup> 新京报：上海地区各大银行首套房贷款利率普遍按利率下限执行，<https://www.bjnews.com.cn/detail/1653398196169136.html>

图表 28: 上海地区首套房利率下限及基准利率/LPR 情况

起始日	结束日	上海地区首套房利率下限	同期5年基准利率/LPR	实际下限
2016-03-26	2019-10-07	基准利率9折	4.90%	4.41%
2019-10-08	2019-11-20	LPR-20bps	4.85%	4.65%
2019-11-21	2020-02-20	LPR-15bps	4.80%	4.65%
2020-02-21	2020-04-20	LPR-10bps	4.75%	4.65%
2020-04-21	2021-07-23	LPR	4.65%	4.65%
2021-07-24	2023-12-14	LPR+35bps	4.20%~4.65%	4.55%~5.00%
2023-12-15	至今	LPR-10bps	4.20%	4.10%

资料来源: 央行, 上海市政府, Wind, 国盛证券研究所

**2) 城投化债影响有限:** 7月末政治局会议提出“一揽子化债计划”后, 部分省份相继公布特殊再融资债发行计划(目前合计约1.39万亿), 未来或有更多其他方案落地<sup>12</sup>。而对于沪农商行来说, 预计对资产端收益率影响有限:

**A、上海化债需求有限:** 如前所述, 上海财政自给率高、债务负担小, 化债需求或较小, 且上海自2021年入选国内首批隐性债务清零工作试点地区, 虽然没有公布全市隐性债务清零, 但已有下辖的多个区(如浦东新区、松江区等)公布清零, 当前隐性债务敞口或已经较小。

**B、上海城投债利率较低, 下降空间较小:** 上海地方政府、城投平台信用资质较优, 相关城投债券较低, 根据wind数据统计, 以2023年新发放城投债为例, 上海平均利率仅3.26%, 明显低于全国的4.23%, 下降空间有限。

## 2、负债端:

**1) 外部环境来看, 近年监管持续引导商业银行降低负债成本:**

- ✓ 2019-2020年: 重点整治高息揽存, 包括叫停靠档计息定期存款、压降结构性存款规模等。
- ✓ 2021年: 存款定价自律机制推出, 由原先“基准利率上浮一定百分比”调整为“基准利率+上浮点数”。
- ✓ 2022年: 鼓励中小行降低存款利率上限10bps, 新增“惩罚机制”, 银行定期存款、大额存单利率降幅低于合意幅度的将被扣分。

而商业银行2022年以来也多次下调存款利率, 如2023年6月, 活期/2年期/3年期/5年期存款分别下调5bps/10bps/15bps/15bps, 9月再次下调, 1年期/2年期/3年期/5年期存款挂牌利率分别下调10bps/20bps/25bps/25bps, 12月则继续下调, 3个月/半年期/1年期/2年期/3年期/5年期调降10bps/10bps/10bps/20bps/25bps/25bps, 通知、协定存款也下调了20bps。

监管部门在三季度货币政策执行报告中提到要保持商业银行负债成本稳定, 而2023上半年来看, 虽然挂牌利率有所下调, 但由于定期化的存在, 上市银行存款成本反而提升了9bps。未来若要保持银行负债成本稳定, 预计监管部门仍会继续引导商业银行下调存款利率。

**2) 沪农商行自身个人定期存款占比相对较高, 有望更受益于存款利率调降。** 截止6月末沪农商行个人存款占比51.7%, 个人定期存款占比44.2%, 在上市银行中相对较高, 考虑到实际情况中对公存款相对刚性, 个人存款更容易下降, 沪农商行有望相对更受益。

<sup>12</sup> 11月17日央行召开金融机构座谈会, 要求金融机构要完善工作机制, 突出重点、分类施策, 与融资平台开展平等协商, 通过展期、借新还旧、置换等方式, 合理降低债务成本、优化期限结构, 确保金融支持地方债务风险化解工作落实落细。





## 四、盈利预测与投资建议

我们在如下假设对公司进行盈利预测：

**1、收入端：**预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 267.84/282.15/298.50 亿元，同比增 4.51%/5.34%/5.79%，具体而言：

1) 规模增速：在城中村改造、科创金融等政策支持下，沪农商行贷款有望保持稳健增长，2024 年增速不低于 5%，考虑到公司资产增速略高于贷款增速，假设 2023-2025 年沪农商行生息资产增速分别为 9.54%/8.40%/8.34%。

2) 净息差与净利息收入：2024 年贷款重定价等因素下，息差预计仍会下行，后续有望逐步趋稳，假设 2023 年-2025 年净息差分别同比-0.13pc/-0.05pc/-0.03pc，对应净利息收入同比增速分别为 1.34%/5.43%/6.01%。

3) 非息收入：假设 2023-2025 年手续费增速分别为 13%/5%/5%。

**2、资产质量：**近年受大环境影响，公司不良生成率略有提升，但仍处较低水平（0.3%左右），假设未来随着经济回暖，不良生成率稳步下降，2023-2025 年分别为 0.34%/0.30%/0.28%，对应不良率为 0.97%/0.95%/0.94%，拨备覆盖率达到 422%/423%/423%。

**3、利润端：**在前述基础上，假设沪农商行成本收入比在 2023-2025 年分别下降 1pc、1pc、0.5pc，综合测算预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 126.40/139.37/153.71 亿，同比增长 15.17%/10.27%/10.29%。

图表 30：沪农商行业绩预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	24164	25627	26784	28215	29850
YOY	9.6%	6.1%	4.5%	5.3%	5.8%
利息净收入	19371	20754	21033	22176	23509
YOY	8.39%	7.1%	1.3%	5.4%	6.0%
生息资产（测算）	1083427	1195855	1309888	1419907	1538302
YOY	11.5%	10.4%	9.5%	8.4%	8.3%
净息差（测算）	1.79%	1.74%	1.61%	1.56%	1.53%
资产减值损失	4495	3869	2906	2591	2140
总信用成本	0.41%	0.32%	0.22%	0.18%	0.14%
其他成本	9971	10784	11239	11686	12339
其他成本/营业收入	41.3%	42.1%	42.0%	41.4%	41.3%
归母净利润	9698	10974	12640	13937	15371
YOY	18.8%	13.2%	15.2%	10.3%	10.3%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

沪农商行股息率高、分红比例稳定，较为适合防御性高股息投资策略。而从基本面角度，2024 年规模增长、息差表现、资产质量和利润释放均有望保持稳健，业绩增长确定性较强，具备投资性价比。预计沪农商行 2023-2025 实现归母净利润 126.40/139.37/153.71 亿元，当前 2023PB 仅 0.49x，在可比公司中估值偏低，或存在一定修复空间，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 31: 沪农商行估值比较

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PB (倍)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
常熟银行	99	113	129	33	40	47	0.69	0.62	0.54
瑞丰银行	38	43	50	18	21	24	0.57	0.51	0.46
渝农商行	289	305	326	111	130	143	0.40	0.37	0.34
平均	142	154	168	168	54	64	0.55	0.50	0.45
沪农商行	268	282	298	126	139	154	0.49	0.45	0.41

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为截止 2023 年 12 月 28 日收盘价; 常熟银行、瑞丰银行、渝农商行为 Wind 一致预测, 沪农商行为国盛金融预测。

## 风险提示

- 1、科创、普惠业务发展不及预期, 影响规模增速, 进而影响收入增速。
- 2、地产风险波动超预期, 导致资产质量恶化, 影响利润释放。
- 3、股票解禁带来价格波动。截止 2023 年 6 月末, 沪农商行共有限售股 50.2 亿股, 占总股本 52%。拆分来看, 国有法人持有 46.3 亿限售股, 占总股本 48%, 非国有法人持有 0.02 亿限售股, 占总股本 0.02%, 境内自然人 (包含董事、监事、高级管理人员及其亲属, 以及持股 5 万股以上的员工等) 持有 3.9 亿限售股, 占总股本 4%。沪农商行首次公开发行普通股于 2021 年 8 月 19 日上市, 上述限售股部分将于 2024 年 8 月起逐步解除限售, 或将对股价带来一定波动。

图表 32: 沪农商行限售股及未来解禁情况 (2023H1)

	持股数量 (股)	占总股本	股东性质	解禁日期
上海国有资产经营有限公司	800,000,000	8.29%	国有法人	2024年8月19日
中国远洋海运集团有限公司	800,000,000	8.29%	国有法人	2024年8月19日
宝山钢铁股份有限公司	800,000,000	8.29%	国有法人	2024年8月19日
上海久事 (集团) 有限公司	733,842,856	7.61%	国有法人	2024年8月19日
中国太平洋人寿保险股份有限公司	560,000,000	5.81%	国有法人	2024年8月19日
上海国盛集团资产有限公司	474,047,514	4.92%	国有法人	2024年8月19日
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	465,500,000	4.83%	国有法人	2024年8月19日
唐亚汇	800,000	0.01%	自然人	2024年8月19日
8名内部职工股持有人	500,000	0.01%	自然人	2024年至2029年分批次解禁
其他法人股东	2,373,280	0.02%	非国有法人	--
其他自然人股东	385,617,350	4.00%	自然人	--
<b>合计</b>	<b>5,022,681,000</b>	<b>52.08%</b>	--	--

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com