

评级: 增持 (维持)

市场价格: 6.96

分析师 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号: S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

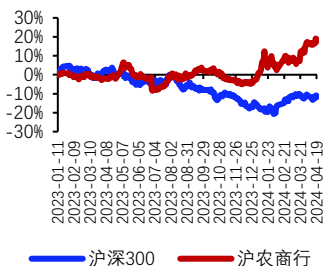
研究助理 杨超伦

Email: yangcl@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	9,644
流通股本(百万股)	4,622
市价(元)	6.96
市值(百万元)	67,125
流通市值(百万元)	32,167

行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	24,150	25,614	26,509	27,472	28,494
增长率 yoy%	9.70%	6.10%	3.50%	3.60%	3.70%
净利润 (百万元)	9,698	11,154	12,310	13,125	13,913
增长率 yoy%	18.80%	15.00%	10.40%	6.60%	6.00%
每股收益 (元)	1.01	1.16	1.28	1.36	1.44
净资产收益率	11.34%	11.40%	11.58%	11.34%	11.05%
P/E	6.89	6.00	5.44	5.12	4.83
PEG					
P/B	0.72	0.66	0.61	0.56	0.51

备注: 股价截止 2024/4/19

投资要点

- 核心推荐逻辑有三点: 一是资产质量稳健:** 沪农商扎根上海, 深耕沪郊, 长期经营稳健, 拨备充足, 地产、零售等核心资产质量有保障, 抗周期能力强; **二是对公业务增量保障:** 受益于上海科创中心、城中村改造、工业上楼等重大工程建设, 叠加自身先发及市占率优势, 同步发力做小做散, 对公有增量保障; **三是零售动能释放:** 本轮零售转型力度大, 零售条线全面升级, 且客户基础量大质优潜力高, 随着零贷、财富、负债、客群多方发力, 零售动能有望释放。公司存量稳健、增量有保障; 有望穿越周期、支撑业绩持续, 预计是高股息能持续的投资标的。
- 公司概况:** 公司经营历史悠久, 股权以上海国资为主; 高管较为年轻且深耕上海金融系统; 人均薪酬和创收均较高, 人才吸引力强。 **财务概况:** 营收利润维持同业上游水平; 资产端的结构逐年优化, 负债端活期占比高且公私活期均维持正增, 负债端有成本优势; 核心一级资本充足率位列上市城农商首位, 分红率保持 30%+。
- 核心推荐逻辑一: 资产质量稳健, 重点风险可控。1、综合指标:** 资产质量保持优异, 安全边际维持高位。不良率维持在 1% 以内, 不良净生成压力较小; 安全边际高, 拨备维持 400% 左右。 **2、地产链风险:** 存量风险较低, 上海房市支撑, 抵押物更为保值, 地产链对公零售风险均可控。对公地产不良率处于行业较低水平, 且地产贷款占比逐年压降; 上海房市较为坚挺, 抵押物更为保值; 按照担保方式看, 抵押贷款占半壁江山, 其不良率近三年下降 5bp; 普惠小微贷款不良率维持低位。 **3、城投风险:** 上海隐债基本清零, 财政实力较强, 且沪农敞口小, 风险可控。 **4、零售风险:** 不良较低, 主动压降信用卡规模。
- 核心推荐逻辑二: 依托上海科创中心、重大工程, 对公业务提供稳定增量。1、科创:** 区域 beta+ 自身优势, 科创金融仍大有可为。沪农商科创金融现状: 深耕已久, 规模稳步提升, 市占率较高; 区域 beta: 上海定位国际科创中心, 2025 年在沪科技贷款目标破万亿; 沪农自身优势: 布局早+足够战略重视+充分资源支撑+先进服务体系。 **2、城中村:** 上海城中村改造规模预计超 4000 亿, 沪农于郊区主战场有天然优势。测算上海城中村总投资额约 4000 亿以上, 郊区作为沪农主战场。 **3、工业上楼:** 三年总投资预计超 2200 亿, 沪农入选首批服务机构, 三年授信超 800 亿。上海加速推进工业上楼, 三年 3000 万平, 测算总投资超 2200 亿。
- 核心推荐逻辑三: 零售条线全面转型升级, 业务动能释放可期。1、零售顶层设计:** 转型力度大+条线全面升级+网点深度转型。本轮转型力度最强、层次最广、内涵最丰富; 零售一级部由 2 个增至 4 个, 条线全面升级; 网点转型+“心家园”, 网点潜力有望持续释放。 **2、零售客群:** 规模大、有潜力, 五大核心客群有望进一步释放动能。基础零售客群近 2200 万, 基数大、上限高、有潜力。客群经营整体

框架形成：确立五大核心客群和三大对应客群品牌；独家工会卡发卡超 570 万、社保卡份额 12%+；上海老龄化程度高，积极发力养老金融；财私部升为总行一级部，财富客群稳步发力。**3、非按揭贷款：自营+合作贷款双轮驱动，对零售资产形成量价支撑。**自营“鑫 e 贷”主攻“价值客户”，双驾马车拉动个贷收益率不降反升，实现量价支撑。**4、财富管理有空间：**理财、非货规模均居农商首位，托管牌照已批，理财牌照可期，打开中收及科创服务空间。

- **投资建议：**我们预计 2023-2025 营收分别同比增 3.5%、3.6%、3.7%，净利润分别增 10.4%、6.6%、6%。不良贷款率预计维持在 1%以内小幅波动。公司 2023E、2024E、2025E PB 0.61X / 0.56X / 0.51X；PE 5.44X / 5.12X / 4.83X。沪农商行扎根上海，辐射长三角，经营区位优势；资本充足、资产质量稳健，近年来科创金融逐步发力、零售转型初显成效、深度参与上海重大工程、经营子牌照有望逐步落地，有望为业绩增长打开空间。维持“增持”评级。
- **风险提示：**一是经济下滑超预期风险：银行经营与宏观经济高度相关，若经济下滑超预期，可能造成公司业绩不达预期。二是研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：研究报告部分资料来源于公司定期报告以及其他公开资料，使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。三是测算偏差风险：本报告涉及的规模增长、盈利预测等测算均含有一定前提假设，存在一定的测算偏差风险。

内容目录

一、基本情况.....	- 8 -
(一) 基本信息.....	- 8 -
1、经营历史悠久，股权结构分散，上海国资为主.....	- 8 -
2、高管较为年轻，深耕上海金融系统，具备丰富经营管理经验.....	- 8 -
3、人均创收位列上市农商第二位，人均薪酬位列上市农商第一位.....	- 9 -
(二) 基本财务信息.....	- 10 -
1、盈利能力稳定，保持在同业优秀水平.....	- 10 -
2、资产分析：万亿农商，地产占比高但结构逐年优化.....	- 12 -
3、负债分析：活期占比高，公私活期均维持正增.....	- 14 -
4、息差分析：上海竞争激烈，资产定价偏低；深耕郊区，负债端有成本优势.....	- 15 -
5、资本分析：核心资本充足率位列上市城农商行第一位.....	- 16 -
6、分红率保持 30%+，有望维持稳定.....	- 17 -
(三) 区域布局优势.....	- 18 -
1、差异化布局上海郊区，郊区覆盖优势明显.....	- 18 -
2、“点—线—面”推进区域金融集团建设，多维布局长三角.....	- 21 -
二、核心推荐理由一：资产质量稳健，市场重点风险可控.....	- 22 -
(一) 综合指标：资产质量保持优异，安全边际维持高位.....	- 22 -
1、不良率维持 1%以内，不良净生成压力小.....	- 22 -
2、关注类受新规影响有所上升，关注类、逾期类占比均低于同业平均.....	- 23 -
3、安全边际高，拨备覆盖率维持在 400%+.....	- 24 -
(二) 地产链条风险：存量风险较低，上海房市支撑，抵押物风险可控.....	- 25 -
1、对公地产不良率处于行业较低水平，地产贷款占比不断下降.....	- 25 -
2、上海房市价格较为坚挺，抵押物更为保值.....	- 27 -
3、按照担保方式看：抵押贷款占半壁江山，其不良率近三年下降 5bp.....	- 27 -
4、普惠小微贷款不良率维持低位.....	- 28 -
(三) 城投风险：上海隐债基本清零，财政实力较强，且沪农敞口小，风险可控.....	- 29 -
(四) 零售风险：不良较低，持续压降信用卡规模.....	- 32 -
三、核心推荐理由二：依托上海科创中心和重大工程建设，对公提供稳定增量.....	- 34 -
(一) 科创金融：区域 beta+ 自身优势，科创金融仍大有可为.....	- 34 -
1、沪农商科创金融现状：长期耕耘、规模稳步提升、市占率较高.....	- 34 -
2、区域 beta：上海定位国际科创中心，2025 年在沪科技贷款目标突破一万亿.....	- 36 -
3、沪农自身优势：布局早+足够战略重视+充分资源支撑+先进服务体系.....	- 38 -
(二) 城中村及保障房：上海城中村改造规模预计超 4000 亿，沪农于郊区主战场有天然优势.....	- 42 -
1、上海 2025 中心城区周边城中村改造全面启动，2032 全市城中村改造全面完成，2023 年已按计划启动 10 个项目.....	- 42 -
2、测算上海城中村总投资额约 4000 亿，测算或偏保守.....	- 43 -
3、郊区作为沪农主战场，预计沪农在本轮城中村改造将积极参与.....	- 44 -
(三) 工业上楼：三年投资预计超 2200 亿，沪农计划三年授信超 800 亿.....	- 44 -
1、上海加速推进工业上楼，三年 3000 万平，预计总投资超 2200 亿.....	- 44 -
2、沪农商行成为首批“工业上楼”服务机构，三年授信超 800 亿.....	- 46 -
(四) 精细化核心客群管理，公司金融全面发展.....	- 47 -

四、核心推荐理由三：零售条线全面转型升级，业务动能释放可期	- 48 -
(一) 零售顶层设计：转型力度空前+条线全面升级+网点深度转型	- 48 -
1、本轮零售转型体系：本轮转型力度最强、层次最广、内涵最丰富	- 48 -
2、本轮组织架构调整：零售一级部由 2 个增至 4 个，条线全面升级	- 49 -
3、网点转型+“心家园”项目，网点潜力有望持续释放	- 49 -
(二) 零售客群：规模大、有潜力，五大核心客群有望进一步释放动能	- 50 -
1、基础零售客群近 2200 万，基数大、上限高、有潜力	- 50 -
2、客群经营整体框架：确立五大核心客群和三大对应客群品牌	- 50 -
3、特色卡积累大量优质客群：独家工会卡发卡超 570 万、测算社保卡份额 12%+	- 51 -
4、上海老龄化程度高，沪农商积极发力养老金融，市场份额有望进一步提升	- 51 -
5、财富管理及私人银行部升级为总行一级部，财富客群稳步发力	- 52 -
(三) 非按揭贷款：自营+合作贷款双轮驱动，对零售资产形成量价支撑	- 52 -
1、核心产品体系“鑫 e 贷”，涵盖消费与经营两类用途	- 52 -
2、优选优质头部互联网机构合作，严控 B 端及 C 端风险	- 52 -
3、“自营+合作”双驾马车，拉动个贷收益率不降反升，实现量价支撑	- 53 -
(四) 理财、非货规模均居农商首位，理财牌照可期，打开中收及科创服务空间	- 53 -
1、理财规模居农商之首，托管牌照到位，理财牌照可期	- 53 -
2、非货规模居农商之首，财富货架逐步完善，有望率先受益于资本市场回暖	- 54 -
五、盈利预测	- 55 -
(一) 核心业务规模增长假设及测算	- 55 -
1、科创	- 55 -
2、制造业	- 56 -
3、房地产	- 56 -
4、大基建类	- 56 -
5、普惠小微	- 56 -
6、个人按揭贷款	- 56 -
7、消费贷	- 57 -
8、信用卡	- 57 -
9、个人经营贷	- 58 -
(二) 盈利测算	- 59 -
六、投资建议	- 60 -

图表目录

图表 1: 沪农商前十大股东, 上海国资为主 (3Q23)	- 8 -
图表 2: 沪农商高级管理层情况 (截至 2024.04)	- 8 -
图表 3: 沪农商人均创收 (万元, 2022)	- 9 -
图表 4: 沪农商人均薪酬 (万元, 2022)	- 10 -
图表 5: 沪农商行营收同比增速情况	- 10 -
图表 6: 沪农商行净利润同比增速情况	- 11 -
图表 7: 沪农商行、农商行 ROE 对比情况	- 11 -
图表 8: 沪农商行、农商行 ROE 情况	- 11 -
图表 9: 沪农商行 ROE 拆分	- 12 -
图表 10: 城农商行总资产排名 (3Q23, 亿元)	- 12 -
图表 11: 沪农商总贷款占比总资产情况	- 12 -
图表 12: 沪农商行按揭占比总贷款情况	- 12 -
图表 13: 沪农商行房地产贷款占比总贷款情况	- 13 -
图表 14: 沪农商行对公各行业贷款占比情况	- 13 -
图表 15: 沪农商行消费贷占比总贷款情况	- 14 -
图表 16: 沪农商行个人经营贷占比总贷款情况	- 14 -
图表 17: 沪农商行存款占比计息负债情况	- 14 -
图表 18: 沪农商行活期存款占比总存款情况	- 14 -
图表 19: 沪农商行企业活期存款占比总存款情况	- 15 -
图表 20: 沪农商行个人活期存款占比总存款情况	- 15 -
图表 21: 沪农商行单季年化净息差情况	- 15 -
图表 22: 沪农商行单季年化计息负债成本情况	- 16 -
图表 23: 沪农商行单季年化生息资产收益率情况	- 16 -
图表 24: 核心资本充足率位列上市城农商行第一位	- 16 -
图表 25: 上市银行分红率	- 17 -
图表 26: 上海郊区及市区常住人口总数	- 18 -
图表 27: 上海各区常住人口增速	- 19 -
图表 28: 上海郊区人口增速近年来持续高于市区	- 19 -
图表 29: 上海郊区及市区年度 GDP 总额和增速	- 19 -
图表 30: 上海各区对应 GDP 增速和沪农网点数量情况	- 19 -
图表 31: 上海主要银行各区网点数量	- 20 -
图表 32: 长江金租营收和净利润贡献	- 21 -
图表 33: 沪农商行不良率同业对比	- 22 -

图表 34: 沪农商行不良净生成率同业对比.....	- 23 -
图表 35: 沪农商行关注类占比同业对比.....	- 23 -
图表 36: 沪农商行逾期率同业对比.....	- 23 -
图表 37: 沪农商行拨备覆盖率同业对比.....	- 24 -
图表 38: 沪农商行历年资产质量细项拆分.....	- 24 -
图表 39: 上市银行对公房地产贷款不良率变化.....	- 25 -
图表 40: 沪农商对公地产不良贷款(百万元)及不良率.....	- 26 -
图表 41: 沪农商对公地产贷款规模(百万元)及占比.....	- 26 -
图表 42: 上海二手房成交均价更稳定.....	- 27 -
图表 43: 上海一手房成交均价涨幅更高.....	- 27 -
图表 44: 上海各区 2023 年 12 月房地产成交套数与成交金额.....	- 27 -
图表 45: 按照担保方式分类-各类贷款资产质量相对稳定(%).....	- 28 -
图表 46: 按照担保方式分类-各类贷款规模及不良情况(百万元).....	- 28 -
图表 47: 沪农商普惠小微贷款不良率保持稳定.....	- 28 -
图表 48: 上海市财政实力较强(2022).....	- 29 -
图表 49: 上市银行平台类资产敞口(亿元).....	- 30 -
图表 50: 上市银行化债影响测算(亿元).....	- 31 -
图表 51: 沪农商行零售贷款不良率同业对比.....	- 33 -
图表 52: 沪农商行信用卡规模持续压降(亿元).....	- 33 -
图表 53: 上市银行个人按揭贷款不良率.....	- 33 -
图表 54: 沪农商行科技贷款规模及占比不断提升.....	- 35 -
图表 55: 沪农商行科技服务户数、规模及不良率.....	- 35 -
图表 56: 上海市科技履约贷款审批通过数据(2021-2023 年).....	- 36 -
图表 57: 上海市科技履约贷款审批通过数据(2024 年).....	- 36 -
图表 58: 国际科技创新中心指数 GIHI2023 综合排名(2023 年).....	- 36 -
图表 59: GSTICI2022 综合指数(2022 年).....	- 36 -
图表 60: 《全球科技创新中心发展指数 2022》评价体系.....	- 37 -
图表 61: 《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》关于商 业银行参与的主要表述.....	- 38 -
图表 62: 《上海银行业保险业支持上海科创中心建设的行动方案(2022-2025 年)》具体目标..	- 38 -
图表 63: 沪农商行科创服务核心历程及架构变化.....	- 39 -
图表 64: 沪农商行科创金融战略历年概览.....	- 40 -
图表 65: 鑫动能培育计划.....	- 40 -
图表 66: 六维赋能体系.....	- 41 -
图表 67: 五专服务架构.....	- 41 -

图表 68: 上海市城市更新行动方案 (2023-2025 年)	- 42 -
图表 69: 上海市房屋管理局关于城中村的推进计划	- 43 -
图表 70: 上海工业 GDP 贡献度	- 45 -
图表 71: 《关于推动“工业上楼”打造“智造空间”的若干措施》	- 46 -
图表 72: 沪农商“智造空间”专项金融服务方案	- 46 -
图表 73: 沪农商行对公重点行业贷款较快增长 (亿元)	- 47 -
图表 74: 沪农商行对公重点客群经营策略及相关指标	- 47 -
图表 75: 沪农商行零售转型“九大体系”及核心内涵	- 48 -
图表 76: 沪农商行零售基础客群及 AUM 情况	- 50 -
图表 77: 沪农商行零售五大客群+三大品牌	- 50 -
图表 78: 沪农商行零售核心发卡指标	- 51 -
图表 79: 养老金客户数沪农商、上海银行对比 (万户)	- 52 -
图表 80: 养老金客户 AUM 沪农商、上海银行对比 (亿元)	- 52 -
图表 81: 沪农商行财富客群核心客户指标	- 52 -
图表 82: 沪农商行个贷收益率、余额情况	- 53 -
图表 83: 城农商行理财及理财子规模排名 (2022)	- 54 -
图表 84: 银行非货保有规模 (23Q4, 亿元)	- 55 -
图表 85: 上海:社会消费品零售总额:累计同比 (%)	- 57 -
图表 86: 沪农商行核心规模假设与测算	- 58 -
图表 87: 沪农商行盈利假设与测算	- 60 -
图表 88: 可比公司估值表 (截至 2024.04.19)	- 61 -
图表 89: 沪农商行盈利预测表	- 62 -

一、基本情况

(一) 基本信息

1、经营历史悠久，股权结构分散，上海国资为主

- 上海农商银行是由国资控股、总部设在上海的法人银行，诞生于 1949 年的上海农信事业，正式成立于 2005 年 8 月 25 日，也是全国首家在农信基础上改制成立的省级股份制商业银行。2021 年 8 月 19 日，上海农商银行成为上海证券交易所主板上市公司。截至 2023 年 9 月末，沪农商行前十大股东合计持股比例为 60.75%，股权结构相对分散，且以上海国资为主。前十大股东中有三家具备上海国资委背景，有助于为沪农商行获取本土优质客户资源。

图表 1: 沪农商前十大股东，上海国资为主 (3Q23)

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
上海国有资产经营有限公司	895,796,176	9.29
中国远洋海运集团有限公司	800,000,000	8.29
宝山钢铁股份有限公司	800,000,000	8.29
上海久事(集团)有限公司	744,766,946	7.72
中国太平洋人寿保险股份有限公司	560,000,000	5.81
上海国盛集团资产有限公司	476,001,214	4.94
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	474,048,921	4.92
太平人寿保险有限公司	414,904,000	4.30
上海申迪(集团)有限公司	357,700,000	3.71
览海控股(集团)有限公司	336,000,000	3.48
合计	5,859,217,257	60.75

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

2、高管较为年轻，深耕上海金融系统，具备丰富经营管理经验

- 沪农商现任管理层别来自大行、上海银行、宁波银行以及自身培养体系，多深耕上海、长三角金融系统多年，且多有丰富的基层从业经历以及银行管理经验，平均年龄 50 岁，高管团队兼具年轻、经验和专业。沪农商建立职业经理人制度，并运用 OKR 加强战略管理，建立“总行-总行部室-分支行”三级战略 OKR 任务传导体系。

图表 2: 沪农商高级管理层情况 (截至 2024.04)

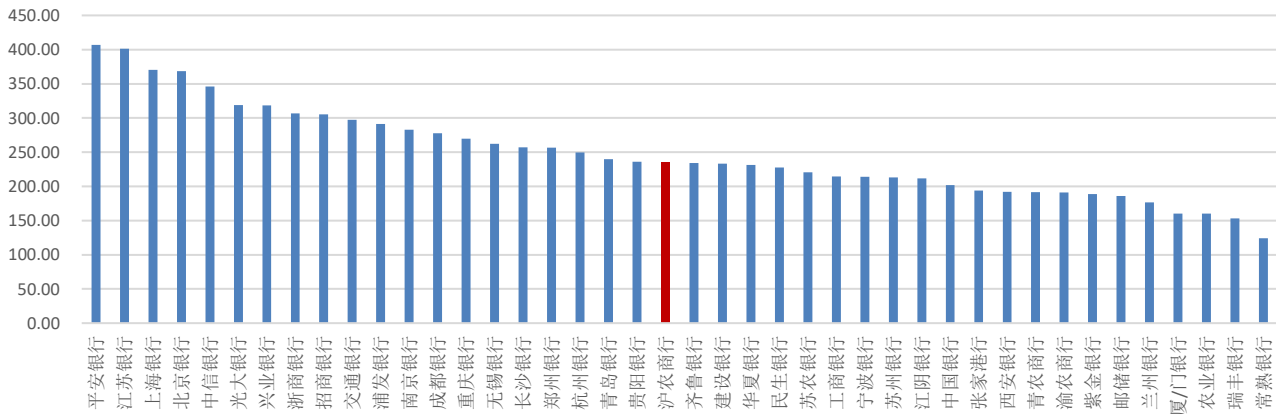
姓名	职务	性别	年龄	任职起止日期	履历及任职兼职情况
徐力	董事长、执行董事	男	57	2019年1月至今	履历： 曾任工行上海分行公司金融业务部总经理，工行上海市外滩支行党总支书记、行长，工行上海分行行长助理，党委委员、副行长，上海农商银行党委副书记、副董事长、行长。 兼职及其他： 硕士研究生学历，经济学硕士学位，高级经济师，中国共产党上海市第十二届委员会候补委员，第十四届上海市政协委员。兼任中国银行业协会农村合作金融工作委员会第六届副主任、上海市金融学会常务理事、上海市银行同业公会副会长、中国上市公司协会常务理事、《上海国资》理事会理事、上海上市公司协会副会长。
顾建忠	副董事长、执行董事、行长	男	50	2019年1月至今	履历： 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，上海银行公司金融部总经理、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。 兼职及其他： 硕士研究生学历，经济学硕士学位，经济师。并兼任上海市第三届金融青年联合会副主席、上海市第八届青年企业家协会执行会长、上海金融业联合会副理事长。
金剑华	副行长	男	59	2010年9月至今	履历： 曾任上海银行福民支行行长、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。 兼职及其他： 博士研究生学历，法学博士学位，经济师。兼任农信银资金清算中心第三届董事会股权董事，上海市钱币学会常务理事，上海市企事业单位治安保卫协会第十届理事，上海市支付清算协会会员单位代表。
张宏彪	副行长	男	56	2020年11月至今	履历： 曾任上海银行党委办公室主任、办公室主任，上海银行市南分行党委书记、行长（总监级）、闵行上银村镇银行董事长。 兼职及其他： 硕士研究生学历，工商管理硕士学位，经济师。兼上海市金融消费纠纷调解中心理事
顾贤斌	副行长 首席风险官 (截至23年8月)	男	45	2020年11月至今 2017年10月- 2023年8月	履历： 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。 兼职及其他： 工商管理硕士学位。
应长明	副行长（4月卸任，出任党委副书记）	男	52	2020年11月至 2024年4月	履历： 曾任上海农商党委办公室主任、直属党委书记，办公室主任，嘉定支行党委书记、行长。 兼职及其他： 硕士研究生学历，理学硕士学位。兼任上海市青年创业就业促进会第三届副会长。
沈栋	副行长	男	44	2021年9月至今	履历： 曾任宁波银行风险管理部副总经理，科技部总经理、金融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。 兼职及其他： 工程硕士学位。
姚晓岗	首席财务官 董事会秘书 (已聘任，待核准)	男	50	2024年2月至今	履历： 大学本科学历。现任上海农商银行首席财务官，曾任上海银行静安支行行长，上海农商银行计划财务部副总经理(总经理级)、计划财务部总经理、资产管理部总经理、资产负债管理部总经理、上市办公室主任。

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

3、人均创收位列上市农商第二位，人均薪酬位列上市农商第一位

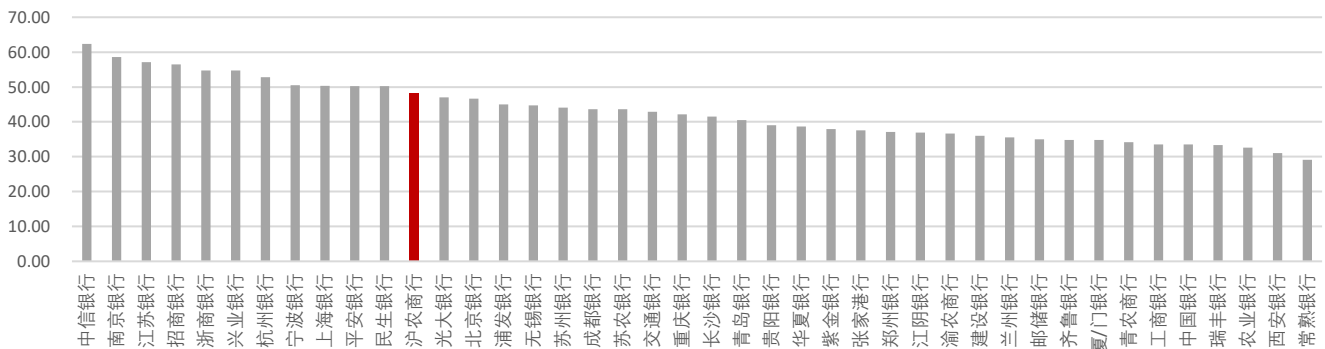
- 人均创收方面，与2021年相比，2022年人均创收出现了普降，42家上市银行中，12家同比上升，30家同比下降。沪农商行人均创收的绝对水平在上市农商行中位列第2位，在42家上市银行中保持在21名。人均薪酬方面，沪农商行的人均薪酬在上市农商行中位列第1位，在42家上市银行中位列第12名，人均薪酬排名稳定在前三分之一。

图表3：沪农商人均创收（万元，2022）



资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

图4: 沪农商人均薪酬 (万元, 2022)



资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

(二) 基本财务信息

1、盈利能力稳定, 保持在同业优秀水平

- **2021 年末以来营收、净利润增速持续高于农商行平均水平:** 营收方面, 近三年沪农商行多数时间高于上市银行平均和农商行平均, 2021 年末以来维持在高于上市银行平均、农商行平均的水平, 截至 3Q23, 营收同比 4.10%, 位列同业前列。净利润方面, 沪农商行净利润增速自 1H21 之后持续高于农商行平均水平, 截至 3Q23, 沪农商行净利润同比 +14.9%, 位列行业前列。

图5: 沪农商行营收同比增速情况

营收同比增速	2020	1Q21	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
常熟银行	2.14%	5.01%	7.73%	12.95%	16.30%	19.36%	18.89%	18.62%	15.05%	13.35%	12.32%	12.52%
沪农商行	3.66%	0.99%	6.75%	8.87%	9.64%	8.98%	7.06%	7.62%	6.06%	7.39%	7.83%	4.10%
青农商行	9.62%	-6.04%	9.18%	19.30%	7.62%	-6.46%	-3.09%	-4.84%	-3.43%	7.31%	4.86%	2.59%
无锡银行	10.15%	3.68%	11.41%	13.07%	11.60%	9.20%	6.58%	6.63%	3.08%	3.50%	2.79%	0.90%
苏农银行	6.59%	-0.97%	1.87%	2.14%	2.21%	6.43%	6.48%	6.71%	5.24%	1.54%	0.34%	0.52%
江阴银行	-1.59%	-4.13%	-2.13%	-2.65%	0.45%	22.29%	26.27%	21.90%	12.34%	4.13%	1.13%	0.44%
紫金银行	-4.21%	-22.19%	-14.33%	-5.54%	0.58%	3.47%	2.75%	2.06%	0.04%	1.58%	0.37%	0.38%
渝农商行	5.84%	7.43%	8.93%	9.86%	9.35%	1.20%	0.92%	-2.32%	-6.05%	-3.27%	-3.07%	-2.96%
张家港行	8.90%	6.77%	4.95%	10.68%	10.01%	11.84%	5.80%	7.00%	4.64%	-0.75%	1.27%	-3.84%
上海银行	1.90%	5.64%	9.00%	10.44%	10.81%	2.93%	0.86%	0.53%	-5.54%	-7.12%	-5.65%	-5.76%
农商行	5.29%	1.19%	5.99%	9.59%	8.49%	4.55%	4.49%	2.58%	-0.14%	1.84%	1.28%	0.58%
上市银行	5.02%	3.69%	5.91%	7.45%	7.80%	4.11%	4.25%	2.82%	0.55%	0.60%	-0.05%	-1.24%
沪农-农商行平均	-1.63%	-0.20%	0.76%	-0.72%	1.15%	4.43%	2.57%	5.04%	6.20%	5.55%	6.55%	3.52%
沪农-上市银行平均	-1.36%	-2.70%	0.84%	1.42%	1.84%	4.87%	2.81%	4.80%	5.51%	6.79%	7.88%	5.34%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

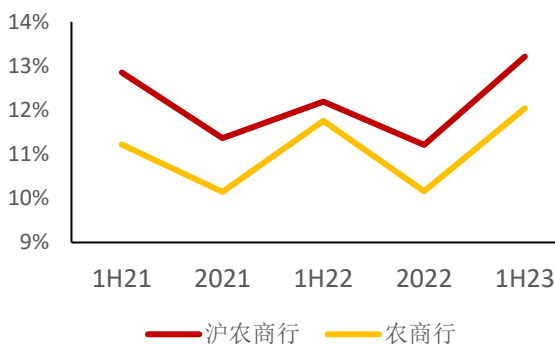
图表 6：沪农商行净利润同比增速情况

净利润同比增速	2020	1Q21	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
常熟银行	1.01%	4.71%	15.59%	19.00%	21.35%	23.41%	19.98%	25.24%	25.41%	20.64%	20.73%	21.12%
无锡银行	4.96%	6.14%	15.83%	19.26%	20.43%	22.31%	30.27%	20.75%	26.65%	23.20%	20.69%	16.15%
苏农银行	4.16%	4.53%	17.20%	17.55%	21.98%	21.26%	20.86%	20.62%	29.48%	16.23%	15.24%	15.81%
江阴银行	4.34%	8.57%	15.44%	15.59%	20.53%	20.61%	22.08%	22.43%	26.84%	12.73%	14.09%	15.16%
沪农商行	-5.79%	1.34%	16.52%	20.78%	19.34%	28.57%	14.26%	17.39%	13.39%	12.11%	18.18%	14.91%
张家港行	4.93%	14.38%	20.89%	26.95%	30.27%	29.64%	27.85%	30.05%	28.99%	17.55%	13.65%	10.25%
青农商行	4.78%	6.91%	12.13%	10.51%	3.58%	3.07%	5.11%	2.41%	-24.43%	5.63%	8.18%	8.82%
渝农商行	-13.92%	5.47%	10.61%	12.64%	13.80%	11.42%	11.27%	5.61%	5.82%	9.17%	9.52%	7.71%
紫金银行	1.69%	2.17%	2.74%	2.59%	5.14%	10.61%	10.01%	7.23%	5.61%	5.48%	5.70%	5.80%
上海银行	2.89%	6.05%	10.30%	10.58%	5.54%	5.38%	3.23%	3.14%	1.08%	3.25%	1.27%	1.04%
农商行	-4.98%	5.99%	12.08%	13.62%	14.38%	13.54%	14.18%	10.85%	8.92%	11.43%	11.76%	10.72%
上市银行	0.70%	4.62%	12.94%	13.54%	12.62%	8.27%	7.46%	7.96%	7.55%	2.30%	3.33%	2.50%
沪农-农商行平均	-0.81%	-4.65%	4.44%	7.16%	4.96%	15.03%	0.08%	6.54%	4.47%	0.68%	6.42%	4.19%
沪农-上市银行平均	0.99%	-2.45%	-10.20%	-10.96%	-7.48%	2.34%	2.55%	-0.73%	-1.94%	3.18%	2.37%	3.30%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- ROE 背后是负债、风险、手续费优势的体现。**一是深耕沪郊，低负债成本优势明显，利息支出/平均资产仅为-1.84%，优于同业平均的-1.96%。二是资产质量稳健，资产减值损失/平均资产仅为-0.24%，优于同业平均的-0.49%；三是强大综合金融能力带来的中收优势：拆分沪农 ROE，可以看到净手续费/ROA 高达 0.22%，高于同业平均 0.12%。截至 3Q23，沪农商行中收占比 9.83%。

图表 7：沪农商行、农商行 ROE 对比情况



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 8：沪农商行、农商行 ROE 情况

ROE	1H21	2021	1H22	2022	1H23
无锡银行	12.12%	11.97%	14.29%	13.33%	13.68%
沪农商行	12.85%	11.36%	12.19%	11.21%	13.21%
苏农银行	11.31%	9.20%	12.49%	10.90%	13.20%
渝农商行	12.01%	9.82%	12.43%	9.70%	12.69%
常熟银行	10.92%	11.64%	11.80%	12.97%	12.51%
上海银行	14.12%	12.41%	13.39%	11.53%	12.50%
张家港行	10.40%	11.08%	11.98%	12.90%	12.40%
青农商行	10.85%	9.63%	10.20%	6.67%	10.51%
紫金银行	9.92%	9.82%	10.15%	9.67%	9.98%
江阴银行	7.70%	10.25%	8.75%	12.00%	9.05%
农商行	11.22%	10.15%	11.76%	10.16%	12.04%
上市银行	12.88%	12.34%	12.66%	12.17%	12.01%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 9: 沪农商行 ROE 拆分

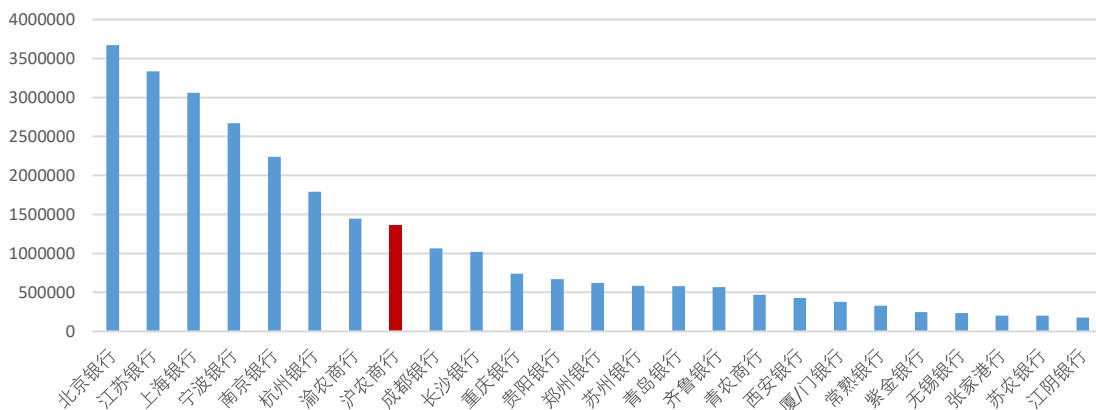
1H23	沪农商行	沪农较平均	江阴银行	无锡银行	常熟银行	苏农银行	张家港行	青农商行	紫金银行	渝农商行	上海银行	农商行平均
ROA	1.06%	0.10%	0.85%	1.11%	1.03%	1.02%	0.90%	0.84%	0.72%	1.01%	0.87%	0.96%
ROA-净利息收入	1.58%	-0.23%	1.79%	1.56%	2.82%	1.62%	2.02%	1.67%	1.62%	1.71%	1.22%	1.81%
ROA-利息收入	3.44%	-0.34%	3.65%	3.67%	4.92%	3.49%	4.20%	3.64%	3.78%	3.58%	3.21%	3.78%
ROA-利息支出	-1.84%	0.12%	-1.86%	-2.11%	-2.10%	-1.87%	-2.17%	-1.97%	-2.16%	-1.87%	-1.98%	-1.96%
ROA-净非息	0.52%	0.05%	0.57%	0.61%	0.38%	0.58%	0.44%	0.79%	0.17%	0.40%	0.56%	0.47%
ROA-净手续费	0.22%	0.12%	0.04%	0.11%	0.00%	0.06%	0.05%	0.16%	0.05%	0.14%	0.19%	0.10%
ROA-净其他非息	0.28%	-0.09%	0.53%	0.50%	0.38%	0.53%	0.39%	0.63%	0.13%	0.26%	0.36%	0.37%
ROA-营收	2.10%	-0.18%	2.37%	2.16%	3.20%	2.20%	2.46%	2.46%	1.79%	2.11%	1.78%	2.28%
ROA-税金及附加	-0.02%	0.00%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
ROA-业务及管理费	-0.60%	0.11%	-0.64%	-0.54%	-1.31%	-0.69%	-0.79%	-0.60%	-0.64%	-0.66%	-0.39%	-0.71%
ROA-营业费用及营业税	-0.64%	0.10%	-0.66%	-0.56%	-1.33%	-0.72%	-0.81%	-0.63%	-0.67%	-0.68%	-0.41%	-0.74%
ROA-拨备前利润	1.54%	-0.02%	1.87%	1.60%	1.87%	1.49%	1.65%	1.83%	1.12%	1.43%	1.36%	1.56%
ROA-资产减值损失	-0.24%	0.25%	-1.14%	-0.36%	-0.67%	-0.30%	-0.71%	-0.99%	-0.30%	-0.26%	-0.37%	-0.49%
ROA-税前利润	1.30%	0.23%	0.73%	1.24%	1.19%	1.18%	0.94%	0.84%	0.82%	1.17%	0.99%	1.07%
ROA-所得税	-0.22%	-0.11%	-0.12%	-0.13%	-0.17%	-0.16%	-0.04%	0.00%	-0.10%	-0.16%	-0.12%	-0.11%
ROA-税后利润	1.08%	0.12%	0.85%	1.11%	1.03%	1.02%	0.90%	0.84%	0.72%	1.01%	0.87%	0.96%
杜邦分析-权益乘数	12.27	0.07	11.87	10.91	12.62	13.08	12.27	12.13	13.98	12.01	13.25	12.20
ROE (净利润/净资产)	13.21%	1.17%	9.05%	13.68%	12.51%	13.20%	12.40%	10.51%	9.98%	12.69%	12.50%	12.04%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

2、资产分析: 万亿农商, 地产占比高但结构逐年优化

- (1) 万亿农商, 贷款占比适中: 截至 3Q23, 沪农总资产 1.37 万亿, 仅次于渝农商行, 贷款占比总资产 51.2%, 贷款占比在上市城农商行中适中。
- (2) 整体贷款结构中, 地产类占比高, 但逐年压降: 截至 1H23, 对公房地产贷款占比总贷款 15%, 按揭占比总贷款 15.7%, 均位列上市农商行最高, 贷款结构偏传统。但公司积极推动公私资产结构转型, 自 2018 年以来, 对公地产占比总贷款压降 5 个百分点左右、2020 年以来个人按揭占比总贷款也压降 5 个百分点左右。
- (3) 对公制造业占比稳步提高, 零售非按揭占比显著拉升: 从 2018 到 1H23, 制造业占比总贷款提升 2 个点至 11.6%; 自 2020 年至 1H23, 个人经营贷占比总贷款提升 7.3 个点至 8.6%, 个人消费贷占比总贷款提升 4.6 个点至 5.6%。

图表 10: 城农商行总资产排名 (3Q23, 亿元)



资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

图表 11: 沪农商总贷款占比总资产情况

图表 12: 沪农商行按揭占比总贷款情况

排名	总贷款/总资产	2020	2021	2022	1Q23	1H23	3Q23	按揭占比总贷款	2020	2021	2022	1H23
1	紫金银行	55.4%	67.8%	71.3%	65.4%	68.8%	71.0%	齐鲁银行	19.0%	18.9%	18.1%	18.0%
2	常熟银行	63.1%	66.0%	67.2%	64.5%	67.5%	66.5%	北京银行	20.9%	20.9%	18.9%	16.9%
3	江阴银行	56.2%	59.7%	61.1%	61.5%	63.6%	65.2%	青岛银行	19.6%	18.8%	17.3%	16.3%
4	张家港行	59.0%	60.6%	61.3%	61.2%	60.8%	61.9%	沪农商行	20.7%	19.2%	16.9%	15.7%
5	无锡银行	55.4%	58.4%	60.8%	59.2%	60.6%	60.5%	成都银行	25.8%	21.9%	17.7%	15.5%
6	苏农银行	56.3%	60.0%	60.5%	58.7%	60.4%	60.2%	江苏银行	18.6%	17.4%	15.3%	14.4%
7	郑州银行	43.4%	50.3%	55.9%	56.5%	56.9%	56.9%	长沙银行	16.4%	16.0%	15.5%	14.3%
8	成都银行	43.4%	50.6%	53.0%	55.1%	56.0%	55.5%	渝农商行	18.0%	17.3%	15.3%	14.1%
9	北京银行	54.1%	54.7%	53.1%	54.2%	54.4%	54.3%	苏州银行	14.2%	15.2%	13.6%	12.6%
10	青农商行	53.6%	54.0%	55.2%	52.9%	54.1%	54.1%	西安银行	13.9%	14.0%	13.1%	12.5%
11	江苏银行	51.4%	53.5%	53.8%	52.8%	53.0%	53.6%	厦门银行	19.5%	18.2%	13.9%	12.3%
12	厦门银行	49.3%	53.1%	54.0%	55.4%	57.0%	53.6%	青农商行	13.1%	14.0%	13.3%	12.2%
13	重庆银行	50.1%	51.0%	51.2%	51.4%	51.7%	51.7%	上海银行	11.3%	12.8%	12.6%	12.1%
14	齐鲁银行	47.7%	50.0%	50.8%	51.8%	51.5%	51.6%	杭州银行	14.9%	14.0%	12.8%	11.9%
15	沪农商行	50.2%	53.0%	52.3%	51.6%	51.2%	51.2%	重庆银行	12.6%	13.6%	11.9%	10.9%
16	青岛银行	45.0%	46.8%	50.8%	51.3%	50.8%	51.2%	无锡银行	11.4%	14.8%	12.5%	10.4%
17	苏州银行	48.5%	47.1%	47.8%	48.4%	48.9%	49.6%	郑州银行	15.1%	14.1%	11.4%	9.9%
18	南京银行	44.5%	45.2%	45.9%	47.7%	47.8%	48.5%	张家港行	9.9%	10.1%	9.2%	9.0%
19	长沙银行	44.7%	46.4%	47.1%	47.9%	47.9%	48.0%	江阴银行	10.2%	11.7%	9.7%	8.1%
20	贵阳银行	39.1%	41.9%	44.2%	44.6%	46.6%	47.5%	南京银行	10.8%	10.6%	8.6%	7.3%
21	渝农商行	44.7%	46.0%	46.8%	46.4%	46.8%	46.9%	苏农银行	9.5%	9.2%	8.3%	7.1%
22	西安银行	56.1%	52.6%	46.7%	47.2%	47.0%	46.2%	宁波银行	3.4%	4.3%	6.1%	6.9%
23	宁波银行	42.3%	42.8%	44.2%	43.4%	44.9%	45.6%	贵阳银行	7.3%	7.0%	6.8%	6.4%
24	上海银行	44.6%	46.1%	45.3%	45.2%	44.8%	44.7%	常熟银行	7.7%	8.5%	7.2%	6.3%
25	杭州银行	41.4%	42.3%	43.4%	44.2%	44.4%	43.9%					
	上市银行	55.8%	57.6%	57.7%	57.4%	57.3%	57.9%					
	国有行	56.4%	58.6%	58.6%	58.5%	58.3%	59.0%					
	股份行	57.2%	58.2%	57.9%	57.7%	57.4%	57.8%					
	城商行	47.1%	48.5%	51.0%	49.3%	49.6%	49.8%					
	农商行	51.3%	53.8%	55.2%	53.9%	55.1%	55.4%					

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 13：沪农商行房地产贷款占比总贷款情况

房地产贷款占比	2020	2021	2022	1H23
沪农商行	19.8%	17.8%	15.0%	15.0%
青农商行	16.0%	13.0%	10.4%	9.3%
上海银行	14.3%	12.8%	9.9%	9.0%
紫金银行	5.1%	5.1%	4.8%	4.2%
苏农银行	2.4%	1.5%	2.1%	2.0%
张家港行	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%
常熟银行	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%
江阴银行	0.3%	0.2%	0.3%	0.7%
无锡银行	1.1%	0.7%	0.5%	0.6%
渝农商行	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%
农商行	3.9%	3.1%	2.6%	2.3%
上市银行	6.4%	5.9%	5.5%	5.4%
沪农-农商行	15.9%	14.8%	12.4%	12.7%
沪农-上市银行	13.4%	12.0%	9.4%	9.7%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 14：沪农商行对公各行业贷款占比情况

占总贷款	2018	2019	2020	2021	1H22	2022	1H23
基建类	15.5%	14.9%	15.3%	14.4%	14.9%	15.2%	15.5%
房地产类	20.2%	20.8%	19.8%	17.8%	16.2%	15.0%	15.0%
建筑类	2.3%	2.1%	1.9%	1.9%	1.7%	1.7%	1.8%
批发零售	4.0%	3.2%	4.5%	4.2%	4.5%	4.3%	4.6%
制造业	9.6%	9.5%	10.4%	10.8%	11.2%	11.1%	11.6%
其他	6.6%	5.8%	7.2%	7.9%	8.3%	9.7%	9.8%
合计	58.2%	56.4%	59.2%	57.0%	56.7%	57.0%	58.3%
占对公贷款	2018	2019	2020	2021	1H22	2022	1H23
基建类	26.6%	26.5%	25.9%	25.2%	26.4%	26.8%	26.6%
房地产类	34.7%	36.9%	33.5%	31.3%	28.5%	26.3%	25.8%
建筑类	3.9%	3.8%	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
批发零售	6.8%	5.7%	7.6%	7.4%	7.9%	7.6%	7.8%
制造业	16.5%	16.8%	17.6%	19.0%	19.7%	19.4%	20.0%
其他	11.4%	10.3%	12.2%	13.8%	14.6%	17.0%	16.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 15: 沪农商行消费贷占比总贷款情况

消费贷占比总贷款	2020	2021	2022	1H23
宁波银行	25.9%	25.5%	23.3%	22.9%
苏农银行	5.7%	4.6%	16.7%	17.0%
西安银行	20.8%	20.0%	15.9%	16.8%
江苏银行	16.5%	18.2%	17.1%	16.6%
南京银行	14.0%	14.9%	15.8%	15.3%
长沙银行	11.2%	11.8%	13.0%	13.3%
渝农商行	10.5%	13.0%	11.3%	11.0%
常熟银行	10.6%	10.4%	11.1%	10.9%
北京银行	3.8%	5.6%	7.5%	8.2%
张家港行	5.8%	5.2%	6.6%	7.8%
上海银行	14.4%	11.6%	8.5%	7.6%
杭州银行	9.5%	9.6%	9.4%	7.0%
苏州银行	7.3%	6.2%	6.8%	6.3%
青岛银行	4.5%	7.8%	6.3%	6.2%
沪农商行	5.0%	5.9%	6.0%	5.6%
无锡银行	4.2%	2.9%	3.7%	4.1%
厦门银行	3.5%	3.9%	3.9%	3.7%
江阴银行	1.1%	2.0%	2.9%	3.2%
郑州银行	1.2%	1.5%	2.1%	2.8%
重庆银行	11.2%	6.4%	3.0%	2.5%
成都银行	0.3%	0.5%	0.4%	1.7%
青农商行	1.2%	1.0%	1.3%	1.5%
贵阳银行	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%
农商行	7.0%	7.9%	8.5%	8.6%
上市银行	3.6%	3.5%	3.4%	3.5%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

图表 16: 沪农商行个人经营贷占比总贷款情况

个人经营贷占比总贷款	2020	2021	2022	1H23
常熟银行	36.9%	39.8%	38.4%	39.4%
张家港行	23.9%	26.4%	24.8%	24.0%
厦门银行	15.1%	16.0%	20.4%	21.8%
渝农商行	13.2%	15.4%	16.1%	16.7%
青农商行	11.9%	12.8%	14.9%	15.4%
杭州银行	14.5%	14.5%	14.8%	15.1%
苏州银行	13.0%	14.4%	15.7%	15.0%
郑州银行	10.8%	9.7%	10.1%	9.9%
齐鲁银行	8.5%	8.4%	9.2%	9.2%
沪农商行	2.6%	5.5%	8.1%	8.6%
江阴银行	5.3%	8.4%	8.6%	8.5%
北京银行	7.1%	8.0%	8.7%	8.3%
上海银行	2.9%	4.3%	7.7%	8.0%
宁波银行	8.7%	8.8%	8.0%	7.8%
重庆银行	7.1%	7.1%	6.4%	6.0%
贵阳银行	8.9%	8.1%	7.1%	6.0%
长沙银行	6.8%	7.7%	6.9%	6.0%
无锡银行	1.8%	3.2%	4.2%	4.5%
青岛银行	5.2%	4.8%	3.7%	3.6%
江苏银行	2.1%	2.5%	3.1%	3.2%
西安银行	4.2%	3.5%	3.5%	2.9%
南京银行	4.0%	3.7%	3.1%	2.6%
成都银行	0.7%	1.0%	1.6%	1.8%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

3、负债分析: 活期占比高, 公私活期均维持正增

- 负债结构来看, 截至 3Q23, 沪农商存款/计息负债在 80%左右, 存款占比比较高。存款结构方面, 截至 1H23, 活期占比 33.5%, 在上市农商行中较为优秀; 主要是对公活期贡献, 对公活期、个人活期分别占比存款 26%和 7.5%。存款增速来看, 1H23 个人活期、企业活期均维持正增, 个人定期增速较高, 存款定期化趋势延续。

图表 17: 沪农商行存款占比计息负债情况

存款/计息负债	2020	2021	2022	1Q23	1H23	3Q23
江阴银行	81.28%	84.39%	84.50%	84.55%	87.52%	92.86%
青农商行	67.25%	68.75%	72.67%	72.49%	72.71%	87.92%
常熟银行	86.37%	84.05%	84.51%	85.14%	86.60%	85.74%
苏农银行	84.86%	85.05%	85.47%	86.58%	85.70%	85.13%
无锡银行	88.14%	87.01%	92.38%	91.10%	93.19%	84.53%
沪农商行	78.68%	81.22%	82.92%	81.99%	80.44%	79.94%
渝农商行	70.46%	66.17%	67.71%	69.39%	69.50%	77.70%
张家港行	83.14%	84.30%	84.41%	86.91%	87.58%	72.27%
紫金银行	74.29%	83.79%	86.85%	85.15%	86.77%	69.59%
上海银行	58.97%	60.70%	60.68%	61.66%	60.07%	59.75%
农商行	74.81%	73.91%	76.06%	76.93%	77.56%	77.33%
上市银行	76.86%	76.55%	76.96%	77.84%	77.47%	77.70%
沪农-农商行平均	3.87%	7.31%	6.86%	5.06%	2.88%	2.61%
沪农-上市银行平均	1.82%	4.67%	5.96%	4.15%	2.97%	2.24%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

图表 18: 沪农商行活期存款占比总存款情况

活期存款/存款	2020	1H21	2021	1H22	2022	1H23
上海银行	40.83%	40.56%	37.96%	37.48%	36.18%	38.39%
苏农银行	47.97%	43.35%	43.93%	37.90%	38.59%	34.34%
沪农商行	40.03%	N.A.	37.38%	36.99%	36.31%	33.51%
青农商行	40.08%	37.48%	34.99%	33.64%	31.90%	31.68%
江阴银行	33.08%	33.18%	34.59%	30.90%	31.94%	30.92%
紫金银行	43.44%	36.14%	35.27%	33.00%	30.92%	28.68%
渝农商行	34.66%	30.46%	30.48%	29.07%	30.40%	26.14%
无锡银行	30.25%	29.82%	29.57%	27.13%	27.65%	24.36%
张家港行	34.02%	30.68%	31.32%	27.23%	25.82%	24.20%
常熟银行	36.53%	35.75%	29.09%	26.18%	25.54%	24.16%
农商行	36.67%	33.37%	32.48%	30.15%	30.25%	27.45%
上市银行	48.60%	47.61%	47.03%	44.98%	43.94%	41.52%
沪农-农商行平均	3.36%	N.A.	4.90%	6.85%	6.06%	6.06%
沪农-上市银行平均	-8.57%	N.A.	-9.65%	-7.99%	-7.64%	-8.02%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 19：沪农商行企业活期存款占比总存款情况

企业活期/存款	2020	2021	2022	1H23
上海银行	34.25%	31.22%	28.18%	31.26%
沪农商行	31.88%	29.55%	27.66%	26.00%
苏农银行	37.68%	33.07%	27.56%	25.32%
紫金银行	33.70%	26.76%	22.11%	21.20%
江阴银行	22.01%	23.47%	19.76%	20.17%
青农商行	27.36%	22.40%	18.55%	18.75%
张家港行	24.69%	21.85%	16.51%	15.53%
无锡银行	21.55%	20.92%	17.10%	15.47%
常熟银行	21.72%	15.63%	13.77%	14.54%
渝农商行	16.87%	13.80%	12.71%	10.91%
农商行	22.7%	19.2%	16.5%	15.4%
上市银行	29.5%	28.5%	25.7%	24.9%
沪农-农商行平均	9.2%	10.3%	11.2%	10.6%
沪农-上市银行平均	2.4%	1.0%	2.0%	1.1%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 20：沪农商行个人活期存款占比总存款情况

个人活期/存款	2020	2021	2022	1H23
渝农商行	17.79%	16.68%	17.69%	15.23%
青农商行	12.71%	12.59%	13.35%	12.93%
江阴银行	11.07%	11.12%	12.18%	10.75%
常熟银行	14.80%	13.46%	11.77%	9.62%
苏农银行	10.29%	10.86%	11.03%	9.03%
无锡银行	8.69%	8.65%	10.55%	8.89%
张家港行	9.34%	9.47%	9.31%	8.66%
沪农商行	8.15%	7.83%	8.64%	7.51%
紫金银行	9.75%	8.51%	8.81%	7.48%
上海银行	6.58%	6.74%	8.01%	7.13%
农商行	13.99%	13.26%	13.80%	12.01%
上市银行	19.10%	18.49%	18.24%	16.59%
沪农-农商行平均	-5.84%	-5.43%	-5.15%	-4.50%
沪农-上市银行平均	-10.95%	-10.66%	-9.60%	-9.08%

4、息差分析：上海竞争激烈，资产定价偏低；深耕郊区，负债端有成本优势

- 净息差低于同业平均，与同业平均差距保持在 20bp 左右：**截至 3Q23 沪农商单季年化净息差 1.65%，环比略有下行，在上市农商行中位于中游。
- 深耕郊区，负债端具备成本优势：**截至 3Q23 单季年化计息负债成本率 2.06%，环比略有下降，在上市农商行中处于较优位置，与农商行平均保持在 10bp 左右的成本优势；由于深耕郊区，负债端竞争弱于市区，负债成本低于上海银行的 2.16%。
- 上海金融资源集中，资产端定价偏低：**截至 3Q23 单季年化资产收益率 3.6%，低于行业平均，与上海银行接近。

图表 21：沪农商行单季年化净息差情况

单季年化净息差	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
常熟银行	3.00%	3.10%	3.15%	3.03%	2.99%	3.04%	2.70%	3.02%	2.86%	2.80%
张家港行	2.45%	2.57%	2.40%	2.32%	2.28%	2.32%	2.23%	2.16%	2.05%	2.01%
江阴银行	1.98%	2.09%	2.24%	2.16%	2.13%	2.13%	1.99%	2.03%	1.86%	1.78%
青农商行	2.20%	2.20%	1.97%	1.93%	2.01%	2.05%	2.02%	1.87%	1.85%	1.87%
渝农商行	2.23%	2.24%	2.10%	2.09%	2.01%	1.92%	2.06%	1.84%	1.78%	1.76%
沪农商行	1.94%	2.00%	1.95%	1.86%	1.95%	1.94%	1.79%	1.69%	1.70%	1.65%
无锡银行	1.88%	1.84%	1.89%	1.81%	1.73%	1.71%	1.73%	1.61%	1.62%	1.57%
苏农银行	2.11%	2.42%	1.82%	2.15%	1.91%	1.92%	1.86%	1.89%	1.58%	1.53%
紫金银行	1.74%	1.74%	1.94%	1.84%	1.70%	1.94%	1.78%	1.67%	1.57%	1.66%
上海银行	1.73%	1.70%	1.97%	1.69%	1.61%	1.46%	1.36%	1.40%	1.39%	1.38%
农商行	2.22%	2.26%	2.16%	2.13%	2.07%	2.07%	2.06%	1.96%	1.88%	1.86%
上市银行	2.02%	2.03%	2.05%	2.00%	1.92%	1.91%	1.84%	1.75%	1.69%	1.65%
沪农-农商行平均	-0.28%	-0.26%	-0.21%	-0.27%	-0.12%	-0.13%	-0.27%	-0.27%	-0.18%	-0.21%
沪农-上市银行平均	-0.08%	-0.03%	-0.10%	-0.14%	0.03%	0.03%	-0.05%	-0.06%	0.01%	0.00%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 22：沪农商行单季年化计息负债成本情况

单季年化计息负债成本率	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
渝农商行	2.31%	2.33%	2.35%	2.28%	2.20%	2.16%	2.06%	2.06%	2.06%	2.06%
沪农商行	2.17%	2.21%	2.21%	2.14%	2.08%	2.11%	2.11%	2.07%	2.08%	2.06%
江阴银行	2.27%	2.31%	2.26%	2.18%	2.18%	2.19%	2.11%	2.06%	2.08%	2.07%
苏农银行	2.07%	2.16%	2.07%	2.02%	2.10%	2.15%	2.10%	2.09%	2.13%	2.14%
青农商行	2.19%	2.25%	2.28%	2.24%	2.19%	2.19%	2.17%	2.15%	2.16%	2.19%
上海银行	2.24%	2.24%	2.30%	2.22%	2.13%	2.12%	2.16%	2.19%	2.22%	2.16%
无锡银行	2.46%	2.45%	2.41%	2.41%	2.38%	2.38%	2.31%	2.39%	2.35%	2.36%
紫金银行	2.18%	2.38%	2.33%	2.29%	2.25%	2.29%	2.30%	2.30%	2.38%	2.28%
常熟银行	2.31%	2.37%	2.37%	2.36%	2.34%	2.26%	2.34%	2.32%	2.39%	2.31%
张家港行	2.47%	2.53%	2.65%	2.47%	2.45%	2.44%	2.45%	2.45%	2.45%	2.44%
农商行	2.26%	2.29%	2.31%	2.28%	2.27%	2.25%	2.23%	2.16%	2.18%	2.18%
上市银行	2.29%	2.30%	2.32%	2.28%	2.25%	2.22%	2.18%	2.06%	2.07%	2.07%
沪农-农商行平均	-0.09%	-0.08%	-0.10%	-0.14%	-0.19%	-0.14%	-0.12%	-0.09%	-0.10%	-0.12%
沪农-上市银行平均	-0.12%	-0.09%	-0.11%	-0.14%	-0.17%	-0.11%	-0.07%	0.01%	0.01%	-0.01%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 23：沪农商行单季年化生息资产收益率情况

单季年化生息资产收益率	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
常熟银行	5.15%	5.31%	5.37%	5.24%	5.18%	5.16%	4.87%	5.18%	5.07%	4.91%
张家港行	4.73%	4.89%	4.81%	4.60%	4.54%	4.55%	4.47%	4.41%	4.32%	4.29%
青农商行	4.45%	4.51%	4.30%	4.22%	4.23%	4.27%	4.21%	4.06%	4.06%	4.11%
江阴银行	4.12%	4.27%	4.36%	4.21%	4.18%	4.18%	3.97%	4.02%	3.89%	3.77%
渝农商行	4.38%	4.42%	4.31%	4.23%	4.08%	3.98%	4.01%	3.81%	3.77%	3.76%
无锡银行	4.21%	4.15%	4.15%	4.07%	3.97%	3.93%	3.88%	3.81%	3.79%	3.75%
紫金银行	3.76%	3.94%	4.08%	3.94%	3.76%	4.02%	3.86%	3.79%	3.76%	3.74%
沪农商行	4.13%	4.19%	4.10%	3.96%	3.99%	4.00%	3.81%	3.66%	3.69%	3.60%
上海银行	4.04%	4.03%	4.31%	3.92%	3.76%	3.62%	3.57%	3.64%	3.67%	3.60%
苏农银行	4.06%	4.45%	3.77%	4.04%	3.88%	3.92%	3.82%	3.86%	3.59%	3.55%
农商行	4.38%	4.47%	4.37%	4.29%	4.19%	4.17%	4.12%	4.03%	3.97%	3.94%
上市银行	3.78%	3.81%	3.85%	3.78%	3.71%	3.75%	3.72%	3.66%	3.64%	3.62%
沪农-农商行平均	-0.25%	-0.28%	-0.27%	-0.33%	-0.20%	-0.17%	-0.31%	-0.37%	-0.28%	-0.34%
沪农-上市银行平均	0.35%	0.38%	0.25%	0.18%	0.28%	0.25%	0.09%	0.00%	0.05%	-0.02%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

5、资本分析：核心资本充足率位列上市城农商行第一位

- 核心一级资本充足率近年来维持高位，截至 3Q23，沪农商行核心一级资本充足率 13.25%，位列上市城农商行第一位，资本充足，支撑未来规模稳定增长和稳定分红。

图表 24：核心资本充足率位列上市城农商行第一位

核心一级资本充足率	2020	1Q21	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
沪农商行	11.67%			13.48%	13.06%	13.16%	13.05%	13.13%	12.96%	13.08%	12.90%	13.25%
渝农商行	11.96%	12.01%	11.99%	12.26%	12.47%	12.92%	12.82%	12.96%	13.10%	12.84%	12.86%	13.18%
瑞丰银行	14.66%		14.64%	15.45%	15.41%	14.89%	14.65%	14.69%	14.42%	13.72%	13.01%	12.96%
江阴银行	13.34%	12.90%	12.20%	12.68%	12.96%	12.66%	12.17%	12.74%	12.77%	12.95%	12.59%	12.81%
贵阳银行	9.30%	9.53%	10.37%	10.62%	10.62%	10.90%	10.77%	10.84%	10.95%	11.03%	11.06%	11.29%
无锡银行	9.03%	8.75%	8.62%	8.41%	8.74%	8.73%	9.03%	9.00%	10.97%	11.09%	11.56%	11.03%
西安银行	12.37%	12.31%	12.04%	11.92%	12.09%	12.61%	12.11%	11.82%	10.48%	10.45%	10.61%	10.63%
苏农银行	11.38%	10.65%	10.70%	10.72%	10.72%	10.64%	10.43%	10.69%	10.17%	10.09%	10.46%	10.30%
常熟银行	11.08%	10.65%	10.17%	10.12%	10.21%	10.01%	9.86%	10.12%	10.21%	9.84%	10.06%	10.24%
紫金银行	11.19%	10.16%	10.03%	9.76%	10.65%	10.20%	10.18%	10.51%	10.42%	9.51%	9.94%	10.21%
青农商行	9.73%	9.45%	9.10%	9.52%	9.62%	9.67%	9.63%	10.03%	9.77%	9.54%	9.81%	10.09%
厦/门银行	11.34%	10.94%	10.61%	10.54%	10.47%	10.19%	9.83%	9.72%	9.50%	9.66%	9.89%	#N/A
齐鲁银行	9.49%	9.06%	9.76%	9.44%	9.65%	9.55%	9.33%	9.27%	9.56%	9.53%	9.67%	9.73%
宁波银行	9.52%	9.39%	9.38%	9.39%	10.16%	9.93%	9.87%	9.96%	9.75%	9.60%	9.76%	9.72%
郑州银行	8.92%	9.08%	9.17%	9.62%	9.49%	9.36%	9.43%	9.54%	9.29%	9.42%	9.38%	9.68%
张家港行	10.35%	9.92%	9.53%	9.59%	9.82%	9.71%	9.55%	9.74%	9.36%	9.68%	9.46%	9.60%
南京银行	9.97%	9.67%	9.78%	10.09%	10.16%	9.75%	9.85%	9.88%	9.73%	9.61%	9.45%	9.58%
重庆银行	8.39%	9.10%	9.08%	9.25%	9.36%	9.98%	9.57%	9.63%	9.56%	9.32%	9.38%	9.40%
江苏银行	9.25%	8.77%	8.48%	8.75%	8.78%	8.41%	8.57%	8.75%	8.79%	8.38%	8.86%	9.40%
苏州银行	11.26%	10.62%	10.47%	10.42%	10.37%	9.78%	9.60%	9.78%	9.63%	9.49%	9.36%	9.37%
长沙银行	8.61%	9.66%	9.50%	9.82%	9.69%	9.66%	9.37%	9.49%	9.70%	9.35%	9.16%	9.33%
上海银行	9.34%	9.14%	8.98%	9.08%	8.95%	9.14%	8.93%	8.86%	9.14%	9.25%	9.16%	9.25%
北京银行	9.42%	9.41%	9.23%	9.53%	9.86%	9.87%	9.69%	9.96%	9.54%	9.55%	9.19%	9.25%
青岛银行	8.35%	8.44%	8.29%	8.35%	8.38%	9.30%	8.81%	9.16%	8.75%	8.61%	8.79%	8.37%
杭州银行	8.53%	8.35%	8.43%	8.51%	8.43%	8.17%	8.14%	8.27%	8.08%	8.10%	8.13%	8.31%
成都银行	9.26%	8.75%	8.23%	8.34%	8.70%	8.34%	8.14%	8.40%	8.47%	8.15%	8.56%	8.23%
农商行	11.21%	10.94%	10.74%	10.90%	11.14%	11.23%	11.13%	11.36%	11.46%	11.24%	12.18%	11.55%
上市银行	11.04%	10.99%	10.79%	11.02%	11.16%	11.13%	10.93%	11.16%	11.25%	11.05%	10.82%	10.91%
沪农-农商平均	0.46%	-10.94%	-10.74%	2.58%	1.92%	1.93%	1.92%	1.77%	1.50%	1.84%	0.72%	1.70%
沪农-上市银行平均	0.63%	-10.99%	-10.79%	2.46%	1.90%	2.03%	2.12%	1.97%	1.71%	2.03%	2.08%	2.34%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

6、分红率保持 30%+, 有望维持稳定

- 分红率保持 30%，有望维持稳定高分红。(1) 2021 年分红情况：2021 年前三季度补充 2020 年分红+年度分红，累计分红率 56%：按照中国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，从股东利益和公司发展等综合因素考虑，公司 2021 年前三季度额外分红一次，每 10 股派发现金股利人民币 2.60 元(含税)，是上市以来首次分红。叠加 2021 年年度分红比例 30%，因此 2021 年累计分红率 56%。(2) 2022 年继续维持 30% 分红率，当前资本充足率、利润维持稳定，下阶段分红有望保持稳定。

图表 25：上市银行分红率

	现金分红率			Pb估值			股息率		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
沪农商行		55.69%	30.06%					8.05%	4.91%
工商银行	30.01%	30.01%	30.01%	0.66	0.60	0.56	4.79%	5.28%	5.47%
建设银行	30.07%	30.08%	30.03%	0.74	0.68	0.62	4.44%	4.95%	5.29%
农业银行	30.00%	30.01%	30.01%	0.69	0.63	0.58	4.08%	4.56%	4.89%
中国银行	30.07%	30.04%	30.03%	0.67	0.62	0.57	4.17%	4.68%	4.92%
交通银行	30.08%	30.10%	30.06%	0.60	0.56	0.52	4.59%	5.14%	5.41%
邮储银行	30.00%	30.01%	30.01%	0.82	0.75	0.70	4.27%	5.07%	5.28%
招商银行	32.46%	32.01%	31.76%	1.28	1.12	0.99	3.73%	4.53%	5.17%
中信银行	25.38%	26.56%	25.94%	0.61	0.56	0.52	3.49%	4.15%	4.53%
浦发银行	24.16%	22.71%	18.36%	0.39	0.37	0.35	6.54%	5.59%	4.36%
民生银行	27.18%	27.12%	26.57%	0.36	0.34	0.33	5.29%	5.29%	5.31%
兴业银行	25.01%	26.01%	27.01%	0.64	0.56	0.51	4.96%	6.40%	7.34%
光大银行	30.00%	25.02%	25.05%	0.48	0.44	0.42	6.65%	6.36%	6.01%
华夏银行	21.77%	22.10%	24.35%	0.40	0.37	0.35	4.39%	4.93%	5.59%
平安银行	12.08%	12.18%	12.15%	0.73	0.66	0.59	1.68%	2.13%	2.67%
浙商银行	27.82%		32.80%	0.47	0.43	0.39	5.38%		7.02%
北京银行	29.52%	29.01%	26.47%	0.49	0.45	0.43	5.17%	5.26%	5.34%
南京银行	30.02%	30.00%	30.00%	0.82	0.72	0.65	4.21%	4.95%	5.72%
宁波银行	19.96%	16.89%	14.31%	1.46	1.24	1.09	2.25%	2.25%	2.25%
江苏银行	30.98%	30.00%	30.00%	0.77	0.70	0.63	3.87%	4.90%	6.01%
贵阳银行	18.52%	18.15%	17.96%	0.46	0.42	0.39	5.29%	5.29%	5.29%
杭州银行	29.08%	22.41%	20.31%	1.00	0.87	0.78	2.90%	2.90%	3.32%
上海银行	27.21%	25.78%	25.51%	0.52	0.48	0.44	5.68%	5.68%	5.68%
成都银行	27.58%	29.06%	29.16%	1.24	1.08	0.93	3.24%	4.44%	5.41%
长沙银行	24.11%	22.33%	20.66%	0.73	0.67	0.60	3.91%	4.28%	4.28%
青岛银行	33.91%	31.86%	30.21%	0.70	0.63	0.68	5.33%	4.73%	4.73%
郑州银行				0.43	0.44	0.43			
西安银行	30.63%	30.11%	30.25%	0.63	0.59	0.55	5.28%	5.28%	4.58%
苏州银行	31.11%	30.04%	30.88%	0.77	0.70	0.71	3.17%	3.70%	4.37%
厦门银行	26.06%	30.42%	30.54%	0.80	0.73	0.68	3.29%	4.57%	5.30%
齐鲁银行	32.74%	27.77%	23.75%	0.79	0.72	0.65	3.89%	3.97%	4.02%
重庆银行	29.30%	29.06%	28.19%	0.73	0.68	0.64	4.99%	5.22%	5.29%
江阴银行	36.99%	30.70%	24.19%	0.67	0.63	0.57	4.59%	4.59%	4.59%
无锡银行	25.55%	21.21%	21.50%	0.67	0.63	0.57	3.43%	3.43%	3.81%
常熟银行	30.40%	25.05%	24.97%	0.83	0.75	0.69	2.65%	2.65%	3.31%
苏农银行	28.43%	24.86%	20.41%	1.13	1.02	0.90	3.10%	3.31%	3.51%
张家港行	28.91%	22.19%	25.80%	0.66	0.60	0.56	3.88%	3.88%	4.85%
青农商行	28.16%	18.12%		0.75	0.67	0.74	5.40%	3.60%	
紫金银行	25.40%	24.16%	22.88%	0.65	0.61	0.57	3.77%	3.77%	3.77%
渝农商行	30.01%	30.00%	30.00%	0.54	0.45	0.44	4.75%	5.41%	5.81%
上市银行	27.85%	26.20%	25.89%	0.72	0.65	0.60	4.26%	4.49%	4.85%
国有行	30.04%	30.04%	30.02%	0.70	0.64	0.59	4.39%	4.95%	5.21%
股份行	25.09%	24.21%	24.89%	0.60	0.54	0.49	4.68%	4.92%	5.33%
城商行	28.05%	26.86%	25.88%	0.77	0.69	0.64	4.17%	4.49%	4.77%
农商行	29.23%	24.54%	24.25%	0.74	0.67	0.63	3.95%	3.83%	4.24%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

(三) 区域布局优势

1、差异化布局上海郊区，郊区覆盖优势明显

- 沪郊人口为市区两倍，且增速高于市区，郊区、浦东人口自2017年以来维持正增长。绝对量来看，上海郊区常住人口是市区人口的近两倍。截止至2022年，上海市区常住人口635.5万，浦东新区578.2万，上海郊区1262.2万。增速来看，自2018年后，郊区常住人口增速持续高于市区。2022年上海市区常住人口出现负增长，而浦东新区、上海郊区均实现正增，其中嘉定（2.1%）、宝山（1%）、金山（1%）增速较高。

图表 26：上海郊区及市区常住人口总数

常住人口总数 (万人)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
上海市区	608.8	689.5	690.0	688.7	687.1	669.2	654.8	635.5
浦东新区	547.5	550.1	552.8	555.0	556.7	568.6	576.8	578.2
上海郊区 (不含浦东)	1175.2	1180.1	1175.5	1180.1	1184.3	1250.6	1257.9	1262.2

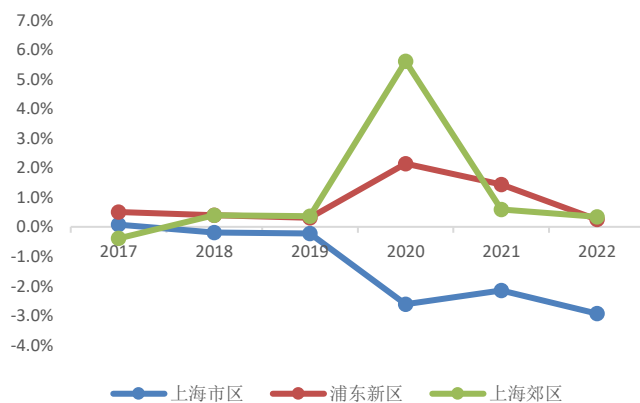
资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: 上海各区常住人口增速

各区常住人口增速	2017	2018	2019	2020	2021	2022
黄浦区	-0.2%	-0.2%	-0.5%	1.2%	-11.6%	-12.8%
静安区	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-7.5%	-1.2%	-2.6%
徐汇区	0.2%	-0.4%	0.9%	1.8%	0.0%	-1.5%
长宁区	0.7%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.3%	-1.6%
虹口区	-0.7%	-0.3%	-0.4%	-4.4%	-5.8%	-4.6%
杨浦区	0.3%	-0.1%	-0.6%	-4.6%	-1.2%	-2.5%
普陀区	0.2%	-0.2%	-0.5%	-2.6%	0.0%	-0.1%
浦东新区	0.5%	0.4%	0.3%	2.1%	1.4%	0.2%
闵行区	-0.2%	0.4%	0.2%	4.2%	0.6%	0.6%
青浦区	-0.8%	1.1%	1.2%	3.1%	1.7%	-2.1%
嘉定区	0.1%	0.4%	0.4%	14.7%	1.3%	2.1%
宝山区	0.0%	0.6%	0.1%	9.3%	0.7%	1.0%
松江区	-0.8%	0.6%	0.6%	7.7%	1.6%	0.8%
金山区	-0.5%	0.4%	0.2%	1.7%	-0.7%	1.0%
奉贤区	-1.0%	-0.3%	0.5%	-1.3%	0.4%	-1.8%
崇明区	-0.6%	-0.9%	-0.7%	-6.5%	-5.0%	-1.6%

资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: 上海郊区人口增速近年来持续高于市区



资料来源: wind, 中泰证券研究所

- 沪郊、浦东、市区GDP总额接近，郊区5y-GAGR接近市区，浦东总额、增速均最高。总量来看，浦东、市区、郊区GDP总额分别为1.6万亿、1.47万亿、1.34万亿，总规模较为接近，浦东GDP总量自2020年起超越市区，维持第一位。增速来看，2022年由于疫情封城，整体上海GDP增速放缓，过去五年GAGR来看，浦东、郊区、市区别为8.9%、6.2%、5.9%，郊区（含浦东）复合增速为7.4%。

图表 29: 上海郊区及市区年度 GDP 总额和增速

GDP (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	五年GAGR
上海市区	10117	10877	12865	12961	14125	14716	6.2%
浦东新区	9651	10462	12734	13207	15353	16013	8.9%
上海郊区	8784	10075	11789	12111	13296	13397	5.9%
上海郊区 (含浦东)	18435	20536	24523	25318	28649	29411	7.4%
GDP 增速	2017	2018	2019	2020	2021	2022	五年GAGR
上海市区	13%	8%	18%	1%	9%	4%	6.2%
浦东新区	11%	8%	22%	4%	16%	4%	8.9%
上海郊区 (不含浦东)	8%	15%	17%	3%	10%	1%	5.9%
上海郊区 (含浦东)	9%	11%	19%	3%	13%	3%	7.4%

资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 30: 上海各区对应 GDP 增速和沪农网点数量情况

GDP增速	2019	2020	2021	2022	2022年GDP (亿元)	沪农网点数量
浦东新区	21.72%	3.71%	16.25%	4.30%	16,013	75
黄浦区	13.55%	1.51%	10.91%	4.16%	3,023	6
闵行区	25.19%	1.75%	10.85%	1.30%	2,880	25
嘉定区	10.39%	-4.59%	8.73%	2.32%	2,768	26
静安区	25.39%	1.06%	10.43%	2.44%	2,628	10
徐汇区	26.61%	3.11%	12.02%	4.90%	2,558	16
杨浦区	12.74%	1.13%	-7.37%	6.44%	2,077	9
长宁区	16.24%	-5.33%	17.00%	5.24%	1,922	9
宝山区	11.45%	1.74%	9.32%	2.64%	1,771	27
松江区	23.45%	3.63%	8.87%	-1.80%	1,750	25
奉贤区	39.42%	1.45%	11.75%	3.08%	1,371	26
青浦区	8.56%	2.38%	10.32%	1.31%	1,334	22
虹口区	23.26%	1.39%	15.99%	3.73%	1,260	10
普陀区	10.97%	1.61%	8.59%	1.77%	1,248	19
金山区	6.70%	32.75%	9.89%	-5.50%	1,118	20
崇明区	7.80%	0.88%	7.30%	-1.36%	404	31

资料来源: wind, 公司财报, 中泰证券研究所

- 沪农在浦东深度布局，郊区网点数仅次于邮储，全市108个乡镇中，布设网点的乡镇达到106个。网点绝对数来看，沪农全上海网点数量356个，在可比同业（六大行、浦发、上银）中位列第三；其中沪农布局上海郊区网点277个，在可比同业中位列第二，仅次于邮储银行的300家；且在经济增速更快和人口增长更稳定的浦东新区，下辖近80家网点，位列同业第三。网点占比来看，沪农上海郊区网点占其上海地区网点的78%，位列第一。全市108个乡镇中，布设网点的乡镇达到106个，覆盖率高达98.1%。

图表 31: 上海主要银行各区网点数量

上海地区网点数量	邮储	沪农	工行	建行	农行	中行	上银	浦发	交行
黄浦	20	6	39	28	18	22	17	15	11
静安	21	10	37	23	19	24	21	11	7
徐汇	22	16	36	23	16	21	25	13	7
长宁	12	9	28	16	13	18	14	12	8
虹口	19	10	24	15	13	13	11	8	8
杨浦	22	9	25	21	17	14	12	6	9
普陀	17	19	25	15	15	12	17	10	10
市区网点总和	133	79	214	141	111	124	117	75	60
浦东	86	75	92	68	20	51	49	50	32
闵行	27	25	39	30	20	24	20	15	9
青浦	21	22	13	14	20	9	6	5	4
嘉定	27	26	14	15	20	10	8	4	5
宝山	35	27	28	28	20	12	11	9	10
松江	27	25	16	17	20	10	9	8	5
金山	16	20	11	8	19	5	4	3	2
奉贤	25	26	12	13	20	8	4	5	4
崇明	36	31	7	6	19	1	0	4	1
郊区网点总和	300	277	232	199	178	130	111	103	72
郊区网点数量排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9
上海地区总网点数	433	356	446	340	289	254	228	178	132
上海地区网点总数排名	2	3	1	4	5	6	7	8	9
郊区占总网点	69.3%	77.8%	52.0%	58.5%	61.6%	51.2%	48.7%	57.9%	54.5%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

2、“点一线一面”推进区域金融集团建设，多维布局长三角

- 沪农商扎根上海，多维布局长三角，以参股作为“起点”，以协同形成“连线”，以集团化构成“平面”，以“点一线一面”的三维方式推进区域性综合金融服务集团建设，为辐射长三角打下坚实的基础。
- **长三角布局一：昆山支行和嘉善支行，实现江浙布局。**自 2011 年起，沪农商就在浙江嘉善、江苏昆山设立了两家分支机构，定位于服务当地区域经济，实现在浙江、江苏的布局，与上海成功实现“总分联动”。其中，昆山支行在这十年间，定位服务当地经济发展、践行普惠金融，发挥了贯通沪昆的桥梁作用，成为上海农商银行服务长三角地区的重要落脚点；上海农商银行嘉善支行于 2021 年 7 月更名为上海农商银行浙江长三角一体化示范区支行，继续发挥上海与浙江的桥梁纽带作用。
- **长三角布局二：参股海门农商银行和杭州联合银行，进一步打开长三角布局。**以资本为纽带，以股权投资、搭建合作平台的方式推动区域产业协同发展。2019 年年底，参股江苏海门农商银行，持股比例为 8.96%。2023 年 3 月，参股杭州联合银行，持股比例 4%，杭州联合银行拥有 39 家分支机构，下辖网点 137 家，主要覆盖杭州市；截至 2023 年 9 月末，杭州联合银行资产总额 4885 亿元，负债总额 4522 亿元，各项存款总额为 3560 亿元，各项贷款总额为 3107 亿元，不良率 0.96%，核心一级资本充足率为 8.91%，整体经营稳健。
- **长三角布局三：设立长三角金融总部（2024 年 1 月 16 日，升级为长三角一体化示范区分行），专注长三角轻资本业务。**2020 年沪农商行成立长三角金融总部，并发布《上海农商银行长三角区域一体化服务方案》，不同于传统业务部门，坚持“专业化经营”、“综合化营销”、“平台化运作”，专注长三角轻资本业务。专业化方面，建立行业事业部，聚焦长三角特色产业集群，例如交通物流、新基建、医疗健康、高端制造等重点行业，通过加强行业研究，提升对实体产业的理解和把握，切实做到与客户同频共振。平台化方面，以供应链业务场景为抓手，进一步创新打造具有长三角区域特色的产能平台；以投行业务场景为抓手，搭建长三角特色综合金融服务平台。2024 年 1 月 16 日升级为长三角一体化示范区分行并正式开业，积极响应 2024 年 1 月政府发布的《长三角一体化示范区重大建设项目三年行动计划（2024-2026 年）》。
- **长三角布局四：设立子公司长江联合金融租赁，积极探索“银租联动”。**将银行信贷资金规模大、成本低等优势与融资租赁期限长、可控物和节税等特色有机整合，为长三角一体化发展输出“集团化”服务合力。截至 2022 年，长江金租总资产 342.6 亿，全年营收 12.7 亿，净利润 5.8 亿，总资产、营收、利润稳步增长，营收占全行营收比重、净利润占全行净利润比重均在 5%左右。

图表 32：长江金租营收和净利润贡献

长江金租（亿元）	2020	2021	2022	1H23
总资产	303.5	329.6	342.6	344.1
营业收入	11.4	11.8	12.7	6.5
净利润	3.3	4.4	5.8	3.3
营收占比全行	5%	5%	5%	5%
净利润占比全行	4%	4%	5%	5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 其他布局：牵头推进区域内农村金融机构协同：**上海农商银行自 2018 年起牵头推进区域内农村金融机构协同常态化，与众多长三角地区的农商银行建立长三角农村金融常态化工作机制，推动成员单位互联互通、资源共享、优势互补、深化合作，提供综合、优质、全面的金融服务。
 牵头开展自贸区分账核算业务合作：农信系统首家也是唯一一家获准开展自贸区分账核算业务的银行，上海农商银行帮助长三角兄弟农村金融机构“借船出海”，以开放务实的态度共享自贸区业务平台，并启动或深化外汇资金、代理结算、贸易融资等业务合作，截至 2022 年 12 月底共计对长三角地区 97 家中小银行授予了综合同业授信，总额超 1400 亿元。
 35 家村镇银行布局：沪农商于 2009 年在崇明县设立了上海市首家村镇银行，又于 2011 年在山东、湖南、云南三省和北京、深圳二市批量发起设立了 34 家村镇银行，前后一共设立 35 家，形成了“东中西有机结合，一南一北遥相呼应”的战略布局。

二、核心推荐理由一：资产质量稳健，市场重点风险可控

（一）综合指标：资产质量保持优异，安全边际维持高位

1、不良率维持 1% 以内，不良净生成压力小

- 截至 3Q23，沪农商行不良率一直维持在同业较低水平，维持稳定在 1% 以内，季度之间略有波动，相较农商行平均不良率低出 20bp 左右。沪农商行单季年化不良净生成率 0.48%，维持低位。

图表 33：沪农商行不良率同业对比

不良率	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
常熟银行	0.81%	0.81%	0.80%	0.78%	0.81%	0.75%	0.75%	0.75%
无锡银行	0.93%	0.87%	0.87%	0.86%	0.81%	0.78%	0.77%	0.78%
苏农银行	1.00%	0.99%	0.95%	0.94%	0.95%	0.94%	0.92%	0.91%
张家港行	0.94%	0.94%	0.91%	0.90%	0.89%	0.85%	0.88%	0.95%
沪农商行	0.95%	0.94%	0.96%	0.96%	0.94%	0.97%	0.95%	0.97%
江阴银行	1.32%	0.99%	0.98%	0.98%	0.98%	0.97%	0.98%	0.98%
紫金银行	1.45%	1.35%	1.20%	1.17%	1.20%	1.19%	1.19%	1.16%
渝农商行	1.25%	1.25%	1.23%	1.23%	1.22%	1.21%	1.21%	1.20%
上海银行	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.22%	1.21%
青农商行	1.74%	1.74%	1.72%	1.91%	2.19%	2.09%	1.93%	1.89%
农商行	1.24%	1.20%	1.17%	1.19%	1.22%	1.19%	1.16%	1.16%
上市银行	1.34%	1.33%	1.33%	1.31%	1.30%	1.27%	1.28%	1.27%
沪农-农商行平均	-0.29%	-0.26%	-0.21%	-0.23%	-0.28%	-0.22%	-0.21%	-0.19%
沪农-上市银行平均	-0.39%	-0.39%	-0.37%	-0.35%	-0.36%	-0.30%	-0.33%	-0.30%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 34: 沪农商行不良净生成率同业对比

不良净生成率-单季年化	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
紫金银行	0.49%	0.24%	-0.06%	0.59%	0.84%	0.20%	0.09%	0.28%
无锡银行	0.01%	0.23%	0.13%	0.58%	-0.06%	0.68%	0.10%	0.31%
沪农商行	0.30%	0.68%	0.35%	0.21%	0.32%	0.60%	0.46%	0.48%
苏农银行	1.46%	0.71%	-0.34%	0.58%	0.48%	0.76%	-0.91%	0.51%
渝农商行	1.82%	-0.05%	0.15%	1.49%	1.94%	-0.09%	0.87%	0.68%
常熟银行	0.88%	0.25%	0.62%	0.76%	0.31%	0.78%	0.56%	0.69%
上海银行	2.43%	1.35%	1.01%	1.59%	1.07%	1.02%	0.82%	1.11%
张家港行	0.36%	0.65%	0.06%	0.58%	1.23%	1.07%	0.97%	1.26%
江阴银行	-0.18%	-0.86%	0.20%	0.80%	-0.42%	0.85%	0.39%	1.54%
青农商行	2.97%	1.90%	2.35%	0.79%	2.35%	0.08%	1.96%	1.59%
农商行	1.40%	0.37%	0.48%	0.99%	1.27%	0.31%	0.72%	0.82%
上市银行	0.69%	0.76%	1.08%	0.73%	0.53%	0.60%	0.75%	0.57%
沪农-农商行平均	-1.10%	0.31%	-0.13%	-0.78%	-0.95%	0.29%	-0.26%	-0.34%
沪农-上市银行平均	-0.39%	-0.08%	-0.73%	-0.52%	-0.21%	0.00%	-0.29%	-0.09%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

2、关注类受新规影响有所上升, 关注类、逾期类占比均低于同业平均

- 从未来不良压力看, 一是关注类受《商业银行金融资产风险分类办法》影响有所上升。3Q23 关注类贷款占比环比上升 44bp 至 1.24%, 主要受 2023 年 7 月《商业银行金融资产风险分类办法》正式施行, 要求自 2023 年 7 月 1 日起新增逾期应纳入关注, 而存量逾期贷款调整设有两年过渡期, 于 2025 年 12 月 31 日前调整完成。二是逾期率受疫情封城影响先升后降, 低于行业平均。2022 年受上海疫情封城影响, 逾期率有所上升; 1H23 逾期率较 2022 年末下降 8bp 至 1.36%, 低于农商行平均水平。

图表 35: 沪农商行关注类占比同业对比

关注类占比	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
无锡银行	0.29%	0.24%	0.27%	0.26%	0.31%	0.31%	0.31%	0.43%
常熟银行	0.89%	0.94%	0.88%	0.87%	0.84%	0.82%	0.83%	1.05%
江阴银行	0.56%	0.51%	0.49%	0.94%	0.92%	0.86%	1.24%	1.07%
紫金银行	0.63%	0.72%	0.78%	0.78%	0.76%	N.A.	0.89%	1.08%
沪农商行	0.47%	0.47%	0.66%	0.63%	0.74%	0.57%	0.80%	1.24%
苏农银行	2.56%	2.41%	1.86%	1.76%	1.48%	1.36%	1.23%	1.27%
张家港行	1.61%	1.54%	1.61%	1.59%	1.50%	1.44%	1.47%	1.37%
上海银行	1.65%	1.60%	1.67%	1.80%	1.64%	1.77%	1.74%	1.72%
青农商行	5.59%	5.14%	5.08%	4.71%	5.62%	4.91%	5.15%	4.47%
渝农商行	1.92%	N.A.	1.75%	N.A.	1.29%	N.A.	1.14%	N.A.
农商行	2.06%	2.00%	1.86%	1.85%	1.74%	1.98%	1.61%	1.79%
上市银行	1.76%	1.48%	1.73%	1.48%	1.74%	1.50%	1.67%	1.51%
沪农-农商行平均	-1.59%	-1.53%	-1.20%	-1.22%	-1.00%	-1.41%	-0.81%	-0.55%
沪农-上市银行平均	-1.29%	-1.01%	-1.07%	-0.85%	-1.00%	-0.93%	-0.87%	-0.27%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

图表 36: 沪农商行逾期率同业对比

逾期率	2021	1H22	2022	1H23
苏农银行	0.49%	0.62%	0.65%	0.63%
无锡银行	0.93%	0.89%	0.76%	0.68%
常熟银行	0.90%	0.94%	1.06%	1.02%
紫金银行	1.16%	0.96%	1.20%	1.22%
沪农商行	1.08%	1.32%	1.44%	1.36%
渝农商行	1.18%	1.42%	1.33%	1.40%
张家港行	0.90%	1.15%	1.22%	1.43%
江阴银行	1.29%	1.06%	1.46%	
上海银行	2.08%	1.86%	1.70%	1.68%
青农商行	2.13%	1.73%	3.00%	2.39%
农商行	1.22%	1.23%	1.41%	1.38%
上市银行	1.29%	1.30%	1.31%	1.26%
沪农-农商行平均	-0.14%	0.09%	0.03%	-0.02%
沪农-上市银行平均	-0.21%	0.02%	0.13%	0.10%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

3、安全边际高，拨备覆盖率维持高位

- 沪农商行拨备覆盖率维持在 400%+，远超上市银行平均水平（245%），较上市农商行平均也高出近 60 个点，拨贷比保持在 4%以上，风险抵补能力强。

图表 37：沪农商行拨备覆盖率同业对比

拨备覆盖率	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
无锡银行	476.93%	519.91%	531.18%	539.05%	552.41%	554.61%	553.51%	547.35%
常熟银行	531.60%	532.76%	535.94%	542.05%	537.05%	547.31%	550.06%	536.99%
江阴银行	331.45%	456.81%	496.83%	496.21%	470.13%	481.03%	500.64%	473.14%
张家港行	475.61%	482.32%	533.16%	541.04%	521.04%	520.38%	510.18%	445.15%
苏农银行	412.23%	420.04%	436.56%	437.18%	443.11%	443.89%	452.36%	443.04%
沪农商行	442.49%	430.29%	433.14%	439.15%	445.31%	422.67%	432.06%	415.47%
渝农商行	340.12%	346.39%	376.65%	361.26%	357.55%	349.62%	350.66%	353.89%
上海银行	301.12%	303.60%	302.22%	302.80%	291.63%	286.83%	284.53%	290.02%
紫金银行	232.02%	241.41%	261.70%	260.37%	246.63%	253.47%	251.23%	253.66%
青农商行	231.75%	222.80%	219.97%	215.89%	207.58%	227.84%	237.15%	232.29%
农商行	336.62%	348.28%	369.81%	361.46%	350.29%	355.14%	361.67%	357.15%
上市银行	237.03%	240.48%	239.63%	241.28%	240.75%	244.53%	245.44%	245.16%
沪农-农商行平均	105.87%	82.01%	63.33%	77.69%	95.02%	67.53%	70.39%	58.32%
沪农-上市银行平均	205.46%	189.81%	193.51%	197.87%	204.56%	178.14%	186.62%	170.31%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 38：沪农商行历年资产质量细项拆分

	2020	2021	2022	1Q23	1H23	3Q23	环比变动	同比变动
不良维度								
不良率	0.99%	0.95%	0.94%	0.97%	0.95%	0.97%	0.02%	0.01%
不良净生成率（累计年化）	0.57%	0.30%	0.32%	0.60%	0.46%	0.48%	0.02%	0.27%
不良核销转出率	38.53%	18.89%	24.90%	46.02%	40.09%	40.93%	0.84%	27.45%
关注类占比	0.76%	0.47%	0.74%	0.57%	0.80%	1.24%	0.44%	0.61%
(关注+不良)/贷款总额		1.42%	1.69%	1.54%	1.75%	2.21%	0.46%	0.63%
(关注+不良)净生成率		0.52%	1.51%	-0.19%	1.64%	2.12%	0.48%	1.72%
逾期维度							比半年度变动	同比变动
逾期率	1.34%	1.08%	1.44%		1.36%			
逾期90天以上/贷款总额	0.80%	0.78%	0.81%		0.79%			
逾期净生成率（单季年化）	4.12%	3.35%	1.06%		0.43%			
逾期90天以上净生成率（单季年化）	2.94%	2.71%	0.55%		0.48%			
逾期/不良	135.61%	114.07%	152.08%		143.68%			
逾期90天以上/不良贷款余额	80.72%	82.43%	86.00%		83.05%			
拨备维度							环比变动	同比变动
信用成本（累积）	0.99%	0.76%	0.52%		0.41%			
拨备覆盖率	419.16%	442.49%	445.31%	422.67%	432.06%	415.47%	-16.59%	-23.68%
拨备/贷款总额	4.14%	4.20%	4.21%	4.10%	4.10%	4.03%	-0.07%	-0.18%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

（二）地产链条风险：存量风险较低，上海房市支撑，抵押物风险可控

1、对公地产不良率处于行业较低水平，地产贷款占比不断下降

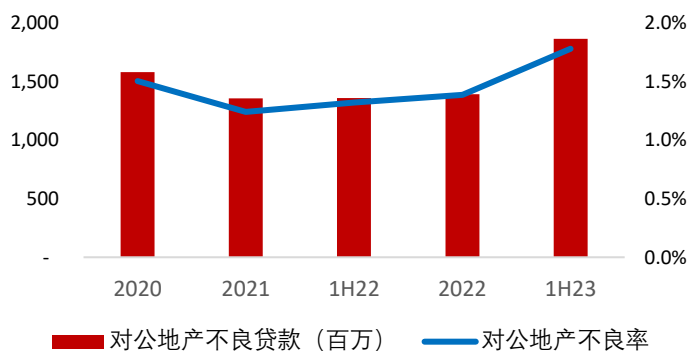
- **对公地产不良率方面**，地产不良率受行业因素小幅上升，但截至 1H23 仍维持在 2%以内，在上市银行中属于较低水平，低于上市银行平均值 3.58%，也低于农商行（披露样本较少）平均值 4.64%。**地产占比方面**，沪农商对公房地产贷款规模整体维持稳定，地产占对公贷款比重不断下降，近三年下降 7.7 个点至 1H23 的 25.8%。

图表 39：上市银行对公房地产贷款不良率变化

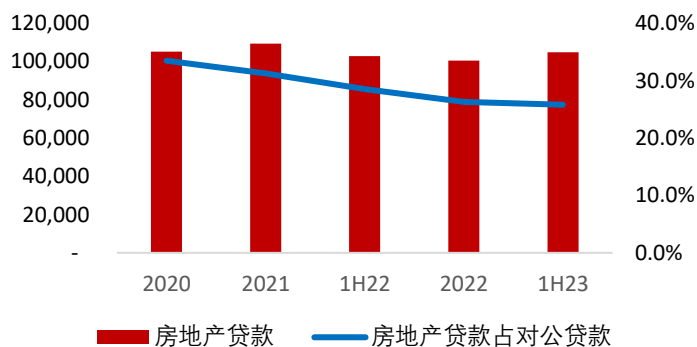
对公房地产贷款不率	2019	2020	2021	2022	1H23
工商银行	1.20%	1.69%	3.63%	4.56%	4.99%
建设银行	0.80%	1.14%	1.62%	3.78%	4.14%
农业银行	1.42%	1.78%	3.21%	5.16%	5.44%
中国银行	0.28%	2.63%	2.86%	4.12%	2.95%
交通银行	0.33%	1.35%	1.25%	2.80%	3.39%
邮储银行	0.02%	0.02%	0.02%	1.45%	1.01%
招商银行	0.44%	0.30%	1.41%	4.08%	5.52%
中信银行	1.19%	3.35%	3.63%	3.08%	5.29%
浦发银行	2.63%	2.07%	2.75%	3.06%	2.88%
民生银行	0.28%	0.69%	2.66%	4.28%	5.13%
兴业银行	0.84%	0.92%	1.08%	1.30%	0.81%
光大银行	0.45%	0.73%	1.23%	3.89%	4.22%
华夏银行	0.07%	0.01%	0.66%	2.82%	3.77%
平安银行	1.18%	0.21%	0.22%	1.43%	1.01%
浙商银行	0.29%	0.09%	0.62%	1.66%	2.31%
北京银行					
南京银行	0.82%	0.00%	0.08%	0.96%	1.37%
宁波银行	1.02%	1.37%	0.61%	0.41%	0.28%
江苏银行	0.57%	0.04%	1.47%	1.92%	2.13%
贵阳银行	1.46%	6.33%	3.77%	3.77%	2.20%
杭州银行	0.27%	2.79%	3.78%	3.45%	3.85%
上海银行	0.10%	2.39%	3.05%	2.56%	2.06%
成都银行	0.02%	0.02%	1.18%	2.40%	2.17%
长沙银行					
青岛银行	0.52%	0.49%			
郑州银行	0.15%	1.25%	3.47%	4.06%	4.19%
西安银行	0.72%	0.92%	1.23%		
苏州银行		1.36%	6.66%	4.55%	3.20%
厦门银行			3.67%	4.81%	5.22%
齐鲁银行	0.24%	0.31%	1.45%	2.52%	6.78%
重庆银行	1.79%	3.88%	4.71%	5.88%	7.14%
兰州银行	1.35%	1.98%			
江阴银行					
无锡银行					
常熟银行					
苏农银行					
张家港行					
青农商行	1.63%	2.34%	3.44%	6.10%	3.02%
紫金银行					
渝农商行	8.61%			7.29%	9.11%
沪农商行	0.85%	1.50%	1.24%	1.39%	1.78%
瑞丰银行					
上市银行	1.02%	1.42%	2.22%	3.32%	3.58%
国有行	0.81%	1.72%	2.51%	4.08%	4.18%
股份行	0.82%	0.93%	1.58%	2.85%	3.44%
城商行	0.69%	1.65%	2.70%	3.11%	3.38%
农商行	3.70%	1.92%	2.34%	4.93%	4.64%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 40：沪农商对公地产不良贷款（百万元）及不良率



图表 41：沪农商对公地产贷款规模（百万元）及占比



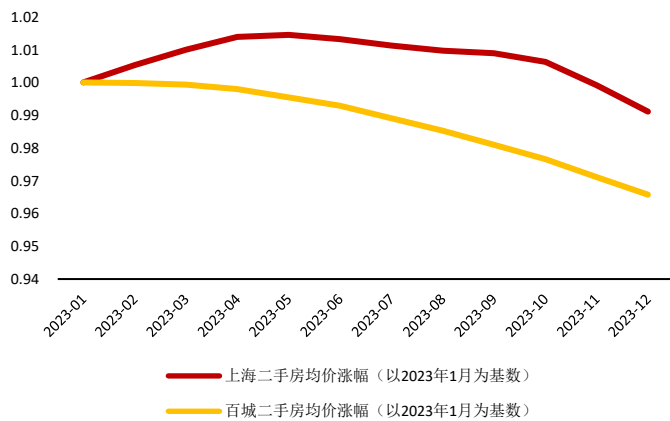
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

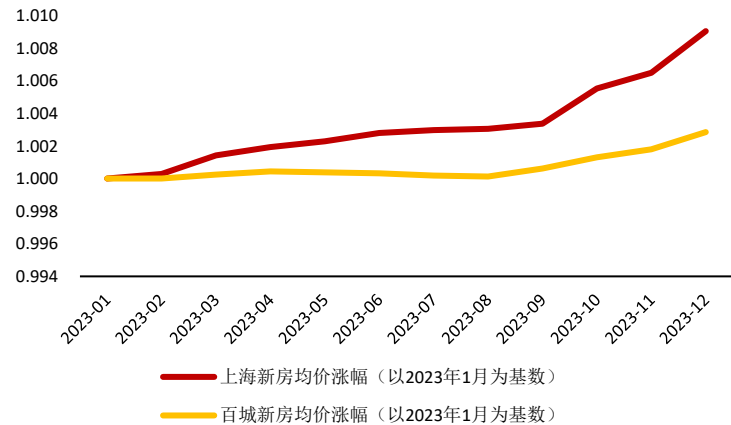
2、上海房市价格较为坚挺，抵押物更为保值

- **上海房市价格较为坚挺，抵押物更为保值，且郊区成交量显著优于市区。**
（1）过去一年上海一二手房成交价降幅均小于全国，房价较为坚挺，银行抵押物更为保值：二手房方面，以 2023 年 1 月二手房成交均价为基数，上海全年各月二手房成交均价变化幅度较为平坦，直到 2023 年 12 月房价才跌至 1 月水平以下；而全国百城 2023 年 1-12 月二手房成交均价基本呈逐月下降趋势。新房方面，以 2023 年 1 月成交均价为基数，上海全年各月成交均价环比持续小幅上升，全国百城有涨有跌，整体涨幅显著弱于上海。
（2）郊区新房成交量显著优于市区。2023 年 12 月上海各区成交量前十名中，郊区占 80%，前五名分别为浦东、闵行、嘉定、徐汇、青浦。

图表 42：上海二手房成交均价更稳定



图表 43：上海一手房成交均价涨幅更高



资料来源：中指研究院，中泰证券研究所

资料来源：中指研究院，中泰证券研究所

图表 44：上海各区 2023 年 12 月房地产成交套数与成交金额

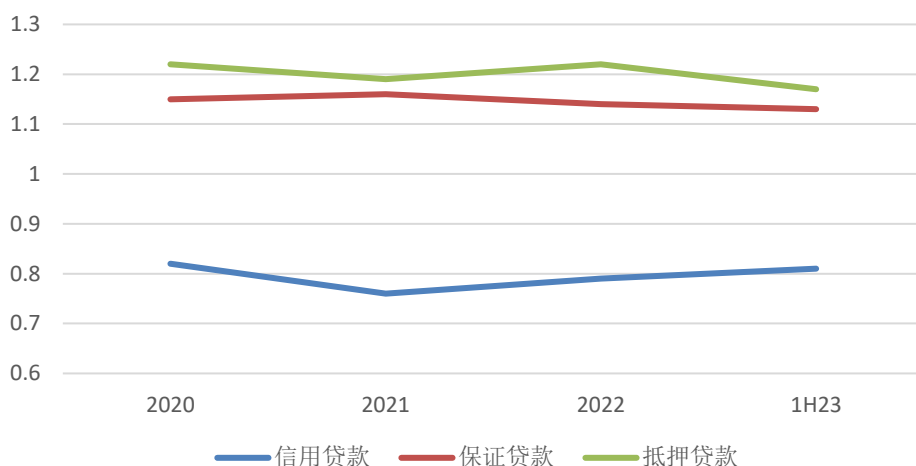


资料来源：中指研究院，中泰证券研究所

3、按照担保方式看：抵押贷款占半壁江山，其不良率近三年下降 5bp

- 按照担保方式来看，各类贷款资产质量相对稳定，其中：截至 1H23，

信用、保证、抵押、质押贷款分别占总贷款比重为 19.6%/16.7%/50.8%/13%。(1) 信用贷款不良率在 2020 年达 0.82%，此后先降后升，截至 1H23 为 0.81%。(2) 保证贷款不良率总体有所下降，由 2020 年的 1.15% 下降至 1H23 的 1.13%。(3) 抵押贷款规模占比高，不良规模占比也高，不良率总体有所下降，由 2020 年的 1.22% 下降至 1H23 的 1.17%。(4) 质押贷款不良率维持较低水平，截至 1H23 为 0.06%。

图表 45: 按照担保方式分类-各类贷款资产质量相对稳定 (%)


资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

图表 46: 按照担保方式分类-各类贷款规模及不良情况 (百万元)

(百万元)		2020	2021	2022	1H23	占贷款总额&不良总额比重
信用贷款	贷款余额	741,740	1,006,058	1,065,408	1,362,932	占总贷款比重 19.6%
	不良贷款余额	6,090	7,603	8,437	11,004	占不良总额比重 16.7%
	不良贷款率 (%)	0.82	0.76	0.79	0.81	
保证贷款	贷款余额	677,399	866,059	1,075,265	1,160,281	占总贷款比重 16.7%
	不良贷款余额	7,801	10,041	12,243	13,153	占不良总额比重 19.9%
	不良贷款率 (%)	1.15	1.16	1.14	1.13	
抵押贷款	贷款余额	3,148,904	3,397,615	3,478,992	3,537,214	占总贷款比重 50.8%
	不良贷款余额	38,484	40,481	42,545	41,395	占不良总额比重 62.7%
	不良贷款率 (%)	1.22	1.19	1.22	1.17	
质押贷款	贷款余额	738,684	866,034	1,086,565	904,713	占总贷款比重 13.0%
	不良贷款余额	74	145	132	514	占不良总额比重 0.8%
	不良贷款率 (%)	0.01	0.02	0.01	0.06	
贷款和垫款总额	贷款余额	5,306,726	6,135,766	6,706,230	6,965,141	
	不良贷款余额	52,450	58,270	63,358	66,066	
	不良贷款率 (%)	0.99	0.95	0.94	0.95	

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

4、普惠小微贷款不良率维持低位

- 或与抵押物更为保值相关，普惠小微贷款不良率由 2022 的 1.35% 下降至 1H23 的 1.26%，整体维持在低位。

图表 47: 沪农商普惠小微贷款不良率保持稳定

普惠小微贷款	2020	2021	2022	1H23
余额(亿元)	408.53	552.67	641.13	745.01
户数(万户)	1.96	2.36	3.41	4.39
不良率			1.35%	1.26%
利率	4.81%	4.51%	4.35%	4.19%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

(三) 城投风险：上海隐债基本清零，财政实力较强，且沪农敞口小，风险可控

- **上海隐债基本清零，且债务压力较小，财政自给率足。**隐债方面，2021 年经国务院批准，上海市正式启动“全域无隐性债务”试点工作，截至 3Q22，上海浦东新区、奉贤区、崇明区、金山区、松江区、闵行区等多个区已实现隐性债务清零。虽然上海市官网还未正式披露全市隐债清零进度，但考虑到上海市财政实力强，其余区的隐债清零任务大概率也已基本完成。**上海市财政实力方面**，根据 2022 年数据，上海市各口径债务率均较低，在全国各省市中均较低，财政自给率更是高达 81%，土地依赖度也较低，整体财政实力较强。

图表 48：上海市财政实力较强（2022）

	负债率 (%)	负债率 (%) 宽口径	债务率 (%)	债务率 (%) 宽口径	财政自给率 (%)	土地财政依赖度
上海市	19.12	43.44	56.45	128.24	81.00	34.12%
北京市	25.39	70.77	116.21	323.91	76.51	27.74%
广东省	19.43	39.84	94.65	194.12	71.74	27.62%
天津市	53.00	138.31	278.67	727.20	67.11	18.48%
浙江省	25.95	101.63	84.64	331.44	66.9	55.02%
江苏省	16.84	84.77	72.62	365.53	62.13	54.60%
山西省	24.51	56.01	91.28	208.57	58.81	14.58%
山东省	26.98	73.06	115.61	313.10	58.56	45.49%
福建省	22.41	47.30	144.80	305.60	58.55	42.83%
陕西省	29.85	81.53	179.11	489.22	48.94	35.94%
内蒙古	40.33	52.05	284.69	367.44	47.99	12.43%
河北省	37.17	63.05	167.36	283.89	43.74	32.92%
重庆市	34.57	101.28	254.53	745.61	42.99	44.33%
安徽省	29.54	74.81	121.35	307.36	42.83	45.10%
四川省	31.20	100.31	96.72	310.99	40.98	48.75%
江西省	33.86	92.77	203.84	558.55	40.45	42.27%
辽宁省	37.89	54.70	158.02	228.12	40.37	16.81%
河南省	24.62	61.05	230.29	571.05	40.04	33.72%
海南省	51.14	53.32	121.32	126.50	39.72	35.87%
湖北省	25.87	73.01	221.62	625.49	38.03	45.77%
湖南省	31.65	81.98	110.23	285.52	34.44	49.48%
新疆	44.24	83.91	321.28	609.33	32.99	21.65%
贵州省	61.84	137.22	161.20	357.67	32.25	49.95%
云南省	41.78	100.91	149.45	360.92	29.10	23.74%
宁夏	39.38	59.71	112.33	170.35	29.06	21.80%
广西	36.93	90.67	117.23	287.78	28.64	38.97%
黑龙江省	45.85	61.14	493.06	657.45	23.67	10.34%
甘肃省	54.34	123.39	165.80	376.44	21.29	28.30%
吉林省	54.84	95.55	133.62	232.82	21.04	29.93%
青海省	84.33	105.77	175.71	220.39	16.66	21.87%
西藏	26.63	59.16	264.89	588.49	6.92	15.68%

资料来源：企业预警通，中泰证券研究所

- **沪农商平台类资产敞口较小，受化债影响小。**根据我们在外发报告《三个层次 | 本轮地方化债政策特点及影响——化债与银行专题（一）》、《专题测算 | 本轮地方化债对银行息差的影响——化债与银行专题（二）》的同标准测算：**敞口方面**，沪农商城投类资产敞口较小，测算整体平台类资产敞口占比在 13.3%（贷款、债券等敞口均采用谨慎标准测算，预计我们测算敞口规模及占比较实际情况偏高），低于上市银行平均水平 17%，低于农商行平均水平 15.3%。由于城投贷款测算采用，**化债影响方面**，中性假设下对沪农息差拖累 2bp，低于行业平均的 5bp，并且敞口测算较为严谨且上海隐债基本清零，预计影响较测算值更小。

图表 49：上市银行平台类资产敞口（亿元）

	负债成本率 (1H23)	城投债		城投贷款		城投非标		平台类资产合计	
		余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
工商银行	2.04%	7016	1.6%	73,154	16.8%	878	0.2%	81,048	18.6%
建设银行	1.93%	4014	1.0%	54,786	14.3%	146	0.0%	58,947	15.4%
农业银行	1.94%	2046	0.5%	56,668	14.9%	659	0.2%	59,372	15.6%
中国银行	2.13%	3629	1.2%	52,703	17.0%	149	0.0%	56,481	18.2%
交通银行	2.45%	2227	1.6%	21,002	15.2%	563	0.4%	23,792	17.2%
邮储银行	1.57%	2379	1.6%	12,365	8.2%	2,730	1.8%	17,474	11.6%
招商银行	1.71%	1573	1.5%	7,949	7.4%	816	0.8%	10,338	9.6%
中信银行	2.21%	1181	1.3%	11,185	12.7%	2,044	2.3%	14,411	16.3%
浦发银行	2.35%	1947	2.2%	9,552	10.7%	3,134	3.5%	14,632	16.4%
民生银行	2.44%	4187	5.5%	9,284	12.1%	467	0.6%	13,938	18.2%
兴业银行	2.35%	5018	5.1%	10,732	10.9%	4,716	4.8%	20,466	20.7%
光大银行	2.40%	3509	5.2%	8,416	12.5%	477	0.7%	12,402	18.4%
华夏银行	2.25%	1987	4.8%	7,006	17.1%	3,522	8.6%	12,515	30.5%
平安银行	2.25%	827	1.5%	857	1.6%	250	0.5%	1,934	3.5%
浙商银行	2.35%	1549	5.3%	3,386	11.6%	694	2.4%	5,629	19.3%
北京银行	2.13%	1151	3.2%	4,603	12.7%	1,956	5.4%	7,710	21.2%
南京银行	2.46%	951	4.3%	3,800	17.1%	1,750	7.9%	6,502	29.3%
宁波银行	2.09%	1370	5.3%	2,482	9.5%	751	2.9%	4,603	17.7%
江苏银行	2.36%	1205	3.7%	4,001	12.1%	536	1.6%	5,741	17.4%
贵阳银行	2.53%	166	2.5%	1,256	18.7%	741	11.1%	2,163	32.3%
杭州银行	2.31%	1416	8.1%	3,089	17.7%	643	3.7%	5,148	29.5%
上海银行	2.22%	2450	8.1%	3,736	12.3%	310	1.0%	6,495	21.4%
成都银行	2.28%	394	3.8%	2,561	24.9%	316	3.1%	3,272	31.8%
长沙银行	2.19%	527	5.3%	1,286	12.9%	467	4.7%	2,280	22.8%
青岛银行	2.33%	415	7.3%	891	15.7%	93	1.6%	1,399	24.6%
郑州银行	2.40%	77	1.2%	1,151	18.7%	369	6.0%	1,597	25.9%
西安银行	2.59%	348	8.2%	565	13.4%	141	3.3%	1,055	24.9%
苏州银行	2.25%	329	5.7%	667	11.5%	319	5.5%	1,315	22.7%
厦门/银行	2.45%	154	4.4%	331	9.4%	7	0.2%	491	13.9%
齐鲁银行	2.20%	205	3.7%	991	18.0%	239	4.3%	1,436	26.1%
重庆银行	2.81%	749	10.3%	1,421	19.5%	487	6.7%	2,657	36.5%
兰州银行	2.75%	116	2.5%	551	11.9%	75	1.6%	741	16.1%
江阴银行	2.08%	0	0.0%	175	9.9%	0	0.0%	175	9.9%
无锡银行	2.38%	110	4.8%	346	15.2%	0	0.0%	456	20.1%
常熟银行	2.32%	130	4.1%	163	5.1%	62	1.9%	355	11.2%
苏农银行	2.11%	89	4.5%	183	9.2%	3	0.1%	275	13.8%
张家港行	2.44%	81	4.1%	145	7.3%	18	0.9%	244	12.2%
青农商行	2.19%	103	2.2%	639	13.7%	117	2.5%	859	18.5%
紫金银行	2.32%	81	3.3%	485	19.5%	13	0.5%	579	23.3%
渝农商行	2.05%	551	3.8%	1,766	12.3%	74	0.5%	2,390	16.6%
瑞丰银行	2.23%	105	5.5%	125	6.6%	18	1.0%	248	13.1%
沪农商行	2.07%	716	5.3%	1,081	8.0%	5	0.0%	1,803	13.3%
国有行	2.01%	21311	1.2%	270,678	15.0%	5,125	0.3%	297,114	16.5%
股份行	2.26%	21778	3.3%	68,366	10.5%	16,121	2.5%	106,265	16.3%
城商行	2.32%	12022	5.1%	33,383	14.2%	9,199	3.9%	54,604	23.2%
农商行	2.24%	1965	4.1%	5,108	10.6%	310	0.6%	7,384	15.3%
合计	2.26%	57077	2.1%	377,535	13.8%	30,755	1.1%	465,367	17.0%

资料来源：公司财报，wind，中泰证券研究所

图表 50：上市银行化债影响测算（亿元）

	城投债	城投贷款	城投非标	总资产	2022年 净利润	中性情况 对息差影响(bp)
工商银行	7,016	73,154	878	436,696	3,605	-5
建设银行	4,014	54,786	146	382,547	3,239	-4
农业银行	2,046	56,668	659	380,334	2,591	-4
中国银行	3,629	52,703	149	310,852	2,274	-5
交通银行	2,227	21,002	563	138,134	921	-5
邮储银行	2,379	12,365	2,730	151,231	852	-3
招商银行	1,573	7,949	816	107,398	1,380	-3
中信银行	1,181	11,185	2,044	88,333	621	-5
浦发银行	1,947	9,552	3,134	89,325	512	-5
民生银行	4,187	9,284	467	76,415	353	-4
兴业银行	5,018	10,732	4,716	98,905	914	-6
光大银行	3,509	8,416	477	67,579	448	-4
华夏银行	1,987	7,006	3,522	40,986	250	-9
平安银行	827	857	250	55,005	455	-1
浙商银行	1,549	3,386	694	29,123	136	-5
北京银行	1,151	4,603	1,956	36,325	248	-4
南京银行	951	3,800	1,750	22,225	184	-5
宁波银行	1,370	2,482	751	26,003	231	-2
江苏银行	1,205	4,001	536	32,946	254	-3
贵阳银行	166	1,256	741	6,700	61	-29
杭州银行	1,416	3,089	643	17,442	117	-4
上海银行	2,450	3,736	310	30,330	223	-3
成都银行	394	2,561	316	10,283	100	-6
长沙银行	527	1,286	467	9,982	68	-4
青岛银行	415	891	93	5,684	31	-3
郑州银行	77	1,151	369	6,169	24	-5
西安银行	348	565	141	4,230	24	-3
苏州银行	329	667	319	5,803	39	-3
厦门/银行	154	331	7	3,529	25	-2
齐鲁银行	205	991	239	5,504	36	-4
兰州银行	116	551	75	4,615	17	-12
重庆银行	749	1,421	487	7,271	49	-29
江阴银行	0	175	0	1,760	16	-2
无锡银行	110	346	0	2,273	20	-3
常熟银行	130	163	62	3,178	27	-1
苏农银行	89	183	3	1,992	15	-2
张家港行	81	145	18	2,002	17	-2
青农商行	103	639	117	4,650	23	-3
紫金银行	81	485	13	2,481	16	-4
瑞丰银行	105	125	18	1,899	15	-2
沪农商行	716	1,081	5	13,595	110	-2
渝农商行	551	1,766	74	14,384	103	-11
合计	57,077	377,535	30,755	2,736,115	20,645	-5
国有行	21,311	270,678	5,125	1,799,794	13,483	-5
股份行	21,778	68,366	16,121	653,068	5,069	-4
城商行	12,022	33,383	9,199	235,039	1,731	-5
农商行	1,965	5,108	310	48,213	362	-5

资料来源：公司财报，wind，企业预警通，中泰证券研究所

（四）零售风险：不良较低，持续压降信用卡规模

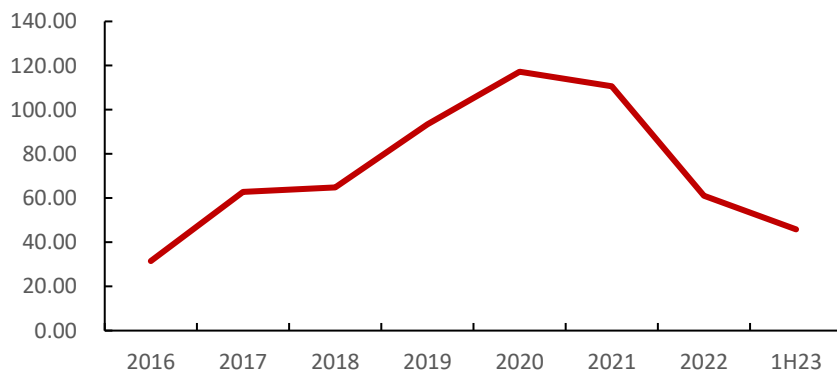
- 整体零售贷款不良率较低：**截至 1H23，沪农零售贷款不良率为 0.94%，绝对值在上市城农商行中仍较低。信用卡压降规模拖累不良表现，整体不良率环比有所上升，与整体行业趋势一致：信用卡方面，近年来从投入产出比、资源节约角度出发，持续压降信用卡规模，并于 2023

年撤销信用卡部，预计信用卡不良率拖累整体零售资产质量表现，剔除掉信用卡后，零售贷款不良率为 0.82%；受疫情影响和行业趋势，整体零售贷款不良率有所抬升，但绝对值仍较低。**消费贷款方面，专营机构管理，优选头部合作：**自营为基本盘，合作贷款同发力，设专营机构拓展互联网机构合作贷款，前中后台配置完善，建设独立大数据风控模型（严控 C 端风险），优选头部互联网机构合作（严控 B 端风险），近年来已逐渐形成了前中后台完备的科技、风控、运营、营销系统。

图表 51：沪农商行零售贷款不良率同业对比

零售贷款不良率	2019	2020	2021	2022	1H23	1H23零售贷款总额（亿元）
成都银行	0.71%	0.58%	0.51%	0.58%	0.58%	1154
杭州银行	0.54%	0.45%	0.35%	0.61%	0.74%	2631
常熟银行	0.80%	0.76%	0.77%	0.89%	0.80%	1274
江苏银行	0.66%	0.67%	0.74%	0.86%	0.88%	6331
苏州银行	0.61%	0.65%	0.46%	0.68%	0.92%	963
沪农商行	N.A.	0.65%	0.62%	0.79%	0.94%	2130
齐鲁银行	0.38%	0.55%	0.61%	0.96%	0.97%	816
上海银行	0.88%	1.12%	0.77%	0.83%	0.98%	4148
上海银行	0.88%	1.12%	0.77%	0.83%	0.98%	4148
渝农商行	0.71%	0.61%	0.66%	1.17%	1.34%	2951
青农商行	1.31%	1.10%	1.00%	1.43%	1.38%	733
宁波银行	0.92%	0.89%	1.24%	1.39%	1.48%	4410
重庆银行	0.97%	0.99%	0.90%	1.30%	1.65%	941
郑州银行	1.69%	2.24%	2.15%	2.49%	2.32%	826
青岛银行	0.46%	0.54%	-	-	-	753

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 52：沪农商行信用卡规模持续压降（亿元）


资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 53：上市银行个人按揭贷款不良率

个人按揭贷款不良率	2019	2020	2021	2022	1H23
工商银行	0.23%	0.28%	0.24%	0.39%	0.42%
建设银行	0.23%	0.19%	0.20%	0.36%	0.42%
农业银行	0.30%	0.38%	0.36%	0.51%	0.50%
中国银行	0.26%	0.29%	0.24%	0.41%	0.43%
交通银行	0.36%	0.37%	0.34%	0.44%	0.47%
邮储银行	0.38%	0.47%	0.43%	0.57%	0.50%
招商银行	0.25%	0.29%	0.28%	0.35%	0.35%
中信银行					
浦发银行	0.27%	0.34%	0.40%	0.52%	0.58%
民生银行	0.21%	0.22%	0.26%	0.50%	0.57%
兴业银行	0.33%	0.53%	0.49%	0.56%	0.51%
光大银行					
华夏银行					
平安银行	0.30%	0.31%	0.34%	0.37%	0.32%
浙商银行					
北京银行					
南京银行		0.47%	0.40%	0.43%	
宁波银行					
江苏银行					
贵阳银行					
杭州银行	0.04%	0.07%	0.05%	0.11%	0.18%
上海银行	0.16%	0.14%	0.09%	0.16%	0.20%
成都银行	0.25%	0.25%	0.25%	0.41%	0.46%
长沙银行					
青岛银行	0.11%	0.14%			
郑州银行	0.11%	0.52%	0.96%	1.65%	1.67%
西安银行					
苏州银行	0.12%	0.04%	0.15%	0.24%	0.22%
厦门银行	0.07%				
齐鲁银行	0.08%	0.12%			
重庆银行	0.34%	0.29%	0.27%	0.52%	0.71%
兰州银行					
江阴银行					
无锡银行					
常熟银行	0.27%	0.15%	0.23%	0.50%	0.52%
苏农银行					
张家港行					
青农商行	0.24%	0.27%	0.41%	0.75%	0.84%
紫金银行					
渝农商行	0.33%	0.31%	0.46%	0.77%	1.01%
沪农商行	0.28%	0.33%			
瑞丰银行	0.08%	0.09%			
上市银行	0.22%	0.27%	0.33%	0.50%	0.54%
国有行	0.27%	0.30%	0.28%	0.43%	0.45%
股份行	0.27%	0.34%	0.36%	0.46%	0.47%
城商行	0.14%	0.23%	0.31%	0.50%	0.57%
农商行	0.24%	0.23%	0.37%	0.67%	0.79%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

三、核心推荐理由二：依托上海科创中心和重大工程建设，对公提供稳定增量

（一）科创金融：区域 beta+ 自身优势，科创金融仍大有可为

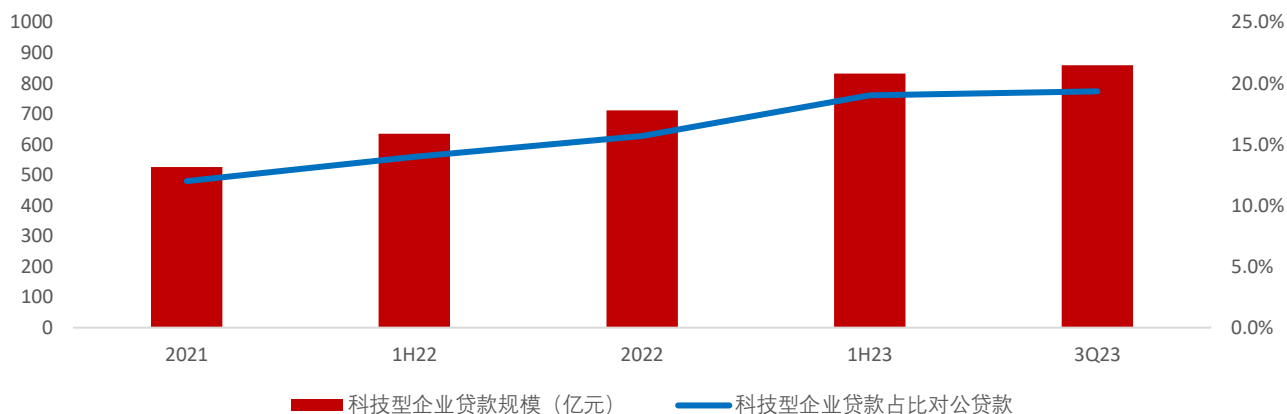
1、沪农商科创金融现状：长期耕耘、规模稳步提升、市占率较高

- **规模稳步提升**：截至 23Q3，沪农商科技贷款企业已超 3000 户，科技贷款余额从 2018 年的约 200 亿元到 860 亿元，占比对公贷款提升至 19.4%。

市占率维持高位：截至 23Q3，沪农商科技贷款余额占上海市整体科技贷款余额约 10%；从户数上看，整个上海科技型企业贷款客户约 2.6 万户，沪农商占比近 12%。**不良率低，风险可控：**截至 2022 年末，沪农商科创贷款不良率仅 0.2%。

- 科创服务收益：综合金融科创服务更多是注重客户长期培育，要求综合回报。**
 - 一是直接收益：**不同科创服务模式的直接收益来源有所不同。例如“投贷联动”带来贷款利息收益和后期股权退出收益；“远期共赢”模式则采用阶梯贷款利率定价（根据科创企业发展阶段，利率前低后高，在科创企业发展之初，为降低其融资成本，以相对较低的基础利率提供融资支持，随着科创企业发展，满足了其预先商定的触发条件后，再收取远期共赢利息，从利率定价角度改变了“投贷分离”的传统信贷方式）。
 - 二是综合回报：**例如科创企业在发展阶段的资金募集环节能带来丰厚的优质存款，且科创企业存款活期率一般高于传统企业；另外还有诸多附加业务可以带来综合回报。

图表 54：沪农商行科技贷款规模及占比不断提升



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 55：沪农商行科技服务户数、规模及不良率

	2021	1H22	2022	1H23	3Q23
科技型企业贷款客户数 (户)	1,938	2,242	2,460	3,074	3120
科技型企业贷款余额 (亿元)	525.76	634.71	712.12	832.5	859.75
科技型企业贷款占比	科技型企业贷款余额占对公贷款余额超 12%；在上海市范围内市场占比超过 11%				
科技型企业贷款不良率		0.14%	0.20%		

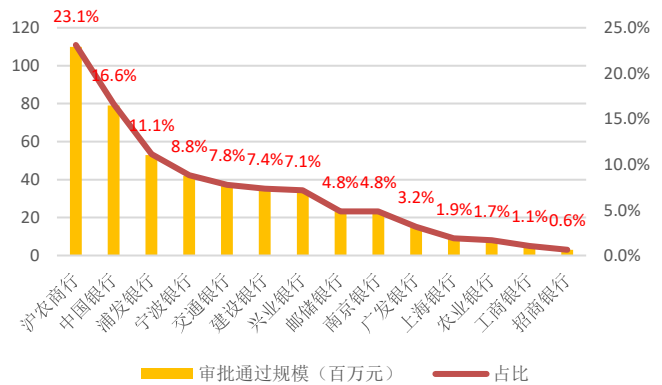
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 沪农商在上海银证合作金融服务科创中扮演重要角色：**在科技信贷方面，上海构建了“政府+银行+保险”的风险共担模式，着力降低科技企业信贷门槛，推出了“科创助力贷”“科技履约贷”“小巨人信用贷”“高企贷”等系列产品。以“科技履约贷”为例，科技履约贷是上海市

“3+X”科技信贷体系中主要的贷款产品，旨在助力科技型中小微企业发展。通过上海市科技金融信息服务平台官方发布的历次审批公告统计，从2021到2023年共有780家企业通过审批，累积审批通过贷款规模63亿，其中沪农商行推荐并审批通过规模占14.1%。2024年以来公告累积审批4.76亿，其中沪农商行推荐并审批通过规模占23.1%。

图表 56: 上海市科技履约贷款审批通过数据 (2021-2023 年) 图表 57: 上海市科技履约贷款审批通过数据 (2024 年)

	通过审批金额 (万元)	占比
中国银行	122,340	19.4%
沪农商行	88,720	14.1%
浦发银行	86,900	13.8%
交通银行	80,550	12.8%
宁波银行	44,900	7.1%
总规模	630,444	



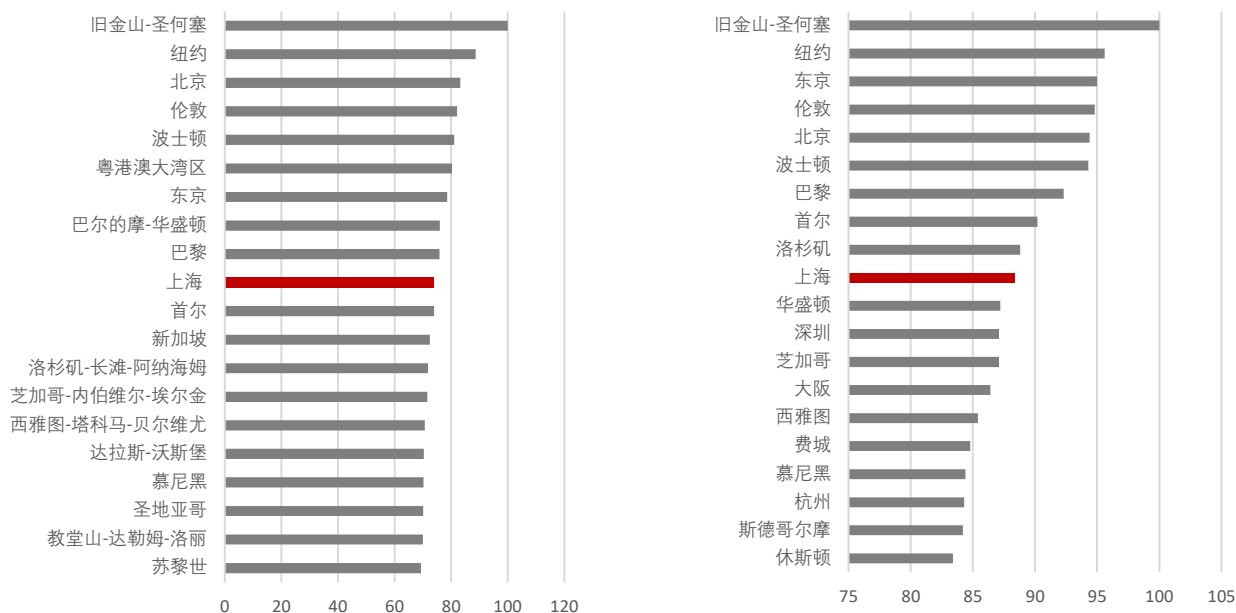
资料来源: 上海市科技金融信息服务平台, 中泰证券研究所

资料来源: 上海市科技金融信息服务平台, 中泰证券研究所

2、区域 beta: 上海定位国际科创中心, 2025 年在沪科技贷款目标突破一万亿

- 目标国际科创中心, 上海科创地位已位居全国领先、世界前列。2016年, 国务院批准并印发《上海系统推进全面创新改革试验加快建设具有全球影响力的科技创新中心方案》, 支持上海建设国际科创中心。上海市加强顶层设计, 先后出台《中共上海市委、上海市人民政府关于加快建设具有全球影响力的科技创新中心的意见》《上海市推进科技创新中心建设条例》《上海市建设具有全球影响力的科技创新中心“十四五”规划》, 加快向具有全球影响力的科技创新中心进军。截至 2022 年, 上海集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业总规模超 1.4 万亿元, 同比增长 10%以上; 2023 年前三季度, 工业战略性新兴产业占上海规上工业总产值的比重提高到 44%以上。目前上海在多项科创综合评价体系中已位居全国领先, 世界前列, 例如在清华大学发布的《国际科技创新中心指数 2023》、华东师范大学发布的《全球科技创新中心发展指数 2022》(GSTICI2022) 中均位列全球第十位、国内第二位。

图表 58: 国际科技创新中心指数 GIHI2023 综合排名 图表 59: GSTICI2022 综合指数 (2022 年) (2023 年)



资料来源:《国际科技创新中心指数 2023》,中泰证券研究所

资料来源:《全球科技创新中心发展指数 2022》,中泰证券研究所

图表 60:《全球科技创新中心发展指数 2022》评价体系

《全球科技创新中心发展指数2022》指标体系				
一级指标	一级指标权重	二级指标	二级指标权重	三级指标
创新要素全球集聚力	20%	顶尖创新人才	10%	顶尖科技奖获得者人数 高被引科学家人数 研发人员规模 研发投入规模
		全球创新资金	10%	外商研发投资 全球风险资本吸收量
科学研究全球引领力	20%	顶尖科研主体	8.00%	世界一流高校数量 世界一流研究机构数量
		权威科研产出	6.50%	国际权威论文发表量 高被引论文发表量
		国际科学合作	5.50%	国际权威论文引用量 科学论文国际合作量 高被引论文国际引用量
技术创新全球策源力	20%	创新引擎企业	7%	全球知名研发企业数量 最具创新性企业数量
		前沿科技产出	10.50%	PCT专利公布量 技术出口规模
		国际技术合作	2.50%	知识产权贸易额 科技企业贸易额 PCT专利国际合作量
产业变革全球驱动力	20%	前沿产业发展	8.00%	前沿产业知名企业数量 前沿产业知名企业销售额
		传统产业转型	7.00%	传统产业知名企业数量 传统产业知名企业销售额
		创新创业活力	5.00%	独角兽公司数量
创新环境全局支撑力	20%	经济实力基础	7%	地区生产总值 对外研发投入
		社会文化环境	6%	国际航空客运量 宽带连接速度
		学术交流平台	7%	国际化程度 全球顶尖科技期刊数量 国际科学组织总部数量 国际权威学术会议举办数

资料来源:《全球科技创新中心发展指数 2022》,中泰证券研究所

- 鼓励金融支持科创,明确 2025 年在沪主要银保机构科技贷款目标突破一万亿。2022 年底,人民银行等多部门联合发布《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》,从健全

科创金融机构组织体系、推动科创金融产品创新等七个方面提出 19 项具体政策措施。2023 年 1 月，上海银保监局等八部门《上海银行业保险业支持上海科创中心建设的行动方案（2022-2025 年）》提出一个总体目标和三个具体目标。其中，明确提出在沪主要银行保险机构到 2025 年总体力争实现科技型企业贷款余额突破 1 万亿元，科技型中小企业贷款余额在 2021 年基础上实现翻一番，知识产权质押融资余额和户数在 2021 年基础上实现翻两番。

图表 61: 《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》关于商业银行参与的主要表述

图表 62: 《上海银行业保险业支持上海科创中心建设的行动方案（2022-2025 年）》具体目标

《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》中关于商业银行参与的主要表述	上海银行业保险业支持上海科创中心建设的行动方案（2022-2025 年）
<p>完善科创金融银行服务体系</p> <p>鼓励商业银行在试验区内设立科技金融事业部、科技支行、科创金融专营机构等，授权建立专营的组织架构体系、专业的经营管理团队、专用的风险管理制度和技术手段、专门的管理信息系统、专项激励考核机制和专属客户的信贷标准，探索差别化管理方式。</p> <p>鼓励试验区内地方法人金融机构立足自身职能定位和战略发展方向，按照商业自愿原则重点支持科创企业。</p> <p>支持符合条件的商业银行设立理财子公司等专业化子公司，重点关注科技创新领域。</p>	<p>总体目标</p> <p>有效发挥上海金融资源集聚、科技创新策源、高端产业引领优势，到 2025 年末显著提高上海银行业保险业服务科技创新的支持力度和专业能力，建设国际一流、国内领先的科技金融创新先行区、科技金融服务样板区、科技金融风控示范区，辐射长三角、G60 科技大走廊，加大支持上海“3+6”重点产业体系，为全国银行业保险业服务科技创新提供可复制、可推广的上海经验。</p>
<p>优化科创金融产品供给</p> <p>优化科创金融产品供给。鼓励金融机构按照市场化原则评估借款人财务能力和还款来源，综合考虑项目现金流、抵质押物等情况，给予试验区内重大科技创新及研发项目信贷资金支持。</p> <p>大力发展知识产权质押、股权质押等贷款产品，进一步丰富信用贷款产品种类，加大信用贷款投放力度。</p> <p>提升面向科创企业的首贷比，有效发挥保险公司、担保机构等风险分担和增信作用，扩大信贷产品覆盖面。</p> <p>开发符合技术贸易特点的金融产品，创新技术类无形资产交易融资的担保方式和风险管理技术，支持技术收储机制建设。</p> <p>支持有内部评估能力的商业银行将知识产权评估结果作为知识产权质押授信的决策依据。支持金融机构创新软件、大数据等无形资产价值评估体系。</p> <p>优化供应链金融服务，支持金融机构与供应链核心企业合作，开展应收账款质押贷款、标准化票据、供应链票据、保理等业务。</p> <p>支持商业银行运用“远期共赢”利率定价机制、在风险可控范围内开展无还本续贷，降低试验区内科创企业融资成本。</p>	<p>具体目标 1</p> <p>科技金融专营能力显著提升，打造科技金融专营机构体系，围绕培育一批、新设一批、改造一批，形成具有示范和引领作用科技金融事业部、科技（特色）支行、科技特色轻型网点、科技金融专业团队</p> <p>具体目标 2</p> <p>科技金融服务重点示范推广，优选 20 家左右试点金融机构，为重点科技型中小企业制定全生命周期金融服务方案，优先使用试点创新产品，享受配套政策，边试点边示范边推广</p> <p>具体目标 3</p> <p>科技金融服务质效明显优化，在沪主要银行保险机构到 2025 年总体力争实现科技型企业贷款余额突破 1 万亿元，科技型中小企业贷款余额在 2021 年基础上实现翻一番，知识产权质押融资余额和户数在 2021 年基础上实现翻两番</p>
<p>推动科创金融业务创新</p> <p>支持银行业金融机构运用再贷款、再贴现资金加大对符合要求的科创企业信贷投放力度。支持商业银行在风险可控、商业可持续前提下，强化与创业投资机构、股权投资机构合作，创新多样化科创金融服务模式。</p>	<p>科技金融配套子方案《上海银行业保险业进一步提升服务企业能级 推动本市专精特新企业发展的方案》</p> <p>目标</p> <p>“十四五”期间力争实现存续期内市级及以上专精特新企业授信全覆盖、信用融资占比不低于上年、融资成本不高于上年的工作目标，要求各银行保险机构以专精特新企业为核心服务目标，精准把握企业特点，创新金融产品，提升综合金融服务能力，与专精特新企业建立稳定的伙伴合作关系，引导金融资源向优质创新型中小企业集聚。</p>
<p>深化银行业金融机构跨区域协作</p> <p>推动试验区内银行业金融机构在项目规划、项目评审评级、授信额度核定、还款安排、信贷管理及风险化解等方面加强合作。支持试验区内银行业金融机构在依法合规前提下，探索建立跨省（市）联合授信机制，积极发展银团贷款等业务，优先满足试验区内科技产业及重大合作项目融资需求。</p>	<p>科技金融配套子方案《上海银行业保险业做好知识产权质押融资服务的工作方案》</p> <p>目标</p> <p>“十四五”期间上海全辖知识产权质押融资余额与户数逐年增加，至 2025 年末知识产权质押融资余额与户数在 2021 年基础上实现翻两番，要求各银行保险机构积极探索知识产权融资新模式、质押资产新形式、融资渠道多样化、价值评估灵活性，有效提升金融服务科技的综合能力。</p>

资料来源：中国政府网，《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》，中泰证券研究所

资料来源：上海市政府网，上海银行同业公众号，《上海银行业保险业支持上海科创中心建设的行动方案（2022-2025 年）》，中泰证券研究所

3、沪农自身优势：布局早+足够战略重视+充分资源支撑+先进服务体系

- 足够的战略高度：科创金融是沪农商五大战略布局之一。**沪农商提出“打造以财富管理为引擎的零售金融服务体系、以交易银行为引擎的综合金融服务体系、以三农金融为本色的普惠金融服务体系、以科创金融为特色的科技金融服务体系、以绿色金融为底色的可持续发展金融服务体系”的五大战略布局，科创金融是沪农商五大战略布局之一，是对公业务转型的重要抓手。

- 充分的资源支撑：布局早，组织架构、人力资源充分支撑。**早在 2009 年，沪农商就在总行层面设立了科技型中小企业融资中心。2012 年便成立全市首家科技专营支行——张江科技支行，以张江科技支行为支点，逐步构建全行“1+X”科技金融服务架构。2018 年，于长阳创谷成立杨浦双创支行，以总行科融中心为一体，张江科技支行、杨浦双创支行为两翼，全行 N 个科创特色团队共同形成的“1+2+N”科技金融布局也自此形成。2020 年，新纳新片区支行成为又一科技特色支行，并升级完成“1+3+N”科技金融服务体系。**2023 年，搭建了“1+13+N”的体系，将重点打造一批科技特色支行、培育一批专业队伍、服务一批创新性科技企业重点项目：**“1”是事业部，2023 年 6 月，成立了科技金融事业部，成为上海地区银行业首个总行级的事业部；“13”是按照上海市科创中心重要承载区的空间布局，挑选 13 个网点设立科技特色支行；“N”是支行建设科技金融特色团队。**三年以后，全行专职科创金融客户经理的人数至少要达到 300 人。**

图表 63：沪农商行科创服务核心历程及架构变化

沪农商行科创服务核心历程及组织架构变化	
2009年	总行层面设立了科技型中小企业融资中心
2012年	成立全市首家科技专营支行——张江科技支行，以张江科技支行为支点，逐步构建全行“1+X”科技金融服务架构；
2017年	首次面向市场推出“鑫科贷”系列产品，提出为科技型企业定制全生命周期专属信贷产品
2018年	乘着“大众创业、万众创新”的政策东风，于长阳创谷成立杨浦双创支行，并正式启动“鑫动能”战略新兴客户培育计划，标志着科创金融服务进入从产品到服务，从单一信贷到综合赋能的新发展时期——以总行科融中心为一体，张江科技支行、杨浦双创支行为两翼，全行N个科创特色团队共同形成的“1+2+N”科技金融布局也自此形成。
2020年	为顺应新发展时期科创建设新布局，融合科技战略部署及区域产业特色，总行科融中心进一步扩容科创金融实验室，新纳新片区支行成为又一科技特色支行，并升级完成“1+3+N”科技金融服务体系，形成了“鑫科贷”产品系列+“鑫动能”培育计划的科技金融“双鑫服务品牌”。
2021年	2021年7月2日，举行“鑫动能2.0”服务方案发布仪式，形成了“一鑫四翼”围绕客户中心的生态服务模式
2022年	全面贯彻“鑫动能”2.0 服务方案，围绕战略新兴客户发展，聚焦科技金融生态整合，进一步发挥“一鑫四翼”服务模式的优势，携手政府委办平台、风险共担机构、专业服务机构加大对科技创新型高成长企业的培育力度
2023年	推出“鑫动能”3.0服务方案，在模式、机制、产品、赋能、生态上全面升级，形成以“五专服务+六维赋能”为核心的综合服务体系。 组织架构方面，搭建了“1+13+N”的体系，将重点打造一批科技特色支行、培育一批专业队伍、服务一批创新性科技企业重点项目。 “1”是事业部：2023年6月，成立了科技金融事业部，成为上海地区银行业首个总行级的事业部。科技金融事业部享有充分的创新政策和空间，赋予相对独立的经营自主权，按照条线化管理、专业化经营、差异化考核、创新型发展的经营方针，在产品创新风险管理、绩效考核、团队管理等方面大胆改革创新、勇于突破、先行先试。 “13”是按照上海市科创中心重要承载区的空间布局，挑选13个网点设立科技特色支行，大部分网点是新设立的，系统性制定落地实施方案与配套支持政策。 “N”是要求支行设立1-2个科技金融特色团队。三年以后，全行专职科创金融客户经理的人数至少要达到300人。

资料来源：公司财报，公司公众号，中泰证券研究所

- 不断进化的服务体系：形成“四梁八柱”核心理念，“五专服务+六维赋能”综合服务体系。**2017 年，首次面向市场推出“鑫科贷”系列产品，提出为科技型企业定制全生命周期专属信贷产品。2018 年，正式启动“鑫动能”战略新兴客户培育计划，标志着科创金融服务进入从产品到服务，从单一信贷到综合赋能的新发展时期。2020 年，形成了“鑫科贷”+“鑫动能”的“双鑫服务品牌”。2021 年，“鑫动能 2.0”

发布，形成了“一鑫四翼”服务模式。2023年，提出“四梁八柱”发展理念，推出“鑫动能”3.0服务方案，在模式、机制、产品、赋能、生态上全面升级，形成以“五专服务+六维赋能”为核心的综合服务体系：1、四梁八柱：是指基础、核心、高潜、产业四大核心客群，专营机构体系、企业评价体系、绩效考核体系、创新产品体系、科技人才体系、行业研究体系、数字风控体系、外部渠道体系八大体系。信贷投向方面，聚焦上海“2+(3+6)+(4+5)”15产业发展，深耕产业园区，以金融支撑带动产业链循环畅通；2、五专服务——专门审批机制、专属金融产品、专项金融方案、专享权益体系、专业团队服务；3、六维赋能——产业资源整合、政策资源对接、投资机构引擎、金融科技赋能、人才管理服务、专业辅导咨询。4、鑫动能服务数据稳步攀升：其中库内企业由2021年的530户提升至3Q23的908户，授信金额由450亿提升至820亿，截至1H23，库内上市企业近90户，上市辅导备案企业达近80户。

图表 64：沪农商行科创金融战略历年概览

科创金融	2021	1H22	2022	1H23	3Q23
科创金融整体战略表述	<p>以“科创更前、科技更全、科研更先”为方向，围绕上海科创中心建设，助力高水平科技自立自强，积极扶持“早中期、中早期”科技型企业，构建起科技金融专属“双鑫服务”战略。</p> <p>以投贷联动切入具有核心技术、高成长性的初创期、早期科技企业，通过专属机制、专业技术和专家团队；</p> <p>以覆盖科技企业全生命周期信贷服务的“鑫科贷”科技金融专属产品及服务方案，以及“鑫动能”战略新兴客户培育计划，双轮驱动提供综合金融服务，探索成为科创企业赋能的一站式集成服务供应商。</p>	<p>不断探索金融支持科技创新，以“科创更前、科技更全、科研更先”为导向，坚持打造以“鑫动能”为特色的科技金融服务体系。</p> <p>立足“做小”起点，通过投贷联动等“创投型”信贷机制，切入具有核心技术、高成长性的初创期、早中期科技企业，充分发挥专属机制、专业技术和专家团队的制度优势；</p> <p>通过构建科创金融“双鑫”服务品牌，包括覆盖全生命周期的“鑫动能”战略新兴客户培育计划及“鑫科贷”科创金融专属产品，双轮驱动提供为客户创造价值的综合金融服务，探索成为科创企业赋能的一站式集成服务供应商。</p>	<p>不断探索金融支持科技创新，以“科创更前、科技更全、科研更先”为导向，坚持打造以科创金融为特色的科技金融服务体系。</p> <p>通过“创投型”金融思维，为生物医药、人工智能等具有核心技术的早中期科技型企业提供融资支持，助力战略性新兴产业发展。</p> <p>通过构建覆盖全生命周期的“鑫动能”战略新兴客户培育计划为客户提供差异化产品与综合金融服务，探索成为科创企业赋能的一站式集成服务供应商。</p>	<p>贯彻“科创更前、科技更全、科研更先”的服务理念，打造以科创金融为特色的科技金融服务体系，探索金融支持上海科创中心和上海科创金融改革试验区建设的有效路径，以专业化做精做优科技金融业务。提出科技金融“四梁八柱”发展理念，多维度布局四大科技企业拓客渠道，全方位筑牢八大科技金融体系架构，不断提升科技金融专业服务与综合服务能力。</p> <p>“四梁八柱”：是指基础、核心、高潜、产业四大核心客群，专营机构体系、企业评价体系、绩效考核体系、创新产品体系、科技人才体系、行业研究体系、数字风控体系、外部渠道体系八大体系。信贷投向方面，本公司聚焦上海“2+(3+6)+(4+5)”15产业发展，深耕产业园区，以金融支撑带动产业链循环畅通。</p> <p>“2+3+6+4+5”产业布局：“2”指传统产业实现数字化、绿色生态两大转型，“3+6”指三大先导产业和六大重点产业，“4+5”指数字经济、绿色低碳、元宇宙、智能终端四大新赛道产业和未来健康、未来智能、未来能源、未来空间、未来材料五大未来产业方向。</p>	<p>制定助力上海科创金融改革试验区与科创中心建设三年行动计划（2023-2025年），全面构建科技金融“四梁八柱”，持续打造以科创金融为特色的科技金融服务体系。</p> <p>纵深推进“鑫动能”客户综合服务，围绕以“五专服务+六维赋能”为核心的综合服务体系，向具有核心技术、高成长性的中早期科创企业提供投商行一体化创新金融服务，推进上海市创新型企业及“专精特新”企业的专项金融支持服务。</p> <p>持续完善科技金融事业部机制，围绕漕河泾开发区、大零号湾科技创新策源功能区等科创高地新设科技金融特色支行，提升专营机制保障。</p> <p>成立科创“鑫生态”联盟，启动创投孵化基地，独家协办2023年长三角科创企业改制上市培训班，建设符合上海科创中心特点的科技金融生态环境。不断优化孵化器企业评价体系及线上批量获客和服务模式，持续加强对优质早中期科技型企业的服务支持。</p>

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

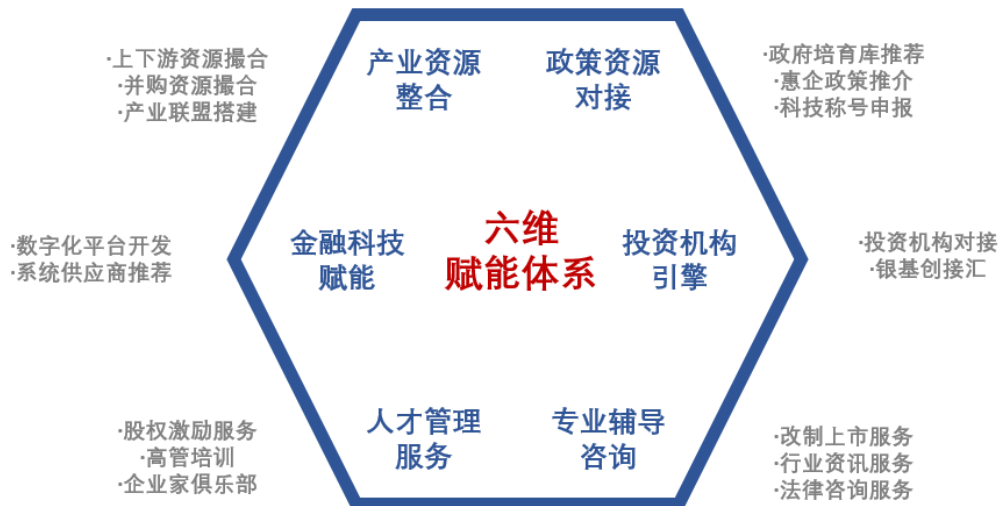
图表 65：鑫动能培育计划

“鑫动能”客户培育计划

	2021	1H22	2022	1H23	3Q23
“鑫动能”战略表述	<p>“鑫动能2.0”培育计划深化推进。报告期内，本公司成功举办“鑫动能2.0”发布暨投贷联动签约仪式，创新“银种子”“金种子”“鑫种子”“拟上市”以及“已成熟”梯度培育体系，制定《“鑫动能”战略新兴客户培育计划综合服务汇编》，提供普惠科创、投行业务、跨境贸易、财富管理、支付结算、政策支持等八大综合金融服务</p>	<p>“鑫动能2.0”培育计划深化推进。报告期内，本公司内外协同夯实“鑫动能”品牌内涵，汇聚外部力量，围绕“一鑫四翼”科创金融服务生态体系，激发内生动力，创新设置“鑫动能”储备库，加强政策倾斜，完善“鑫动能”客户综合服务管理体系，“鑫动能”培育计划市场知名度和品牌影响力持续提升。</p>	<p>全面贯彻“鑫动能”2.0服务方案，围绕战略新兴客户发展，聚焦科技金融生态整合，进一步发挥“一鑫四翼”服务模式的优势，携手政府委办平台、风险共担机构、专业服务机构加大对科技创新型高成长企业的培育力度，为科创企业从初创走向上市“保驾护航”。</p>	<p>持续推进“鑫动能”战略新兴客户培育。报告期内，本公司持续做深科技企业核心客群，联合政府、委办、交易所、投资机构、券商等深入构建科技金融服务联盟“鑫生态”。</p> <p>围绕“鑫动能”客户不同成长周期的发展特点和服务需求，推出“鑫动能”3.0服务方案，在模式、机制、产品、赋能、生态上全面升级，形成以“五专服务+六维赋能”为核心的综合服务体系，突出投行一体化，强化综合赋能。</p>	
“鑫动能”库内企业(户)	530	609	732	870	908
授信金额(亿元)	450	500	600	750	820
库内上市企业(户)	9	55	66	89	
上市辅导备案企业(户)	56	61	67	79	

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 66：六维赋能体系



资料来源：公司财报，公司官网，公司公众号，中泰证券研究所

图表 67：五专服务架构



资料来源：公司财报，公司官网，公司公众号，中泰证券研究所

（二）城中村及保障房：上海城中村改造规模预计超 4000 亿，沪农于郊区主战场有天然优势

1、上海 2025 中心城区周边城中村改造全面启动，2032 全市城中村改造全面完成，2023 年已按计划启动 10 个项目

- **上海政府城市积极响应城中村建设，2025 中心城区周边城中村改造全面启动，2032 全市城中村改造全面完成。**2023 年 4 月 28 日召开的政治局会议提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”。7 月 21 日国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。7 月 28 日，工作部署电视电话会议在京召开，国务院副总理何立峰指出，明确了城中村的战略高度，并提出有利于扩内需、优化地产结构。城中村改造提上日程，是“党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署”。上海作为超大特大城市之一，上海市政府积极响应，已初步列出长期计划，2023 年已按计划启动十个改造项目：出台《上海市城市更新行动方案（2023—2025 年）》，明确加快推进“两旧一村”改造工作，到 2025 年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面启动；到 2027 年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面完成，五个新城等重点区域“城中村”改造规模化推进，同步推进实施规划拔点、环境综合整治；到 2032 年底，“城中村”改造项目全面完成。按照规划，2023 年至 2025 年全市计划安排新启动 30 个“城中村”改造项目，2023 年已按计划启动 10 个。

图表 68：上海市城市更新行动方案（2023-2025 年）

《上海市城市更新行动方案（2023—2025年）》	
综合区域整体焕新行动	到2025年，重点开展10个以上综合性区域更新项目，重点推进“一江一河”沿岸地区、外滩“第二立面”、衡复历史风貌区、北外滩、吴淞创新城、虹桥国际中央商务区等区域更新。
人居环境品质提升行动	加快推进“两旧一村”改造工作，到2025年，全面完成中心城区零星二级旧里以下房屋改造，基本完成小梁薄板房屋改造。实施3000万平方米各类旧住房更高水平改造更新，完成既有多层住宅加装电梯9000台。中心城区周边“城中村”改造项目全面启动。创建1000个新时代“美丽家园”特色小区、100个新时代“美丽家园”示范小区。
公共空间设施优化行动	到2025年，加快补齐公共服务短板，盘活存量用地、用房用于各类公共设施建设。中心城各街镇以及主城片区、新城、核心镇、中心镇的居住地区全面推进“15分钟社区生活圈”行动，一般镇及乡村地区开展试点。
历史风貌魅力重塑行动	到2025年，完成3个以上历史风貌保护区、风貌保护街坊、风貌保护道路项目，推进3个以上历史古镇保护修缮和更新利用示范项目，打造15个以上历史建筑保护修缮和活化利用示范项目。推进山阴路风貌保护区城市更新等项目。
产业园区提质增效行动	到2025年，推进3个以上重点产业集聚区提质增效，盘活产业用地3万亩。
商业商务活力再造行动	到2025年，推动3个以上市、区级传统商圈改造升级，打造6个国家级“一刻钟便民生活圈”和100个市级“一刻钟便民生活圈”，完成5个以上商务楼宇改造升级或转化利用项目。

资料来源：上海市政府网，中泰证券研究所

图表 69：上海市房屋管理局关于城中村的推进计划

上海市房屋管理局关于城中村的推进计划	
一是提速	<p><u>到2025年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面启动；</u> <u>到2027年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面完成，五个新城等重点区域“城中村”改造规模化推进，同步推进实施规划拔点、环境综合整治；</u> <u>到2032年底，“城中村”改造项目全面完成。</u></p> <p>其中，2023年“城中村”改造的目标任务是：新启动“城中村”改造项目10个，改造老旧村（居）民房屋不少于130万平方米，受益村（居）民不少于4000户。</p>
二是扩容	<p>在全面梳理分析基础上，市房管局将因地制宜，分类推进，多途径改造“城中村”。</p> <p>第一类是通过“城中村”项目实施整体改造的约200余个点位，可组合成约70个改造项目，涉及农户约2.6万户；</p> <p>第二类是通过规划拔点的约400余个点位，涉及农户约6万户；</p> <p>第三类是通过环境综合整治的100余个点位，涉及农户约2.5万户。</p>
三是增效	<p>坚持区域更新和成片改造，将“城中村”改造与新城建设、历史文化名镇名村保护、乡村振兴等工作结合，通过全方位的综合改造，实现居住环境、空间形态、功能开发、社会管理、产业发展、历史文化传承的综合提升效应，补齐发展短板，改善城市环境，优化产业功能，提升综合竞争力。</p>

资料来源：上海发布公众号，中泰证券研究所

2、测算上海城中村总投资额约 4000 亿，测算或偏保守

- 我们测算上海城中村改造总投资规模约 4000 亿；根据上海市房管局披露，截至 2022 年底，全市已批准的 62 个城中村改造项目引进社会资金达 5500 多亿元。根据我们于 2023 年 12 月 12 日发布的《城中村专题 / 资金来源、商业模式特点及对银行增量的测算——银行与地产专题（一）》测算，乐观、中性、悲观假设下，即拆除重建比例分别为 40%、

30%、20%的情况下，测算上海城中村总投资额分别为 3963 亿、3005 亿、2047 亿。由于我们是基于七普发布的自建房屋户数占比作为城中村占比指标，而城中村并非全部为自建房，因此即使是基于对拆除重建比例（40%）的乐观假设，对上海城中村投资规模的测算结果可能也略偏保守。且根据上海市房屋管理局数据，截至 2022 年底，全市已批准的 62 个城中村改造项目引进社会资金达 5500 多亿元，主要来源包括实施改造主体出资、金融机构配套融资、由房企和保险资金共同设立的城市更新基金等。

3、郊区作为沪农主战场，预计沪农在本轮城中村改造将积极参与

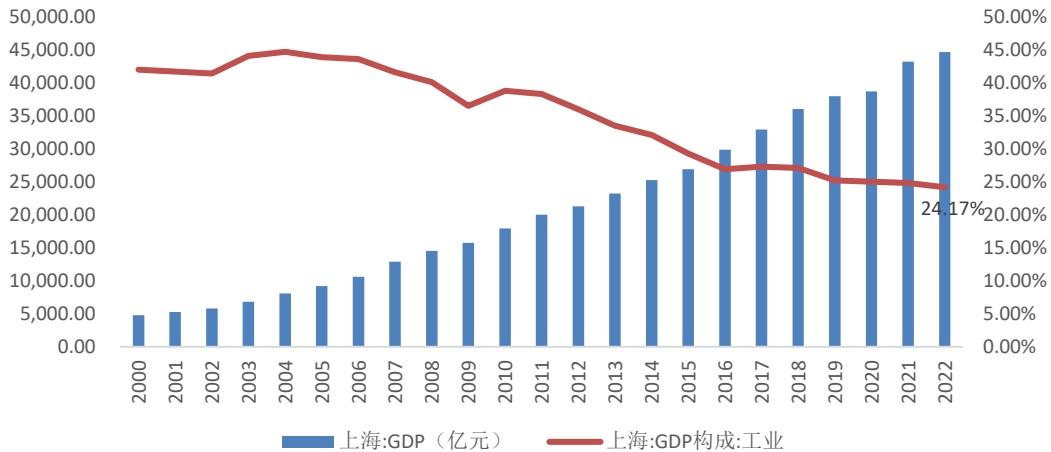
- **沪农商积极参与过往上海城市更新项目，郊区作为沪农主战场，预计沪农在本轮城中村改造将积极参与。**沪农商积极参与以往上海市城中村、城市更新及重大工程建设：（1）**城中村改造方面**，例如大场镇城中村项目 1.6 亿元、庙行镇康家村城中村项目 16 亿元、红旗村城中村项目 4.2 亿元、苑虹桥镇 46 地块一二级联动项目 4 亿元、董家渡 12 号地块及 14 号地块一二级联动 4.6 亿元、闸北区华兴新城地块旧区改造项目 5.6 亿元、静安区 73 号街坊旧区改造项目 5.06 亿元、三林镇中林村城中村项目 4 亿元等。（2）**市区城市更新方面**，2018 年 7 月，上海地产集团与黄浦、静安、虹口、杨浦区政府签订旧区改造合作协议，成立上海城市更新公司，进一步落实市委、市政府关于加快推进旧区改造、改善市民群众基本居住条件等工作要求的重大举措。沪农商与上海城市更新公司签署旧改银企战略合作协议，针对黄浦区乔家路地区、杨浦区江浦 160 街坊、静安区洪南山宅 240 街坊、虹口区 17 街坊 4 幅等改造地块提供支持。（3）**重大工程方面**，根据上海市国资委披露，2023 年，上海市重大工程安排正式项目 191 项，总投资 1.7 万亿元，其中，上海农商银行已跟进对接近 30 个项目，全面覆盖科技产业、社会民生、生态文明、城市基础设施、城乡融合与乡村振兴五个领域。例如：参与上海 JG 集团银团贷款（总额 260 亿，沪农 13 亿），用于上海市黄浦区两幅城市更新（旧区改造）地块的项目开发，惠及动迁旧区居民及企业近 3300 户。

（三）工业上楼：三年总投资预计超 2200 亿，沪农入选首批服务机构，三年授信超 800 亿

1、上海加速推进工业上楼，三年 3000 万平，粗略测算预计总投资超 2200 亿

- **上海工业 GDP 贡献度目标：至 2025 年不低于 25%。**推进工业上楼迫在眉睫，三年内计划推出 3000 万平，三大先导产业占 800 万平，其中生物医药占 500 万平。2022 年上海工业 GDP 贡献度跌破 25%，2025 年目标不低于 25%，而上海工业发展日益面临土地资源紧缺的制约，当前，工业上楼已成为我国推动工业制造业高质量发展的重要举措。2023 年 9 月 20 日，上海市印发《关于推动“工业上楼”打造“智造空间”的若干措施》，计划于三年内推出 3000 万平方米“智造空间”，以高端化、智能化、绿色化为方向，推动轻生产、低噪音、环保型企业“工业上楼”

破解上海土地资源紧缺、用地成本高等难题。特别地，针对三大先导产业，未来三年将拿出共计 800 万平方米载体空间，其中生物医药领域尤为给力，拿出了可实现复合功能、拎包入住的标准厂房高达 500 万平方米，回流的生物医药企业完全能在上海实现从研发、小试、中试到验证、规模生产、总部办公等全链功能。2024 年，上海将结合产业链布局，瞄准产业细分赛道，坚持智能化、绿色化、融合化方向，继续推出智造空间 1000 万平方米以上，为新质生产力发展提供优质载体空间。

图表 70: 上海工业 GDP 贡献度


资料来源：同花顺，中泰证券研究所

- **上海各区情况：根据已有数据看，浦东、闵行、青浦三区投资额合计超 900 亿，其中浦东 600 亿，闵行 238 亿，青浦 74.8 亿。**

(1) **浦东：截至 23 年 12 月储备项目总投资 600 亿。**截至 23 年 12 月已梳理储备"工业上楼"项目 61 个，总投资近 600 亿元，今年已经开工建设 27 个项目，容积率最高达到 4.0。

(2) **闵行：截至 23 年 12 月储备项目总投资 238 亿，预计新增面积 285 万平。**收集储备智造空间项目 20 个，主要分布于生物医药、高端装备、人工智能、新一代信息技术和生命健康等重点"3+6"产业领域，合计投资达 238 亿元、新增建筑面积约 285 万平方米。

(3) **青浦：24 年 1 月 5 日，总投资额 74.8 亿。**2024 年 1 月 5 日，15 个市级"智造空间"优质项目签约，总建筑面积 117.4 万平方米，总投资额 74.8 亿元。

- **三年预计全市工业上楼总投资额预计超 2200 亿。**由于截至 2023 年末浦东、闵行、青浦三区储备总投资额已达 900 亿，三区合计已经接近千亿规模，还有更多区未公开披露投资规模，预计全市总投资额将远超千亿水平；根据闵行区数据推算，闵行每平方投资额 8351 元，根据青浦区数据推算，青浦每平方投资额 6371 元。综上，按照已知闵行、青浦两区平均每平方投资额 7361 元、上海市三年 3000 万平测算，三年总投资额约 2208 亿。

图表 71: 《关于推动“工业上楼”打造“智造空间”的若干措施》

《关于推动“工业上楼”打造“智造空间”的若干措施》中关于资金支持的表述	
财政支持	对经认定的优质项目，按照开发建设投资总额（不含土地购置费用）给予一定比例的资金奖励，单个项目奖励最高不超过3000万元。市级奖励资金通过专项转移支付方式下达至各区，并由各区组织实施
国企支持	市、区联动，推动国有企业和集体企业盘活利用存量土地，共同盘活、规划、建设。建设成效纳入国有企业考核正向激励事项范围
金融支持	鼓励商业银行通过银团贷款、专项贷款等方式支持项目建设 ，降低项目融资成本。鼓励上海园区高质量发展基金、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）支持项目建设

资料来源：中国城市规划协会，中泰证券研究所

2、沪农商行成为首批“工业上楼”服务机构，三年授信超 800 亿

- 2023 年 9 月 25 日，上海召开推进工业上楼、打造“智造空间”推进会，推动“低容积率成为高容积率、低效用地升级高效用地、低端产业迈向中高端产业”，实现产业集群集聚集约发展，沪农商参加本次推进会并于当天推出《上海农商银行“智造空间”专项金融服务方案》，成为首批服务工业上楼的金融机构之一。**（1）授信总额（此为“授信”总额，并非放款总额）：力争三年内为“智造空间”类项目提供授信总额不低于 800 亿元的信贷额度支持。（2）支持对象：包括但不限于承建“智造空间”项目的园区主体、购置“智造空间”的园区入驻企业、自建“智造空间”项目的制造企业等。（3）产品及业务支持：通过银团等多种方式、多种产品提供工业上楼的资金支持，实现“全流程承接、一站式上楼”的融资资金运行，还将通过加载综合产品服务园区企业、数据赋能搭建园区主体智能招商平台等服务举措持续助力园区生态培育与园区产业集群建设；另外，根据企业不同发展阶段及类型，积极运用碳排放配额质押融资、科创助力贷、启航贷、知识产权贷、履约贷、银税快贷、商 e 贷、积数贷、临港园区科创贷等拳头产品，灵活配套融资租赁，充分发挥融担优势，实现企业全生命周期精准信贷产品匹配，与园区共同打造产业集群领军企业。**

图表 72: 沪农商“智造空间”专项金融服务方案

沪农商“智造空间”专项金融服务方案	
支持对象	包括但不限于承建“智造空间”项目的园区主体、购置“智造空间”的园区入驻企业、自建“智造空间”项目的制造企业
授信总额	不低于800亿元
服务产品	银团贷款、碳排放配额质押融资、科创助力贷、启航贷、知识产权贷、履约贷、银税快贷、商e贷、积数贷、临港园区科创贷，灵活配套融资租赁，充分发挥融担优势，实现企业全生命周期精准信贷产品匹配，与园区共同打造产业集群领军企业

资料来源：公司公众号，中泰证券研究所

(四) 精细化核心客群管理，公司金融全面发展

- 公司围绕打造“以交易银行为引擎的综合金融服务体系”，以战略客户、渠道类客户、区域客户、园区客户、上市（拟上市）客户、贸易金融客户等为重点客群，分层管理、分类营销，全面提高公司金融客户专业化、精细化经营管理，各项重点企业客群及业务实现较好发展。

图表 73：沪农商行对公重点行业贷款较快增长（亿元）

项目	2021		1H22		2022		同比增速	1H23		同比增速	3Q23	
	绝对值	占比	绝对值	占比	绝对值	占比		绝对值	占比		绝对值	占比
对公贷款余额（不含贴现）	3,498.4		3,602.2		4,053.1			4,374.5			4,443.1	
-制造业贷款余额	681.6	19.5%	708.3	19.7%	810.8	20.0%	19.0%	888.4	20.3%	25.4%	904.7	20.4%
-科技型企业贷款余额	525.8	15.0%	634.7	17.6%	712.1	17.6%	35.4%	832.5	19.0%	31.2%	859.8	19.4%
-涉农贷款余额	577.9	16.5%	593.0	16.5%	644.2	15.9%	11.5%	676.6	15.5%	14.1%	663.8	14.9%
-普惠小微贷款余额	552.7	15.8%	575.0	16.0%	641.1	15.8%	16.0%	745.0	17.0%	29.6%	748.3	16.8%
-绿色信贷余额	197.8	5.7%	263.0	7.3%	435.7	10.7%	120.3%	573.7	13.1%	118.1%	581.4	13.1%
公司客户数量（户）	334,867		338,000		399,923			342,100			343,300	
-科技型企业贷款客户数	1,938		2,242		2,460			3,074			3,120	
-普惠小微贷款客户数	23,604		29,704		34,112			43,900			42,900	

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 74：沪农商行对公重点客群经营策略及相关指标

公司客户	2021	1H22	2022	1H23	客户内涵
战略客户	采取总分联动管理营销模式，为总行级战略客户形成“一户一策一档”专属综合金融服务方案	815户	852户	895户	“3+6”产业龙头、民企龙头、上市公司等总行级战略客户 (“3+6”重点产业是指以集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业为引领,大力发展电子信息、生命健康、汽车、高端装备、先进材料、时尚消费品六大重点产业,构建“3+6”新型产业体系,打造具有国际竞争力的高端产业集群)
渠道类客户			完成38户三省地市级商会及48家行业协会对接全覆盖	本公司对苏浙皖三省在沪企业整体授信规模超3,800亿元,授信余额超1,700亿元,累计服务企业超2万户。	渠道类客户此处特指政府机构、要素市场、社会团体等客户
区域客户	报告期末,本公司在上海市松江区、青浦区、奉贤区等多个区域中对公贷款市场占有率排名第一,在松江区、青浦区、嘉定区等多个区域中对公存款市场占有率位列前三甲。	报告期内,“五个新城”区域内扫码有效客户数794户(其中新客户513户),投放贷款合计17.35亿元。	“五个新城”区域内“战疫融资直通车”专项活动扫码有效客户数950户(其中新客户530户),投放贷款合计27亿元。	“五个新城”所在区域对公授信客户5,333户,较上年末增加440户,增幅8.99%。	
园区客户	报告期内,本公司服务园区企业逾万户,同时为其中2,932户企业提供融资服务,科技型企业户数占比26.81%,小微企业户数占比84.72%。	报告期内,本公司在国家级、市级、区级产业园及上海市特色产业园内与552家企业首次建立合作关系,与635家企业首次建立授信合作关系,其中112家为“专精特新”企业,586家为小微企业。	“四百工程”持续拓展。发布《上海农商银行助力新兴产业发展2022行动计划暨四百工程2.0》,以园区为抓手,深化金融服务实体经济。报告期内,本公司在国家级、市级、区级产业园及上海市特色产业园内与2,102家企业首次建立合作关系,与2,196家企业首次建立授信合作关系,其中:260家为“专精特新”企业,占比11.84%;2,047家为小微企业,占比93.21%。	园区客户方面,本公司升级推出“四百工程3.0”,进一步提升园区金融服务覆盖面,做好产业类客户新增以及存量客户综合价值深挖,深入推进“产城融合”。报告期内,本公司与157个国家级、市级、区级产业园及46个上海市特色产业园建立合作关系,深度服务园区企业2,198户	“四百工程”是指以“百园万企”为营销工作主线,以“百团大战”“百户募集”“百家上市”为营销关键环节,聚焦园区客户、上市企业,发力募集、银团业务,旨在优化本公司产业类客户结构,打造产业集群核心竞争力,提升专业化经营品质。
上市(拟上市)客户	274	311	357	364	
贸易金融客户	3,936	2810	4055	3,489	
在线供应链金融	基于供应链管理系统开展反向保理、正向保理、电单保理、建材“N+1+M”供应链金融服务等供应链业务模式,实现当年在线供应链金融投放金额13.93亿元,投放笔数4,046笔,服务核心企业8家,服务链属企业107家,笔均34.44万元	投放金额合计4.89亿元,投放笔数2,095笔,累计服务核心企业16家,服务链属企业157家,笔均23.34万元。	报告期内,本公司在线供应链金融投放金额合计13.39亿元,投放笔数6,968笔,累计服务核心企业21家,服务链属企业187家,笔均19.21万元。		

资料来源:公司财报,中泰证券研究所

四、核心推荐理由三:零售条线全面转型升级,业务动能释放可期

(一)零售顶层设计:转型力度空前+条线全面升级+网点深度转型

1、本轮零售转型体系:本轮转型力度最强、层次最广、内涵最丰富

- 沪农商零售金融历经几轮转型,在2021年最终确立本轮深化转型的雏形,初步构建转型“九大体系”;2022年开始全面推进零售转型“九大体系”建设。“九大体系”涵盖专业化经营、客户经营、产品服务、渠道管理、数字赋能、风险管理、队伍建设、评价体系、运营体系九大方面,每一方面都有具体规划及落地制度支撑,是沪农商近年来力度最强、层次最广、内涵最丰富的零售转型。

图表 75: 沪农商行零售转型“九大体系”及核心内涵

沪农商零售条线转型“九大体系”及内涵

1	构建专业化经营体系，打造核心竞争优势	不断优化组织架构，构建包含财富管理、个人信贷、信用卡业务、基础客户经营等板块在内的专业化经营体系。通过确立定期沟通协调和业务联合推进机制，推动信用卡业务深度融入其他零售业务，共同构建财富管理与消费促活闭环，实现零售条线集约化、一体化、高效化管理，增强专业团队的客户综合服务能力，并 引导各经营单位由规模思维和指标思维向客户经营思维转变 。
2	构建客户经营体系，深化价值创造理念	聚焦 养老、代发工资、工会卡、个人贷款和财富等五大领域重点客群 ，打造“安享心生活”“月享心生活”“卡享心生活”三大 专属品牌 ，加强各零售业务的联合经营，切实推动由“卖方销售，向客户销售产品”向“买方投顾，为客户创造价值”转变，做好客户的全生命周期管理，实现零售客户产品覆盖率持续提高。
3	构建产品服务体系，丰富各项产品矩阵	依托以专业稳健为特色的财富管理，零售条线不断充实和丰富财富产品线，积极 构建涵盖理财、保险、基金、信托、标品、贵金属等业务的财富管理平台 ，围绕客户全生命周期提供“1+N”产品组合。零售贷款方面， 围绕个人按揭贷、消费贷、经营贷打造贷款类产品体系，推出线上化零售贷款产品鑫e贷AB款 ，满足客户日益增长的多元信贷需求。
4	构建渠道管理体系，布局高效服务生态	零售条线以长远高效为核心， 整合条线资源，统筹推进线上线渠道升级 。线上渠道方面，持续推动手机银行更新迭代，将信用卡App功能纳入手机银行服务范围；同时，组建远程银行中心，整合客服资源，改善客户体验，做好客户触达。线下渠道方面，优化网点布局，扩大客群辐射范围，提升经营能力，针对线下信用卡客户需求提供相应综合服务。
5	构建数字赋能体系，深化数据驱动转型	数字化转型是提升零售经营服务和管理效率的有效手段。坚持将“数字化转型”作为全行三大战略之一，推进数字赋能零售条线各板块，加强数据分析和运用。提升数据中台支撑能力，构建客户闭环管理，提高客户、产品与客户经理间的适配度， 完善可视化分析决策系统，提升经营管理效率，使“数字说话”成为零售条线决策的重要依据 。
6	构建风险管理体系，筑牢转型防护城墙	加强风险管理是零售业务可持续发展的重要保障，零售条线持续健全涵盖信用风险、操作风险、合规风险、声誉风险等方面的风险管理体系，筑牢风险防控底线。通过深化信用卡业务与其他零售业务风险数据互通、经营模型共享，采取“现场检查+系统监测”的模式，实现零售条线全流程风险管理，全面提升零售经营质量。尤其在 信用风险方面，通过优化个人消费信贷风险模型，将信用卡额度管理纳入零售授信管理体系，实现统一风险管理，有效控制信用卡不良率 。
7	构建队伍建设体系，完善能力锻造机制	积极完善队伍体系建设，强化零售人才队伍的垂直化管理与科学化调整，统一信用卡队伍和其他零售业务队伍的培养和管理路径， 持续提升零售条线网点负责人、产品经理、理财经理、零售客户经理等各支队伍与高质量发展要求的适配度 ，提升团队竞争力。一方面，打通人员在行员等级、职务晋升与岗位规划上的发展路径，形成多层次梯次人才队伍，有效提高零售条线岗位吸引力，催生人才聚集效应。另一方面，做好人员的培养和交流，建立零售条线全产品积分制与绩效管理有机融合的考核机制，提高员工的自我驱动意识，加强其对营销重点和产品组合的把握。
8	构建科学评价体系，激发转型内生动力	优质的零售转型成果，离不开科学的考核评价体系。零售条线加强精细化管理， 对客群和业务的资源配置做好投入产出分析，以价值创造为导向，对信用卡业务和其他零售业务开展可持续发展评估，兼顾当期收益和长期经营分析，引导零售条线人员加快从指标思维向经营思维转变、从规模导向向价值创造改变、从产品导向向客户导向转变，信用卡业务从关注发卡量转向侧重用卡质量，营销活动从粗放式开展转向精细化管理 。
9	构建组织运营体系，形成转型发展合力	推动零售转型和高质量发展，离不开全行的组织保障和跨部门的条线合作。通过建立零售条线在总行、分支行和网点间的联动机制，贯彻落实转型重点工作，助力零售转型发展；此外， 建立公私客群双向推荐机制、零售营销人员的厅堂营销机制 ，凝聚发展合力，共同推动零售转型切实落地，实现重点客群AUM保持较快增长。

资料来源：公司财报，中国信用卡公众号，中泰证券研究所

2、本轮组织架构调整：零售一级部由 2 个增至 4 个，条线全面升级

- 2023 年 10 月，零售条线一级部由零售金融部、信用卡部调整为**零售金融总部、财富管理及私人银行部、个人贷款业务部、基础客群经营部**，构建“客户一体化经营、产品专业化服务、资源集约化配置”的大运行体系。其中：（1）将信用卡部拆整至零售各部室：是沪农商优化架构、集约资源的主动行为。（2）将原来总行零售部内的二级部室全面升级为三个一级部室：财富管理及私人银行部、个人贷款业务部、基础客群经营部。

3、网点转型+“心家园”项目，网点潜力有望持续释放

- 与“九大体系”同时启动，网点转型进一步深化，**结合上海本地老龄化趋势，沪农商创新推出“心家园”项目，传播公益普惠的同事，延伸物理网点，提升服务半径及深度**：沪农商 2022 年创新推出“心家园”养老服务项目，后续延伸至老百姓“家门口”的公益服务站，设于人口密集区域，深入社区、居委、村委，截至 2023 年 11 月末，该项目已建设了 580 余家公益服务站，覆盖全市 16 个行政区，街道和乡镇覆盖率超 90%，每月开展服务民生活活动超 1000 次。预计到 2024 年底，在全市

建成 1000 家，届时服务能力将覆盖八成以上的远郊农村、六成以上的城区老年人群。“心家园”是公益普惠金融的传播点，也是银行网点的物理延伸，被人民日报社赞誉为“金融为老的上海模式”。

（二）零售客群：规模大、有潜力，五大核心客群有望进一步释放动能

1、基础零售客群近 2200 万，基数大、上限高、有潜力

- **零售客户规模决定零售业务上限，沪农商基础客群规模大，上限高：**截至 3Q23，沪农商零售客户总数达 2187 万户，在上市城农商行中位居前列，客户总数高出上海银行（财报数据对比，不排除口径差异）。**沪农商基础客群潜力仍有较大挖掘空间：**户均 AUM3.3 万元，低于上海银行的 4.5 万元；户均非储 AUM1.1 万元，低于上海银行的 1.97 万元。在财富客户聚集的上海，沪农商 2200 万基础客群的潜力仍有待进一步挖掘。

图表 76：沪农商行零售基础客群及 AUM 情况

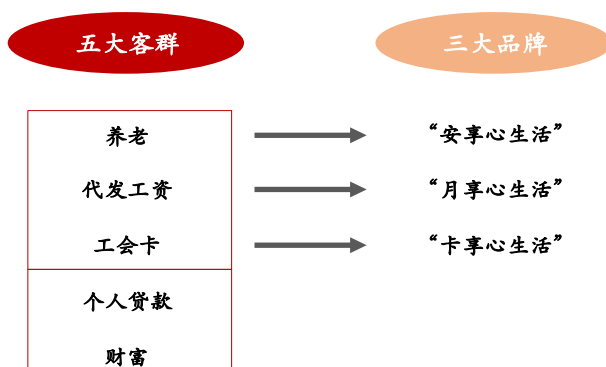
银行	零售客户数1H23 (万户)	AUM规模 (亿元)	储蓄 (亿元)	非储AUM (亿元)	户均AUM (万元)	户均非储AUM (万元)
北京银行	2837	10094	5,800	4,294	3.56	1.51
江苏银行	2600	10764	6,667	4,097	4.14	1.58
沪农商行	2187	7242	4,835	2,407	3.31	1.10
上海银行	2105	9485	5,349	4,136	4.51	1.97
长沙银行	1712	3659	3,044	615	2.14	0.36
贵阳银行	1235	2407	1,846	561	1.95	0.45

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

2、客群经营整体框架：确立五大核心客群和三大对应客群品牌

- 沪农商在 2021 年确立“九大体系”，其中客户经营方面聚焦“五大客群+三大品牌”。五大客群：养老、代发工资、工会卡、个贷、财富。三大品牌：“安享心生活”（对应养老客群）、“月享心生活”（对应代发工资客群）“卡享心生活”（对应工会卡客群）。确立核心客群经营目标后，五大客群实现较快发展。

图表 77：沪农商行零售五大客群+三大品牌



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

3、特色卡积累大量优质客群：独家工会卡发卡超 570 万、测算社保卡份额 12%+

- 工会卡、社保卡积累大量优质潜力客群：沪农商独家工会卡发卡量超 570 万；新版社保卡市场份额在 12% 以上。** 工会卡和社保卡对应均是收入稳定的优质潜力客群，在高规模的发卡量的基础上，结合进一步挖潜，有望持续释放动能。 **工会卡：**是沪农商独家与上海市总工会面向全市工会会员发行的具有工会会员标识的 IC 卡，截至 2022 年末，工会卡累计发卡量达 570 万张，发卡量已具备较大规模下一步沪农商重点放在卡片价值挖掘方面。**社保卡：**沪农商是新版社保卡指定发卡行之一，老板社保卡于 2020 年年末停用，截至 2020 年末，市社保卡中心统计新版社保卡累计制发卡超 1700 万张，沪农商（2021 年数据）新版社保卡累计申领数 216 万张，测算市场份额约 12% 以上。

图表 78：沪农商行零售核心发卡指标

核心发卡指标			
单位：万张	2021	1H22	2022
工会会员服务卡发卡量	549.48	557.74	570.33
敬老卡	107.89	110.42	114.02
新版社保卡申领数	216.04	216.66	217.62

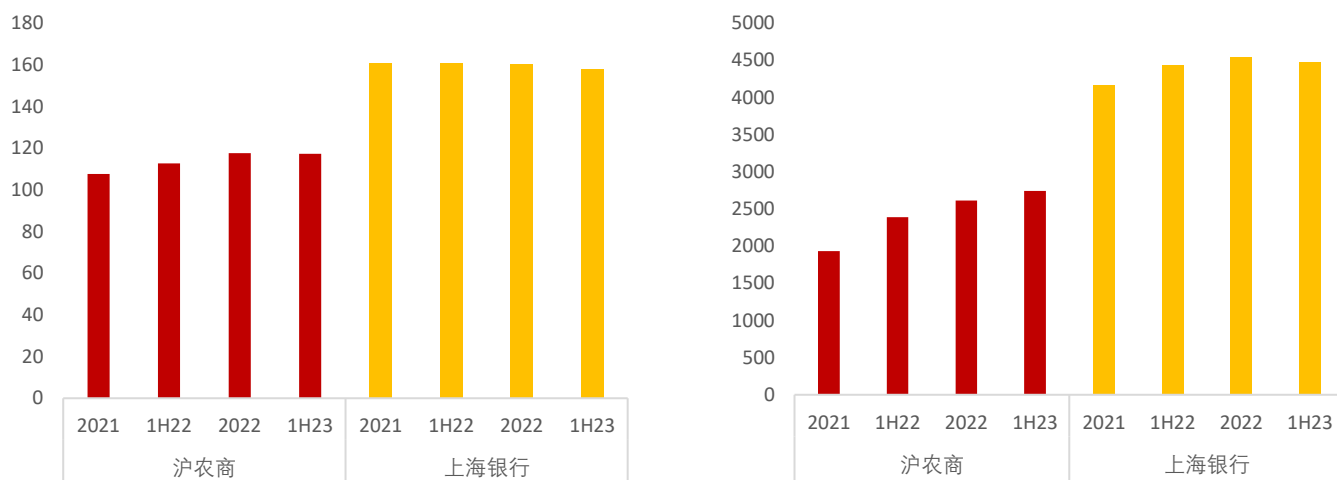
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

4、上海老龄化程度高，沪农商积极发力养老金融，市场份额有望进一步提升

- 近年来积极发力养老金融，市场份额有望进一步提升。**上海老龄化程度较高，截至 2022 年末，上海 60 岁以上老龄人口约 554 万人，占比总户籍人口达 36.8%，是全国人口老龄化程度最高的城市之一。**养老金客户是银行 AUM 的重要贡献力量：**截至 1H23，沪农商代发养老客户 AUM 占总零售 AUM 的 37.86%，上海银行代发养老客户 AUM 占总零售 AUM 的 47.19%。**沪农商发力养老金融，养老金客户及 AUM 实现较快增长，逐渐缩小与上海银行差距：**自 2021-1H23，代发养老金客户由 107.6 万增至 117.3 万，与上海银行（截至 1H23，上海银行保持上海地区客户份额和

代发笔数首位) 差额由 53 万缩小至 41 万; 代发养老 AUM 由 1935 亿增至 2742 亿, 与上海银行差额由 2231 亿缩小至 1733 亿。

图表 79: 养老金客户数沪农商、上海银行对比 (万户) **图表 80: 养老金客户 AUM 沪农商、上海银行对比 (亿元)**



资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

5、财富管理及私人银行部升级为总行一级部, 财富客群稳步发力

- 2023 年 10 月, 财富管理及私人银行部由零售金融部内二级部门升级为总行一级部, 体现总行零售战略定力, 截至 1H23 财富客户数 96.55 万, 同比增长 11%, 占比零售客户 4.4%, 增速较快, 但占比仍偏低, 结合户均 AUM 和户均非储 AUM 指标来看, 沪农商零售客户仍有较大挖掘潜力。

图表 81: 沪农商行财富客群核心客户指标

核心客户指标				
单位: 万户	2021	1H22	2022	1H23
个人客户 (不含信用卡)	1967.26	2015.26	2,094.41	2187.34
贵宾及财富客户数		87.02	91.54	96.55
高净值客户数			11.03	
私行客户数		0.33	0.33	0.33

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

(三) 非按揭贷款: 自营+合作贷款双轮驱动, 对零售资产形成量价支撑

1、核心产品体系“鑫e贷”, 涵盖消费与经营两类用途

- “鑫 e 贷”是上海农商银行“1+N”数字化信贷产品体系的核心, 于 2019 年正式上线, 基于该产品, 同时围绕家装、购车、教育、旅游等各类消费场景, 已形成全线上、全客群、全天候的个人消费/经营金融服务, 是零售金融条线推出的个人非按揭贷款的统一纯线上品牌, 客户可通过统一入口申请消费贷款或经营贷款。

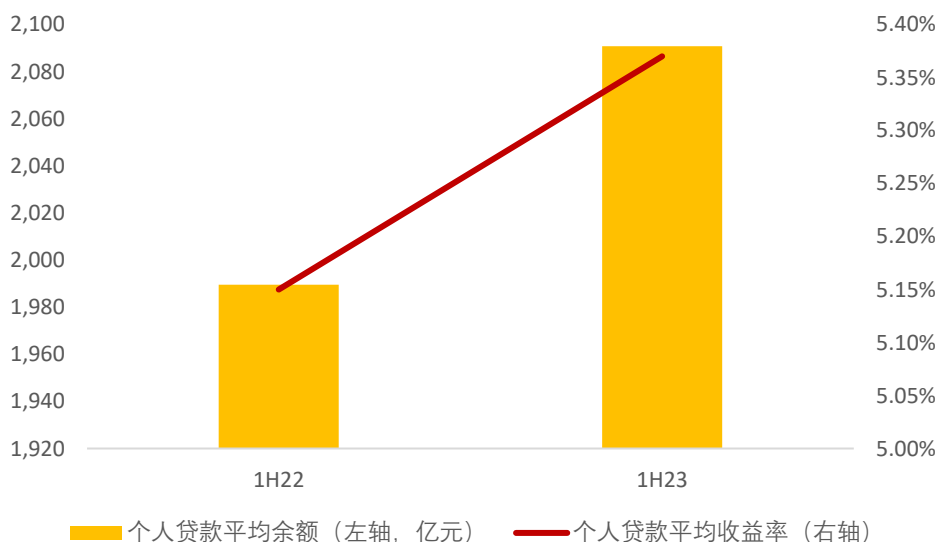
2、优选优质头部互联网机构合作, 严控 B 端及 C 端风险

- 沪农商在零售信贷部内单设专营机构，专营拓展优质机构合作贷款，一是搭建完备风控系统，前中后台配置完善，严控 C 端风险；二是优选头部机构合作，严控 B 端风险。近年来已逐渐形成了前中后台完备的科技、风控、运营、营销体系。

3、“自营+合作”双驾马车，拉动个贷收益率不降反升，实现量价支撑

- **消费贷款行业判断：我们判断 2024 年全行业优质客群消费贷增速或不及 23 年，但偏长尾客群的消费信贷有望发力。**根据我们在 2023 年 12 月 28 日发布的《**银行 2024 年投资策略（60 页）：稳健中有生机——宏观到客群，客群到收入**》（详细推演过程请见该报告），我们判断 **（1）短期看**，预计 24 年优质客群的银行自营消费贷增速或慢于今年，下沉客群（消金公司+互联网合作贷款）的消费贷将继续发力，预计 2024 年新增狭义消费贷款规模约 2 万亿，上市银行（含体系内消金）贡献 0.6 万亿。**（2）长期看**：一是上市银行新增消费贷/全国金融机构新增消费贷比重在今年大幅低于过去五年均值，说明上市银行以外的、更为下沉的消费金融今年发展更为迅猛；二是消费贷款集中度（上市银行/全国金融机构）仍较低，上市银行仍有一定发力空间：上市银行消费贷 4.7 万亿/行业消费贷 10 万亿=47%，低于 66%（上市银行贷款/金融机构总贷款）近 20 个点。
- 沪农商“自营+合作”双驾马车，一方面瞄准自营价值客群，另一方面适当外拓优质平台合作，有望对消费贷款形成量价支撑。特别是沪农商 1H23 个人贷款平均收益率同比不降反升、逆市增长，1H22 平均个贷收益率为 5.15%，1H23 平均个贷收益率升至 5.37%。

图表 82：沪农商行个贷收益率、余额情况



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

（四）理财、非货规模均居农商首位，理财牌照可期，打开中收及科创服务空间

1、理财规模居农商之首，托管牌照到位，理财牌照可期

- **沪农商理财规模位列农商之首，是千亿理财俱乐部中唯一一家没有理财子牌照的农商行。**根据普益标准数据，截至 2022 年末，沪农商理财规模为 1819 亿，规模保持在农商体系第一位，在所有城农商银行（含理财子）中位列第 8 位，是市场中理财规模过千亿的城农商行中唯一一家没有理财子牌照的农商行。
- **理财子牌照或重启审批，沪农已获托管牌照，下阶段理财牌照可期。**2023 年全年无一家理财子获批筹建，2024 年 1 月浙商银行理财子获批筹建，这是国家金融监管总局资管机构监管司成立之后，首次批准筹建理财子公司；沪农方面，2023 年 10 月基金托管资格获证监会批复，下阶段上海地区理财子牌照若放开，沪农将率先受益。
- **理财子牌照获取后主要有两大直观作用，一是理财规模受监管层面的压制因素将大大缓解，有助于提升理财对中收的贡献；二是沪农商科创投行服务需投贷联动模式配合，理财子可以直接进行股权投资，有助于完善沪农商综合科创服务体系。**

图表 83：城农商行理财及理财子规模排名（2022）

机构名称	最新存续规模总计（亿元）	最新存续规模占比（%）	
		现金管理型	固定收益类
苏银理财	5,223	22.88	74.38
宁银理财	4,016	25.05	69.75
杭银理财	3,744	30.2	69.17
南银理财	3,740	11.71	87.52
上银理财	2,813	40.47	58.81
北银理财	2,676	21.28	77.34
青银理财	2,081	1.83	97.99
上海农村商业银行	1,819	20.42	76.96
徽银理财	1,773	52.06	47.61
渝农商理财	1,206	26.22	73.72
成都农村商业银行	746		100
成都银行	730	21.93	78.07
中原银行	708	25.29	73.95
苏州银行	688	24.69	75.31
吉林银行	687	23.72	76.19
贵阳银行	644	23.83	71.6
天津银行	631	23	76.94
广州银行	625	14.9	84.91
桂林银行	609	6.87	93.13
长安银行	577	23.67	75.42
齐鲁银行	574	15.36	84.64
温州银行	566		96.92
大连银行	559	15.26	84.74
重庆银行	546	12.88	87.12
长沙银行	535	29.21	70.69
杭州联合农村商业银行	528	19.67	80.33
兰州银行	525	2.97	97.03
广州农村商业银行	506	18.56	79.53
汉口银行	502	25.09	74.91
晋商银行	489	24.23	75.56
郑州银行	452	16.42	83.47
北京农村商业银行	445	23.32	76.68

资料来源：普益标准，中泰证券研究所

2、非货规模居农商之首，财富货架逐步完善，有望率先受益于资本市场回暖

- 截至 23Q4，沪农商行非货保有规模 69 亿，在所有银行系统中排名第 23 位，是非货保有量最大的农商行。财富管理货架不断完善，形成了储蓄、理财、保险、基金、资管信托等代销产品的财富管理货架。若资本市场好转，沪农商将率先受益。

图表 84：银行非货保有规模（23Q4，亿元）

排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模	非货币市场公募基金保有规模
1	招商银行股份有限公司	5028	7735
2	中国工商银行股份有限公司	3447	4485
3	中国建设银行股份有限公司	2684	3436
4	中国银行股份有限公司	2185	4095
5	交通银行股份有限公司	1662	2047
6	中国农业银行股份有限公司	1376	1733
7	兴业银行股份有限公司	907	3447
8	中国民生银行股份有限公司	827	943
9	平安银行股份有限公司	816	2334
10	上海浦东发展银行股份有限公司	800	1029
11	中信银行股份有限公司	764	1326
12	中国邮政储蓄银行股份有限公司	537	1341
13	中国光大银行股份有限公司	460	588
14	宁波银行股份有限公司	324	1279
15	上海银行股份有限公司	181	574
16	广发银行股份有限公司	171	288
17	北京银行股份有限公司	169	228
18	华夏银行股份有限公司	159	204
19	江苏银行股份有限公司	138	181
20	浙商银行股份有限公司	80	130
21	南京银行股份有限公司	73	137
22	汇丰银行（中国）有限公司	60	143
23	上海农村商业银行股份有限公司	46	69
24	杭州银行股份有限公司	33	521

资料来源：中国证券投资基金业协会，中泰证券研究所

五、盈利预测

（一）核心业务规模增长假设及测算

1、科创

- **近年增速：**2022、1H23 分别同比增 35.4%、31.2%，占全行贷款分别为 10.6%、12%。
- **2023 年规模、同比增速、市占率预计：**规模 900 亿，对应同比+26.4%，市占率 10%。根据公开报道，截至 2023 年末沪农商科创贷款总规模超 900 亿，截至 3Q23 沪农商科创贷款市占率约 10%。因此假设沪农商 2023E 科创贷款总规模为 900 亿，市占率约 10%。
- **2024-2025 预计：**假设 2024 年增速 25%，2025 年增速 24%，则 2023-2025 规模分别为 900 亿、1125 亿、1395 亿，占比全行贷款分别为 12.4%、14.4%、16.5%，年度维度看占比稳步提升。
- **2025 年规模验证：**根据前文所述，2023 年 1 月，上海银保监局等八部门《上海银行业保险业支持上海科创中心建设的行动方案（2022-2025

年)》明确提出在沪主要银行保险机构到 2025 年总体力争实现科技型企业贷款余额突破 1 万亿元, 预计实际规模将大于 1 万亿, 假设总规模达 1.3 万亿。假设根据我们测算沪农商 2025E 科创贷款为 1395 亿, 则对应上海市占率为 10.7%。

2、制造业

- **近年增速:** 2021、2022、1H23 分别同比增 20.5%、11.4%、14.5%, 占比全行贷款 10.8%、11.1%、11.6%。
- **上海工业上楼加速推进、叠加上海科创中心打造等多重利好因素, 共同助力制造业贷款维持较稳定增速, 预计 2023-2025 同比增速为 14%、15%、15%, 占比全行总贷款达 11.7%、12.4%、13.2%, 年度维度看占比稳步提升。**

3、房地产

- **近年增速:** 2021、2022、1H23 分别同比增 4.1%、-8.1%、2.0%。占比全行贷款 17.8%、15%、15%。
- 一方面沪农商行地产贷款集中度较高, 另一方面当前宏观及地产形势下, 地产供需利好政策频出, 更有“房企白名单”、“三个不低于”等政策预期, 叠加中期角度城中村改造、保障性住房等三大工程发力, 地产集中度考核或有放松, 预计沪农商房地产业务稳步发展, 占比总贷款呈缓慢下降趋势, 2023-2025 同比增速为 2%、2%、2%, 占比全行总贷款达 14.2%、13.4%、12.6%, 年度维度看占比稳步压降。

4、大基建类

- **近年增速:** 2021、2022、1H23 分别同比增 8.6%、15.8%、13.7%。占比全行贷款 14.4%、15.2%、15.5%。
- 三大工程以及上海多项重点工程发力, 预计 2023-2025 同比增速为 15%、14%、13%, 占比全行总贷款达 16.2%、17.1%、17.9%, 年度维度看占比稳步提升。

5、普惠小微

- **近年增速:** 2022、1H23 分别同比增 16%、29.6%。占比全行贷款 9%、9.6%、10.7%。
- **普惠小微贷款包括对公和对私, 对公主要针对符合标准的小微贷款, 对私主要包括符合标准的房抵贷(商 e 贷)和符合标准的其他个人经营贷款, 过去两年增速维持 15%以上, 截至 3Q23 普惠小微贷款同比+16.7%, 结合沪农商“做小做散”战略规划, 预计普惠小微 2023-2025 同比增速分别为 17%、18%、15%, 占比全行总贷款达 10.4%、11.3%、12.1%, 年度维度看占比稳步提升。**

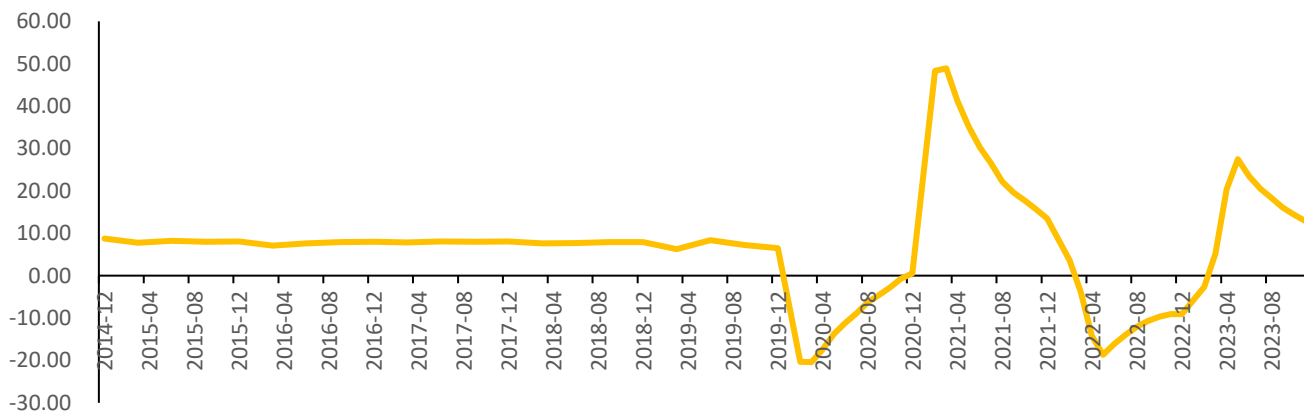
6、个人按揭贷款

- **近年增速：**2021、2022、1H23 分别同比增 7.2%、-3.6%、-5.2%，占比全行贷款 19.2%、16.9%、15.7%。
- **个人按揭贷款受多重因素影响，地产需求+提前还款共同影响。**一方面目前地产端需求较弱且二手房房价波动下行，叠加沪农商存量按揭规模占比较高，2023 年提前还款规模较大拖累规模增长。**另一方面**上海房价、成交量较全国更为坚挺，且看好沪农商积极参与城中村一级开发，进入二级阶段后更容易参与按揭项目，拉动按揭增长，同时随着按揭提前还款比例的下降，2024 按揭规模有望企稳。综上预计按揭 2023-2025 同比增速分别为-5%、1%、2%，占比全行总贷款达 14.9%、13.9%、13.1%，年度维度看占比稳步下降。

7、消费贷

- **近年增速：**2021、2022、1H23 分别同比增 36.9%、9.8%、4.6%。占比全行贷款 5.9%、6%、5.6%。
- **沪农商消费贷款整体占比仍较低，上海经济支撑以及整体消费复苏或维持占比稳中有升。**随着沪农商“自营鑫e贷 AB 双款+头部渠道合作”两架马车共同发力，且撤销信用卡部后，信用卡营销资源有望支撑零售贷款发力，预计 2023-2025 同比增速分别为 6%、7.5%、9%，占比全行总贷款分别达 5.8%、5.8%、5.9%。

图表 85：上海：社会消费品零售总额：累计同比 (%)



资料来源：wind，中泰证券研究所

8、信用卡

- **近年增速：**2021、2022、1H23 分别同比增-5.6%、-44.8%、-45.5%。占比全行贷款 1.8%、0.9%、0.7%。
- 沪农商行 2023 年 10 月撤销信用卡部，并入零售金融部，信用卡不再作为增量重点，预计 2023-2025 同比增速分别为-40%、-10%、0%，占比全行总贷款达 0.5%、0.4%、0.4%，年度维度看占比经近两年大幅下降后趋于稳定。

9、个人经营贷

- **近年增速：**2021、2022、1H23 分别同比增 149.6%、61.4%、47.8%。占比全行贷款 5.5%、8.1%、8.6%。
- 预计在 2023 年房价承压的情景下，沪农商个人经营贷增速或主动有所放缓，此后风险企稳后逐步恢复，我们预计 2023-2025 同比增速分别为 8%、10%、10%，占比全行总贷款达 8.1%、8.3%、8.4%，年度维度看占比稳步提升。

图表 86：沪农商行核心规模假设与测算

规模测算 (亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总贷款	6135.76	6706.23	7,242.7	7,822.1	8,447.9
科创贷款	525.8	712.1	900.0	1,125.0	1,395.0
制造业	665.2	741.1	844.9	971.6	1,117.3
房地产	1,093.8	1,004.9	1,025.0	1,045.5	1,066.4
基建类	882.3	1,022.0	1,175.3	1,339.9	1,514.1
普惠小微	552.7	641.1	750.1	885.1	1,017.9
按揭	1,175.7	1,132.9	1,076.2	1,087.0	1,108.7
消费贷	364.1	399.7	423.7	455.5	496.5
信用卡	110.7	61.1	36.7	33.0	33.0
个人经营贷款	337.4	544.5	588.1	646.9	711.6
债券投资	3,221.9	4,036.4	4,440.0	4,884.0	5,372.4
同业资产	211.8	323.7	356.0	391.6	430.8
存放央行	686.9	654.6	713.5	777.7	847.7
生息资产	11,334.8	12,518.5	13,858.7	15,109.2	16,424.5
存款	8,381.4	9,434.9	10,472.7	11,624.7	12,787.1
同业负债	1,085.4	1,071.7	1,178.9	1,296.8	1,426.5
发债	853.1	872.3	1,090.3	1,308.4	1,570.1
计息负债	10,319.9	11,378.8	12,332.2	13,772.3	15,276.2
同比增速测算	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总贷款	15.6%	9.3%	8.0%	8.0%	8.0%
科创贷款		35.4%	26.4%	25.0%	24.0%
制造业	20.5%	11.4%	14.0%	15.0%	15.0%
房地产	4.1%	-8.1%	2.0%	2.0%	2.0%
基建类	8.6%	15.8%	15.0%	14.0%	13.0%
普惠小微		16.0%	17.0%	18.0%	15.0%
按揭	7.2%	-3.6%	-5.0%	1.0%	2.0%
消费贷	36.9%	9.8%	6.0%	7.5%	9.0%
信用卡	-5.6%	-44.8%	-40.0%	-10.0%	0.0%
个人经营贷款	149.6%	61.4%	8.0%	10.0%	10.0%
债券投资	1.8%	25.3%	10.0%	10.0%	10.0%
同业资产	-0.9%	52.8%	10.0%	10.0%	10.0%
存放央行	7.1%	-4.7%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产	10.1%	10.4%	10.7%	9.0%	8.7%
存款	11.9%	12.6%	11.0%	11.0%	10.0%
同业负债	-5.8%	-1.3%	10.0%	10.0%	10.0%
发债	-2.7%	2.2%	25.0%	20.0%	20.0%
计息负债	8.4%	10.3%	8.4%	11.7%	10.9%
主要贷款占全行比重测算	2021	2022	2023E	2024E	2025E
科创贷款	8.6%	10.6%	12.4%	14.4%	16.5%
制造业	10.8%	11.1%	11.7%	12.4%	13.2%
房地产	17.8%	15.0%	14.2%	13.4%	12.6%
基建类	14.4%	15.2%	16.2%	17.1%	17.9%
普惠小微	9.0%	9.6%	10.4%	11.3%	12.0%
按揭	19.2%	16.9%	14.9%	13.9%	13.1%
消费贷	5.9%	6.0%	5.8%	5.8%	5.9%
信用卡	1.8%	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%
个人经营贷款	5.5%	8.1%	8.1%	8.3%	8.4%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

(二) 盈利测算

- 净利息收入方面**，测算 2023-2025 同比分别增 1.5%、2.5%、2.6%；**净手续费方面**，受益于理财规模、代销规模、财富管理体系逐步完善等优势，测算 2023-2025 同比均维持 8% 增速，占比总营收分别为 8.8%、9%、9.3%；

净其他非息方面，受益于 2022 低基数，2023 同比预计增 15%，2024-2025 增速略有回落，均维持 8% 增速。

- **资产质量方面**，经前文分析整体资产质量稳健，预计 2023-2025 不良生成率分别为 0.4%、0.4%、0.30%，不良贷款率分别为 0.98%、0.98%、0.96%，拨备覆盖率分别为 418.7.7%、399.4.1%、392.6%。整体不良率控制在 1% 以内小幅波动，拨备覆盖率预计维持在 400% 左右。
- **综上**，预计 2023-2025 营收分别同比增 3.5%、3.6%、3.7%，净利润分别增 10.4%、6.6%、6%。假设分红率维持 30% 不变，股息率预计 2023-2025 分别能达到 5.5%、5.87%、6.22%。

图表 87：沪农商行盈利假设与测算

营收及利润规模测算 (亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利息收入	193.7	207.6	210.7	216.0	221.6
利息收入*	410.8	434.5	465.2	499.9	536.8
利息支出**	-217.1	-227.0	-254.5	-283.9	-315.2
净手续费收入	21.7	21.6	23.3	25.1	27.2
净其他非息收入	26.1	27.0	31.1	33.6	36.2
营业收入	241.5	256.1	265.1	274.7	285.0
税金及附加	-2.6	-2.7	-3.0	-2.9	-3.1
业务及管理费	-72.2	-78.0	-76.9	-79.7	-80.6
营业外净收入	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
拨备前利润	166.8	175.4	185.2	192.1	201.1
资产减值损失	-45.0	-36.9	-34.9	-31.6	-30.8
税前利润	121.8	138.5	150.3	160.4	170.3
所得税	-21.3	-22.8	-22.5	-24.1	-25.5
税后利润	100.5	115.8	127.7	136.4	144.8
少数股东净利润	3.5	4.2	4.6	5.1	5.6
归属于母公司净利润	97.0	111.5	123.1	131.2	139.1
营收及利润增速测算					
净利息收入	8.4%	7.1%	1.5%	2.5%	2.6%
利息收入*	10.7%	5.8%	7.1%	7.5%	7.4%
利息支出**	12.9%	4.6%	12.1%	11.6%	11.0%
净手续费收入	-7.1%	-0.5%	8.0%	8.0%	8.0%
净其他非息收入	43.5%	3.4%	15.0%	8.0%	8.0%
营业收入	9.7%	6.1%	3.5%	3.6%	3.7%
税金及附加	9.3%	1.9%	11.7%	-2.2%	6.1%
业务及管理费	13.8%	8.0%	-1.4%	3.6%	1.2%
营业外净收入	-84.2%	-154.5%	0.0%	0.0%	0.0%
拨备前利润	7.5%	5.2%	5.6%	3.7%	4.7%
资产减值损失	-19.8%	-18.0%	-5.4%	-9.3%	-2.5%
税前利润	23.0%	13.7%	8.5%	6.7%	6.2%
所得税	43.8%	6.8%	-1.0%	6.7%	6.2%
税后利润	19.4%	15.2%	10.3%	6.7%	6.2%
少数股东净利润	36.5%	19.9%	10.0%	10.0%	10.0%
归属于母公司净利润	18.8%	15.0%	10.4%	6.6%	6.0%
营收占比测算					
净利息收入	80.2%	81.0%	79.5%	78.6%	77.8%
净手续费收入	9.0%	8.4%	8.8%	9.2%	9.5%
净其他非息收入	10.8%	10.5%	11.7%	12.2%	12.7%
盈利能力					
ROA	0.88%	1.09%	1.07%	0.87%	0.83%
ROE	11.34%	11.40%	11.58%	11.35%	11.05%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

六、投资建议

- **投资建议**：沪农商扎根上海，深耕沪郊，稳健经营保障资产质量，资本充足支撑增长可持续。2023E、2024E、2025E PB 0.61X / 0.56X /

0.51X; PE 5.44X / 5.12X / 4.83X。我们选取江浙地区上市农商行以及体量接近的渝农商行作为可比公司，可比公司 23E-25E 平均 PE 分别为 5.43X/4.88X/4.46X。沪农商行扎根上海，辐射长三角，经营区位优势；资本充足、资产质量稳健，近年来科创金融逐步发力、零售转型初显成效、深度参与上海重大工程、经营子牌照有望逐步落地，有望为业绩增长打开空间。维持“增持”评级。

图表 88: 可比公司估值表 (截至 2024.04.19)

股票代码	公司	市值 (百万)	净利润 (百万)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
601077.SH	渝农商行	48,937	10,276	10,900	11,501	12,074	5.16	4.87	4.61	4.39
603323.SH	苏农银行	8,727	1,502	1,733	1,985	2,273	5.63	5.04	4.40	3.84
601860.SH	紫金银行	9,702	1,600	1,695	1,848	2,056	5.93	5.72	5.25	4.72
601528.SH	瑞丰银行	9,889	1,528	1,727	1,900	2,076	4.99	5.73	5.20	4.75
601128.SH	常熟银行	20,721	2,742	3,280	4,009	4,386	7.56	6.30	5.18	4.73
600908.SH	无锡银行	11,522	2,001	2,200	2,493	2,732	4.90	4.94	4.62	4.22
002839.SZ	张家港行	8,939	1,682	1,845	2,067	2,346	5.95	4.85	4.33	3.81
002807.SZ	江阴银行	9,649	1,616	1,888	2,101	2,331	5.34	4.08	4.59	4.14
	行业平均						5.68	5.19	4.77	4.33
601825.SH	沪农商行	67,125	11,154	12,310	13,125	13,914	6.00	5.44	5.12	4.83

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

注: 苏农银行、紫金银行、张家港行、无锡银行净利润及 PE 采用 wind 一致预期数据; 渝农商行、瑞丰银行、常熟银行 2023 净利润数据采用已出 2023 年年报数据苏农银行、紫金银行净利润及 PE 采用 wind 一致预期数据; 渝农商行、北京银行、瑞丰银行、常熟银行 2023 净利润数据采用已出 2023 年年报数据

- 风险提示: 一是经济下滑超预期风险:** 银行经营与宏观经济高度相关, 若经济下滑超预期, 可能造成公司业绩不达预期。
 二是研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险: 研究报告部分资料来源于公司定期报告以及其他公开资料, 使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。
 三是测算偏差风险: 本报告涉及的规模增长、盈利预测等测算均含有一定前提假设, 存在一定的测算偏差风险。

图89：沪农商行盈利预测表

每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
PE	6	5.44	5.12	4.83	净利息收入	20,756	21,074	21,602	22,155
PB	0.66	0.61	0.56	0.51	手续费净收入	2,156	2,328	2,514	2,715
EPS	1.16	1.28	1.36	1.44	营业收入	25,614	26,509	27,472	28,494
BVPS	10.56	11.48	12.51	13.60	业务及管理费	(7,800)	(7,688)	(7,967)	(8,064)
每股股利	0.34	0.38	0.41	0.43	拨备前利润	17,539	18,515	19,205	20,112
盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E	拨备	(3,687)	(3,487)	(3,164)	(3,084)
净息差	1.74%	1.60%	1.49%	1.41%	税前利润	13,852	15,028	16,041	17,028
贷款收益率	4.40%	4.20%	4.10%	4.03%	税后利润	11,576	12,774	13,635	14,474
生息资产收益率	3.64%	3.53%	3.45%	3.40%	归属母公司净利润	11,154	12,310	13,125	13,913
存款付息率	1.96%	1.94%	1.93%	1.92%	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
计息负债成本率	2.06%	2.08%	2.11%	2.10%	贷款总额	670,623	724,273	782,215	840,881
ROAA	1.09%	1.07%	0.87%	0.83%	债券投资	403,606	443,967	488,364	537,200
ROAE	11.40%	11.58%	11.34%	11.05%	同业资产	112,133	123,346	135,681	149,249
成本收入比	30.45%	29.00%	29.00%	28.30%	生息资产	1,251,821	1,385,840	1,510,882	1,642,414
业绩与规模增长	2022A	2023E	2024E	2025E	资产总额	884,649	1,421,777	1,584,665	1,754,931
净利息收入	7.1%	1.5%	2.5%	2.6%	存款	943,485	1,047,268	1,162,467	1,278,714
营业收入	6.1%	3.5%	3.6%	3.7%	同业负债	107,172	117,889	129,678	142,646
拨备前利润	5.2%	5.6%	3.7%	4.7%	发行债券	87,226	109,033	130,840	157,008
归属母公司净利润	15.0%	10.4%	6.6%	6.0%	计息负债	1,175,683	1,274,190	1,422,985	1,578,368
净手续费收入	-0.5%	8.0%	8.0%	8.0%	负债总额	1,175,683	1,306,862	1,459,472	1,618,839
贷款余额	9.30%	8.00%	8.00%	7.50%	股本	9,644	9,644	9,644	9,644
生息资产	10.4%	10.7%	9.0%	8.7%	归属母公司股东权益	101,833	110,722	120,665	131,202
存款余额	12.6%	11.0%	11.0%	10.0%	所有者权益总额	105,715	114,915	125,193	136,092
计息负债	13.9%	8.4%	11.7%	10.9%	资本状况	2022A	2023E	2024E	2025E
资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E	资本充足率	15.46%	15.39%	15.36%	15.31%
不良率	0.95%	0.99%	0.98%	0.96%	核心资本充足率	12.96%	13.07%	13.21%	13.32%
拨备覆盖率	443.2%	415.2%	399.0%	393.8%	杠杆率	8.37	12.37	12.66	12.90
拨贷比	4.21%	4.11%	3.91%	3.78%	RORWA	1.52%	1.54%	1.53%	1.50%
不良净生成率	0.32%	0.40%	0.40%	0.30%	风险加权系数	89.96%	60.45%	58.58%	57.13%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。