

沪农商行（601825）深度研究报告

**深耕沪郊，安全稳健，科创、养老金融特色鲜明**

- ❖ **深耕沪郊的万亿省级农商行。**沪农商行成立于2005年8月25日，是全国首家在农信社基础上改制成立的省级股份制银行，扎根上海70+年，2023年上海地区网点占比超98%，其中上海郊区网点占比近77%。沪农商行总体经营稳健向好，于2021年8月19日在上交所主板上市。截至2024年一季度，沪农商行的总资产规模达1.44万亿。
- ❖ **区位优势明显，郊区增长潜力大。**作为国际金融中心，上海经济土壤肥沃，居民人均收入水平高，高净值人群占比较高，并且产业结构优化，有利于金融业务开展。2023年上海市GDP达4.7万亿，居全国城市第一，上海市人均可支配收入、人均消费支出分别为8.48、5.25万元，均为全国第一。沪郊对人口持续保持吸引力，2018-2023年郊区常住人口均实现正增长，并且上海市重点发展的“五个新城”主要分布在上海郊区，相应配套的城市基建将拉动郊区经济增长，对于银行的综合金融服务需求也有增长空间。沪农在五个新城的网点布局相对较多，并且沪郊基础深厚，有望获得更多业务机会。
- ❖ **股东以国资为主，管理层经验丰富。**1) 沪农商行前九大股东均为国资背景，主要为海运、钢铁、金融、高速公路等龙头企业，有助于沪农获取上海市优质对公资源。前十大股东合计持股比例约61%，其中剩余的限售股份将于2024年8月19日全部解禁，基于目前限售的大股东均为资金充足的国有企业，且部分大股东在限售期间有增持的现象，我们预计在解除限售后并不会出现大规模减持的现象；2) 高管团队大部分为该行上市阶段的团队，均具有多年上海金融机构工作经验，对沪农有充分的了解，具备人熟地熟的优势。自2021年上市以来，高管团队陆续增持该行股份，既彰显对沪农未来发展的信心，也强化了利益一致性，股权激励充分。
- ❖ **对公方面：打造“三农小微”和“科创金融”两张新名片。**沪农过去地产业务发展较快，如今新旧动能切换，地产业务承压，三农小微和科创金融提供增长新动能。1) **名片一：服务三农，普惠小微发展好。**沪农商行构建以“三农”金融为本色的普惠金融服务体系，深耕郊区有利于三农业务发展。普惠小微贷款发展较快，2018-2023年CAGR高达28.6%，2023年普惠小微户均贷款规模较2022年下降33万元至155万元；2) **名片二：打造科创金融特色名片。**科创金融起步早，不断深耕，已具备品牌影响力。由于上海科技园多规划在郊区，沪农商行在科创金融开展方面也具有网点优势。2023年科技型企业贷款余额为925.16亿元，同比增长29.9%，占对公贷款的比重较2022年提升1.8pct至20.5%。
- ❖ **零售方面：发力非房零售贷款和财富管理业务。**沪农商行零售转型力度加大，优化业务条线与零售贷款结构，财富管理战略更加明晰。1) **零售贷款结构调整：**在按揭贷款受监管要求压降以及按揭提前还款的情况下，主要发力个人消费贷和个人经营贷；2) **财富管理业务起步较早，近年来战略重要性日益凸显。**其中理财和代销业务起步较早，2023年理财规模居农商行首位，已获托管牌照，理财牌照可期。养老金融方面，沪农商行较早开始代发养老金，已具备一定的养老客户基础，2023年代发养老金客户为122万户，上海地区市占率排名第二。在上海老龄化趋势下，养老金融的贡献度有望提升。
- ❖ **财务分析：盈利能力较优，成本、中收有优势。**2021年末以来沪农商行归母净利润增速和ROE持续高于农商行平均水平，拆分来看，主要是成本（负债成本、管理成本、信用成本）和中收具有相对优势。一是深耕沪郊，低负债成本优势明显；二是管理成本控制较好；三是资产质量稳健，沪农地处上海优质区域，且风险偏好较低，不良率长期低于1%；四是布局较早的中收业务具备相对优势，并且中收占比在可比同业中较高。
- ❖ **投资建议：沪农商行深耕上海郊区，同时积极布局长三角区域，在上海发展“五个新城”与“五个中心”建设背景下，未来业务增量市场空间仍较大，公司客群基础扎实，业务发展稳健，资产质量较优。我们预计2024E-2026E公司营收同比增速分别为2.1%、5.3%、6.9%，归母净利润增速分别为2.9%、6.2%、10.0%。**

**推荐（首次）**

目标价：7.67元

当前价：6.72元

华创证券研究所

证券分析师：贾靖

邮箱：jiating@hcyjs.com

执业编号：S0360523040004

证券分析师：徐康

电话：021-20572556

邮箱：xukang@hcyjs.com

执业编号：S0360518060005

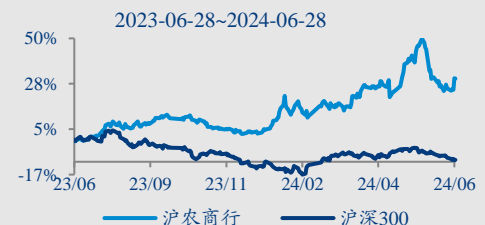
联系人：林宛慧

邮箱：linwanhui@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	964,444.44
已上市流通股(万股)	462,176.34
总市值(亿元)	648.11
流通市值(亿元)	310.58
资产负债率(%)	91.59
每股净资产(元)	12.16
12个月内最高/最低价	8.20/5.42

市场表现对比图(近12个月)



公司于6月20日发放2023年红利，测算股息率为5.5%，仍然较高，具备较好的投资价值。当前股价对应2024E PB为0.54X，近五年公司平均PB在0.61X，可比公司平均2024E PB在0.54X，结合当前宏观经济环境，考虑当前公司所处区域优势、业务特色和优质客群给予的增长潜力，给予公司2024E目标PB 0.62X，对应目标价7.67元，首次覆盖给予“推荐”评级。

- ❖ **风险提示：**1) 宏观经济增速超预期下行，资产质量可能大幅恶化。2) 若外部利率政策和监管政策未来发生不利变化，净息差可能大幅收窄。3) 若区域内同业竞争加剧，会影响公司业务扩张和定价，并会对资产质量产生不利影响。

#### 主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	26,412	26,971	28,388	30,361
同比增速(%)	3.06%	2.12%	5.25%	6.95%
归母净利润(百万)	12,142	12,499	13,278	14,604
同比增速(%)	10.64%	2.94%	6.23%	9.99%
每股盈利(元)	1.26	1.30	1.38	1.51
市盈率(倍)	5.34	5.19	4.88	4.44
市净率(倍)	0.58	0.54	0.50	0.46

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年6月28日收盘价

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告通过对沪农商行包括经营区域优势、对公业务优势、零售业务转型和股东高管软实力的分析，挖掘其在三农小微、科创金融、财富管理方面的业务增长潜力，并基于该框架分析沪农商行的财务能力和资产质量，在高股息、低估值的特性基础上，讨论沪农商行的未来发展趋势与合理估值中枢。

### 投资逻辑

从沪农商行所处区域优势和优质客群看，未来业绩增长潜力大，叠加高股息、低估值特性，首次覆盖给予“推荐”评级。我们认为，当前沪农商行存在3点领先优势：

- 1) 区域优势：**上海的农业用地、科技园、“专精特新”企业大部分位于沪郊，沪农深耕沪郊有利于三农小微、科创金融发展。并且沪郊居民风险偏好较低，存款成本也较低。未来或将受益于“五个新城”建设。
- 2) 财富管理优势：**一是理财和代销业务起步早，2023年理财规模居农商行首位，且理财产品兑付业绩保持“0破净”；二是养老金融起步早，通过工会卡、敬老卡、社保卡积累优质客群，2023年代发养老金客户为122万户，上海地区市占率第二。在上海老龄化趋势下，养老金融发展空间较大。
- 3) 资产质量优势：**沪农风险偏好较低，不良率长期低于1%，资产质量较优。地产业务集中于上海本地，上海房市较为稳定，风险基本可控；城投敞口小几乎无影响；科创金融资产质量较优；零售贷款不良率略有抬升，但仍为同业较低水平。

### 关键假设、估值与盈利预测

综合当前的宏观环境和公司现有的业务基础和未来空间，我们做出以下假设：

- 1) 资产规模：**虽然房地产相关业务增速放缓，但是上海市对公项目业务机会较多，比如“三大工程”、“工业上楼”、“五个新城”建设等。2024年按揭和信用卡表现较弱，后续零售贷款有望随着经济恢复逐步回暖，预计贷款增速将保持平稳。我们预计2024/2025/2026年沪农商行生息资产同比增长10.7%/10%/10.1%，其中贷款增速为6.7%/7%/7%。
- 2) 息差：**2024年按揭重定价、新发放按揭贷款利率下限下调以及LPR调降，贷款收益率仍可能继续收窄；负债成本优势有望保持，23年存款挂牌利率多次下调，后续存款到期重定价，存款成本率仍有压降空间。预计2024/2025/2026年息差（期初期末口径）分别下降20bp/6bp/4bp至1.39%/1.33%/1.28%。
- 3) 中收：**公司的理财和代理业务占比较高，代理保险、基金费率下调可能会对中收产生一定不利影响，但由于沪农商行主推稳健型的固收+产品，在量价上受到的冲击将比主打权益类产品的银行更小，并且随着存款利率下调，部分存款回流更具性价比的理财市场，或对中收产生正向贡献。我们预计2024/2025/2026年中收增速为-15%/-10%/2%。
- 4) 资产质量：**公司风险偏好较低，资产质量预计将继续改善，零售贷款资产质量有望逐步改善。公司信用成本存在进一步节约反哺的空间。预计2024/2025/2026年信用成本分别为0.55%/0.52%/0.46%，不良率分别为0.96%/0.95%/0.94%。
- 5) 分红水平：**预计未来三年公司将仍保持现有股利政策，预计2024/2025/2026年公司分红占归母净利润比例均在30%左右。

根据以上假设，我们预计2024E-2026E公司营收同比增速分别为2.1%、5.3%、6.9%，归母净利润增速分别为2.9%、6.2%、10.0%。

# 目录

一、深耕上海郊区的万亿省级农商行	7
（一）历史沿革：农信社改制而成，立足上海七十余年	7
（二）区位优势：上海经济繁荣，郊区增长潜力大	8
（三）股东国资为主，管理层经验丰富	14
二、做散做小，打造“三农小微”和“科创金融”两张新名片	15
（一）名片一：服务三农，普惠金融发展较好	16
（二）名片二：打造科创金融特色名片	17
三、零售转型力度加大，财富管理战略更明晰	20
（一）非房消费贷和个人经营贷占比提升	20
（二）财富管理业务：理财和代销业务起步早，养老金融是特色	21
四、资产质量：总体风险可控，科创贷款质量较优	22
五、财务分析：盈利能力较优，成本、中收有优势	25
（一）近三年规模保持 10% 稳定增长	26
（二）息差同业较低，负债端具备成本优势	27
（三）中收阶段性承压，但较同业仍具优势	29
（四）资产质量经得起考验	29
1) 对公端：整体表现平稳，地产风险可控，仍为同业较低水平	29
2) 零售端：在线零售贷款风险有所抬头，但不良率仍低于 2%	29
（五）核心资本充足，分红率稳定在 30% 以上	30
六、盈利预测与投资建议	31
七、风险提示	32

## 图表目录

图表 1	沪农商行总资产过万亿 .....	7
图表 2	2023 年沪农商行上海地区网点占比 98% .....	7
图表 3	2023 年沪农商行上海地区贷款占比达 94.8% .....	8
图表 4	沪农商行沪郊网点数仅次于邮储银行、农业银行（截至 2024 年 5 月 31 日） ..	8
图表 5	2023 年上海市 GDP（亿元）位居全国城市第一 .....	9
图表 6	2018-2023 年上海市固定资产投资 CAGR 为 7.1% .....	9
图表 7	2023 年上海人均可支配收入（元）全国第一 .....	9
图表 8	2023 年上海人均消费支出（元）全国第一 .....	9
图表 9	2023 年千万人民币净资产“高净值家庭”城市分布 TOP 10（万户） .....	10
图表 10	2010-2023 年上海第三产业 GDP 占比逐年上升 .....	10
图表 11	2010-2023 年上海市第三产业 GDP 细分结构 .....	11
图表 12	2018-2023 年上海战略性新兴产业对 GDP 贡献上升 .....	11
图表 13	在上海市公布的专精特新中小企业名单中，超 80%分布在郊区 .....	12
图表 14	上海市各区产业定位图（2022） .....	12
图表 15	2018-2023 年上海郊区常住人口均为正增长 .....	13
图表 16	沪农商行网点布局以及上海“五个新城”分布 .....	13
图表 17	2024 年一季度沪农商行前十大股东明细 .....	14
图表 18	高级管理人员基本介绍及期末持股情况（截至 2023 年末） .....	15
图表 19	房地产贷款集中度管理的五档分类 .....	15
图表 20	2019 年后沪农商行对公房地产贷款及个人住房贷款占总贷款比重下降 .....	16
图表 21	疫情后全国商品房销售面积累计同比增速有所下行 .....	16
图表 22	普惠小微贷款占比上升 .....	17
图表 23	普惠小微贷款增速高于对公贷款 .....	17
图表 24	沪农商行三农业务发展较好 .....	17
图表 25	沪农业科技贷款占比上升 .....	18
图表 26	科技型企业贷款增速高于对公贷款增速 .....	18
图表 27	投贷联动关系图 .....	19
图表 28	鑫科贷相关产品一览表 .....	19
图表 29	2018 年超八成的零售贷款为住房贷款 .....	20
图表 30	2023 年零售贷款结构优化 .....	20
图表 31	2021 年以来，个人消费贷和经营贷贡献主要增量（占新增贷款比重） .....	20
图表 32	财富管理客户基础不断夯实（万户） .....	21
图表 33	2023 年零售 AUM 达 7459 亿元 .....	21

图表 34	2023 年沪农商行理财规模保持全国农商行首位 .....	21
图表 35	上海老龄化程度较高 .....	22
图表 36	养老金融对零售 AUM 的贡献扩大 .....	22
图表 37	上海市商业银行不良率显著优于全国 .....	22
图表 38	沪农商行对公房地产不良率处于较低水平 .....	22
图表 39	上海市新房销售价格较稳定 .....	23
图表 40	上海市商品房销售面积情况好于全国 .....	23
图表 41	上海市财政实力雄厚，2023 年财政自给率高达 86.2% .....	23
图表 42	零售贷款不良有所抬升，仍为同业较优水平（%） .....	25
图表 43	沪农商行归母净利润增速优于同业平均 .....	25
图表 44	沪农商行 ROE 高于同业平均水平 .....	25
图表 45	沪农手续费及佣金净收入占比在可比同业中较高 .....	26
图表 46	ROE 拆解背后是成本、中收优势的体现 .....	26
图表 47	贷款规模增速行业性下行 .....	27
图表 48	农商行定期存款增长较快 .....	27
图表 49	沪农商行资产增速有所放缓 .....	27
图表 50	2022 年以来债券投资增速较快 .....	27
图表 51	沪农商行 2023 年净息差可比同业较低 .....	28
图表 52	沪农商行 2023 年生息资产收益率偏低 .....	28
图表 53	沪农商行 2023 年贷款收益率偏低 .....	28
图表 54	沪农商行 2023 年对公贷款收益率（含票据）较低 .....	28
图表 55	沪农商行负债端成本有优势，存款利率较低 .....	28
图表 56	近几年沪农商行中收增速及占比有所下降 .....	29
图表 57	2017-2023 年沪农商行中收结构变化 .....	29
图表 58	关注率、逾期率仅低位波动 .....	30
图表 59	不良率较优，2023 年拨备覆盖率超 400% .....	30
图表 60	对公不良表现平稳，地产风险有所抬头 .....	30
图表 61	零售业务风险有所抬升 .....	30
图表 62	1Q24 沪农商行核心一级资本充足率位列上市银行第一 .....	31
图表 63	上市以来沪农商行分红率稳定在 30% 以上 .....	31
图表 64	可比公司 2024E-2026E 预测 PB 值 .....	32

## 一、深耕上海郊区的万亿省级农商行

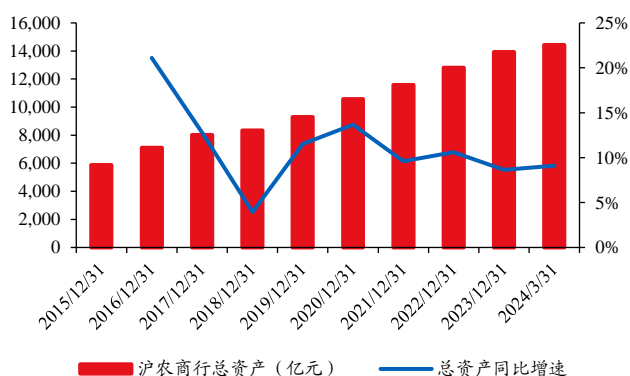
### (一) 历史沿革：农信社改制而成，立足上海七十余年

由上海农信社改制成立的国有万亿省级农商行。沪农商行成立于 2005 年 8 月 25 日，由原上海市农信社联合社、14 家区（县）联社、219 家基层信用社共 234 家上海市农信社法人机构改制而来，是全国首家在农信社基础上改制成立的省级股份制银行。沪农商行总体经营稳健向好，于 2021 年 8 月 19 日在上交所主板上市。截至 2024 年一季度，沪农商行的总资产规模达 1.44 万亿。

**沪农商行立足上海，深耕郊区。**沪农商行扎根上海 70+ 年，经营范围主要集中于上海本地。从网点分布来看，2023 年上海地区网点占比 98.1%（357/364）；从贷款投放来看，2023 年上海地区贷款占比 94.8%。沪农深耕沪郊，2023 年郊区网点数为 274 家，占上海地区网点比重近 77%。截至 2024 年 5 月末，沪郊网点数排名第三，仅次于邮储银行（340 家网点）以及农业银行（294 家网点）。

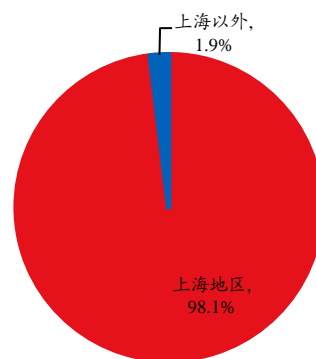
**向长三角地区延伸布局。**1) 异地分支机构布局。沪农商行共有 7 家异地机构，其中有 4 家分布在长三角地区，分别位于浙江省嘉善县（2 家）和江苏省昆山市（2 家）；2) 设立长三角金融总部。2020 年，为配合长三角一体化战略，沪农商行成立长三角金融总部，并于 2024 年 1 月升级为长三角一体化示范区分行，专注长三角轻资本业务；3) 设立子公司长江联合金融租赁，聚焦“普惠租赁、绿色租赁、设备租赁”，服务长三角城市的中小客群，与母公司形成业务协同，是集团化布局长三角业务的桥头堡；4) 参股苏浙皖地区中小农商机构。目前已参股海门农商银行和杭州联合银行，进一步打开长三角布局。

图表 1 沪农商行总资产过万亿



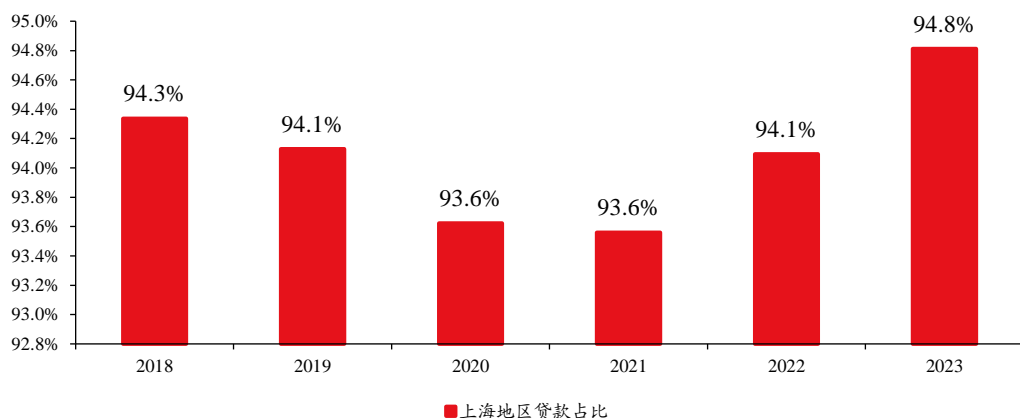
资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 2023 年沪农商行上海地区网点占比 98%



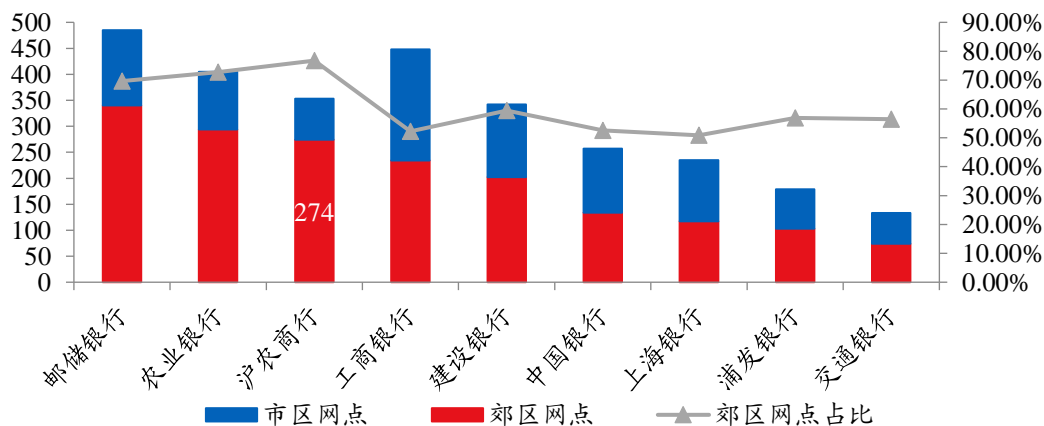
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 2023 年沪农商行上海地区贷款占比达 94.8%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 沪农商行沪郊网点数仅次于邮储银行、农业银行（截至 2024 年 5 月 31 日）

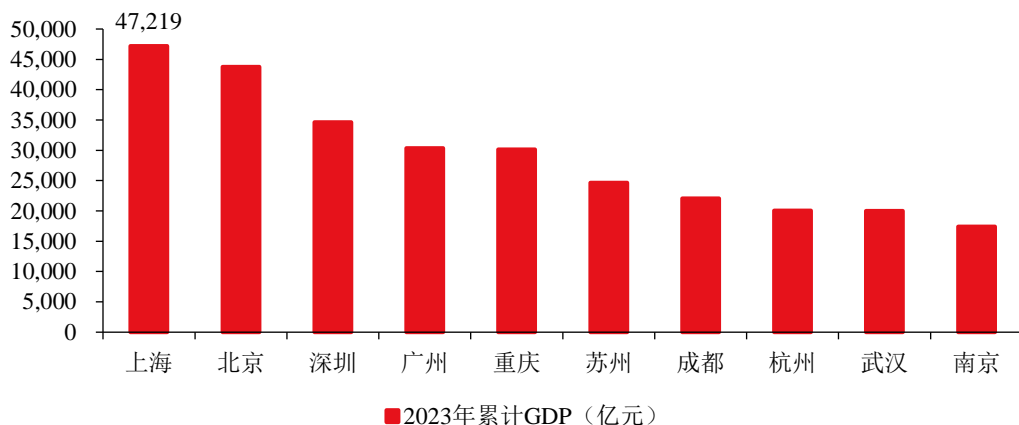


资料来源：各公司官网，华创证券

## （二）区位优势：上海经济繁荣，郊区增长潜力大

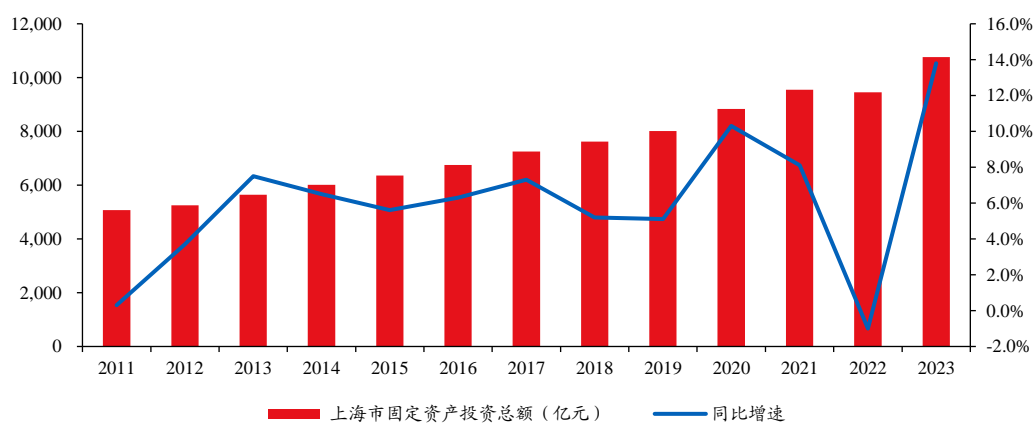
**上海经济土壤肥沃，有利于金融业务开展。**上海市作为国际金融中心，经济活跃，居民创收能力强。2023 年上海市 GDP 达 4.7 万亿，居全国城市第一，GDP 同比增长 5%（按不变价格计算）。一方面，国际大都市的基建需求较旺，给沪农商行带来较多的对公项目机会，2018-2023 年上海市固定资产投资 CAGR 为 7.1%；另一方面，上海市居民收入水平较高，消费需求和还款能力较强，有利于沪农开展零售业务。2023 年上海市人均可支配收入、人均消费支出分别为 8.48、5.25 万元，均为全国第一。据《2023 胡润财富报告》，2023 年上海市高净值家庭数（千万人民币资产）达 26.5 万户，在各城市排名中仅次于北京市。

图表 5 2023 年上海市 GDP (亿元) 位居全国城市第一



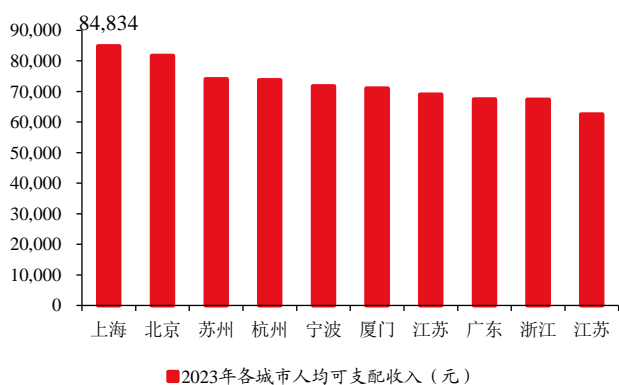
资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 2018-2023 年上海市固定资产投资 CAGR 为 7.1%



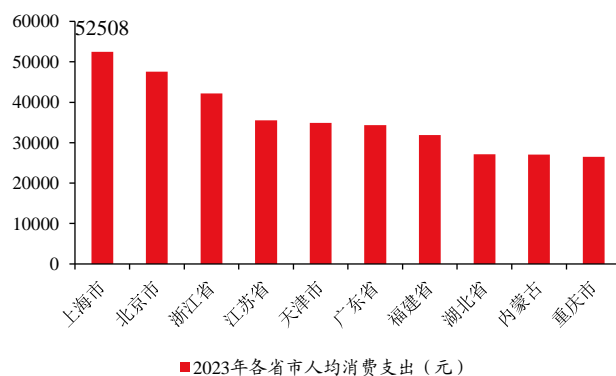
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 2023 年上海人均可支配收入 (元) 全国第一



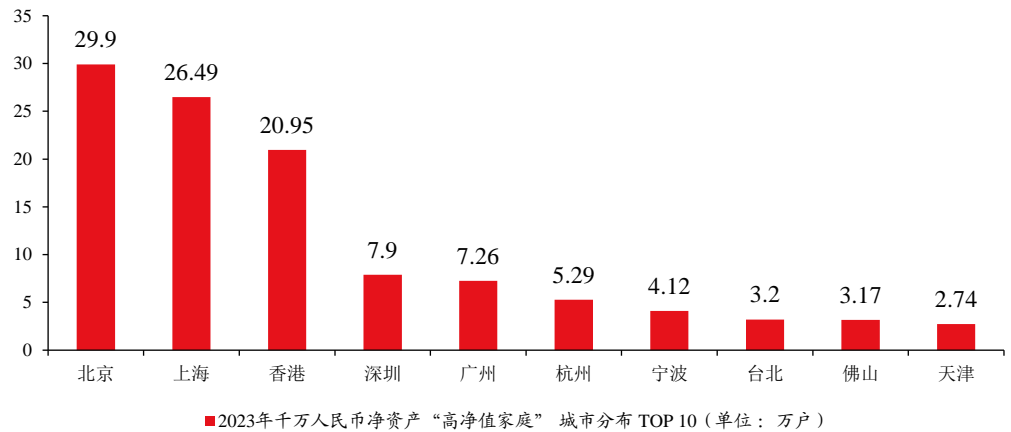
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 2023 年上海人均消费支出 (元) 全国第一



资料来源: Wind, 华创证券

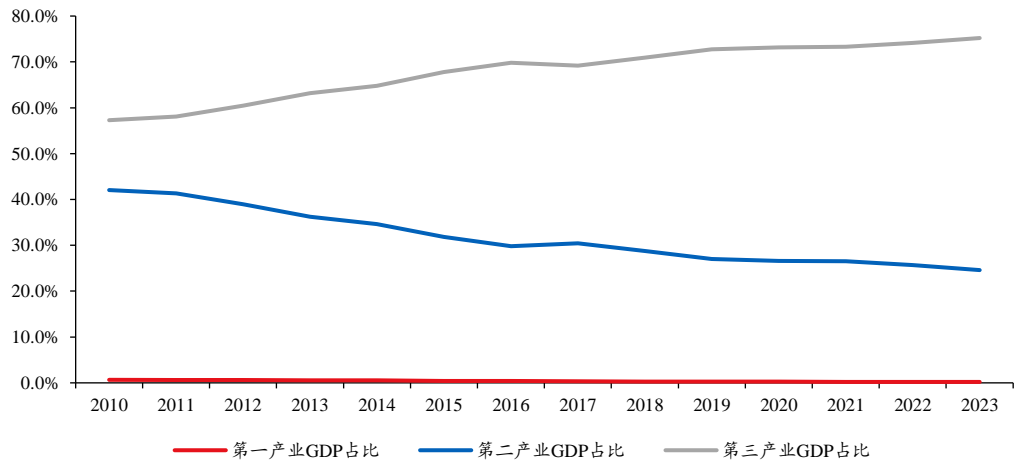
图表 9 2023 年千万人民币净资产“高净值家庭”城市分布 TOP 10（万户）



资料来源：胡润百富《2023 胡润财富报告》，华创证券

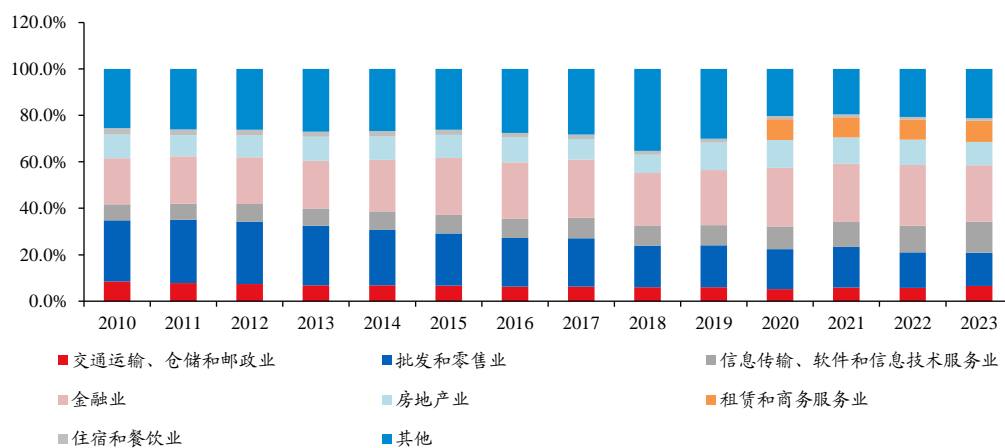
上海市产业结构优化，第三产业比重上升，战略新兴产业发展较好。2010-2023 年上海市第三产业的 GDP 比重上升，从 2010 年的 57.3% 升至 2023 年的 75.2%。其中，金融业 GDP 占比较高，占第三产业比重从 2010 年的 19.8% 提升 4.5pct 至 2023 年的 24.4%，并且随着各行业数字化互联网化提速，软件信息行业占比不断上升，从 2010 年 6.9% 提升 6.5pct 升至 2023 年 13.3%。上海地区战略性新兴产业发展较快，2023 年上海市战略性新兴产业增加值同比增长 6.9% 至 11692.5 亿元，占 GDP 的比重从 2018 年 16.7% 提升至 2023 年的 24.8%。

图表 10 2010-2023 年上海第三产业 GDP 占比逐年上升



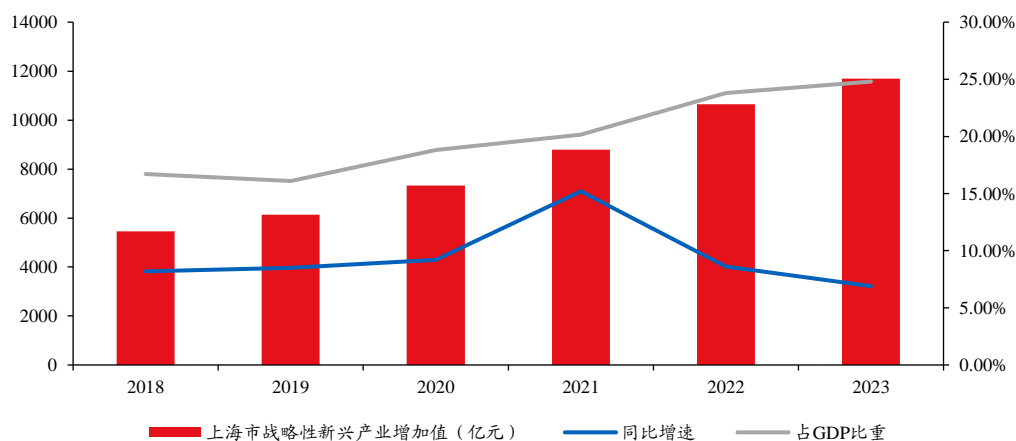
资料来源：Wind，华创证券

图表 11 2010-2023 年上海市第三产业 GDP 细分结构



资料来源：Wind，华创证券

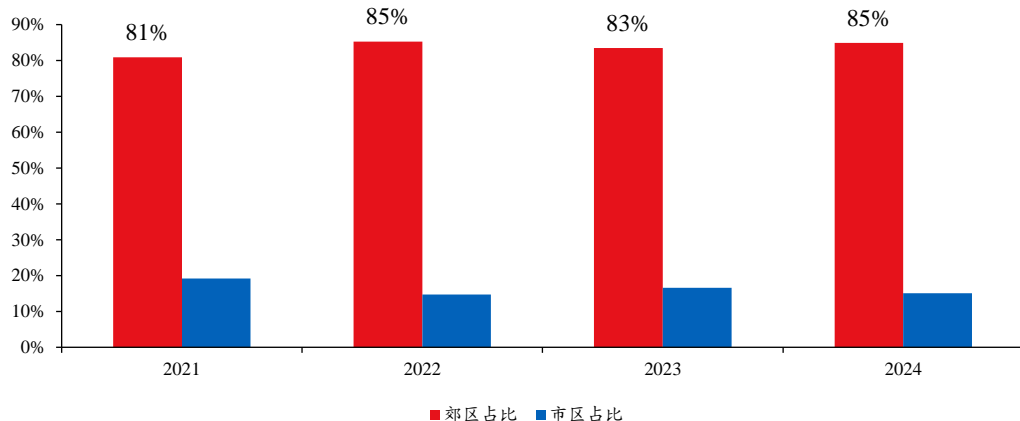
图表 12 2018-2023 年上海战略性新兴产业对 GDP 贡献上升



资料来源：上海市统计局，华创证券

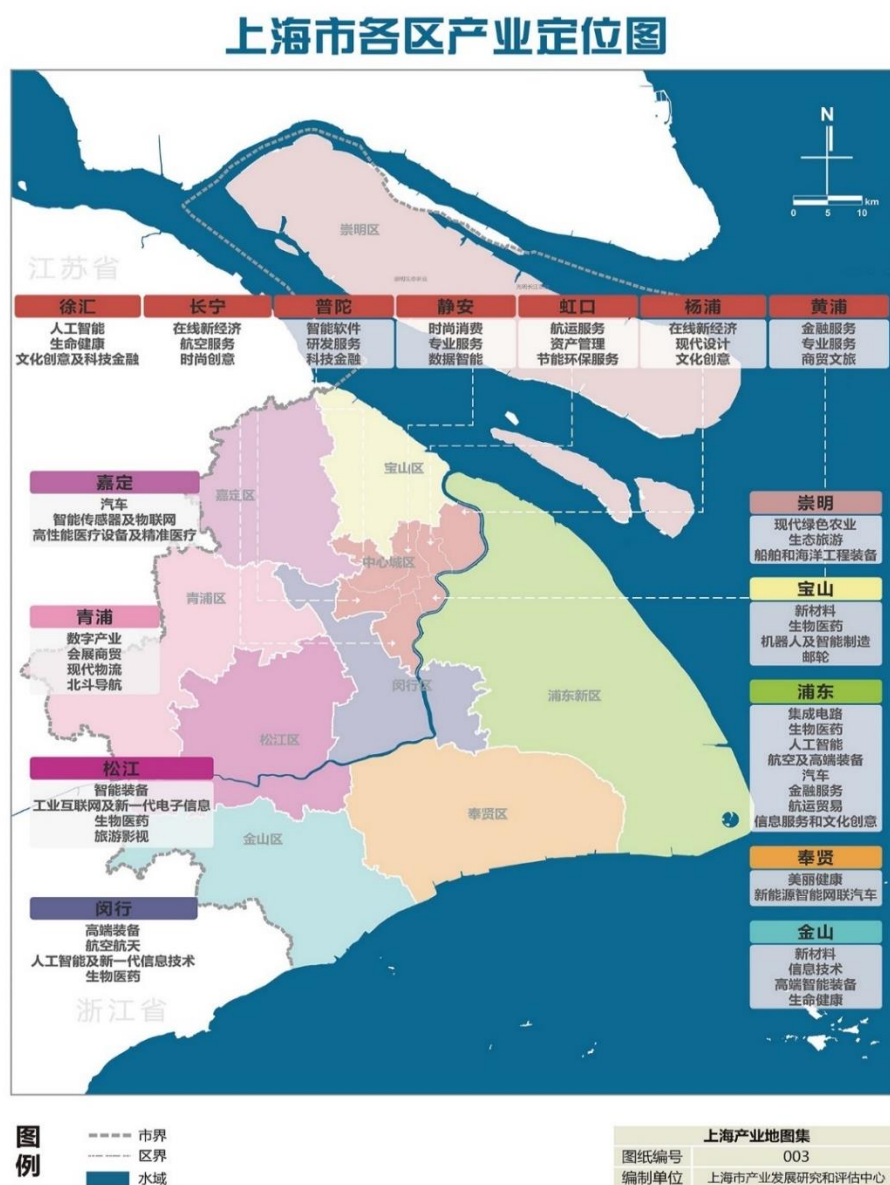
郊区“专精特新”企业数较多，为科创金融发展培育了肥沃的土壤。在上海市公布的“专精特新”中小企业名单中，超 80%分布在郊区。郊区产业主要涵盖了生物医药、汽车产业、航空航天、智能制造等行业。截至 2023 年，沪农商行已服务上海市近半数“专精特新‘小巨人’”企业和约三成“专精特新”中小企业，其中已对上海市 175 家“专精特新‘小巨人’”企业和 1761 家“专精特新”中小企业进行授信，授信余额分别为 88.48 亿元、388.60 亿元，同比分别增长 41.48%、36.07%，贷款余额分别为 74.64 亿元、329.37 亿元，同比分别增长 43.82%、37.02%。

图表 13 在上海市公布的专精特新中小企业名单中，超 80%分布在郊区



资料来源：上海市经济和信息化委员会，华创证券

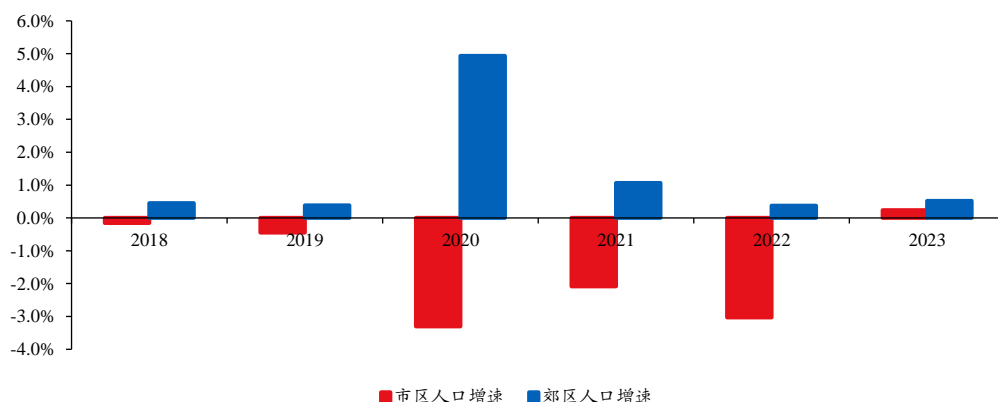
图表 14 上海市各区产业定位图（2022）



资料来源：上海市产业发展研究和评估中心《上海市产业地图（2022）》，转引自上海市人民政府

政策支持下“五个新城”具备增长潜力。上海市“十四五”规划中提出发展“五个新城”战略，即五个新城（嘉定、青浦、松江、奉贤、南汇）将形成独立的城市场功能，并逐步成长为长三角地区具有辐射带动作用的综合性节点城市。“五个新城”主要分布在沪郊，相应配套的城市基建将拉动郊区经济增长，吸引人口净流入，对于银行的综合金融服务需求也有增长空间。2018-2023年郊区常住人口均实现正增长。沪农在五个新城的网点布局相对较多，2023年为128家，并且沪郊基础深厚，2021年便与上海市松江区、青浦区签订了战略合作协议，2023年末“五个新城”对公企业授信余额1028亿元，同比增长110亿元。

图表 15 2018-2023 年上海郊区常住人口均为正增长



资料来源：上海市统计局，上海各区国民经济和社会发展统计公报，华创证券（注：徐汇、虹口、崇明区未披露2023年常住人口数据，故剔除）

图表 16 沪农商行网点布局以及上海“五个新城”分布



资料来源：上海市人民政府，公司公告，华创证券

### （三）股东国资为主，管理层经验丰富

沪农商行股东以国资为主，为对公业务发展提供良好的储备资源。1Q24 沪农商行前十大股东持股比例共计 60.91%。前九大股东均为国资背景，其中上海国资经营、上海久事集团、上海国盛集团以及上海申迪集团的实际控制人均为上海市国资委，沪杭甬高速的实际控制人为浙江省国资委，而中远海运集团、宝钢股份为国务院国资委背景。沪农商行背靠这些海运、钢铁、金融、高速公路等龙头企业，有助于获取上海市优质的对公资源，具备较强的市场竞争力。

沪农前十大股东稳定，持续看好沪农未来发展。自 2021 年上市以来，沪农商行前十大股东持股比例稳定，其中有四位股东（上海国资经营、上海久事集团、上海国盛集团、沪杭甬高速）增持了该行的股份，体现对沪农未来发展的信心。前十大股东中剩余的限售股份（占总股本比例约 48%）将于 2024 年 8 月 19 日全部解禁，基于目前限售的大股东均为资金充足的国有企业，且部分大股东在限售期间有增持的现象，我们预计在解除限售后并不会出现大规模减持的现象。

图表 17 2024 年一季度沪农商行前十大股东明细

股东名称	股东性质	持股数量（股）	持股比例	限售股份数量（解禁时间为 2024.08.19）	限售股份比例
上海国有资产经营有限公司	国有法人	895,796,176	9.29%	800,000,000	8.29%
宝山钢铁股份有限公司	国有法人	800,000,000	8.29%	800,000,000	8.29%
中国远洋海运集团有限公司	国有法人	800,000,000	8.29%	800,000,000	8.29%
上海久事（集团）有限公司	国有法人	751,186,846	7.79%	733,842,856	7.61%
中国太平洋人寿保险股份有限公司	国有法人	560,000,000	5.81%	560,000,000	5.81%
上海国盛集团资产有限公司	国有法人	481,151,214	4.99%	474,047,514	4.92%
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	国有法人	477,915,621	4.96%	465,500,000	4.83%
太平人寿保险有限公司	国有法人	414,904,000	4.30%		
上海申迪（集团）有限公司	国有法人	357,700,000	3.71%		
览海控股（集团）有限公司	境内非国有法人	336,000,000	3.48%		
合计		5,874,653,857	60.91%	4,633,390,370	48.04%

资料来源：公司公告，华创证券

沪农商行管理层稳定且经验丰富，股权激励充分。董事长、副董事长/行长以及大部分副行长均为该行上市阶段的团队，延续至今。管理层团队平均年龄约为 52 岁，平均任职约为 4 年，并且均有多年上海金融机构工作经验，对沪农有充分的了解，具备人熟地熟的优势。自 2021 年上市以来，高管团队陆续增持该行股份，截至 2023 年末，7 位高管合计持股比例为 0.03%，既展示了高管对沪农发展前景的信心，也加强了高管与该行的利益一致性，股权激励充分。

**图表 18 高级管理人员基本介绍及期末持股情况（截至 2023 年末）**

姓名	职务	出生年份	任职起止日期	期末持股数（股）
徐力	董事长	1967	2019 年 1 月至今	72,000
顾建忠	副董事长，行长	1974	2019 年 1 月至今	480,000
金剑华	副行长	1965	2010 年 9 月至今	879,000
张宏彪	副行长	1968	2020 年 11 月至今	592,000
顾贤斌	副行长	1979	2020 年 11 月至今	322,600
应长明	副行长	1972	2020 年 11 月至今	257,200
沈栋	副行长	1980	2021 年 9 月至今	218,900

资料来源：公司公告，华创证券

## 二、做散做小，打造“三农小微”和“科创金融”两张新名片

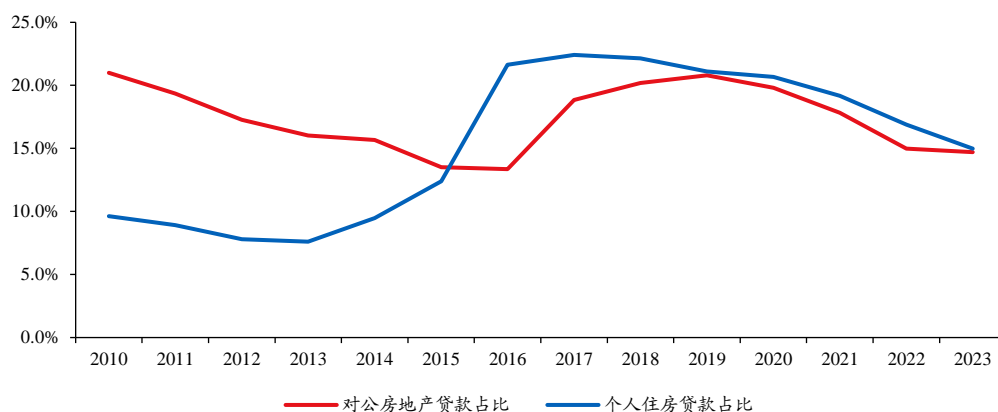
新旧动能切换下公司主动谋求转型，地产占比在缩小，三农小微和科创金融提供增长新动能。沪农商行过去在房地产领域发展较快，上海市蓬勃发展的房地产市场给沪农带来优质客户和高收益低风险业务，高峰时期对公房地产贷款和按揭贷款占比分别达 20.8%（2019 年末）和 22.4%（2017 年末）。随后地产业务有所压降，2021 年开始沪农商行制定了 4 年地产业务压降方案，一是由于监管鼓励农商行回归支农支小本源，做散做小；二是监管对房地产贷款集中度管理，沪农商行的对公房地产贷款和个人住房贷款占比上限分别是 22.5%和 17.5%；三是房企融资“三道红线”监管叠加疫情冲击，房企融资需求下降，新旧动能切换，未来“五篇大文章”是发展方向。沪农以“服务三农、服务小微、服务科创、服务社区居民”为立行之本，在三农小微和科创金融方面布局较早，具有相对优势。

**图表 19 房地产贷款集中度管理的五档分类**

银行类别	银行列表	房地产贷款余额占比上限	个人住房贷款余额占比上限
第一档：中资大型银行	中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行	40%	32.5%
第二档：中资中型银行	招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20%
第三档：中资小型银行和非县域农合机构	城市商业银行（不包含第二档案中的）、民营银行、大中城市和城区农合机构	22.5%	17.5%
第四档：县域农合机构	县域农合机构	17.5%	12.5%
第五档：村镇银行	村镇银行	12.5%	7.5%

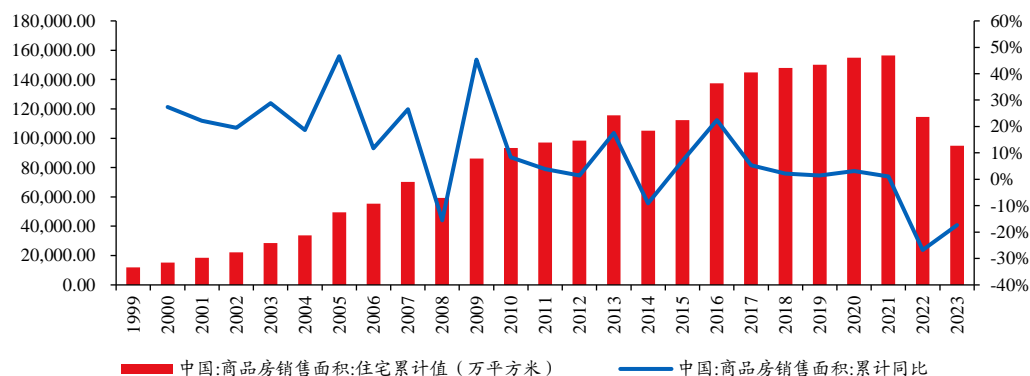
资料来源：央行，银保监会，华创证券（注：农合机构包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社）

图表 20 2019 年后沪农商行对公房地产贷款及个人住房贷款占总贷款比重下降



资料来源：公司公告，华创证券

图表 21 疫情后全国商品房销售面积累计同比增速有所下行

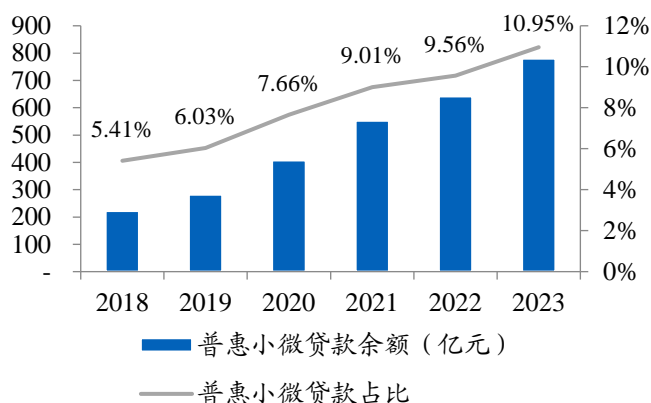


资料来源：wind，国家统计局，华创证券

### （一）名片一：服务三农，普惠金融发展较好

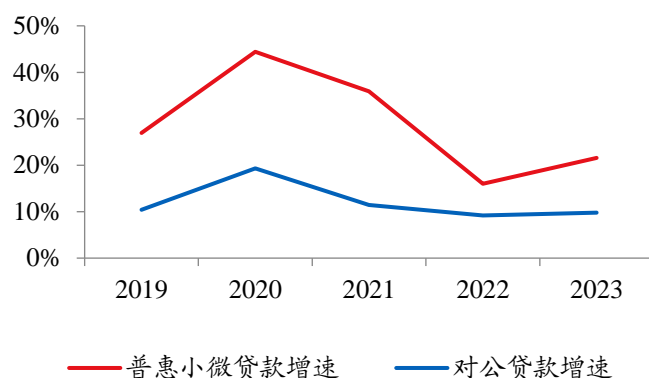
普惠金融发展快，过去 5 年复合增速近 30%，市场逐渐下沉。沪农商行聚焦小微、“三农”等普惠实体，构建以“三农”金融为本色的普惠金融服务体系，通过建立“四个专班”全力推进普惠金融业务稳步发展。近几年普惠小微贷款发展较快，2018-2023 年 CAGR 高达 28.6%，高于对公贷款增速。普惠小微贷款占总贷款比重从 2018 年的 5.4% 提升至 2023 年的 11%。沪农普惠小微业务广扩面、深下沉，2023 年末普惠小微客户数超过 5 万户，普惠小微户均贷款规模较 2022 年下降 33 万元至 155 万元。

图表 22 普惠小微贷款占比上升



资料来源: 公司公告, 华创证券

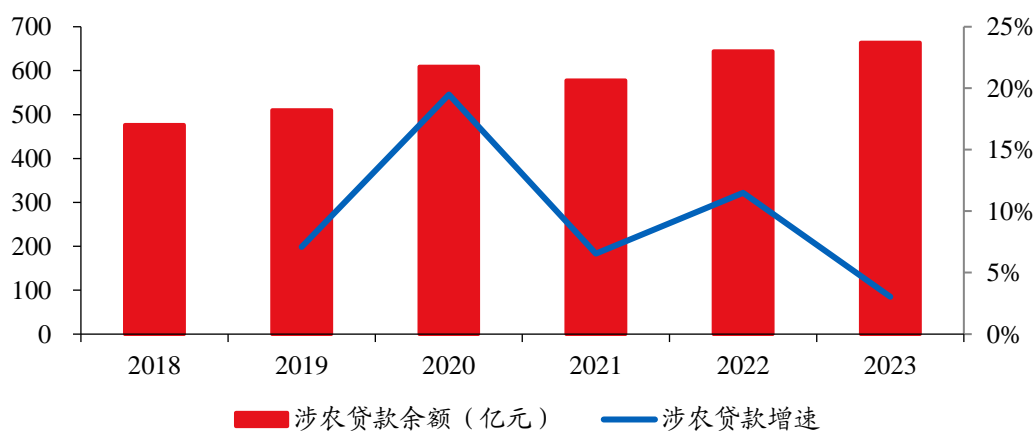
图表 23 普惠小微贷款增速高于对公贷款



资料来源: 公司公告, 华创证券

**公司上海郊区覆盖率高, 发展三农小微业务基础良好。**上海市的农业用地主要集中在郊区 (包括浦东新区、奉贤区、金山区、松江区、青浦区、嘉定区、闵行区以及崇明区), 沪农商行深耕沪郊, 客户沉淀率和忠诚度较高, 2023 年乡镇覆盖率达 98.15% (106/108), 三农业务发展基础较好。2023 年末沪农商行涉农贷款为 664 亿元, 其中郊区涉农贷款余额 459 亿元, 占比达 82%。2023 年普惠涉农贷款余额为 143 亿元, 同比增长 26.3%。

图表 24 沪农商行三农业务发展较好

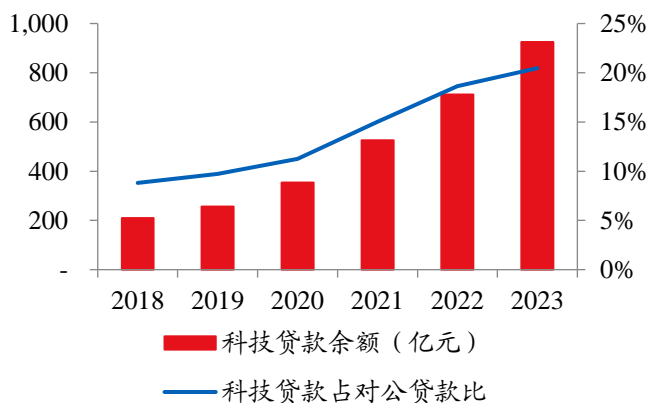


资料来源: 公司公告, 华创证券 (注: 根据中国银保监会要求, 2021 年起, 普惠型小微企业贷款的“两增”监管考核口径中, 剔除票据贴现和转贴现业务相关数据。普惠涉农贷款或受影响, 调整后 2021 年涉农贷款余额下降)

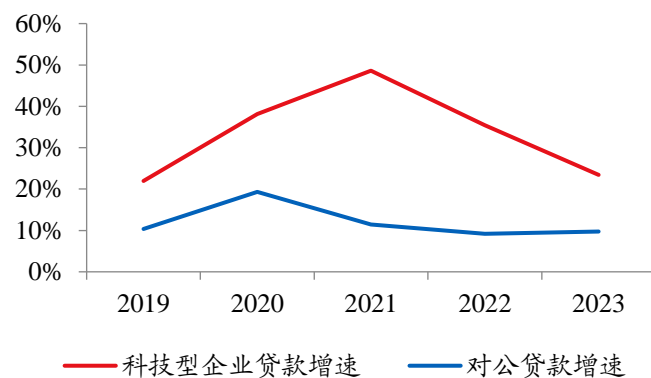
## (二) 名片二: 打造科创金融特色名片

**科创金融领域起步早, 不断深耕, 已具备品牌影响力。**沪农商行早在 2009 年便设立了科技型中小企业融资中心, 是上海市首家在总行层面设立科技专营机构的银行。由于上海科技园多规划在郊区, 沪农商行在科创金融开展方面也具有网点优势。通过在机构设立、机制及产品创新, 科创金融逐渐成为沪农商行的特色名片, 已扶持如上海绿新、北特科技等科技企业从小到上市, 成为科创企业的“孵化银行”。2023 年沪农商行已累计服务科技型企业近 6900 户, 科技型企业贷款余额为 925.16 亿元, 同比增长 29.9%, 科创贷款占对公贷款的比重较 2022 年提升 1.8pct 至 20.5%。

- 1) **机构设置：设立科技支行，不断拓宽服务面。**2012 年成立张江科技支行，为沪上首家科技专营支行，随后形成以张江科技支行为龙头的“1+X”科技金融服务网点布局，并将相关经验成果向其他分支行复制推广。2023 年成立沪上首家总行级科创金融事业部，并且设立 6 家科技特色二级支行及 2 个科技专营团队，挂牌首家科创“鑫孵化”基地；
- 2) **机制创新：信贷和风控机制创新，推出投贷联动模式。**一是信贷机制创新，“创投型”模式突破传统信贷“看抵押、看现金流、看过去”的做法，而更注重“看技术、看团队、看未来”，以行业研究为支撑，关注企业的科技属性、发展赛道、核心技术、实控人及团队背景等方面；二是风控制度创新，调整传统财务指标的考评权重，更注重对软实力的审查和评估，比如核心团队及实控人、研发能力、商业模式以及股权融资能力等非财务因素；三是推行投贷联动业务，采取“贷款+认股权协议”的业务模式，加强与券商、PE/VC 合作，互相推送客户和项目，完善沪农商行投贷联动关系网；
- 3) **产品创新：结合科创小微特色，增强品牌影响力。**从 2017 年推出“鑫科贷”到 2023 年“鑫动能”迭代 3.0 版本，沪农商行科创小微产品不断创新。“鑫科贷”是沪农发展科技金融的招牌，既考虑了具有一定营收的科创企业，又照顾到了初创期科创企业，先后开发了未上市公司股权质押贷款、订单融资贷款、知识产权质押贷款、合同能源管理贷款、“专精特新”中小企业信用贷款等科技金融系列产品。2018 年启动“鑫动能”战略新兴客户培育计划，从单一信贷产品步入全面综合服务的新发展时期，培优、育强更多早中期科创企业，搭建以科创企业为核心的“鑫生态”，增强沪农科创品牌影响力。2023 年末“鑫动能”库内企业达 940 家，较 2022 年增加 208 家。

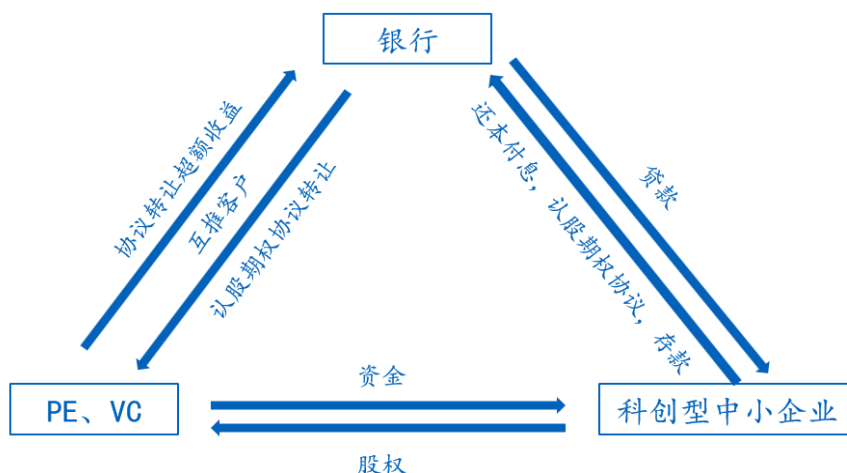
**图表 25 沪农科技贷款占比上升**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 26 科技型企业贷款增速高于对公贷款增速**


资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 投贷联动关系图



资料来源：公司公告，华创证券

图表 28 鑫科贷相关产品一览表

产品名称	业务简述	业务对象	特色优势
履约贷	上海市科委下属市科创中心牵头设立的，针对科技型中小企业的政银（担/保）合作短期流动资金贷款类产品，单户金额不超过 1000 万元。	已有一定营收的科技型中小企业。	保费低，额度较高，且可获得各区服务站一对一政策性综合服务。
科创助力贷	针对纳税营收在 5000 万以下、有明确订单（已开始经营）的初创科技型中小企业给与的小额贷款。	初创期科技型中小企业。	线上审批速度快，无担保费，利率优惠。
知识产权质押融资	借款人或具有关联关系的第三方以合法享有、依法可转让的专利权（含发明专利、实用新型专利、外观设计专利；集成电路布图设计专有权视同专利权）、注册商标专用权（含地理标志）、著作权（含软件著作权）等权利作质押担保，向银行申请流动资金类授信业务，用于满足其生产经营过程中的资金需求。	拥有自主知识产权的企业。	弥补成长期科技型企业缺乏有形抵质押物的困难。
引航贷	为专精特新“小巨人”企业提供单户金额最高 5000 万元，最长期限 3 年的流动资金贷款，用于满足其生产经营过程中的资金需求，原则上不要求抵押物。	国家工业和信息化部已公示且在有效期内的专精特新“小巨人”企业。	增信方式多样，满足企业中长期大额资金需求。

资料来源：公司官网，华创证券

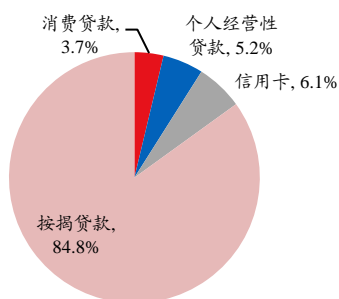
### 三、零售转型力度加大，财富管理战略更明晰

零售转型力度加大，业务条线与结构优化。沪农早在 2005 年就提出坚持走“社区型零售银行道路”，2021 年起零售金融业务转型提速，逐步建立起“九大体系”，2022 年开始全面推进。1) **网点转型**：2022 年推进“心家园”公益服务站建设，扩大服务半径，从金融向非金融服务延伸，覆盖养老、医疗、教育等多方面，提升客户粘性。2023 年“心家园”服务站的街道和乡镇覆盖率达 93%，其中在上海郊区建设了 380 家公益服务站；2) **零售业务条线优化**：2023 年 10 月，重构零售板块管理架构，原零售金融部、信用卡部调整为以零售金融总部为战略引领，三大业务一级部（财富管理私人银行部、个人贷款业务部、基础客群经营部）为各业务条线的经营和利润中心，通过组织架构优化，进一步激发转型发展的组织活力，深化板块融合协作机制。3) **零售业务结构调整**：提升非房零售贷款占比，财富管理业务重要性更加凸显。

#### （一）非房消费贷和个人经营贷占比提升

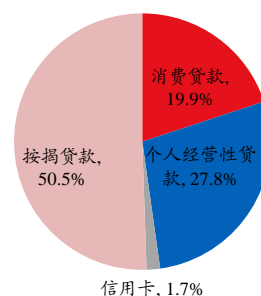
沪农商行主动调整零售贷款结构。沪农商行零售贷款原本主要发力按揭贷款，2018 年按揭贷款占零售贷款比重为 84.8%。自 2019 年起增加个人经营贷和消费贷的投放，降低个人贷款的风险集中度。2018-2023 年，个人经营贷和消费贷增势迅猛，五年复合增长率均为 60%，占零售贷款比重分别从 5.2%、3.7%提升至 27.8%，19.9%。一方面是疫情后零售贷款聚焦到在线贷款，推出鑫 e 贷“抗疫三部曲”优惠信贷专案，进一步提升产品影响力；另一方面是在数字化赋能下，拓展零售贷款业务场景应用，大力推进绿色金融、“新市民”、汽车消费等贷款。

图表 29 2018 年超八成的零售贷款为住房贷款



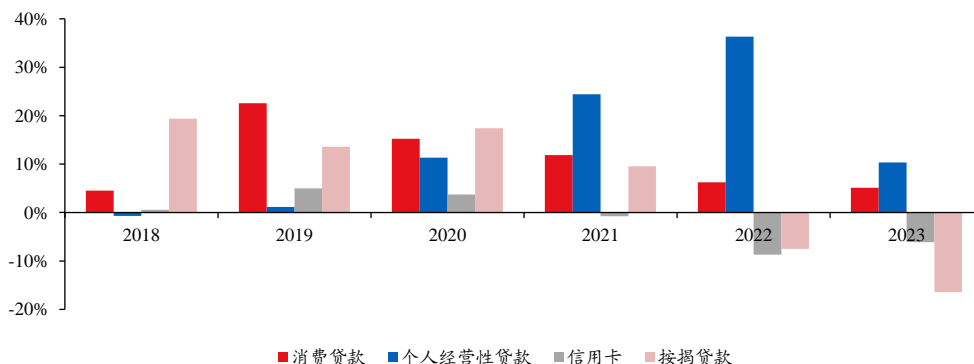
资料来源：公司公告，华创证券

图表 30 2023 年零售贷款结构优化



资料来源：公司公告，华创证券

图表 31 2021 年以来，个人消费贷和经营贷贡献主要增量（占新增贷款比重）

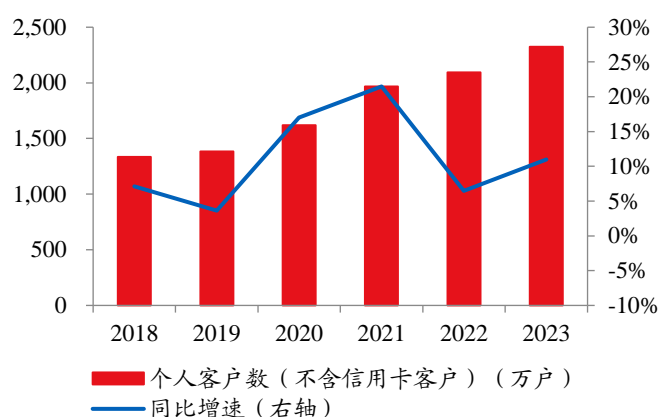


资料来源：公司公告，华创证券

**(二) 财富管理业务：理财和代销业务起步早，养老金融是特色**

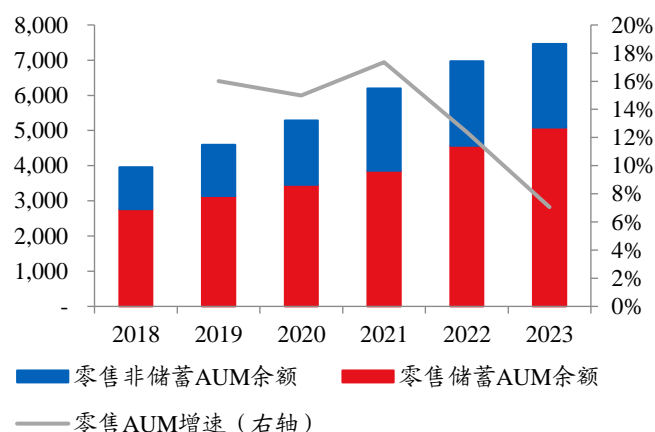
理财和代销业务起步早，财富管理战略更明晰。沪农商行的财富管理业务起步较早，在 2008 年时已经发行 15 期理财产品，并于当年 2 月取得基金代销资格。财富管理业务的战略重要性日益凸显，在 2020-2022 年战略规划中提出“打造以养老金融为特色的大财富管理服务体系”，2023-2025 年发展战略规划中更加明确“打造以财富管理为引擎的零售金融服务体系”。财富管理客户基础不断夯实，截至 2023 年，沪农商行个人客户数（不含信用卡客户）、财富客户数分别为 2325、99 万户，同比增长 11%、8.5%，零售 AUM 达 7459 亿元，同比增长 7.1%，其中非储蓄 AUM 占比达 31.85%，较 2022 年下降 2.66pct，主要是由于资本市场波动，部分资金从理财市场流向存款。

**图表 32 财富管理客户基础不断夯实（万户）**



资料来源：公司公告，华创证券

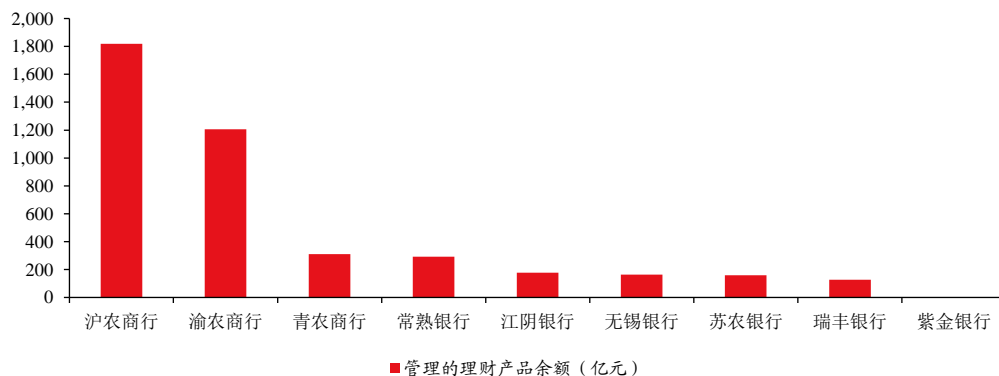
**图表 33 2023 年零售 AUM 达 7459 亿元**



资料来源：公司公告，华创证券

理财规模居农商首位，已获托管牌照，理财牌照可期。2023 年沪农商行理财规模达 1819 亿元，继续保持全国农村金融机构首位，理财产品兑付业绩保持“0 破净”。2023 年 10 月基金托管资格获证监会批复，中收业务空间继续拓展。目前上市农商行中仅渝农商行获得理财子牌照，若上海地区放开理财子牌照，沪农或将收益，一是理财规模的限制打开，有助于提升理财对中收的贡献；二是科创金融的投贷联动模式有望借助理财子直接进行股权投资，科创服务体系进一步完善。

**图表 34 2023 年沪农商行理财规模保持全国农商行首位**

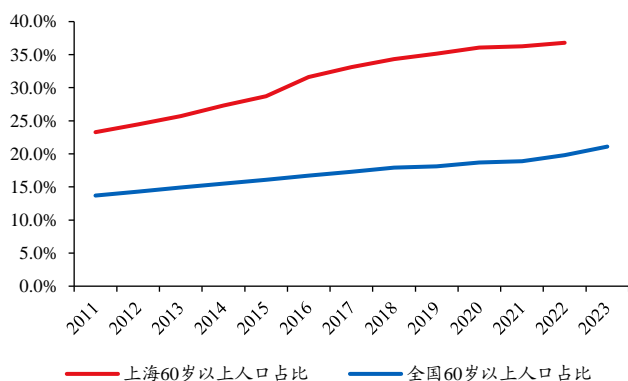


资料来源：各公司公告，华创证券

沪农商行发力养老金融，老龄化趋势下对财富管理业务贡献有望扩大。上海老龄化程度较高，并且老龄化趋势延续，2022 年上海 60 岁以上老龄人口占比上升至 36.8%，远高

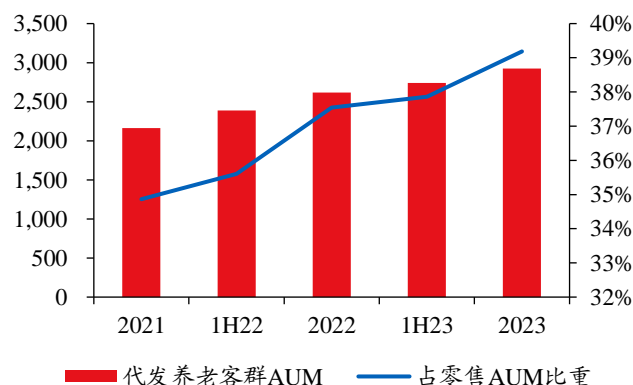
于全国平均水平，养老金融需求更旺。沪农商行较早开始代发养老金，已经具备了一定的养老客户基础，2023年代发养老金客户为122万户，在上海地区市占率排名第二。在老龄化趋势下，沪农商行通过独家工会卡、敬老卡、社保卡积累了大量潜在优质老年客群，2022年工会卡累计发卡量570万张，敬老卡累计发卡量114万张，新版社保卡申领数达218万张。2023年养老金代发量同比增长11.8%，代发养老金客户零售AUM同比增长11.7%，占总零售AUM为39.2%，较2022年上升1.6pct。

图表 35 上海老龄化程度较高



资料来源：国家统计局，上海统计局，华创证券

图表 36 养老金融对零售 AUM 的贡献扩大



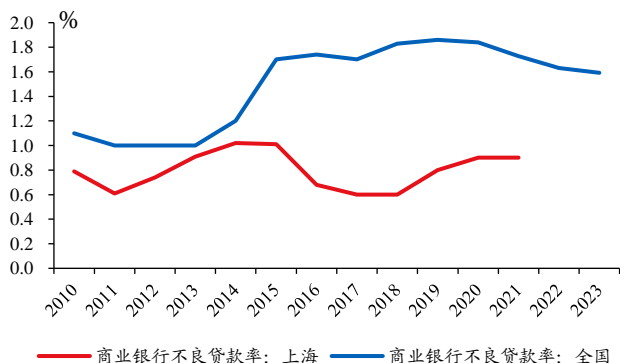
资料来源：公司公告，华创证券

#### 四、资产质量：总体风险可控，科创贷款质量较优

上海市银行业资产质量较优，房地产和城投债务风险可控，科创贷款名单制管理风控良好。上海市银行业总体资产质量较优，上海市商业银行不良率显著优于全国不良水平，这与上海市经济发达、居民平均收入较高、还款能力较强有关。

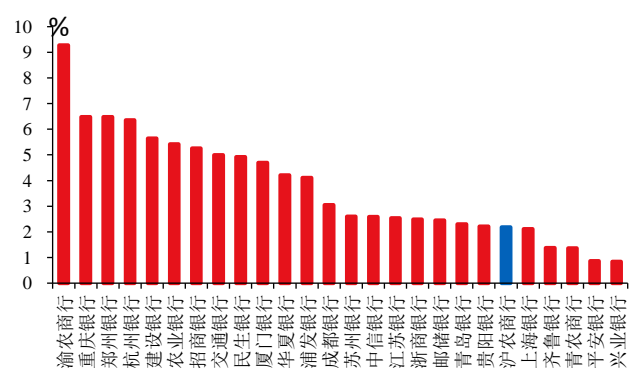
1) 房地产风险方面，沪农商行对公房地产贷款占比较高，接近15%，受个别大额不良贷款影响，对公房地产贷款不良率上升至2.18%，不过仍为同业较低水平。沪农商行的对公房地产贷款主要集中在上海市本地，上海市房地产量价均较稳定，2022年以来上海市新房销售价格指数环比均为正，商品房销售情况也好于全国。并且公司的抵押物较充足，预计房市风险可控；

图表 37 上海市商业银行不良率显著优于全国



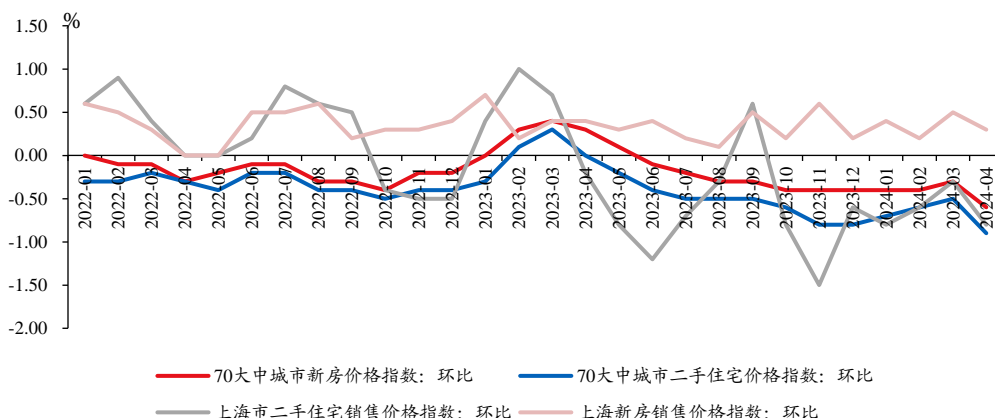
资料来源：中国金融年鉴，中国金融监管局，华创证券

图表 38 沪农商行对公房地产不良率处于较低水平



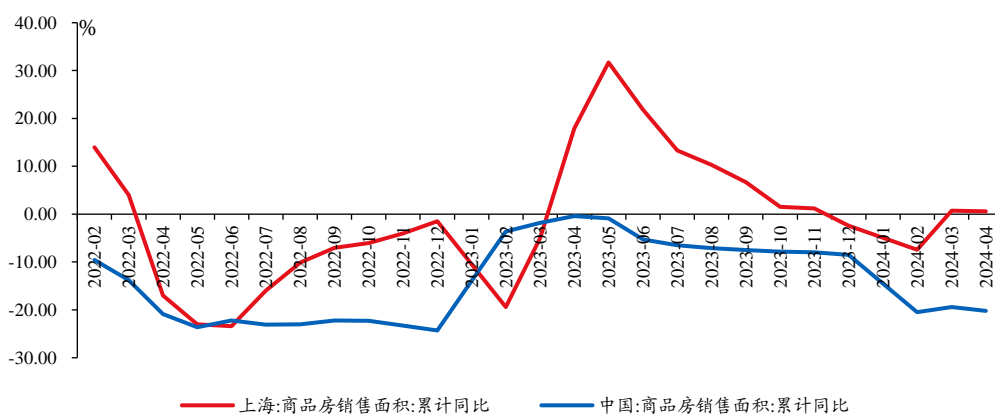
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 39 上海市新房销售价格较稳定



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 40 上海市商品房销售面积情况好于全国



资料来源：国家统计局，华创证券

2) 地方政府融资平台风险方面，一是上海市财政实力雄厚，2023 年财政自给率高达 86.2%，在全国省市排名第一；二是城投有息债务敞口较小，2023 年债务率（宽口径）仅 141.8%，下辖浦东新区、松江区、奉贤区、崇明区等多区隐债实现清零，地方政府债务的兑付风险较小；三是沪农城投相关敞口较小，对其影响不大。

图表 41 上海市财政实力雄厚，2023 年财政自给率高达 86.2%

省份	一般公共预算收入(亿元)	一般公共预算支出(亿元)	财政自给率(%)	地方政府债务余额(亿元)	城投平台有息债务(亿元)	负债率(%)	负债率(宽口径)(%)	债务率(%)	债务率(宽口径)(%)
上海市	8,313	9,639	86.2	8,832	12,174	18.7	44.5	59.6	141.8
北京市	6,181	7,972	77.5	11,376	19,631	26.0	70.9	117.6	320.6
广东省	13,851	18,511	74.8	29,882	33,271	22.0	46.6	117.4	248.1
浙江省	8,600	12,353	69.6	22,886	73,551	27.7	116.8	97.8	412.2
江苏省	9,930	15,243	65.2	22,733	95,637	17.7	92.3	82.4	428.9

天津市	2,027	3,280	61.8	11,117	14,033	66.4	150.3	308.9	698.9
福建省	3,592	5,868	61.2	13,811	14,549	25.4	52.2	235.9	484.3
山东省	7,465	12,583	59.3	27,521	49,651	29.9	83.8	136.4	382.4
山西省	3,479	6,351	54.8	7,083	8,171	27.6	59.4	112.0	241.3
陕西省	3,437	7,181	47.9	10,855	18,080	32.1	85.6	195.2	520.3
重庆市	2,441	5,305	46.0	12,258	21,335	40.7	111.4	272.0	745.5
安徽省	3,939	8,638	45.6	15,713	23,222	33.4	82.8	143.5	355.5
内蒙古自治区	3,083	6,818	45.2	11,070	3,988	45.0	61.2	301.3	409.8
河北省	4,286	9,606	44.6	18,427	12,748	41.9	70.9	281.9	476.9
四川省	5,529	12,732	43.4	20,270	53,680	33.7	123.0	104.1	379.7
辽宁省	2,754	6,567	41.9	12,870	5,154	42.6	59.7	393.8	551.5
河南省	4,512	11,063	40.8	17,893	26,236	30.3	74.6	271.1	668.5
江西省	3,060	7,501	40.8	12,711	20,691	39.5	103.7	237.5	624.1
海南省	901	2,257	39.9	4,106	183	54.4	56.8	133.9	139.9
湖北省	3,692	9,296	39.7	15,626	28,208	28.0	78.6	230.5	646.6
新疆维吾尔自治区	2,180	6,050	36.0	8,957	9,379	46.8	95.9	331.9	679.5
湖南省	3,361	9,585	35.1	18,216	27,226	36.4	90.9	118.9	296.5
贵州省	2,078	6,203	33.5	15,125	15,156	72.3	144.8	332.8	666.2
云南省	2,149	6,730	31.9	14,441	17,848	48.1	107.6	173.1	387.1
广西壮族自治区	1,784	6,103	29.2	11,552	17,798	42.5	107.9	149.0	378.7
宁夏回族自治区	502	1,751	28.7	2,244	1,065	42.2	62.2	117.7	173.6
吉林省	1,075	4,407	24.4	8,871	6,184	65.6	111.3	144.5	245.2
黑龙江省	1,396	5,777	24.2	8,497	2,793	53.5	71.1	545.8	725.1
甘肃省	1,004	4,519	22.2	7,107	7,502	59.9	123.1	499.0	1,025.8
青海省	381	2,189	17.4	3,337	812	87.9	109.2	735.3	914.1
西藏自治区	237	2,809	8.4	682	702	28.5	57.8	241.5	490.2

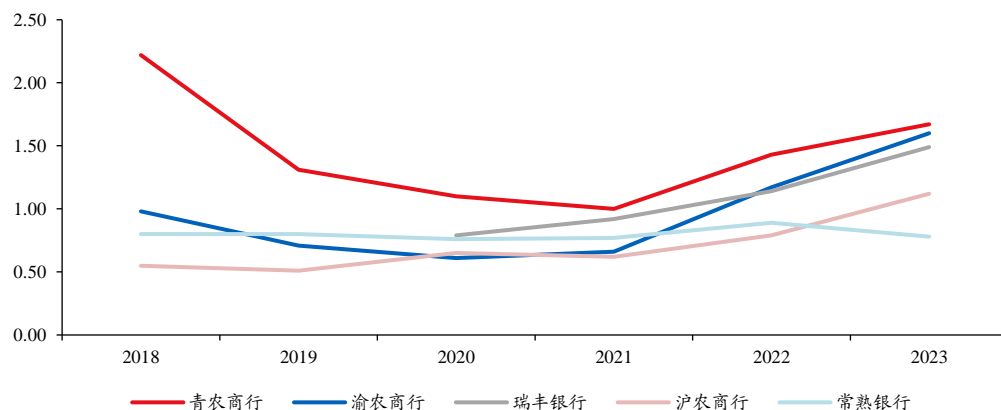
资料来源：企业预警通，华创证券

**3) 科创企业贷款实施名单制管理，资产质量较优。**在科技型贷款的审批中，沪农商行采用“名单制”的管理方法提高贷款质量。以科技型企业由政府科学委员会、财政部或者银保监会认证的高新技术、专精特新、科技型中小企业名单中，权威评奖拿奖，或者企业专利情况等作为科技型贷款审核的重要标准。2022年科技型企业贷款客户中近80%为高新技术、专精特新、科技型中小企业等委办认证名单企业。高占比的“名单制”科技型企业一定程度上保证了贷款企业较好的资质，风险把控有保证，2022年科技型企业的贷款不良率仅为0.2%，2023年也维持在0.7%以内的良好水平。

**4) 零售贷款不良有所抬升，仍为同业较优水平。**2023年之前沪农商行的零售不良率一直低于1%，受零售在线贷款不良率抬升影响，2023年零售贷款不良率上升至1.12%，不过仍为同业较低水平。公司将根据宏观经济环境动态调整零售在线贷款业务发展方向、规

模和增速，力求业务可持续发展。

**图表 42 零售贷款不良有所抬升，仍为同业较优水平（%）**

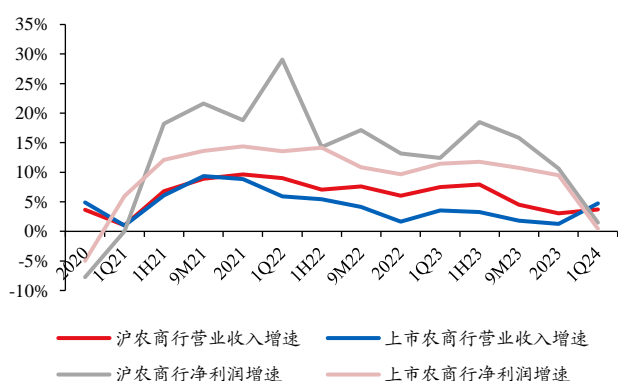


资料来源：各公司公告，华创证券

### 五、财务分析：盈利能力较优，成本、中收有优势

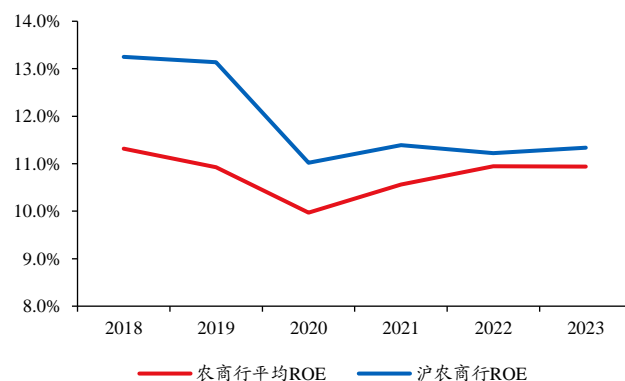
盈利能力较优，ROE 背后是成本、中收优势的体现。2021 年末以来沪农商行归母净利润增速和 ROE 持续高于农商行平均水平，拆分开来看，主要是成本（负债成本、管理成本、信用成本）和中收具有相对优势。一是深耕沪郊，低负债成本优势明显，1Q24 利息支出/平均资产为-1.78%，较上市农商行平均-1.84%的水平更优；二是管理成本控制较好，1Q24 业务及管理费/平均资产为-0.5%，优于上市农商行平均-0.59%的水平；三是资产质量稳健，1Q24 资产减值损失/平均资产为-0.24%，仅为上市农商行一半的水平；四是布局较早的中收业务具备相对优势，沪农中收占比在可比同业中较高，1Q24 净手续费收入/平均资产为 0.18%，高于上市农商行平均 0.13% 水平。

**图表 43 沪农商行归母净利润增速优于同业平均**



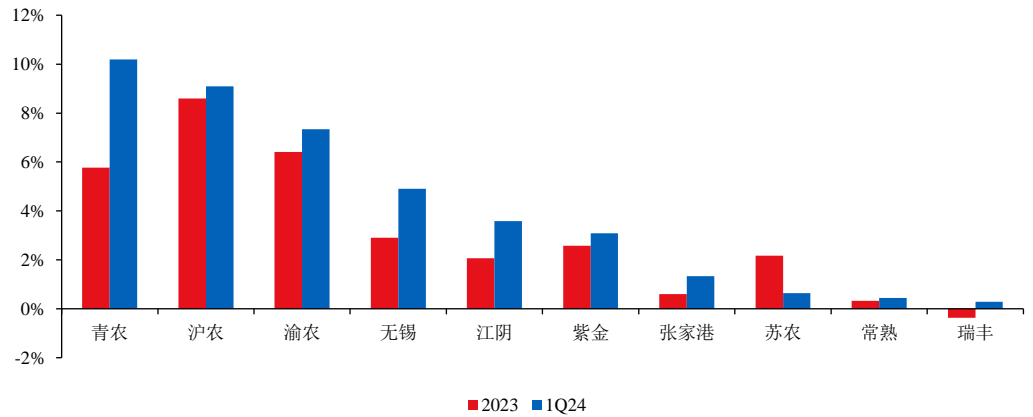
资料来源：各公司公告，华创证券

**图表 44 沪农商行 ROE 高于同业平均水平**



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 45 沪农手续费及佣金净收入占比在可比同业中较高



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 46 ROE 拆解背后是成本、中收优势的体现

	沪农商行		农商行整体	
	2023	1Q24	2023	1Q24
ROA-净利息收入	1.55%	1.43%	1.71%	1.56%
ROA-利息收入	3.40%	3.20%	3.66%	3.40%
ROA-利息支出	-1.85%	-1.78%	-1.95%	-1.84%
ROA-非息收入	0.43%	0.57%	0.41%	0.59%
ROA-净手续费收入	0.17%	0.18%	0.11%	0.13%
ROA-其他非息收入	0.26%	0.39%	0.30%	0.46%
ROA-营业收入	1.98%	2.00%	2.12%	2.15%
ROA-税金及附加	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
ROA-业务及管理费	-0.64%	-0.50%	-0.72%	-0.59%
ROA-营业外净收入	0.04%	0.00%	0.02%	0.00%
ROA-拨备前利润	1.35%	1.48%	1.40%	1.54%
ROA-资产减值损失	-0.24%	-0.24%	-0.44%	-0.47%
ROA-税前利润	1.11%	1.24%	0.97%	1.07%
ROA-所得税	-0.18%	-0.21%	-0.10%	-0.10%
ROA	0.93%	1.03%	0.87%	0.97%
ROE (税后利润/平均所有者权益)	11.25%	12.24%	10.36%	11.55%
ROE (归母净利润/归母净资产)	11.33%	12.37%	10.63%	11.84%

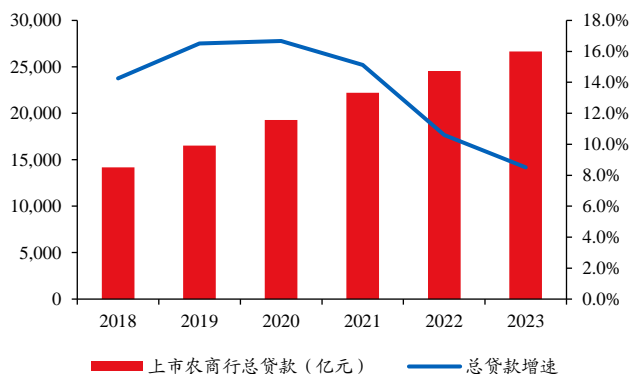
资料来源：各公司公告，华创证券

### (一) 近三年规模保持 10% 稳定增长

贷款增速行业性下行，近三年沪农商行生息资产增速维持 10% 左右。疫情之后经济增速有所放缓，实体经济贷款需求并不强，在理财产品净值化后，2022 年资本市场波动使部

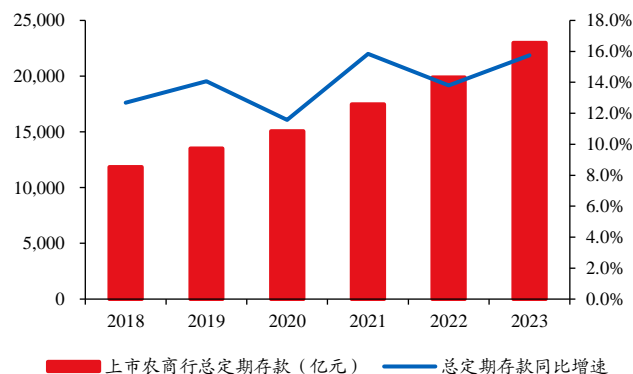
分理财产品破净，一些理财资金外流至定期存款，然而资产端贷款需求相对较弱（主要是零售端拖累），且农商行经营有地域限制，在债市走强的情况下，负债端多余的资金主要用于债券投资，债券投资增速较快。在监管提出信贷发展要“重质轻量”、“破除规模情结”的要求下，叠加沪农商行信贷增长引擎“新旧切换”，后续规模增速或保持平稳态势。

图表 47 贷款规模增速行业性下行



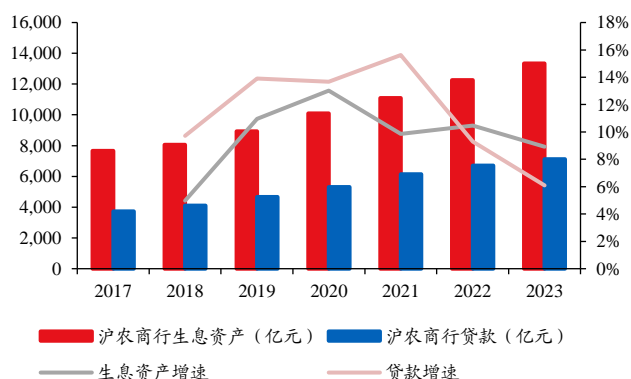
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 48 农商行定期存款增长较快



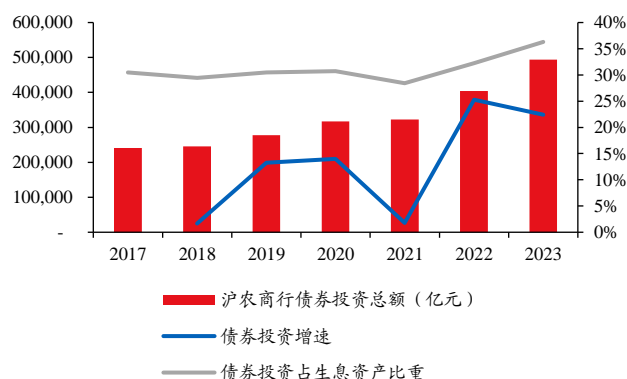
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 49 沪农商行资产增速有所放缓



资料来源：公司公告，华创证券

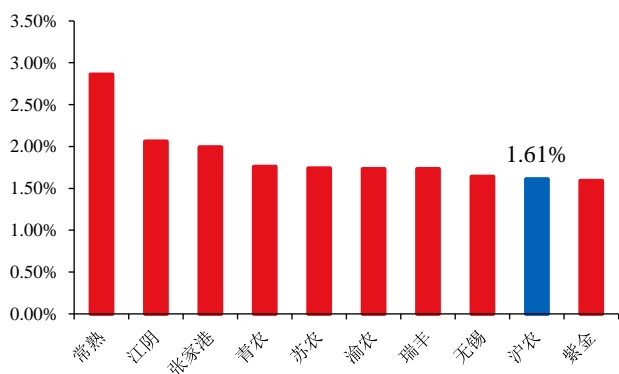
图表 50 2022 年以来债券投资增速较快



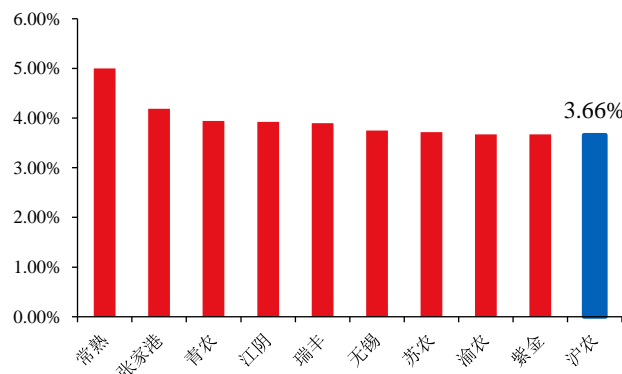
资料来源：公司公告，华创证券

## （二）息差同业较低，负债端具备成本优势

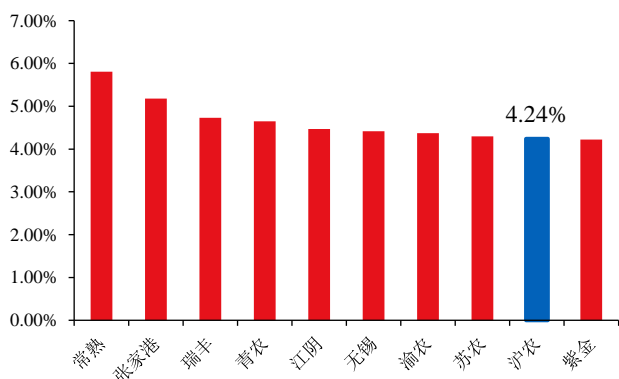
净息差同业较低，不过负债端具备成本优势。2023 年沪农商行净息差为 1.61%，在上市农商行里边水平较低，主要是资产端定价偏低（2023 年在上市农商行中贷款收益率高于紫金银行），尤其是占比近 70%的对公贷款（含票据）定价较低，一方面是由于上海金融资源集中，同业竞争较为激烈，在普惠小微金融方面，面临着大行下沉的压力；另一方面是沪农商行的风险偏好较低，不良率长期低于 1%，低风险资产收益相对较低。不过由于沪农商行深耕上海郊区，负债端具备成本优势，2023 年存款成本率仅为 1.95%，在可比同业处于较低水平。

**图表 51 沪农商行 2023 年净息差可比同业较低**


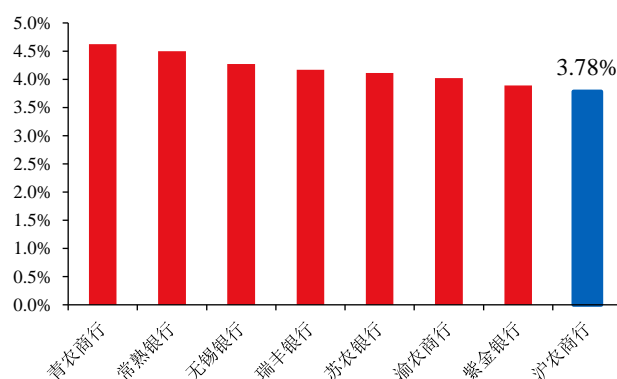
资料来源: 各公司公告, 华创证券

**图表 52 沪农商行 2023 年生息资产收益率偏低**


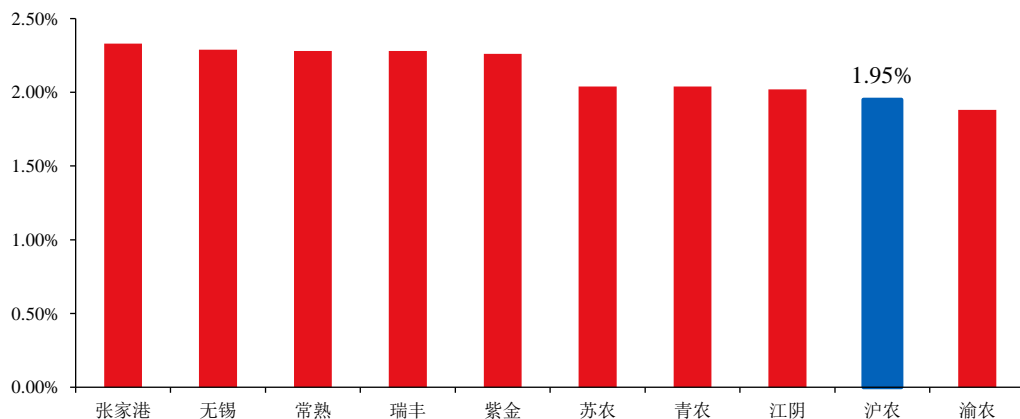
资料来源: 各公司公告, 华创证券

**图表 53 沪农商行 2023 年贷款收益率偏低**


资料来源: 各公司公告, 华创证券

**图表 54 沪农商行 2023 年对公贷款收益率 (含票据) 较低**


资料来源: 各公司公告, 华创证券 (注: 江阴银行、张家港行未披露相关数据)

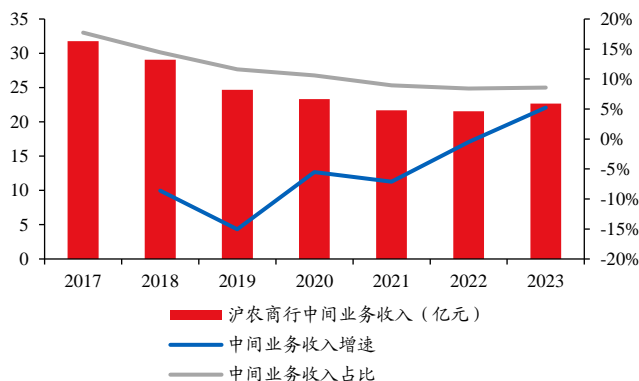
**图表 55 沪农商行负债端成本有优势, 存款利率较低**


资料来源: 各公司公告, 华创证券

### （三）中收阶段性承压，但较同业仍具优势

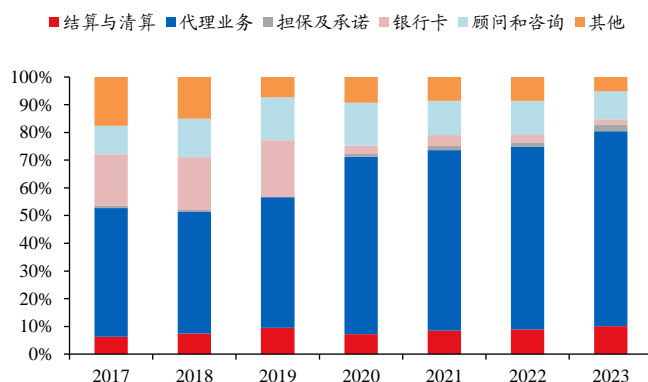
受代理业务费率下调影响，中收阶段性承压。近几年沪农商行的中收有所波动，在营收中的占比也有所下降，主要是银行卡手续费和顾问与咨询费有所下降。2023年沪农商行代销业务在中收占比近70%，代销保险、基金和理财费率下调将对中收业务造成短期冲击，不过由于沪农商行主推稳健型的固收+产品（由于中老年客户和风险偏好较低的客户占比较大），产品购买需求仍较旺，在量价上受到的冲击将比主打权益类产品的银行更小。2023年10月沪农商行获基金托管资格，中收将更加多元化。

图表 56 近几年沪农商行中收增速及占比有所下降



资料来源：公司公告，华创证券

图表 57 2017-2023 年沪农商行中收结构变化



资料来源：公司公告，华创证券

### （四）资产质量经得起考验

风险偏好低，不良率长期低于1%。沪农商行守住风险底线，资产质量经得起考验，在地产风险和疫情冲击双重考验下，关注率、逾期率仅低位波动，受金融风险资产分类新规影响，关注率略有抬升。不良率、不良净生成率处于较优水平，长期低于1%，2023年拨备覆盖率超400%。

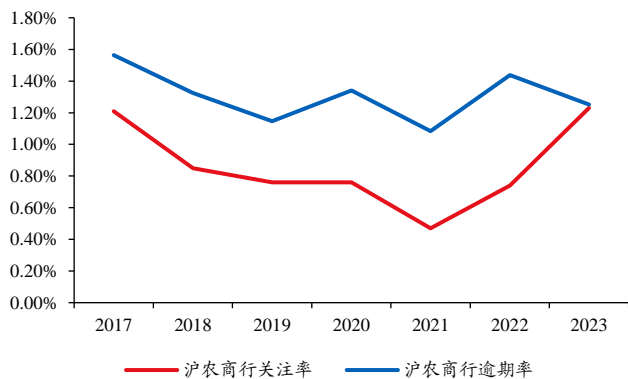
#### 1) 对公端：整体表现平稳，地产风险可控，仍为同业较低水平

对公贷款不良率自2020年1.33%回落至2023年的1.1%，总体表现平稳。其中主要是对公房地产领域和普惠小微贷款领域不良率有所上升。对公房地产业贷款不良率有所上升，2023年上升至2.18%，但仍为同业较低水平，并且公司的房地产贷款主要投向上海地区，地域风险相对可控，担保缓释较为足值，减值计提较为充足，信用风险总体可控；2023年普惠小微不良率1.45%，较2022年上升0.1pct，主要系2023年经济形势尚处在冲击复苏阶段，普惠小微实体作为经济传导末梢，经营情况、财务状况、税务表现等恢复较为缓慢。对此，公司不断完善普惠小微贷款的风险预警监测机制和风险化解处置机制，预计随着经济基本面改善，普惠小微贷款资产质量整体可控。

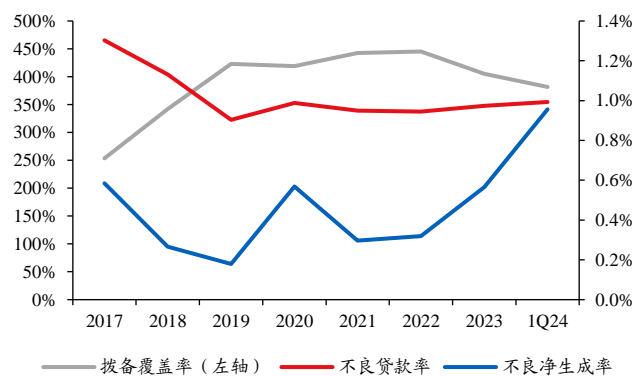
#### 2) 零售端：在线零售贷款风险有所抬头，但不良率仍低于2%

由于零售客户收入不确定性上升，还款能力和还款意愿降低，导致违约风险有所上升。其中主要是零售在线贷款业务不良率有所上升，2023年零售在线贷款不良率为1.56%，较上年末上升0.62pct，仍然低于2%。对此，沪农商行一方面加大与头部平台合作，清退

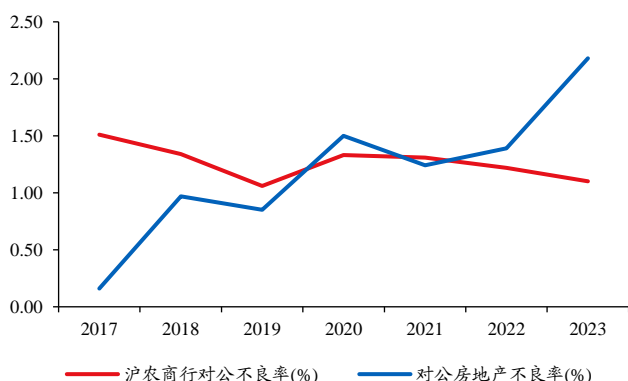
了一些风险较高的线上合作平台；另一方面是调整零售贷款结构，加大了有抵押的车贷资产；三是在风控策略上使用自研自营的模型，对平台风险策略进行多次迭代，提高零售客户准入门槛。

**图表 58 关注率、逾期率仅低位波动**


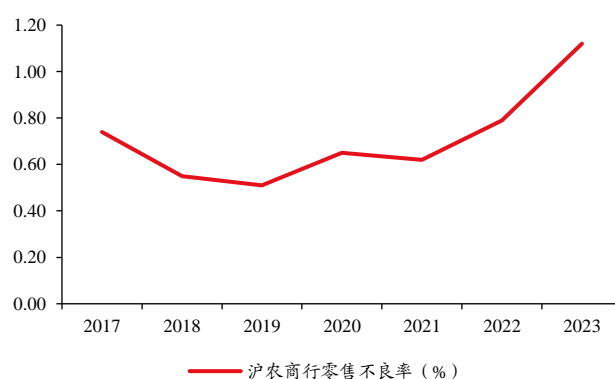
资料来源：公司公告，华创证券

**图表 59 不良率较优，2023 年拨备覆盖率超 400%**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 60 对公不良表现平稳，地产风险有所抬头**


资料来源：公司公告，华创证券

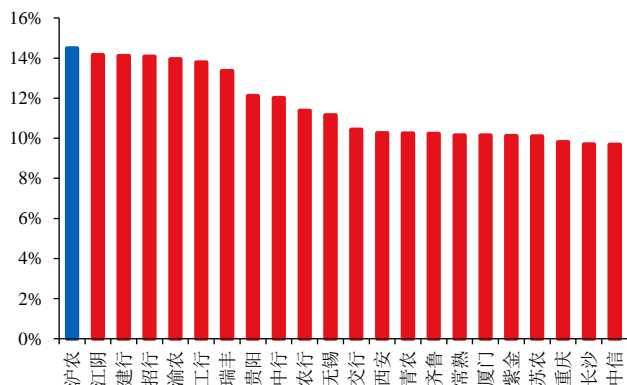
**图表 61 零售业务风险有所抬升**


资料来源：公司公告，华创证券

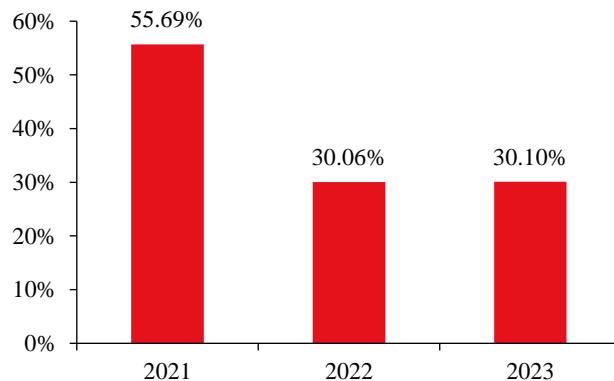
### (五) 核心资本充足，分红率稳定在 30% 以上

**核心一级资本充足，同业股权投资扩大长三角发展区。**1Q24 沪农商行核心一级资本充足率为 14.5%，位列上市银行第一。充足的资本一方面有助于公司实现稳健的内生增长模式，另一方面可以通过同业股权投资来扩大经营区域范围，打开长三角布局。此前沪农商行分别于 2019 年年底和 2023 年 3 月参股江苏海门农商银行（持股比例 8.96%）和杭州联合银行（持股比例 4%），增厚投资收益。

**分红稳健，未来仍有望提升。**2021 年上市以来，沪农商行分红率稳定在 30% 以上。在监管鼓励多次分红的背景下，沪农商行 2024 年中期分红安排议案已经通过了股东大会决议，在资本充足且盈利能力稳定的良好基础上，沪农商行的分红率未来有望稳步提升。

**图表 62 1Q24 沪农商行核心一级资本充足率位列上市银行第一**


资料来源：各公司公告，华创证券

**图表 63 上市以来沪农商行分红率稳定在 30%以上**


资料来源：公司公告，华创证券（注：2021 年分红两次，分红率较高，剔除 2021 年前三季度分红，2021 年度分红率约 30%）

## 六、盈利预测与投资建议

沪农商行深耕上海郊区，同时积极布局长三角区域，在上海发展“五个新城”与“五个中心”建设背景下，未来业务增量市场空间仍较大，公司客群基础扎实，业务发展稳健，资产质量较优，股息率较高，仍然具备较好的投资价值。我们对公司盈利的关键变量假设如下：

- 1) 资产规模：**虽然房地产相关业务增速放缓，但是上海市对公项目业务机会较多，比如“三大工程”、“工业上楼”、“五个新城”建设等，目前沪农正在对接的就有上海东方枢纽项目、浦江召稼楼“城中村”改造、上海崇明越江通道工程项目、西岑科创中心、长兴海洋科技港二期等重大项目。2024 年按揭和信用卡表现较弱，后续零售贷款有望随着经济恢复逐步回暖，预计贷款增速将保持平稳。我们预计 2024/2025/2026 年沪农商行生息资产同比增长 10.7%/10%/10.1%，其中贷款增速为 6.7%/7%/7%。
- 2) 息差：**2024 年按揭重定价、新发放按揭贷款利率下限下调以及 LPR 调降，贷款收益率仍有继续收窄的可能；负债成本优势有望保持，23 年存款挂牌利率多次下调，后续存款到期重定价，存款成本率仍有压降空间。预计 2024/2025/2026 年沪农商行息差（期初期末口径）分别下降 20bp/6bp/4bp 至 1.39%/1.33%/1.28%。
- 3) 中收：**公司的理财和代理业务占比较高，代理保险、基金费率下调可能会对中收产生一定不利影响，但由于沪农商行主推稳健型的固收+产品，在量价上受到的冲击将比主打权益类产品的银行更小，并且随着存款利率下调，部分存款回流更具性价比的理财市场，或对中收产生正向贡献。我们预计 2024/2025/2026 年中收增速为 -15%/-10%/2%。
- 4) 资产质量：**公司风险偏好较低，资产质量预计将继续改善，零售贷款资产质量有望逐步改善。公司信用成本存在进一步节约反哺的空间。预计 2024/2025/2026 年信用成本分别为 0.55%/0.52%/0.46%，不良率分别为 0.96%/0.95%/0.94%。
- 5) 分红水平：**预计未来三年公司将仍保持现有股利政策，预计 2024/2025/2026 年公司分红占归母净利润比例均在 30%左右。

根据以上假设，我们预计 2024E-2026E 公司营收同比增速分别为 2.1%、5.3%、6.9%，归母净利润增速分别为 2.9%、6.2%、10.0%。公司于 6 月 20 日发放 2023 年红利，测算股息率为 5.5%，仍然较高，具备较好的投资价值。当前股价对应 2024E PB 为 0.54X，近五年公司历史平均 PB 在 0.61X，可比公司平均 2024E PB 在 0.54X，结合当前宏观经济环境，考虑当前公司所处区域优势、业务特色和优质客群给予的增长潜力，给予公司 2024E 目标 PB 0.62X，对应目标价 7.67 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

**图表 64 可比公司 2024E-2026E 预测 PB 值**

可比公司	收盘价	预测 PB		
		2024E	2025E	2026E
江阴银行	3.77	0.52	0.46	0.41
张家港行	4.02	0.53	0.48	0.44
无锡银行	5.32	0.52	0.47	0.43
渝农商行	5.02	0.46	0.43	0.40
常熟银行	7.57	0.81	0.72	0.63
瑞丰银行	4.72	0.51	0.46	0.41
紫金银行	2.50	0.45	0.41	0.38
苏农银行	4.81	0.50	0.45	0.40
平均值		0.54	0.48	0.44

资料来源：wind，华创证券（注：股价截至 2024 年 6 月 28 日）

## 七、风险提示

**宏观经济增速超预期下行，资产质量大幅恶化。**若经济增速超预期下行，可能导致公司资产质量恶化，从而影响盈利能力。

**净息差大幅收窄。**若外部利率政策和监管政策未来发生不利变化，可能导致息差超预期下行，从而拖累公司盈利表现。

**同业竞争加剧。**若区域内同业竞争加剧，会影响公司业务扩张和定价，并会对资产质量产生不利影响，从而拖累公司盈利水平。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	711,483	759,153	812,293	869,154
债券投资	494,078	583,012	670,464	771,034
同业资产	89,302	93,767	98,455	103,378
生息资产	1,361,108	1,506,623	1,656,852	1,824,500
资产总额	1,392,214	1,519,032	1,657,811	1,812,479
存款	1,016,411	1,087,560	1,163,689	1,245,148
同业负债	133,757	167,196	200,635	240,762
发行债券	92,120	105,938	121,829	140,103
计息负债	1,242,288	1,360,694	1,486,153	1,626,012
负债总额	1,275,855	1,395,583	1,524,259	1,667,705
股本	9,644	9,644	9,644	9,644
归母净资产	112,427	115,932	129,217	140,222
所有者权益	116,358	123,449	133,552	144,774

**每股指标**

	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	5.34	5.19	4.88	4.44
PB	0.58	0.54	0.50	0.46
EPS	1.26	1.30	1.38	1.51
BVPS	11.66	12.37	13.40	14.54
每股股利	0.38	0.39	0.41	0.46

**资产质量**

	2023A	2024E	2025E	2026E
不良率	0.97%	0.96%	0.95%	0.94%
拨备覆盖率	404.95%	391.91%	390.12%	386.59%
拨贷比	3.94%	3.77%	3.70%	3.63%
不良净生成	0.56%	0.54%	0.40%	0.35%

**资本状况**

	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	15.74%	15.52%	15.52%	15.55%
核心资本充足率	13.32%	13.25%	13.40%	13.58%
杠杆率	11.96	12.30	12.41	12.52
RORWA	1.52%	1.47%	1.45%	1.49%
风险加权系数	60.95%	59.66%	58.60%	57.46%

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	20,697	19,874	20,967	22,336
手续费净收入	2,269	1,928	1,736	1,770
营业收入	26,412	26,971	28,388	30,361
业务及管理费	-8,599	-8,091	-8,516	-9,108
拨备前利润	18,092	19,174	20,153	21,517
拨备	-3,207	-4,044	-4,086	-3,867
税前利润	14,885	15,129	16,067	17,649
税后利润	12,486	12,860	13,657	15,002
归属母公司净利润	12,142	12,499	13,278	14,604

**盈利能力**

	2023A	2024E	2025E	2026E
净息差	1.58%	1.39%	1.33%	1.28%
贷款收益率	4.13%	4.02%	3.95%	3.90%
生息资产收益率	3.48%	3.23%	3.15%	3.10%
存款付息率	1.92%	1.85%	1.84%	1.83%
计息负债成本率	2.08%	2.03%	2.03%	2.03%
ROAA	0.91%	0.86%	0.84%	0.84%
ROAE	11.33%	10.79%	10.68%	10.84%
成本收入比	32.56%	30.00%	30.00%	30.00%

**业绩和规模增长**

	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	-0.28%	-3.97%	5.50%	6.53%
营业收入	3.06%	2.12%	5.25%	6.95%
拨备前利润	3.16%	5.98%	5.11%	6.77%
归属母公司净利润	10.64%	2.94%	6.23%	9.99%
净手续费收入	5.24%	-15.00%	-10.00%	2.00%
贷款余额	6.09%	6.70%	7.00%	7.00%
生息资产	8.73%	10.69%	9.97%	10.12%
存款余额	7.73%	7.00%	7.00%	7.00%
计息负债	9.18%	9.53%	9.22%	9.41%

## 金融组团队介绍

### 金融业研究主管，金融组组长、首席分析师：徐康

曾任职于平安银行，2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队；2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队；2020 年新财富最佳金融产业研究团队第 8 名；2020 年水晶球非银研究公募榜单入围；2021 年金牛奖非银金融第五名，2021 年新浪财经金麒麟非银金融新锐分析师第二名；2022 年第十三届中国证券业分析师金牛奖非银最佳分析师，2022 年第十届东方财富 Choice 非银最佳分析师，2022 年水晶球非银研究公募第五名，2022 年第四届新浪财经金麒麟非银金融行业最佳分析师。覆盖非银金融行业、多元金融、金融科技等。

### 高级研究员：贾靖

上海交通大学经济学学士、金融硕士。曾供职于中泰证券，作为团队核心成员，所在团队获 2018 年新财富银行业最佳分析师第二名、2019 年新财富银行业最佳分析师第二名、2020 年新财富银行业最佳分析师第三名、2021 年新财富银行业最佳分析师第二名、2022 年新财富银行业最佳分析师第四名；2018-2021 年水晶球银行最佳分析师第二名、2022 年水晶球银行最佳分析师第五名；2022 年中国证券业分析师金牛奖第三名；2018 年保险资管最受欢迎银行分析师第一名。2023 年加入华创证券研究所，负责银行业研究。

### 研究员：刘潇伟

意大利博科尼大学管理学硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖证券行业及财富管理领域研究。

### 助理研究员：陈海椰

浙江大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖保险行业及养老金领域研究。

### 助理研究员：崔祎晴

杜克大学商业分析硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖金融科技及资产管理领域研究。

### 研究员：林宛慧

厦门大学学士，对外经济贸易大学硕士。曾任职于长城证券，2024 年加入华创证券研究所，主要负责银行业研究。

**华创证券机构销售通讯录**

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522