

沪农商行 (601825.SH)

深耕上海，服务远郊，资产质量较优

区域经济：经济基础佳，但区域竞争也较激烈。上海市是长三角都市圈核心城市，目前已基本建成国际经济、金融、贸易、航运中心，且正在积极发力科技创新中心建设，这为沪农商行业务开展带来了优质的区域土壤。细分来看：**1) 经济密度大：2020年上海市单位面积GDP为6.1亿元/平方公里，全国排名第一。****2) 第三产业占比较高：达到73.1%。**特别是房地产、金融、批发零售业非常发达，三者合计对GDP贡献比重接近40%。**3) 上海居民富裕，是财富管理业务的宝贵资源：2020年上海市人均GDP及人均可支配收入分别为15.58、7.22万元，分别居全国各省第2、第1。**2019年人均存款12.8万元，全国第2。2020年上海市可投资资产在600万以上、1000万以上的家庭达到21.4万户、14.6万户，均列全国第3。**4) 金融竞争较为激烈。**其每万平方公里银行网点5209个，全国密度最高。

沪农商行：“深耕上海，服务远郊”，在地产+按揭的基础上，服务“三农”、科创。

1) 资产规模超万亿，上海地区市占率排第6。3月末总资产规模达到1.08万亿，在上市农商行中仅次于渝农商行。2020年其在上海的存款市占率7.3%，贷款市占率（不含票据）7.1%，均排名全市第六。

2) 国资持股47.71%，市场化程度较高。公司持股5%以上的7家股东中，6家为国资，其中大股东为上海国资委。2020年其员工人均年薪45.54万元，在上市农商行最高，且58%的员工持有沪农商行的股份，绝大多数公司管理层均有持股，市场化程度较高。

3) 银行特色：“深耕上海，服务远郊”，在地产+按揭的基础上，服务“三农”、科创。

■ **聚焦上海本地，服务乡镇远郊。**全行94%的贷款投向上海，96%的存款来自上海，区域特征明显。同时，其营业网点超过65%位于外环，且覆盖上海市108个乡镇中的106个，有利于沪农商行避开中心区域激烈的存款竞争，其存款成本率（2.05%）也相对较低。由于网点集中在城郊，其客户结构主要为上海的大众客户。1619万户零售客户中，AUM在100万以上的高净值客户7.2万户，占总AUM的28.70%，且AUM中存款+理财占比约92%。网点分布在外环一定程度上保证了存款的稳定性，与此同时未来财富管理或有一定的发展空间。

■ **房地产+按揭占比较高。**上海房地产较为发达，而沪农商行也是全市公积金贷款主要委托行。2020年其对公房地产贷款、个人按揭贷款分别为1051亿、1096亿，合计占银行总贷款40.46%，为城商行、农商行中最高。房地产集中度管控下，未来或需要逐步调整信贷结构（测算未来4年需合计压降146亿左右），零售消费贷与经营贷、对公小微企业及科创贷款或成为未来重要的增长点，其中“三农”、“科创”也正是其未来准备打造的特色业务：

■ **1) 三农：**沪农商行已推出“农机贷”等量身定制的、较为成熟的产品体系。2020年全行涉农贷款712.39亿元，同比增长17.78%，占总贷款13.42%，是上海涉农市场占有率最高的商业银行。

■ **2) 科创：**未来几年上海将加快推进建设科创中心实施进程，2020年末，沪农商行科技型企业贷款余额353.77亿元，同比增速高达38.10%，占总贷款6.67%，未来有望继续快速发展。

财务基本面分析：低风险偏好+低信用成本，资产质量较优。

1、资产负债结构：风险偏好较低。A、当前贷款以对公为主，2020年占比59.16%。按揭+房地产贷款为主的基础上，积极推进零售转型，个人经营贷和消费贷增长迅速，带动2020年零售贷款占比提高2.39pc至30.48%；B、投资资产占比29.95%，其中债券投资占总投资资产85.31%，债券投资以政府债和金融债为主，风险偏好较低；C、负债端活期存款占总存款比例39.27%，高出农商行平均水平2.12pc，主要是其对公活期存款占总存款比

股票信息

行业	银行
发行价格	8.90
合理估值	1

发行数据

总股本(万股)	1,157,333
发行数量(万股)	96,444
网下发行(万股)	67,511
网上发行(万股)	28,933

保荐机构 海通证券股份有限公司, 国泰君安证券股份有限公司

发行日期 2021/08/04
发行方式 网下询价, 上网定价

作者

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

分析师 陈功

执业证书编号: S0680520080001

邮箱: chenggong2@gszq.com

股东信息

上海国有资产经营有限公司 (SS)	9.22%
中国远洋海运集团有限公司 (SS)	9.22%
宝山钢铁股份有限公司 (SS)	9.22%
上海久事(集团)有限公司 (SS)	8.45%
中国太平洋人寿保险股份有限公司	6.45%
上海国盛集团资产有限公司 (SS)	5.46%
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 (SS)	5.36%

例达到 32.99%，高出农商行平均水平 6.43pc。

2、从银行综合收益的角度来看，除了利息净收入外，还需同时考虑信用成本、管理成本。沪农商行息差水平偏低，但信用成本、管理成本管控较好，因此综合下来，其 ROE、ROA 表现略优于同业。

1) 定价角度：息差较低，未来或有望改善。 风险偏好较低（贷款以房地产+按揭为主），叠加所处城市竞争激烈，2020 年沪农商行贷款收益率为 4.67%，低于农商行平均水平（5.42%），其净利差、净息差分别受到拖累（1.83%、1.91%），均低于农商行平均水平（2.22%和 2.36%）。未来随着上海农商行贷款结构的调整，经营贷、消费贷、三农及科创类贷款占比的提升，有望支撑贷款定价、息差水平抬升。

2) 资产质量较优：静态看，2020 年不良率和关注类占比分别为 0.99%和 0.76%，分别低于农商行整体 31bp 和 109bp，仅高于常熟银行，不良生成率仅 0.57%；2020 年拨备覆盖率为 419.17%，高于同业 323.51%的平均水平。动态来看，2016 年以来其资产质量整呈改善趋势。

3) 管理成本较低：得益于公司对管理成本的有效把控，2020 年沪农商行成本收入比为 28.86%，低于农商行平均水平（31.16%）2.30pc。

3、业绩及盈利能力：ROE、ROA 略高于同业。

A、2019 年/2020 年沪农商行 ROE 为 13.13%/11.00%，ROA 为 1.00%/0.82%，均超过农商行平均水平（11.99%/10.01%，0.93%/0.79%）；ROE 拆分来看，主要得益于房地产+按揭占比较高的情况下，信用成本、成本收入比均相对较低。

B、2019-2020 年营收增速分别为 5.59%、3.61%，均低于农商行整体，主要是规模增速低于同业拖累利息净收入，同时 2020 年非息收入受市场利率影响较大。2020 年归母净利润同比减少-7.74%，主要原因为加大拨备计提力度，提高未来风险抵御能力。在资产质量整体稳健的情况下，2021 年利润增长或将回暖。在此基础上，沪农商行的业绩增长需重点关注按揭与房地产增速放缓后，资产端业务调节情况，以及新增贷款的资产质量能否保持在当前的较优水平。

投资建议：上海区域经济发达，为沪农商行的未来发展提供坚实基础。沪农商行聚焦上海本地，服务乡镇远郊，正在按揭+房地产的基础上积极打造“三农”+科创特色。当前公司资产质量优质，抵御风险能力较强。展望未来，沪农商行上市后资本补充渠道进一步打开，未来具有不错的业务成长空间。考虑公司区域经济和自身特点，我们认为给予公司 IPO 以 1 倍 PB 左右的合理估值，对应询价区间 8.90 元/股-9.77 元/股之间。

风险提示：1) 宏观经济下滑压力加大，资产质量恶化。2) 金融监管力度超预期，对银行业经营产生负面影响。3) 竞争压力加大，银行息差收窄。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21271	22,040	24,856	28,029	31,644
增长率 yoy（%）	5.59%	3.61%	12.78%	12.77%	12.90%
拨备前利润（百万元）	14625	15,508	17,477	19,698	22,228
增长率 yoy（%）	8.07%	6.04%	12.70%	12.71%	12.84%
归母净利润（百万元）	8846	8,161	9,130	10,306	11,677
增长率 yoy（%）	21.04%	-7.74%	11.88%	12.88%	13.30%
每股净收益（元）	1.02	0.94	0.95	1.07	1.21
每股净资产（元）	8.20	8.90	9.77	10.56	11.58

资料来源：Wind，国盛证券研究所

财务报表和主要财务比率

每股指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元/股)	1.02	0.94	0.95	1.07	1.21	净利息收入	15,354	17,871	19,826	22,127	24,671
BVPS (元/股)	8.20	8.90	9.77	10.56	11.58	净手续费收入	2,468	2,332	3,102	3,877	4,846
每股股利 (元/股)	0.19	0.19	0.17	0.19	0.22	其他非息收入	3,450	1,837	1,928	2,025	2,126
P/E (倍)						营业收入	21,271	22,040	24,856	28,029	31,644
P/B (倍)						税金及附加	-211	-242	-279	-318	-362
业绩增长率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业务及管理费	-6,437	-6,344	-7,154	-8,067	-9,107
净利息收入	2.16	16.39	10.94	11.61	11.50	营业外净收入	2	54	54	54	54
净手续费收入	-23.86	-5.49	33.00	25.00	25.00	拨备前利润	14,625	15,508	17,477	19,698	22,228
营业收入	5.59	3.61	12.78	12.77	12.90	资产减值损失	-3,932	-5,608	-6,401	-7,194	-8,061
拨备前利润	8.07	6.04	12.70	12.71	12.84	税前利润	10,693	9,900	11,077	12,504	14,167
归母净利润	21.04	-7.74	11.88	12.88	13.30	所得税	-1,754	-1,482	-1,658	-1,872	-2,120
盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	税后利润	8,938	8,419	9,419	10,632	12,046
净息差 (测算)	1.76	1.84	1.81	1.81	1.80	归母净利润	8,846	8,161	9,130	10,306	11,677
生息资产收益率	3.66	3.82	3.82	3.81	3.81	资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
计息负债成本率	4.15	4.25	4.30	4.31	4.31	存放央行	76,153	66,035	73,959	81,355	91,931
ROAA	1.00	0.82	0.81	0.82	0.83	同业资产	91,393	118,471	143,111	175,611	219,131
ROAE	13.13	11.00	10.71	10.57	10.93	贷款总额	466,868	530,673	604,967	671,513	758,810
成本收入比	30.26	28.78	28.78	28.78	28.78	贷款减值准备	-17,833	-21,564	-25,108	-29,037	-33,450
资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	贷款净额	449,782	510,017	579,859	642,476	725,360
不良贷款余额(百万元)	4,218	5,245	6,037	6,736	7,632	证券投资	277,706	316,610	341,148	360,015	384,001
不良贷款净生成率	0.18	0.57	0.53	0.50	0.52	其他资产	34,903	45,843	51,599	57,102	64,400
不良贷款率	0.90	0.99	1.00	1.00	1.01	资产合计	929,938	1,056,977	1,188,712	1,315,595	1,483,859
拨备覆盖率	422.76	411.14	415.93	431.10	438.28	存款余额	692,349	763,617	855,250	940,776	1,063,076
拨贷比	3.82	4.06	4.15	4.32	4.41	同业负债	90,346	86,376	104,751	125,142	147,170
资本状况	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	47,947	87,684	99,083	111,963	126,519
资本充足率	15.57	14.40	14.94	14.57	14.00	负债合计	855,732	976,505	1,092,147	1,210,041	1,368,114
核心资本充足率	12.62	11.70	12.53	12.40	12.07	股东权益合计	74,206	80,472	96,565	105,554	115,745
核心一级资本充足率	12.59	11.67	12.51	12.37	12.05	负债及股东权益合计	929,938	1,056,977	1,188,712	1,315,595	1,483,859

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

1. 沪农商行概况：聚焦“三农”小微，服务科技金融.....	6
2. 区位优势：全国经济、金融、科创中心，区域竞争激烈.....	11
3. 公司特色：“深耕上海，服务远郊”，在地产+按揭的基础上，服务“三农”、科创.....	14
4. 基本面分析：风险偏好较低，资产质量较优.....	19
4.1 房地产+按揭贷款为主，息差低于同业，未来有提升空间.....	19
4.2 资产质量：低风险偏好带来较优的资产质量，拨备覆盖率超过 400%.....	21
4.3 综合业绩表现：资本回报率较同业更高.....	23
风险提示.....	26

图表目录

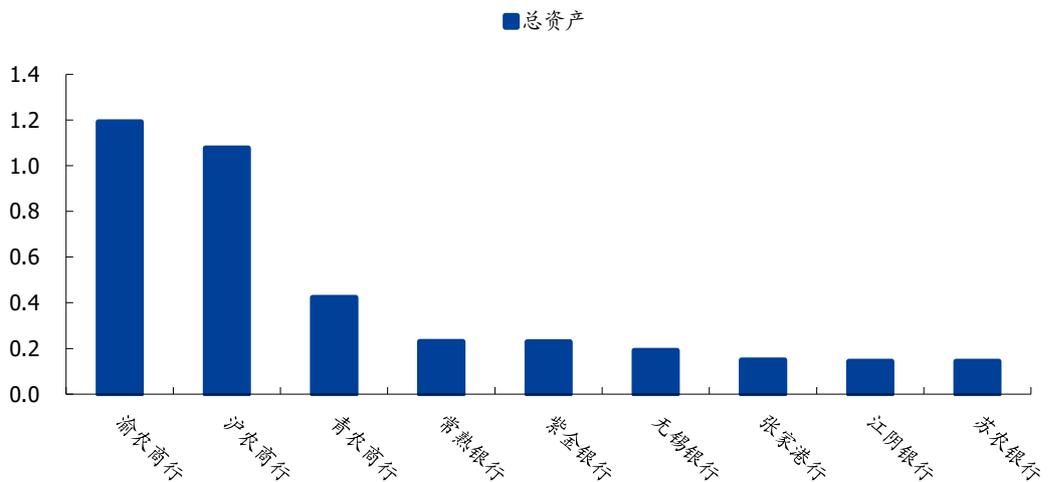
图表 1: 2021Q1 各农商行总资产 (万亿元)	6
图表 2: 2020 年各农商行各业务营业收入占比.....	7
图表 3: 沪农商行股权结构清晰均衡 (截止 2021 年 2 月 28 日)	7
图表 4: 长三角地区农商行年薪对比 (万元)	8
图表 5: 各农商行首次公开募股时职工持股情况.....	8
图表 6: 沪农商行管理层.....	9
图表 7: 沪农商行贷款区域分布情况 (亿元)	9
图表 8: 沪农商行存款区域分布情况 (亿元)	9
图表 9: 上海市金融机构密集、竞争激烈 (个, %)	10
图表 10: 上海市与其他省级行政区经济指标对比.....	11
图表 11: 上海市第三产业占比持续提升.....	12
图表 12: 内地各省级行政区家庭可投资资产达 600 万、1000 万户数 (万户)	13
图表 13: 各农商行理财产品规模 (亿元)	13
图表 14: 沪农商行 (黑色)、上海银行 (红色) 营业网点分布.....	14
图表 15: 2020 年农商行房地产业占比.....	15
图表 16: 2020 年农商行个人住房贷款占比.....	15
图表 17: 沪农商行房地产业贷款增长情况.....	16
图表 18: 沪农商行住房按揭贷款增长情况.....	16
图表 19: 沪农商行房地产业贷款、住房按揭贷款和全行总贷款不良率对比.....	16
图表 20: 沪农商行涉农贷款增长情况.....	17
图表 21: 沪农商行涉农贷款不良率稳步下降.....	17
图表 22: 沪农商行针对科创型企业所处不同时期提供的不同产品和服务.....	18
图表 23: 沪农商行科技型企业贷款规模增长.....	18
图表 24: 2020 年沪农商行资产结构同业对比.....	19
图表 25: 2020 沪农商行投资资产结构同业对比.....	19
图表 26: 沪农商行近三年对公贷款行业分布 (亿元)	20
图表 27: 2020 年沪农商行负债结构.....	20
图表 28: 沪农商行收益率、成本率、净利差和净息差.....	21
图表 29: 沪农商行净利差、净息差历史变动.....	21
图表 30: 沪农商行资产质量同业对比.....	22
图表 31: 沪农商行资产质量近年走势.....	22
图表 32: 农商行抵押和质押贷款合计占比.....	22

图表 33: 沪农商行核心一级资本充足率同业对比	23
图表 34: ROE 趋势: 沪农商行领先行业整体	23
图表 35: 沪农商行拆分分析	24
图表 36: ROE 拆分分析: 沪农商行 VS 农商行整体	24
图表 37: 沪农商行营收和归母利润增速与行业对比	25

1. 沪农商行概况：聚焦“三农”小微，服务科技金融

沪农商行：立足上海，资产规模超万亿。沪农商行成立于 2005 年，经中国银保监会和上海市人民政府批准，由原上海市农村信用合作社联合社、14 家区（县）联社、219 家基层信用社共 234 家上海市农村信用合作社法人机构改制而来。公司历经三次增资扩股，到 2021 年 7 月注册资本 86.80 亿元，2021Q1 总资产规模达到 1.08 万亿，在上海市当地城商行、农商行中位列第二（第一位上海银行资产规模约 2.55 万亿）。在所有农商行中，沪农商行排名第二，仅次于渝农商行（1.19 万亿）。

图表 1: 2021Q1 各农商行总资产（万亿元）



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国盛证券研究所

沪农商行目前以对公业务为主，同时积极推进零售转型。2020 年其公司银行业务、个人银行业务和金融市场业务占总收入比重分别为 55.17%、27.73%和 10.18%，占营业利润比重为 54.73%、19.33%和 17.59%。

1) 公司银行方面，贷款以大对公企业为主，主要投放至房地产业和租赁商务服务业。2020 年两行业贷款分别占总对公贷款 28.49%和 18.60%。规模角度，贷款额超过 1 亿元的企业客户贷款占总对公贷款规模的 70.66%，超过 10 亿元的贷款占比为 19.88%。

2) 个人银行方面，目前以按揭贷款为主，近期经营贷和消费贷发展较快。2020 年按揭贷款占个人贷款比重达 67.78%，个人经营贷、消费贷和信用卡分别占比 8.37%、16.44%和 7.25%。近年公司依托“鑫 e 贷”等线上产品，积极推动零售转型，个人经营贷 2019 年、2020 年增速分别为 12.0%、115.6%，个人消费贷增速分别为 321.7%、57.76%，带动零售贷款占总贷款比例相较 2018 年提升 4.36pc 至 30.48%。

3) 金融市场业务方面，2020 年受利率波动影响，占比下降。沪农商行金融市场业务 2020 年收入同比减少 41.08%，占总收入比重较 2019 年下跌 7.73pc。主要原因为公司增加了政府债券、金融债券和同业存单的比例（风险偏好下降），同时叠加市场利率下行，导致 2020 年公司金融投资收益率下滑 0.22pc，利息收入同比减少 19.26%，投资收益同比减少 44.46%（主要是交易性金融资产中的基金、资管收益减少）。

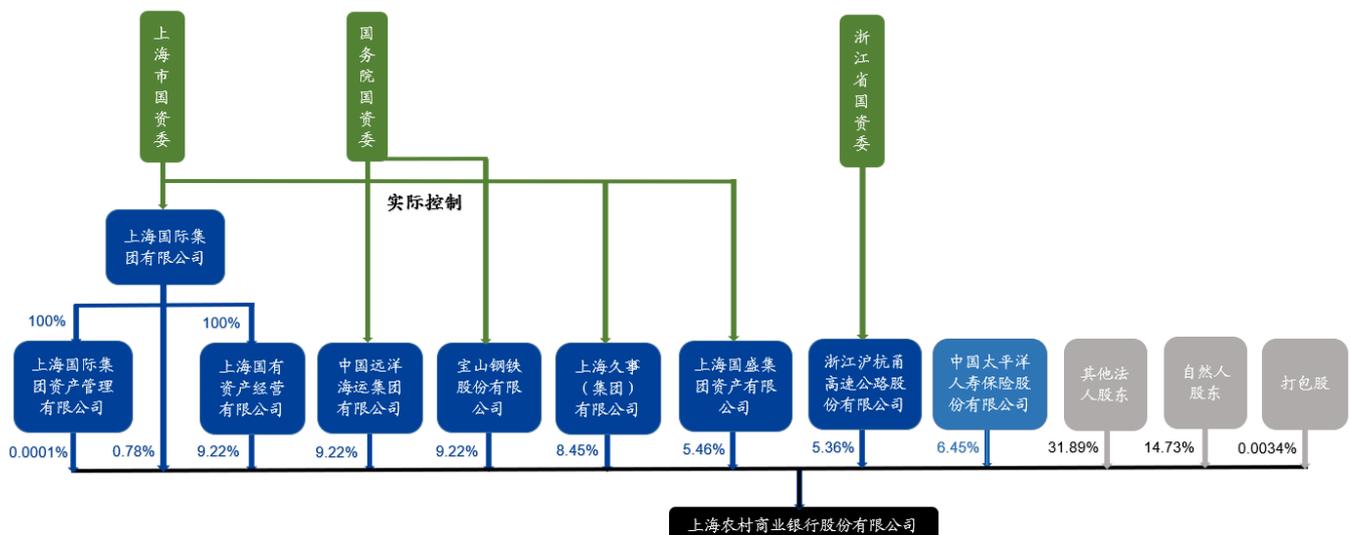
图表 2: 2020 年各农商行各业务营业收入占比

	公司银行业务	个人银行业务	金融市场业务	其他业务
无锡银行	56.22%	19.78%	23.74%	0.26%
常熟银行	36.86%	48.40%	13.30%	1.44%
江阴银行	52.17%	2.82%	41.88%	3.14%
苏农银行	66.04%	26.84%	3.05%	4.06%
张家港行	40.26%	32.39%	23.87%	3.48%
青农商行	50.29%	37.16%	12.52%	0.03%
渝农商行	33.07%	38.86%	27.98%	0.09%
沪农商行	55.17%	27.73%	10.18%	6.91%
农商行平均	48.76%	29.25%	19.57%	2.43%

资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所
注: 紫金银行未披露

股权结构: 上海国资为第一大股东, 总体国资占比较高。自 2007 年以来, 沪农商行历经 3 次增资扩股, 首次增资扩股引进战略投资者—澳新银行 (全澳四大银行之一), 导入先进的管理理念和投资经验, 加快了公司建设现代化商业银行的步伐。但 2017 年澳新银行向中远海运集团和宝钢股份出售了其持有的 20% 股权, 这部分股份被重新收归国有。2010 年和 2018 年为了满足业务增长的需要, 公司进行了第 2-3 次增资扩股。当前沪农商行股权前五大股东分别为上海国有资产经营有限公司、中国远洋海运集团有限公司、宝山钢铁股份有限公司上海久事 (集团) 有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司, 全部发行前合计持股占比 42.56%。公司持股 5% 以上的 7 家股东中, 6 家为国资, 合计持股 47.71% (包括上海国际集团直接持有的股份)。上海国际集团及其子公司 (上海国资经营、上海国际资管) 合计持有公司 10.00% 股份, 为沪农商行第一大股东, 其实际控制人人为上海市国资委。国资委为主+本地企业持股的结构有利于上海农商行更好地融入本地。

图表 3: 沪农商行股权结构清晰均衡 (截止 2021 年 2 月 28 日)

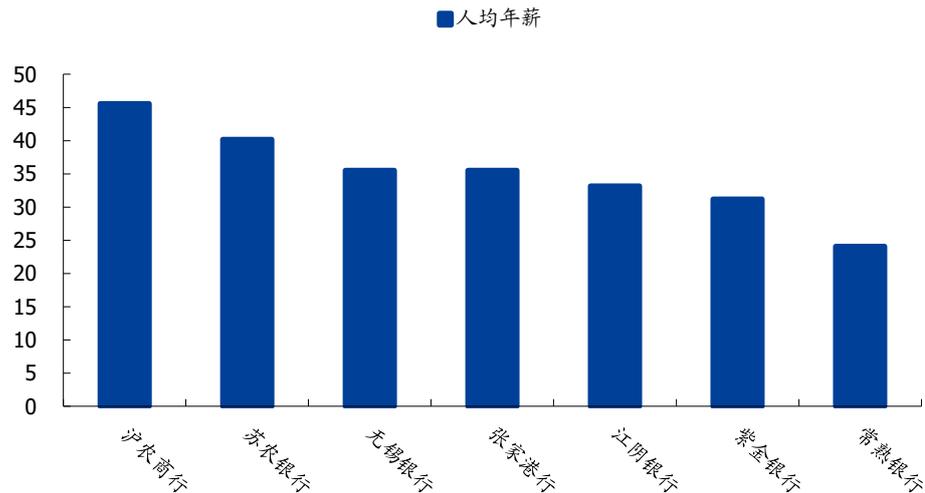


资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

公司治理稳健协调，员工激励机制较好。沪农商行治理体制机制健全，同时设立了合理的员工薪酬和激励体系，充分激发员工积极性。2020年员工人均年薪45.54万元，远高于上海市城镇人均可支配收入（7.22万元），且在长三角地区农商行中最高。与此同时职工持股总数约4.3亿股，持股员工在总员工中的比重约58%，员工持股数量占总股本14.73%，相比其他农商行IPO时职工持股比例更高（仅次于张家港行、江阴银行）。

管理层经验丰富，绝大多数持有股份。沪农商行现任董事会和高管全部拥有硕士及以上学历，董事长、行长等管理层履历经验丰富，且绝大多数持有股份。

图表4：长三角地区农商行年薪对比（万元）



资料来源：Wind 资讯，公司招股说明书，公司公告，国盛证券研究所
注：人均年薪=职工费用/员工总数

图表5：各农商行首次公开募股时职工持股情况

	IPO时间	持股职工数	合计股份（亿股）	占总股本	持股员工/总员工
张家港行	2016-12-21	704	0.22	24.55%	38.83%
江阴银行	2016-08-02	722	1.41	22.60%	54.99%
无锡银行	2016-08-17	747	1.79	10.76%	58.59%
苏农银行	2016-10-25	775	1.06	10.53%	68.52%
常熟银行	2016-08-29	823	1.96	9.81%	27.37%
紫金银行	2018-11-26	1952	2.29	6.96%	87.61%
沪农商行	2021-07-13	4993	4.30	4.95%	57.76%
青农商行	2019-02-19	2688	2.46	4.92%	51.44%
渝农商行	2019-09-20	9764	1.53	1.53%	64.31%

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 6: 沪农商行管理层

姓名	职务	学历	出生年份	个人简历	直接或间接持股数量(万股)	直接或间接持股比例(%)
徐力	董事长	硕士	1967	高级经济师。曾相继在中国工商银行担任上海市分行金融业务部总经理,上海市外滩支行行长和上海市分行行长助理、副行长。现任本行董事长,执行董事。		
顾建忠	副董事长,行长	硕士	1974	经济师。曾任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,上海国际集团副总经理等职务。现任本行副董事长,执行董事,行长。	32.0	0.0037
顾贤斌	副行长	硕士	1979	曾任上海农商银行崇明支行行长,上海农商银行公司金融部总经理等职务。现任本行副行长,首席风险官。	17.6	0.0020
金剑华	副行长	博士	1965	经济师。曾任上海银行福民支行行长,外滩支行行长等职务。现任本行副行长,长江金租董事长等职务。	48.0	0.0055
应长明	副行长	硕士	1972	曾任上海农商银行办公室主任,上海农商银行嘉定支行行长。现任本行副行长,上海市金融学会理事,上海市青年创业就业促进会第三届副会长。		
俞敏华	副行长	硕士	1976	助理经济师。曾任上海农商银行授信审批部副总经理,上海农商银行杨浦支行行长。现任本行副行长,董事会秘书,并兼任上海市青年企业家协会第八届理事会理事,中国黄金协会第四届理事会常务理事。	9.6	0.0011
张宏彪	副行长	硕士	1968	经济师。曾任上海银行市南管理总部总经理,上海闵行上银村镇银行股份有限公司董事长,上海银行市南分行行长等职务。现任本行副行长,长三角金融总部总裁。	32.0	0.0037

资料来源: Wind 资讯、公司招股说明书、国盛证券研究所

网点布局:“深耕上海,服务远郊,覆盖乡镇”。沪农商行自成立起一直扎根上海,尤其在远郊地区网点覆盖率高。2020年沪农商行发放贷款及垫款5306.73亿元,93.62%投放在上海地区。7636.17亿存款中,有7347.08亿来自上海市,占比96.12%。

除总行营业部外,沪农商行共有上海地区一级支行19家,异地一级支行3家(分别位于湖南、江苏和浙江),此外还有下属村镇银行35家。各一级支行下属的366家营业网点中上海本地359家,超过65%位于外环,已覆盖上海市108个乡镇中的106个,其余7家营业网点为异地网点。

图表 7: 沪农商行贷款区域分布情况(亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 8: 沪农商行存款区域分布情况(亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

在激烈的区域竞争中，上海农商行在本地市占率排名前6。上海地区经济发达，金融服务较为充分，2019年末上海每万平方公里网点5209个（最新可得数据），全国排名第一。在激烈的竞争中，上海市一般贷款利率和企业贷款利率对比其他省份偏低（分别为5.40%、4.90%，低于全国5.74%、5.12%的平均水平）。从竞争对手方面来看，国有大行中的交通银行和浦发银行总部均设在上海，其中浦发银行总行与上海分行2020年资产规模合计5.13万亿，城商行中上海银行2021年Q1总资产也达到2.55万亿。但在激烈的区域竞争中，上海农商行抓住自身特色与优势，2020年上海地区存款市占率7.3%，贷款市占率（不含票据）7.1%，均排名全市第六，保持前列。

图表9：上海市金融机构密集，竞争激烈（个，%）

地区	一般贷款利率	企业贷款利率	银行网点个数	每万人网点数	每万人从业数	每万平方公里网点数
全国	5.74%	5.12%	178692	1.28	23.81	186
上海	5.40%	4.90%	3303	1.36	39.61	5209
北京	4.59%	-	3708	1.72	46.25	2260
天津	-	5.13%	2573	1.65	35.89	2150
河北	6.70%	6.14%	9921	1.31	20.75	525
山西	6.03%	6.27%	5632	1.51	28.63	359
内蒙古	6.42%	5.41%	4800	1.89	32.91	41
辽宁	5.97%	5.72%	7385	1.70	35.45	499
吉林	-	5.70%	3902	1.45	29.56	208
黑龙江	5.63%	-	4686	1.25	24.76	99
江苏	5.72%	5.12%	10545	1.31	27.73	984
浙江	6.02%	5.26%	10841	1.85	39.36	1028
安徽	-	-	6398	1.01	15.52	457
福建	5.87%	5.07%	5307	1.34	27.30	428
江西	6.33%	-	5332	1.14	17.53	319
山东	5.36%	5.15%	11635	1.16	21.54	747
河南	6.61%	6.14%	9866	1.02	16.64	591
湖北	5.60%	-	5880	0.99	18.37	316
湖南	-	5.30%	7452	1.08	16.07	352
广东	5.34%	4.89%	16366	1.42	29.05	911
广西	-	5.20%	5005	1.01	15.28	211
海南	6.40%	-	-	-	-	-
重庆	-	5.36%	3677	1.18	19.00	446
四川	5.90%	-	10644	1.27	23.24	219
贵州	6.61%	-	4105	1.13	17.43	233
云南	5.63%	5.10%	5278	1.09	15.30	134
西藏	2.56%	-	-	-	-	-
陕西	5.81%	-	5719	1.48	23.63	278
甘肃	6.44%	5.55%	4006	1.51	22.66	94
青海	4.75%	-	914	1.50	27.56	13
宁夏	-	5.16%	1054	1.52	29.25	159
新疆	5.59%	-	2758	1.09	21.51	17

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

2、区位优势：全国经济、金融、科创中心，区域竞争激烈

上海市是全国经济中心，金融中心，经济基础较好。上海近年全力推进“五个中心”建设，城市能级稳步提升。目前国际经济、金融、贸易、航运中心基本建成，具有全球影响力的科技创新中心也已形成基本框架。2020年上海市GDP为3.87万亿元，同比增长1.4%，单位面积GDP为6.1亿元/平方公里，全国排名第一。2020年上海金融市场交易总额达到2274.83万亿元，在2020年9月GFCI全球金融中心指数排名中位列全球第三。除此之外，上海贸易和航运业务也较为发达，2020年货物进出口总额3.48万亿元，占全国比重超过10%。集装箱吞吐量4350万箱，规模全球第一。发达的经济基础为沪农商行营造了优渥的经营土壤。

近期上海市在加快推进科创中心建设。上海作为G60科创走廊核心城市，目前已建成软X射线、超强超短激光等一批国家重大科技基础设施和15个研发与转化功能型平台，同时也在抓紧实施集成电路、生物医药、人工智能三大“上海方案”，加速科创中心建设进程。紧跟这一政策趋势，沪农商行近年来也在发力科创业务，截止2020年末科创贷款余额353.77亿元，累计服务科技型企业超过4000户。

图表 10：上海市与其他省级行政区经济指标对比

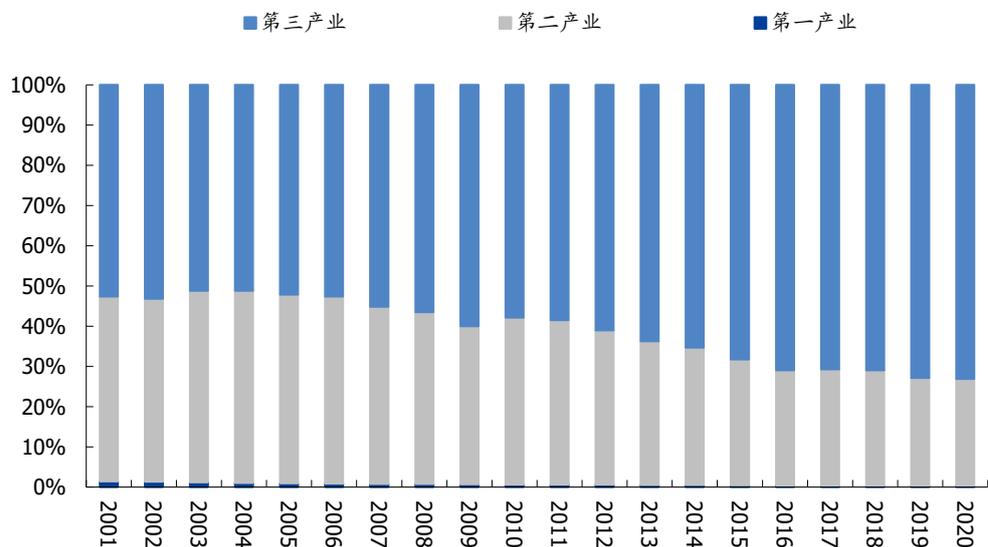
地区	GDP (亿元)	人均GDP (元/人)	单位面积 GDP (亿元/平方公里)	实际GDP增速	第一产业 (亿元)	第二产业 (亿元)	第三产业 (亿元)	第一产业占比	第二产业占比	第三产业占比
上海	38700.6	155768	6.1	1.70%	103.6	10289.5	28307.5	0.27%	26.59%	73.14%
上海排名	10	2	1	23	31	14	7	31	28	2
北京	36102.6	164889	2.2	1.20%	107.6	5716.4	30278.6	0.30%	15.83%	83.87%
江苏	102719	121231	0.96	3.70%	4536.7	44226.4	53955.8	4.42%	43.06%	52.53%
福建	43903.9	105818	0.35	3.30%	2732.3	20328.8	20842.8	6.22%	46.30%	47.47%
天津	14083.7	101614	1.18	1.50%	210.2	4804.1	9069.5	1.49%	34.11%	64.40%
浙江	64613.3	100620	0.61	3.60%	2169.2	26413	36031.2	3.36%	40.88%	55.76%
广东	110760.9	88210	0.62	2.30%	4770	43450.2	62540.8	4.31%	39.23%	56.46%
重庆	25002.8	78170	0.3	3.90%	1803.3	9992.2	13207.3	7.21%	39.96%	52.82%
湖北	43443.5	74440	0.23	-5.00%	4131.9	17023.9	22287.6	9.51%	39.19%	51.30%
山东	73129	72151	0.47	3.60%	5363.8	28612.2	39153	7.33%	39.13%	53.54%
内蒙古	17359.8	72062	0.01	0.20%	2025.1	6868	8466.7	11.67%	39.56%	48.77%
陕西	26181.9	66292	0.13	2.20%	2267.5	11362.6	12551.7	8.66%	43.40%	47.94%
安徽	38680.6	63426	0.28	3.90%	3184.7	15671.7	19824.3	8.23%	40.52%	51.25%
湖南	41781.5	62900	0.2	3.80%	4240.4	15937.7	21603.4	10.15%	38.15%	51.71%
辽宁	25115	58872	0.17	0.60%	2284.6	9400.9	13429.4	9.10%	37.43%	53.47%
四川	48598.8	58126	0.1	3.80%	5556.6	17571.1	25471.1	11.43%	36.16%	52.41%
江西	25691.5	56871	0.15	3.80%	2241.6	11084.8	12365.1	8.73%	43.15%	48.13%
河南	54997.1	55435	0.33	1.30%	5353.7	22875.3	26768	9.73%	41.59%	48.67%
海南	5532.4	55131	0.16	3.50%	1136	1055.3	3341.2	20.53%	19.07%	60.39%
宁夏	3920.5	54528	0.06	3.90%	338	1609	1973.6	8.62%	41.04%	50.34%
新疆	13797.6	53593	0.01	3.40%	1981.3	4744.5	7071.8	14.36%	34.39%	51.25%
西藏	1902.7	52345	0	7.80%	150.6	798.3	953.8	7.92%	41.96%	50.13%
云南	24521.9	51975	0.06	4.00%	3598.9	8287.5	12635.5	14.68%	33.80%	51.53%
青海	3005.9	50819	0	1.50%	334.3	1143.5	1528.1	11.12%	38.04%	50.84%
吉林	12311.3	50800	0.07	2.40%	1553	4326.2	6432.1	12.61%	35.14%	52.25%
山西	17651.9	50528	0.11	3.60%	946.7	7675.4	9029.8	5.36%	43.48%	51.15%
河北	36206.9	48564	0.19	3.90%	3880.1	13597.2	18729.5	10.72%	37.55%	51.73%
贵州	17826.6	46267	0.1	4.50%	2539.9	6211.6	9075.1	14.25%	34.84%	50.91%
广西	22156.7	44309	0.09	3.70%	3555.8	7108.5	11492.4	16.05%	32.08%	51.87%
黑龙江	13698.5	42635	0.03	1.00%	3438.3	3483.5	6776.7	25.10%	25.43%	49.47%
甘肃	9016.7	35995	0.02	3.90%	1198.1	2852	4966.5	13.29%	31.63%	55.08%

资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

产业结构方面，第三产业占比高达**73%**，主要是**房地产+金融业**占比较高。2020年上海市一二三产业比例为**0.3:26.6:73.1**，第三产业占比（73.1%）显著高于全国的平均水平（54.5%），在31个省级行政区中仅次于北京（83.7%），特别是**房地产、金融、批发零售业**非常发达。根据上海市统计局数据，73.1%的第三产业占比中，金融、批发零售、房地产行业占GDP的比重分别高达**18.5%、12.6%、8.8%**，三大行业合计对GDP贡献达到近**40%**。沪农商行对公贷款主要投放至房地产业、租赁和商务服务业、制造业和批发零售业，与上海产业结构基本相同，个人贷款中住房按揭贷款比例也达到**68%**。

从趋势上看，上海市**第三产业占比不断提升**，其中**金融地产发展较好**。过去十年，上海市**第三产业/第二产业/第一产业复合增速**分别为**11.15%/3.61%/-0.97%**，其中**交通运输、仓储及邮电通信业/批发和零售业/住宿和餐饮业**占比整体呈下降趋势，分别下降**3.3pc/9.2pc/1.4pc**；**金融、保险业/房地产业**则分别上升**5.5pc/1.8pc**。

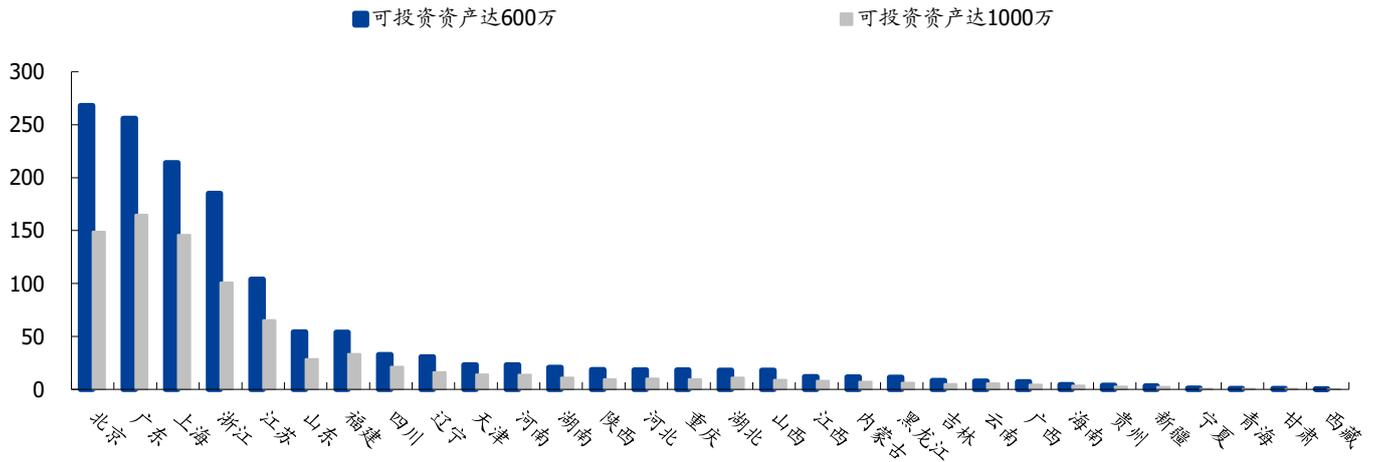
图表 11: 上海市第三产业占比持续提升



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

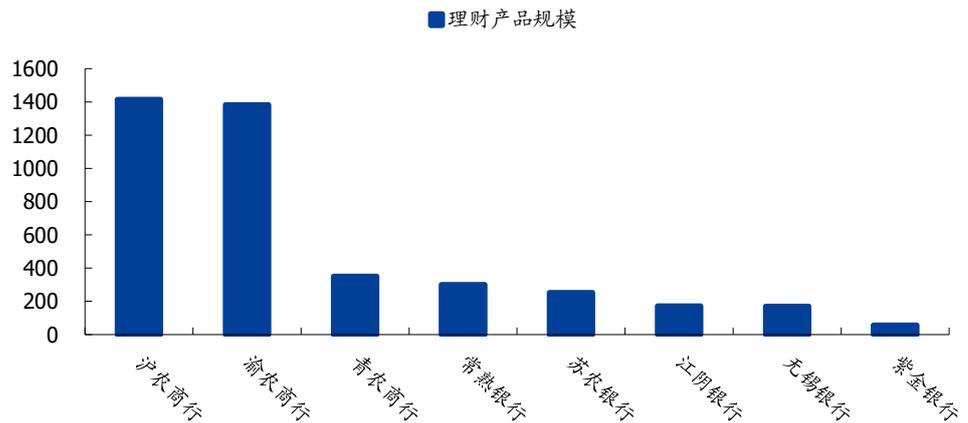
此外，上海居民相对较为富裕，高净值客户数量可观，非常适合财富管理业务的发展。上海第七次人口普查上海常住人口为**2487万人**，是中国人口第二多的城市。2020年上海市人均GDP及人均可支配收入分别为**15.58、7.22万元**，分别居全国省级区划第**2、第1名**，人均存款**15.4万元**，全国第**2**。根据胡润财富数据，2020年上海市可投资资产在**600万以上、1000万以上**的家庭达到**21.4万户、14.6万户**，均列全国第**3**。在此基础上，上海农商行2020年理财产品规模为**1414.98亿元**，在农商行中排名第一。

图表 12: 内地各省级行政区家庭可投资资产达 600 万、1000 万户数 (万户)



资料来源: 胡润财富报告、国盛证券研究所

图表 13: 各农商行理财产品规模 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书、公司公告、国盛证券研究所

注: 张家港行未披露

整体来说, 上海地区银行优势在于当地经济发达, 金融地产、科创企业等资源丰富, 且上海居民人均收入较高, 银行存款来源较为稳定, 是适合银行业务开展的土壤。但上海地区金融服务提供充分, 当地金融机构竞争较为激烈。

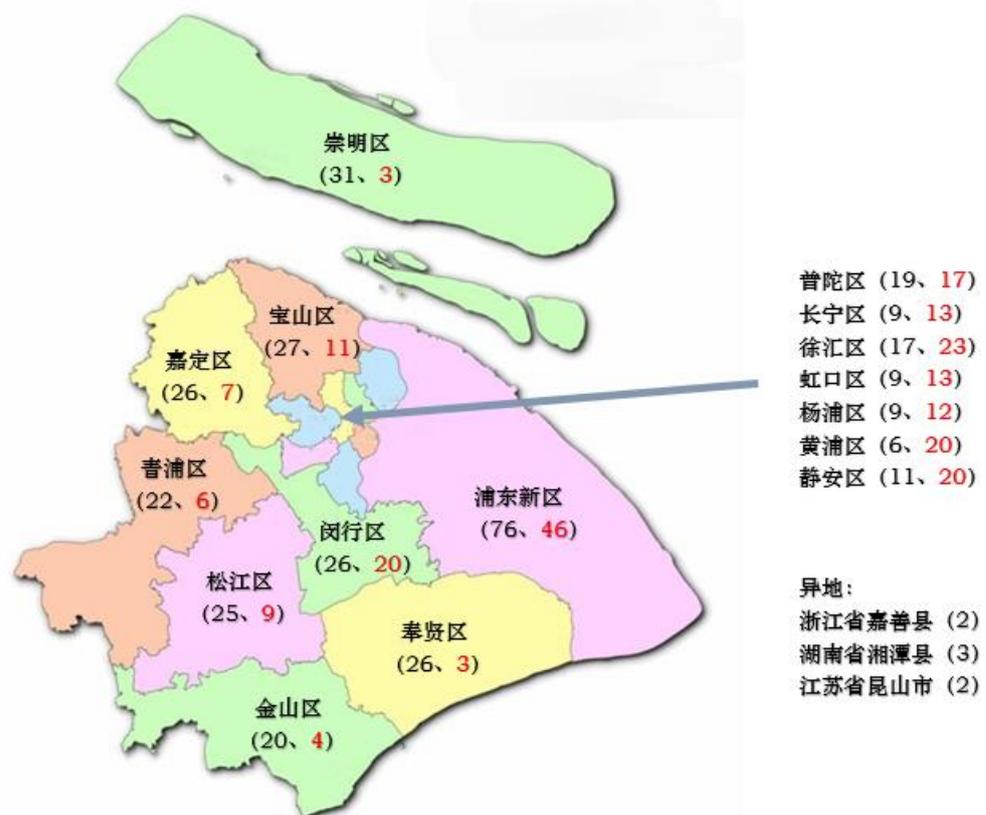
3、公司特色：“深耕上海，服务远郊”，在地产+按揭的基础上，服务“三农”、科创

特色一：沪农商行远郊网点占比较高，有利于避开市中心区激烈的存款竞争。沪农商行在上海本地 359 家网点中，超过 65% 位于外环，且覆盖上海市 108 个乡镇中的 106 个。对比上海银行（72% 网点位于上海中心城区和浦东新区），沪农商行远郊网点比例较高，有利于公司避开中心区域激烈竞争吸收存款。2020 年上海农商行存款成本率为 2.05%，其中个人定期存款成本率为 3.14%，均相对较低。

其客户结构以大众客户为主，但相比其他地区银行，还是能够享受到上海富裕居民聚集的“红利”。

- ✓ 从客户结构上看，其 2020 年零售客户共计 1619 万户，人均 AUM 约 3.26 万元，高于其他大多数上市银行。但 AUM 在 100 万以上的高净值客户共计仅 7.2 万户，AUM 占比约 28.70%，相对较低。
- ✓ 从服务模式上看，2020 年沪农商行 AUM 总规模约 5281.83 亿元，其中个人理财产品、个人存款分别达到了 1258.14 亿元、3587.36 亿元，分别占 AUM 的比例达 23.82%、67.92%，其财富管理业务也基本以理财+存款为主，未来基金、保险、黄金等销售方面有发展的空间。

图表 14: 沪农商行（黑色）、上海银行（红色）营业网点分布



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

特色二：沪农商行房地产+按揭贷款规模较大，受集中度管控的影响未来或需调整结构

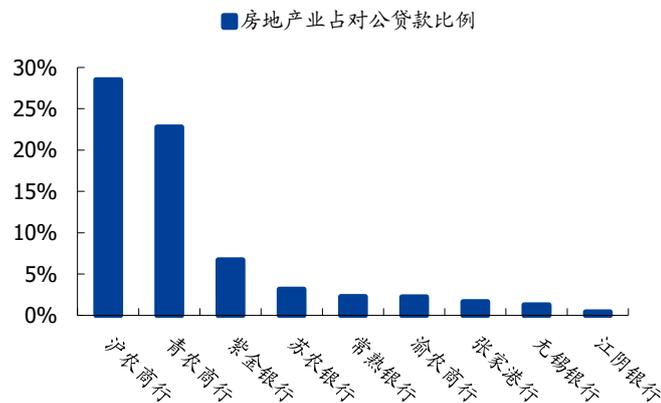
规模方面：上海市房地产业本身较为发达，沪农商行还参与支持了市内各类园区、保障性住房建设，带动了房地产贷款增长，2020年房地产业贷款规模达到1050.97亿元，占对公贷款比例达到28.49%。此外，沪农商行作为上海市公积金贷款主要委托行，在本地按揭业务方面具有优势，2020年住房按揭贷款达到1096.34亿元，占零售贷款比重达到67.78%，两大贷款合计占贷款总额的40.5%，为城商行、农商行中最高水平。

较高占比的房地产业及按揭贷款为上海农商行带来了报表上较优的资产质量：沪农商行2018-2020年房地产业贷款不良率分别为0.97%、0.85%、1.50%，住房按揭贷款不良率为0.22%、0.28%、0.34%，大多数时间段不良率都较低，且低于其整体贷款的不良率（2020年受新冠疫情影响，1家房地产业客户无法按时还款，该客户2020年末贷款总额8.44亿元，导致房地产业不良率快速提升），支撑沪农商行整体资产质量。

房地产集中度管控下，沪农商行未来需要调整结构。根据2021年《房地产集中度管理办法》监管要求，农商行房地产总贷款（包括对公房地产业贷款和个人住房贷款）和个人住房贷款占总人民币贷款比例分别不得高于22.5%/17.5%。沪农商行2020年此两项规模分别为2148.30亿元/1096.34亿元，占比40.46%/20.66%，超出上限17.96pc/3.16pc，需在过渡期4年内调整为符合监管要求。假设沪农商行2021-2024年总贷款增速为2019和2020年增速平均值（13.8%左右），若要达到监管要求，至2024年房地产总贷款需压降146.13亿至2001.21亿。

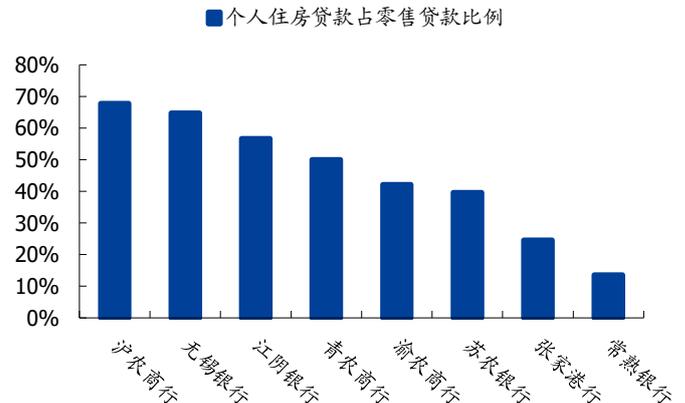
从2020年各类贷款的增速来看，零售端个人经营贷及消费贷增速较快，分别同比增长115.16%和57.76%，未来或将填补按揭贷款增速的下降；对公业务方面，科创及小微企业贷款2020年分别同比增长38.10%和13.28%（均高于对公贷款10%的增速），未来将成为重要的增长点（详细分析见特色三、四）。

图表 15: 2020 年农商行房地产业占比



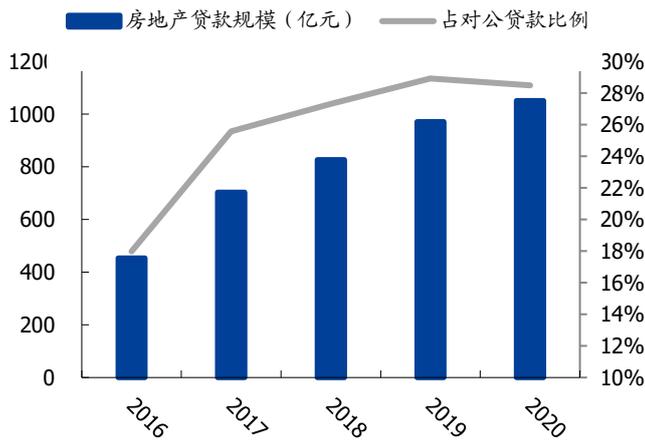
资料来源：公司公告，公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 16: 2020 年农商行个人住房贷款占比



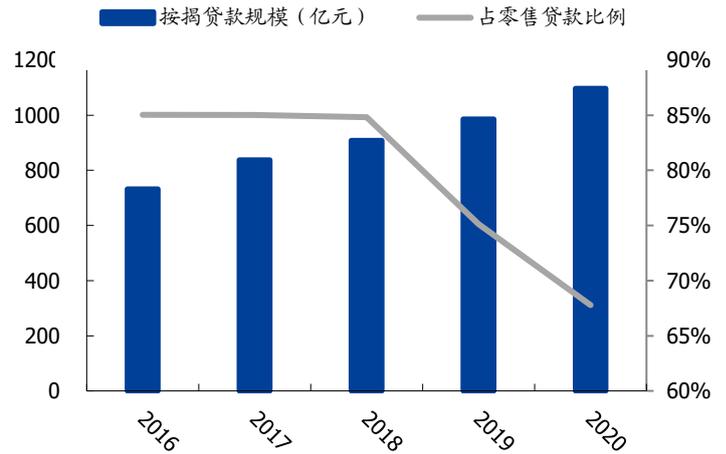
资料来源：公司公告，公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 17: 沪农商行房地产业贷款增长情况



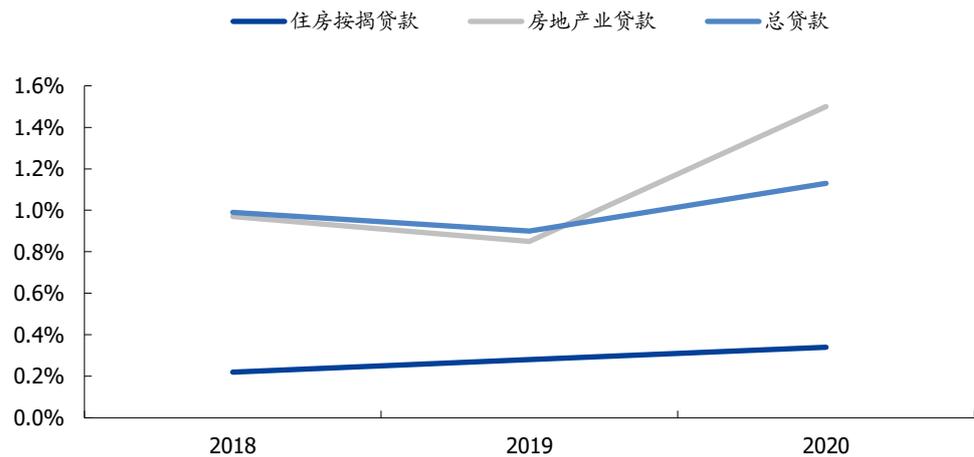
资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 18: 沪农商行住房按揭贷款增长情况



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 19: 沪农商行房地产业贷款、住房按揭贷款和全行总贷款不良率对比



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

特色三: 坚持服务“三农”定位, 上海市内涉农贷款市占率第一。上海市农业由传统农业逐渐向都市农业转型, 当前正在创建国家现代都市农业示范区, 沪农商行也加大了对农业的金融服务力度。2020 年全行涉农贷款 712.39 亿元 (其中涉农企业贷款 482.98 亿元, 涉农个人贷款 229.41 亿元, 分别同比增长 16.85% 和 19.79%), 占总贷款 13.42%。对比同业, 沪农商行的“涉农贷款”占比并不算高 (如同为农商行的张家港行涉农贷款占总贷款的比例接近 60%), 主要是上海市农业占比本身较低 (第一产业占比 0.27%)。就上海本地来说, 其本地的涉农贷款 609.32 亿元, 是上海涉农市场占有率最高的商业银行。

2020 年沪农商行涉农贷款快速增长, 未来业务仍有提升空间。2020 年公司发力拓展涉农业务, 涉农贷款增速 17.78%, 高于全行贷款增速 (13.67%), 且明显高于全银行业涉农贷款增速 (10.7%)。

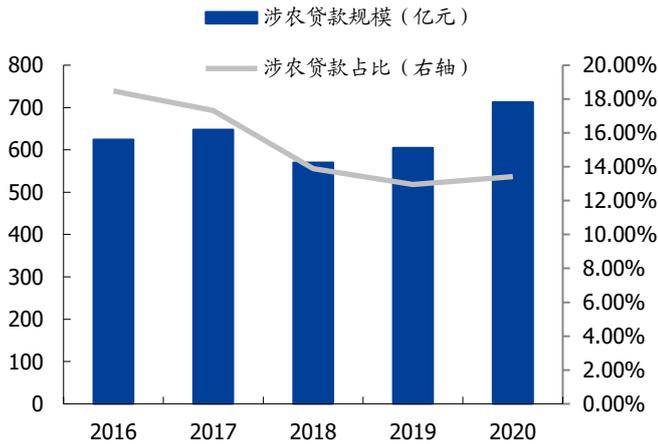
1) 产品方面: 沪农商行为农业企业量身定制了多种产品, 例如匹配企业生产经营周期、可随借随还的“农业循环贷”, 以发票、供货单据为依据、拓宽融资渠道的“农超贷”,

确保农业生产有序开展“农机贷”等。针对个人农户，公司也推出了“家园贷”、三农专属信用卡等一系列接地气、受欢迎的产品。

2) 营销方面：沪农商行依托现代农业园区和生产基地，通过“农业龙头企业+合作社+家庭农场”、“农超对接”和“农社对接”等多种模式批量拓展优质农企。疫情期间公司紧急提供30亿元额度为涉农企业提供融资服务，做到“当天申请，当天响应”。

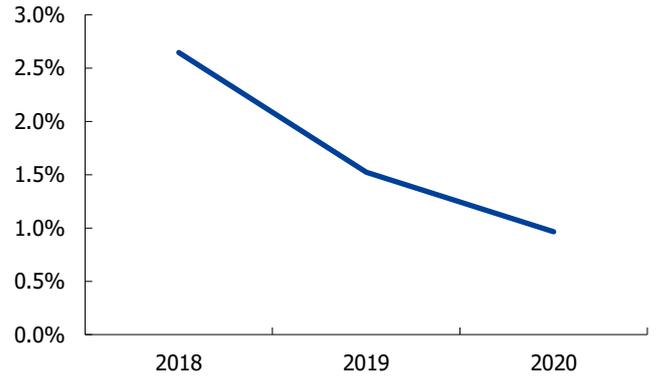
3) 资产质量方面：公司涉农贷款不良率2018年较高，达到2.65%，远高于公司整体不良率1.13%。近两年涉农贷款不良率下降明显，2020年不良率仅0.96%，低于公司整体的0.99%。

图表 20: 沪农商行涉农贷款增长情况



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国盛证券研究所 注：2016-2017数据来自企业年报，2018-2020来自招股说明书，由于上海市区县划分变动的原因为，前后披露口径有变化。

图表 21: 沪农商行涉农贷款不良率稳步下降



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

特色四：扶持科技型企业，助力科创中心建设。当前上海市正加快推进建设科创中心实施进程，沪农商行抓住机遇，构建了完整高效的科技金融服务体系。截止2020年末，沪农商行科技型企业贷款余额353.77亿元，累计服务科技型企业超过4000户，其中有贷款余额1338户。公司2018/2019/2020年科技型企业贷款增速分别为0.96%/21.98%/38.10%，对应占总贷款比例为5.12%/5.49%/6.67%，近两年增速明显提升，未来将成为重要增长点。

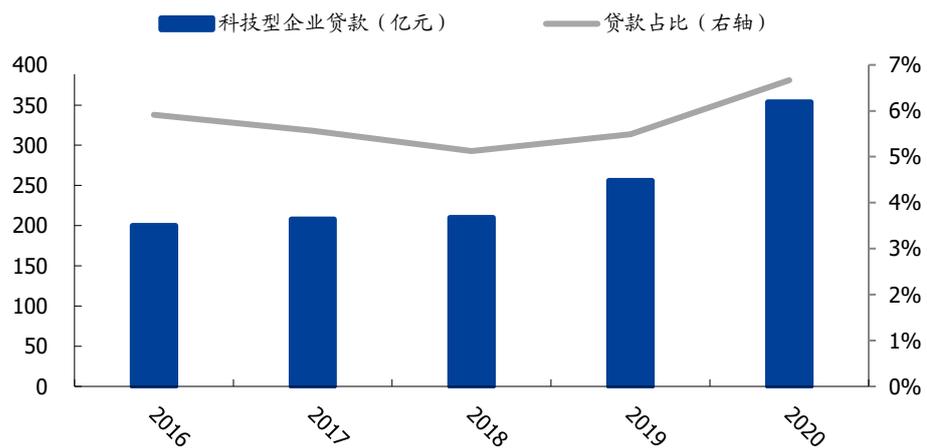
- 1) 产品方面：公司针对科技型企业的轻资产特点，推出“鑫科贷”等系列产品 and “鑫动能”客户培育计划。公司将科创企业按发展进程分为初创期、成长期和扩张期三个阶段，根据企业处于的不同时期适配“启航贷”、“微贷通”等不同产品。
- 2) 营销方面：沪农商行改变传统的“推产品式营销”为更具竞争力的“专业顾问式营销”，组建拥有理工科技术背景的客户经理团队，为客户提供专业的顾问金融服务。2018年公司设立了杨浦双创支行，专注推进科创企业金融业务。2020年公司又设立张江科技支行及临港新片区中心两个科技金融创新实验室，对创新业务进行先行先试。

图表 22: 沪农商行针对科创型企业所处不同时期提供的不同产品和服务

企业成长阶段	产品与服务
<p>初创期: 成立 6 个月以上, 有完整会计报表及核心技术, 但可能尚未盈利的科技企业。</p>	<p>“鑫才贷”对于由国家及省部级高端科技人才创办或担任核心管理人员的科技创新型企业, 为企业提供单户不超过 200 万元信用授信; “启航贷” (创担保) 对于优秀科技型创业企业给予不超过 300 万元的免担保费担保贷款。</p>
<p>成长期: 已经有一定的科研成果 (专利等) 或企业资质 (高新技术、专精特新等) 且进入成果转化、盈利阶段。</p>	<p>“履约贷”和“微贷通”, 为企业提供最高不超过 1,000 万元的担保贷款; “高新技术企业信用贷款”, 授信额度最高不超过 500 万元, 期限最长不超过 3 年; 与上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心合作的针对上海市“专精特新”中小微企业, 提供单户最高不超过 1000 万元的担保贷款。</p>
<p>扩张期: 多数已开始不同程度接触甚至引入外部投资。</p>	<p>发放金额不超过企业上年营业收入的 20%、单户最高不超过 6,000 万元、授信期限最长不超过 3 年的“鑫用贷”。</p>

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 23: 沪农商行科技型企业贷款规模增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4、基本面分析：风险偏好较低，资产质量较优

4.1 房地产+按揭贷款为主，息差低于同业，未来有提升空间

从资产结构来看，2020年沪农商行贷款占比50.21%，低于农商行整体54.88%的平均水平，在所有上市农商行中仅高于渝农商行。同业资产占比11.21%，高于5.79%的农商行平均水平。主要原因为短期拆出资金、买入返售金融资产等短期资金占比较同业更高（合计占比9.19%）。贷款结构方面，沪农商行对公、零售和票据贴现分别占总贷款59.16%、30.48%和10.36%，与平均水平相当。沪农商行投资资产主要为债券投资，占总投资资产85.31%，债券以政府债和金融债为主，占总投资资产67.85%。

图表 24：2020 年沪农商行资产结构同业对比

上市银行	贷款				投资资产	同业资产	存放央行	其他资产
	贷款	对公贷款	零售贷款	票据贴现				
无锡银行	55.38%	70.55%	17.58%	11.87%	35.26%	2.09%	7.10%	0.17%
常熟银行	63.12%	37.27%	57.01%	5.72%	28.20%	1.09%	7.83%	-0.23%
江阴银行	56.20%	66.03%	18.06%	15.92%	35.65%	1.10%	6.94%	0.12%
苏农银行	56.34%	63.18%	23.85%	12.97%	28.69%	6.12%	7.39%	1.46%
张家港行	59.00%	49.19%	40.79%	10.03%	30.83%	2.52%	7.09%	0.56%
紫金银行	55.45%	62.76%	24.60%	12.64%	29.78%	9.04%	5.78%	-0.04%
青农商行	53.55%	70.15%	26.14%	3.71%	33.93%	6.76%	6.01%	-0.24%
渝农商行	44.71%	53.88%	42.64%	3.49%	37.85%	12.21%	5.75%	-0.53%
沪农商行	50.21%	59.16%	30.48%	10.36%	29.95%	11.21%	6.25%	2.38%
农商行平均	54.88%	59.13%	31.24%	9.63%	32.24%	5.79%	6.68%	0.41%

资料来源：Wind 资讯，公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 25：2020 沪农商行投资资产结构同业对比

上市银行	债券投资					基金类	表内非标	应计利息	减值准备	合计
	政府债	金融债	企业债	同业存单	债券合计					
常熟银行	10.68%	3.80%	2.02%	2.99%	19.48%	4.87%	3.62%	0.39%	-0.16%	28.20%
渝农商行	16.09%	5.31%	5.53%	5.41%	32.34%	1.85%	4.02%	0.00%	-0.37%	37.84%
无锡银行	10.31%	9.45%	7.46%	0.00%	27.98%	4.51%	2.56%	0.60%	-0.40%	35.26%
紫金银行	15.63%	0.76%	2.32%	6.82%	26.67%	0.18%	2.97%	0.30%	-0.34%	29.78%
青农商行	14.61%	7.25%	1.06%	0.00%	22.91%	5.08%	5.59%	0.40%	-0.06%	33.93%
苏农银行	10.49%	2.66%	3.47%	6.47%	23.24%	3.56%	1.79%	0.10%	0.00%	28.69%
江阴银行	29.75%	0.06%	0.00%	0.00%	29.81%	5.00%	0.41%	0.52%	-0.08%	35.65%
张家港行	19.83%	0.90%	3.00%	0.07%	24.93%	1.34%	4.47%	0.27%	-0.18%	30.83%
沪农商行	9.43%	10.89%	2.62%	2.61%	25.55%	1.83%	2.61%	0.00%	-0.04%	29.95%
农商行平均	15.20%	4.56%	3.05%	2.71%	25.52%	3.13%	3.12%	0.29%	-0.18%	32.23%

资料来源：公司公告，公司招股说明书，国盛证券研究所

注：无锡银行、紫金银行、苏农银行和张家港行交易性金融投资下属债券投资科目未细分债券种类，仅在上表“债券合计”中统计。

细分来看，对公业务房地产业占比最高。2020年沪农商行对公贷款投放前四大行业为房地产业、租赁和商务服务业、制造业和批发零售业，分别占比28.49%、18.60%、14.96%和6.48%，与上海产业结构基本相同（前文已分析）。

零售业务以房产按揭贷款为主，2020年个人消费、经营贷增长迅速。2020年沪农商行住房按揭贷款占零售贷款67.78%，高于同业均值。与此同时，近年沪农商行积极推进零售转型，推出“网E贷”等多款新产品，并于2019年开设零售在线贷款中心，布局线上业务。2020年个人经营贷和消费贷分别增长115.55%和57.76%，带动零售贷款占总贷款比例提高2.39pc。

图表 26: 沪农商行近三年对公贷款行业分布 (亿元)

行业	2018		2019		2020	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
房地产业	827.25	27.32%	971.18	28.93%	1050.97	28.49%
租赁和商务服务业	515.49	17.02%	589.69	17.57%	686.30	18.60%
制造业	393.93	13.01%	442.34	13.18%	551.83	14.96%
批发和零售业	162.74	5.37%	151.07	4.50%	238.98	6.48%
交通运输、仓储和邮政业	108.73	3.59%	97.18	2.89%	126.07	3.42%
前五合计	2008.14	66.31%	2251.46	67.07%	2654.15	71.95%

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

从负债结构来看, 2020年沪农商行存款占比78.20%, 与平均水平基本一致。对公存款占总存款比例45.36%, 高于平均值3.75pc, 个人存款占比46.98%, 低于平均值4.81pc。活期存款占总存款比例39.27%, 高于平均值2.12pc, 主要由于沪农商行对公活期存款占总存款比例达到32.99%, 高于平均值6.43pc。

图表 27: 2020年沪农商行负债结构

上市银行	存款	存款分项					同业负债	应付债券	其他负债
		对公存款	个人存款	活期存款	定期存款	其他存款			
无锡银行	87.55%	50.47%	41.49%	29.42%	62.53%	8.04%	0.92%	5.73%	5.80%
常熟银行	85.71%	31.82%	60.61%	35.70%	56.73%	7.57%	4.88%	5.30%	4.11%
江阴银行	81.04%	39.47%	48.80%	32.24%	56.03%	11.73%	7.58%	6.70%	4.68%
苏农银行	83.84%	51.72%	39.44%	47.04%	44.11%	8.85%	7.16%	5.06%	3.94%
张家港行	82.86%	40.70%	49.18%	33.21%	56.67%	10.12%	9.93%	3.94%	3.27%
紫金银行	74.25%	52.09%	45.23%	42.74%	54.58%	2.68%	11.99%	12.00%	1.76%
青农商行	66.48%	41.33%	56.92%	40.08%	58.18%	1.74%	10.03%	20.18%	3.31%
渝农商行	69.62%	21.57%	77.46%	34.66%	64.38%	0.97%	6.58%	16.63%	7.16%
沪农商行	78.20%	45.36%	46.98%	39.27%	53.07%	7.66%	8.85%	8.98%	3.98%
农商行平均	78.84%	41.61%	51.79%	37.15%	56.25%	6.60%	7.55%	9.39%	4.22%

资料来源: Wind 资讯, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

从定价的角度看, 考虑较低的风险偏好, 沪农商行贷款利率低于其他上市农商行, 但同时负债成本也有一定优势。

资产端: 2020年沪农商行贷款收益率为4.67%, 低于农商行平均水平(5.42%)。原因在于沪农商行采取相对更加审慎的贷款发放政策, 风险溢价较低, 同时其所处城市上海金融服务提供充分, 竞争环境激烈, 导致公司整体收益率较低。

负债端: 2020年沪农商行存款成本率为2.05%, 略低于农商行平均值(2.07%), 有微弱优势, 主要得益于公司对公活期存款占比较高。

综合看, 资产端低风险偏好下, 沪农商行2020年净利差、净息差分别为1.83%、1.91%, 均仍低于农商行平均水平(2.22%和2.36%)。

图表 28: 沪农商行收益率、成本率、净利差和净息差

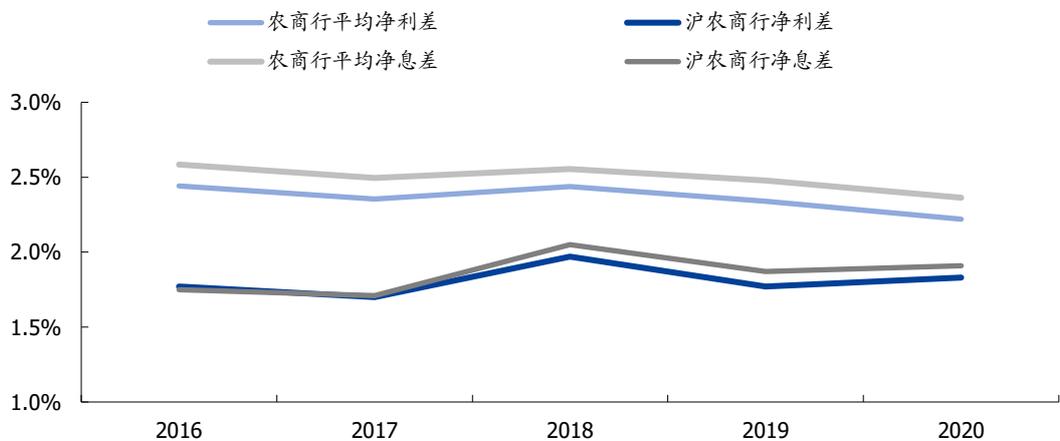
	生息资产收益率	贷款收益率	计息负债成本率	存款成本率	净利差	净息差
无锡银行	4.27%	4.92%	2.35%	2.24%	1.90%	2.07%
常熟银行	5.37%	6.46%	2.36%	2.33%	3.01%	3.18%
江阴银行	4.24%	5.23%	2.30%	2.22%	1.94%	2.19%
苏农银行	4.51%	5.42%	1.94%	1.87%	2.32%	2.50%
张家港行	4.78%	6.06%	2.25%	2.19%	2.53%	2.74%
紫金银行	4.21%	5.13%	2.11%	1.91%	1.77%	1.91%
青农商行	4.73%	5.66%	2.13%	1.85%	2.60%	2.52%
渝农商行	4.25%	5.23%	2.17%	1.97%	2.08%	2.25%
沪农商行	3.96%	4.67%	2.13%	2.05%	1.83%	1.91%
农商行平均	4.48%	5.42%	2.19%	2.07%	2.22%	2.36%

资料来源: Wind 资讯, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

注: 无锡银行、苏农银行、紫金银行未披露全部生息资产和计息负债科目, 图中此三家银行数据资产端只包含贷款, 存放央行和同业、债券投资, 负债端只包含存款、同业拆入、发行债券。

动态来看, 沪农商行净利差、净息差与同业相比一直较低, 但近年差距略有缩小。沪农商行 2016 年净利差和净息差分别为 1.77% 和 1.75%, 分别低于平均值 0.67pc 和 0.83pc。这一差距在近年缩小, 至 2020 年沪农商行净利差和净息差分别为 1.83% 和 1.91%, 分别低于平均值 0.39pc 和 0.45pc。差距缩小的主要原因为期间沪农商行生息资产收益率由 2016 年的 3.83% 提高至 2020 年的 3.96%, 与农商行平均水平差距由 0.77pc 缩小至 0.52pc。未来随着上海农商行贷款结构的调整, 经营贷、消费贷、三农及科创类贷款占比的提升, 有望支撑贷款定价、息差水平抬升。

图表 29: 沪农商行净利差、净息差历史变动



资料来源: Wind 资讯, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

4.2 资产质量: 低风险偏好带来较优的资产质量, 拨备覆盖率超过 400%

与其他上市农商行相比, 沪农商行资产质量总体指标更优。横向对比, 公司 2020 年不良率和关注类占比分别为 0.99% 和 0.76%, 分别低于农商行平均水平 31bp 和 109bp, 在所有农商行中仅高于常熟银行。但沪农商行逾期率达到了 1.34%, 高于农商行平均水平。较高的逾期率未转化为高不良率的主要原因为沪农商行抵押、质押贷款占比较高, 对于逾期 90 天以内且具有较好的抵质押物、保证人有较好担保能力的贷款, 未将其划至不良贷款。

动态来看，过去几年上海银行资产质量整体呈现改善的趋势，2016年不良率和关注类占比分别为1.29%和1.39%，此后整体呈下降趋势。2020年不良率和逾期率相较2019年略有上升，主要是因为受新冠疫情影响。总体来看，公司资产质量整体成向好改善的趋势，不良贷款压力小于同业。

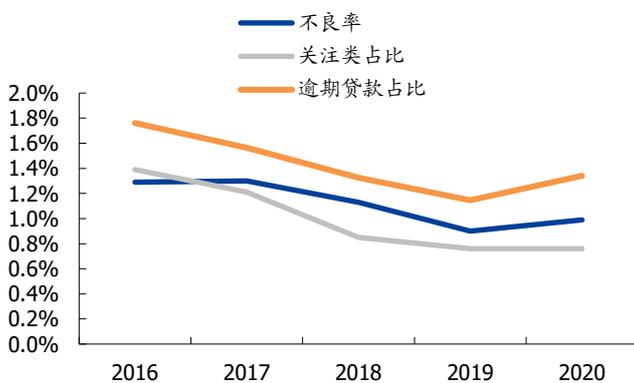
沪农商行拨备覆盖率较高，但不良认定标准低于同业。沪农商行2020年拨备覆盖率为419.17%，高于同业323.51%的平均值，且近年整体呈上升趋势，抵御风险能力相对较强。公司2020年信用成本为0.98%，在农商行中最低。

图表 30: 沪农商行资产质量同业对比

	不良率	关注类占比	逾期贷款占比	不良生成率	拨备覆盖率	不良/逾期	信用成本
无锡银行	1.10%	0.40%	0.90%	0.59%	355.88%	122.81%	1.35%
常熟银行	0.96%	1.17%	-	0.85%	485.33%	-	1.26%
江阴银行	1.79%	1.02%	1.50%	2.71%	224.27%	119.63%	1.60%
苏农银行	1.28%	3.26%	0.57%	1.20%	305.31%	225.74%	1.70%
张家港行	1.17%	1.70%	0.71%	2.06%	307.83%	165.12%	2.25%
紫金银行	1.68%	1.12%	0.96%	1.21%	220.15%	174.79%	1.21%
青农商行	1.44%	4.83%	1.76%	1.83%	278.73%	81.81%	1.59%
渝农商行	1.31%	2.36%	1.10%	0.50%	314.95%	119.02%	3.95%
沪农商行	0.99%	0.76%	1.34%	0.57%	419.17%	73.75%	0.98%
农商行平均	1.30%	1.85%	1.10%	1.28%	323.51%	135.33%	1.76%

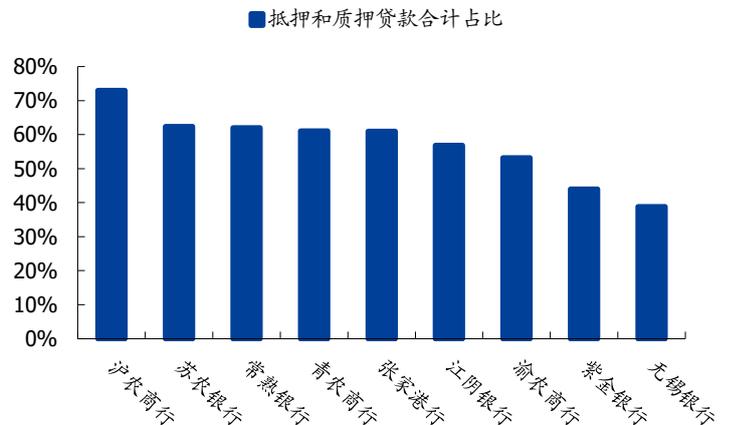
资料来源: Wind 资讯, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 31: 沪农商行资产质量近年走势



资料来源: Wind 资讯, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

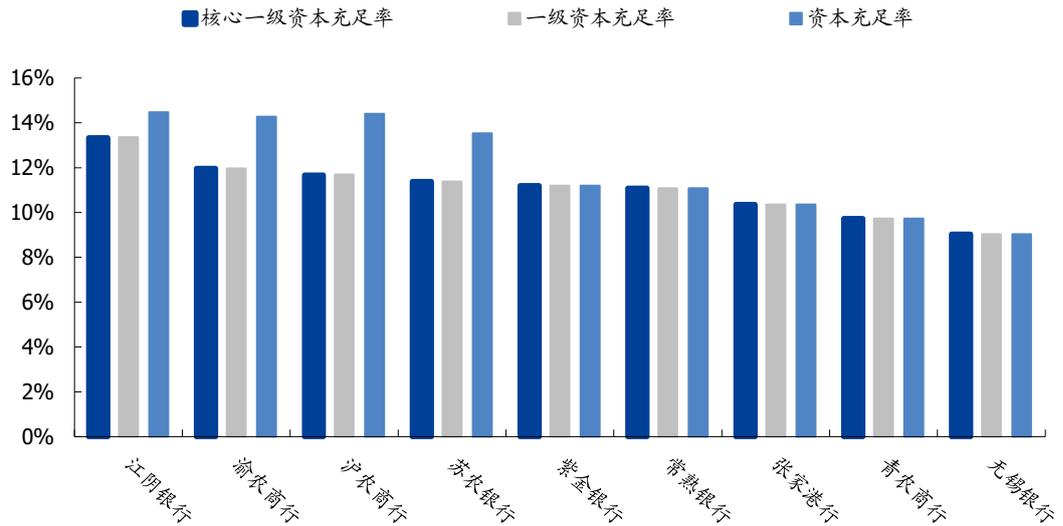
图表 32: 农商行抵押和质押贷款合计占比



资料来源: Wind 资讯, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

沪农商行资本充足率水平较高, IPO 补充核心一级资本进一步打开未来发展空间。沪农商行 2020 年核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 11.67%/11.70%/14.40%, 仅次于江阴银行和渝农商行。本次公开发行募集资金 (85.29 亿元) 补充核心一级资本后, 沪农商行核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率将提高 1.27pc 到 12.94%/12.97%/15.67%。

图表 33: 沪农商行核心一级资本充足率同业对比

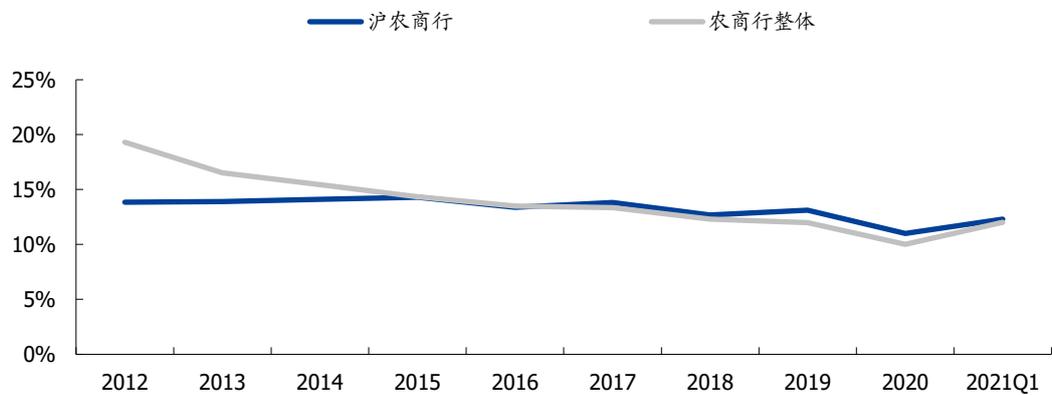


资料来源: Wind 资讯, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

4.3 综合业绩表现: 资本回报率较同业更高

沪农商行 ROE 水平相比农商行较高。2019/2020/2021Q1 沪农商行 ROE 分别 13.13%/11.00%/12.31%，均超过农商行平均水平（11.99%/10.01%/12.02%）。

图表 34: ROE 趋势: 沪农商行领先行业整体



资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

ROE、ROA 拆分分析: 纵向来看, 2020 年之前沪农商行 ROE 整体维持在 12.5% 以上, 但 2020 年 ROE 同比 2019 年下滑 2.13pc 至 11.00%。主要原因为其他非息收入项目的明显缩减, 2020 年公司其他非息收入/平均净资产由 2019 年的 0.39% 下降至 2020 年 0.18%。2020 年其他非息收入 18.37 亿元, 同比减少 16.14 亿元, 细分来看:

- ✓ 2020 年投资收益 13.86 亿元, 同比减少 14.35 亿元。主要原因为: A、2020 年理财产品到期较少, 未到期以公允价值变动损益核算; B、利率下降的大环境下, 受基金分红节奏影响, 2020 年投资收益有所下降, 相应公允价值变动收益增加。
- ✓ 2020 年公允价值变动收益 3.15 亿元, 同比增加 7.38 亿元, 原因如前所述。
- ✓ 2020 年资产处置收益 0.08 亿元, 同比减少 8.04 亿元, 主要原因是 2019 年公司处

- 置了闲置办公大楼。
- ✓ 2021Q1 这一情况有所好转，其他非息收入/平均净资产相较 2020 年增长 0.05pc 至 0.23%，ROE 增长 1.31pc 至 12.31%。

图表 35: 沪农商行拆分析

杜邦分析：沪农商行	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
ROE	13.86%	13.91%	14.10%	14.30%	13.40%	13.83%	12.67%	13.13%	11.00%	12.31%
权益乘数	12.50	12.92	13.18	13.61	14.73	15.45	14.18	13.08	13.39	13.61
ROA	1.11%	1.08%	1.07%	1.05%	0.91%	0.89%	0.89%	1.00%	0.82%	0.90%
营业收入	3.24%	2.86%	3.12%	2.85%	2.42%	2.37%	2.46%	2.41%	2.22%	2.19%
利息收入	5.17%	4.95%	4.96%	4.45%	3.59%	3.64%	3.70%	3.62%	3.73%	3.68%
利息支出	-2.24%	-2.42%	-2.25%	-2.27%	-1.95%	-2.01%	-1.82%	-1.88%	-1.93%	-1.97%
净利息收入	2.93%	2.52%	2.71%	2.18%	1.64%	1.63%	1.88%	1.74%	1.80%	1.71%
手续费及佣金净收入	0.22%	0.20%	0.23%	0.26%	0.36%	0.42%	0.36%	0.28%	0.23%	0.25%
其他非息收入	0.09%	0.13%	0.18%	0.41%	0.42%	0.32%	0.23%	0.39%	0.18%	0.23%
管理费用	-1.27%	-1.11%	-1.19%	-1.01%	-0.90%	-0.80%	-0.79%	-0.73%	-0.64%	-0.60%
所得税	-0.28%	-0.25%	-0.25%	-0.26%	-0.21%	-0.23%	-0.20%	-0.20%	-0.15%	-0.18%
资产减值损失	-0.49%	-0.25%	-0.43%	-0.33%	-0.33%	-0.47%	-0.59%	-0.45%	-0.56%	-0.45%
其他因素	0.00%	-0.04%	0.00%	0.22%	0.36%	0.34%	0.23%	0.36%	0.14%	0.18%

资料来源：Wind 资讯，公司公告，国盛证券研究所

横向对比同业 2021Q1 的数据，从银行综合收益的角度来看，除了利息净收入外，还需同时考虑信用成本、管理成本。整体上虽然沪农商行息差水平偏低，但信用成本、管理成本管控较好，最终 ROE 表现略优于同业：1) 如前所述，沪农商行因为贷款利率低于同业，因此净利息收入/平均净资产比农商行平均值低 0.32pc。2) 但沪农商行管理费用对 ROA 贡献度为-0.60%，领先农商行平均水平 0.10pc，主要是其优质大企业客户资源更具优势，且银行具有较好的成本管控能力。2020 年沪农商行成本收入比为 28.86%，低于农商行平均水平 (31.16%) 2.30pc。3) 沪农商行在资产质量较优质的情况下，资产减值损失贡献度为-0.45%，领先农商行平均水平 0.17pc。

图表 36: ROE 拆分析：沪农商行 VS 农商行整体

杜邦分析：沪农商行-农商行	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
ROE	-5.45pc	-2.63pc	-1.35pc	-0.04pc	-0.11pc	+0.48pc	+0.36pc	+1.14pc	+0.99pc	+0.30pc
权益乘数	-1.84	-0.39	-0.39	-0.33	+0.41	+0.98	+0.31	+0.24	+0.72	+0.70
ROA	-0.24pc	-0.17pc	-0.07pc	+0.02pc	-0.03pc	-0.03pc	+0.01pc	+0.07pc	+0.03pc	-0.03pc
营业收入	-0.41pc	-0.42pc	-0.25pc	-0.27pc	-0.33pc	-0.26pc	-0.23pc	-0.25pc	-0.29pc	-0.27pc
利息收入	-0.79pc	-0.54pc	-0.55pc	-0.56pc	-0.61pc	-0.64pc	-0.51pc	-0.60pc	-0.35pc	-0.35pc
利息支出	+0.28pc	-0.02pc	+0.16pc	-0.01pc	-0.07pc	+0.05pc	+0.21pc	+0.17pc	+0.03pc	+0.03pc
净利息收入	-0.51pc	-0.56pc	-0.38pc	-0.57pc	-0.68pc	-0.59pc	-0.30pc	-0.43pc	-0.31pc	-0.32pc
手续费及佣金净收入	+0.08pc	+0.06pc	+0.07pc	+0.07pc	+0.11pc	+0.16pc	+0.14pc	+0.09pc	+0.05pc	+0.06pc
其他非息收入	+0.02pc	+0.07pc	+0.07pc	+0.23pc	+0.24pc	+0.17pc	-0.08pc	+0.09pc	-0.03pc	-0.01pc
管理费用	+0.04pc	+0.10pc	+0.03pc	+0.05pc	+0.08pc	+0.10pc	+0.08pc	+0.08pc	+0.11pc	+0.10pc
所得税	+0.10pc	+0.09pc	+0.07pc	+0.01pc	+0.04pc	+0.02pc	+0.00pc	-0.03pc	-0.04pc	-0.02pc
资产减值损失	-0.05pc	+0.06pc	+0.08pc	+0.22pc	+0.18pc	+0.07pc	+0.14pc	+0.26pc	+0.26pc	+0.17pc
其他因素	+0.10pc	+0.08pc	+0.06pc	+0.23pc	+0.25pc	+0.21pc	-0.05pc	+0.10pc	-0.04pc	-0.02pc

资料来源：Wind 资讯，公司公告，国盛证券研究所

业绩增速：收入和利润增速整体弱于平均水平。2021Q1 年沪农商行营收、归母净利润同比增速分别为 1.01%、0.03%，农商行同比增速均值为-1.06%、5.89%。过去 2019、2020 年沪农商行的营收增速分别为 5.89%、3.61%，均低于农商行整体。主要原因为：

1) 2019 年利息净收入增速低于行业。沪农商行利息净收入 2019/2020 同比增速为-0.08%/16.39%，农商行整体增速为 8.10%/7.33%。2019 年增速低于行业原因为：A、全行总贷款增速为 13.90%，落后于行业整体的 16.92%；B、2019 年息差下降至 1.87%，与行业平均水平差距增加 0.10pc 至 0.61pc。主要原因为 2019 年票据贴现收益率下滑

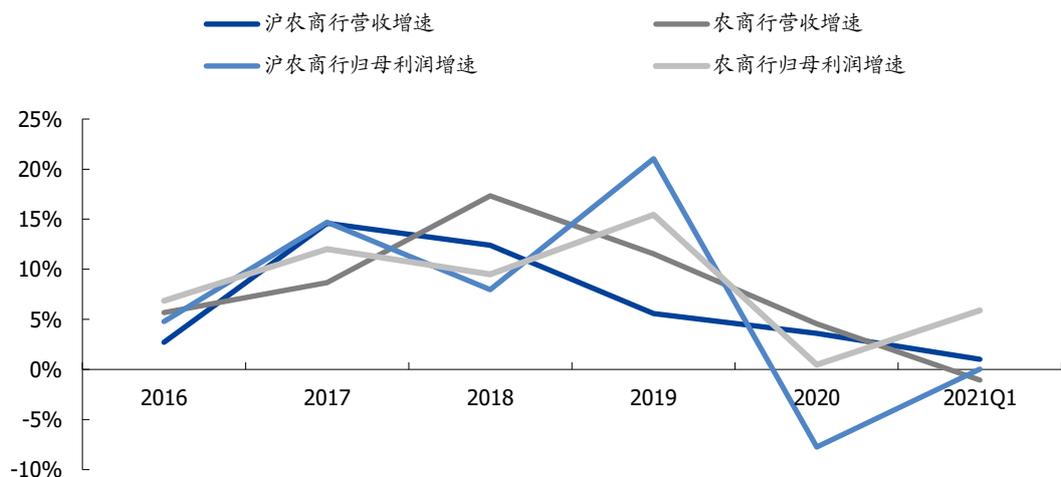
1.72pc 至 3.13pc，而沪农商行票据体现占总贷款比例较高（16.48%），拖累 2019 年生息资产收益率下滑 0.14pc 至 3.90%。

2) 2020 年非息收入增速下滑。沪农商行手续费及佣金收入 2019/2020 年同比减少 4.33/0.70 亿元，分别下滑 13.85%/2.61%，相比之下农商行整体同比增长 22.94%/10.50%。沪农商行手续费及佣金收入下滑的主要原因为：A、公司对信用卡用户给予让利优惠，2019/2020 年借记卡、信用卡用户均有所增长的情况下公司银行卡收入同比减少 1.82/0.56 亿元；B、公司加强了对小微企业的支持，推出减免政策，2019/2020 年电子银行业务同比减少 2.89/0.21 亿元。

3) 加大拨备计提拖累利润增速。2018/2019/2020 年公司归母利润同比增速为 7.96%/21.04%/-7.74%，农商行整体增速为 9.51%/15.45%/0.47%。2020 年沪农商行归母净利润下滑的主要原因在于公司审慎评估资产信用减值风险，加大拨备计提力度，提高未来风险抵御能力（2020 年信用减值损失同比增长 42.62%）。

展望未来，考虑到 2020 年的业绩低基数、资产质量的相对稳定，预计 2021 年利润增速能够回升。在此基础上，沪农商行的业绩增长需关注重点按揭与房地产增速放缓后，资产端业务调节情况，以及新增贷款的资产质量能否保持在当前的较优水平。

图表 37: 沪农商行营收和归母利润增速与行业对比



资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

1) 宏观经济下滑压力加大，资产质量恶化。

若经济下滑压力加大，可能会导致企业盈利能力大幅下降，资产质量恶化，或将严重拖累银行业绩。

2) 金融监管力度超预期，可能对银行各项业务的开展带来调整压力，影响沪农商行正常业务的开展，对最终业绩造成不利影响。

3) 存贷款竞争压力加大，银行息差收窄。上海地区竞争较为激烈，银行业竞争的加剧，可能会对沪农商行的业务扩展、经营业绩和发展前景产生影响，例如：降低本行在主要业务领域的市场份额、降低净息差及净利差、制约本行手续费及佣金收入增长、增加非利息支出、加剧对客户资源和金融人才的争夺等。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

分析师声明

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

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com