

深耕上海郊区，持续聚焦零售和小微主航道

——沪农商行首次覆盖报告

核心观点

- **公司概况：深耕上海郊区，渠道和品牌优势突出。**沪农商行于 2005 年成立，是我国首家在农信基础上改制成立的农商行。与其他上海本土银行相比，公司渠道布局更集中在郊区（截至 21 年末，公司外环以外网点占其总网点的 65%以上）。依靠差异化的网点布局和多年的深耕细作，公司已在上海郊区市场建立了稳固的优势，截至 21 年末，沪农商行在松江、青浦、奉贤等多地的对公贷款市占率排名第 1。
- **把握渠道和客群优势，加快零售业务转型。**公司较早将推进零售业务发展列为核心战略之一，近几年在资产摆布方面高度倾斜零售，深耕重点目标客群，持续发力财富管理和个人信贷两大业务。截至 21 年末，公司零售贷款占比达到 32.4%，较 2015 年提升 16 个百分点，零售 AUM 达到 6198 亿，AUM/总资产比例位居同业领先水平。21 年报中，公司提到“举全行之力优先发展零售业务”，战略重视程度远超以往。展望未来，立足区域和客群优势，公司在零售板块的发力值得关注。
- **立足精细化经营，小微和科创金融实现较快发展。**公司充分发挥渠道下沉优势，对公倾斜小微，围绕经营区域内不同类别中小企业客户的需求，打造有梯度的产品体系和服务模式。值得注意的是，公司针对科技金融领域重点布局，逐渐形成品牌优势。截至 21 年末，其科技型企业贷款规模达到 526 亿元，同比增长 48.6%。政策规划引导下，上海创新资源逐步向郊区扩散，公司在科技金融领域的优势有望持续凸显。
- **财务分析：盈利能力领先，资产质量稳健。**公司 21 年 ROE 为 11.39%，上市农商行中仅次于常熟和无锡，分拆来看，中收、成本和拨备是主要支撑，净利息收入拖累较多。展望未来，随着零售转型的加速以及在高收益的零售非按揭贷款的持续发力，公司的盈利能力仍有提升空间。资产质量方面，公司经营稳健，核心指标持续位于同业较优水平。截至 21 年末，不良/关注率分别为 0.95%/0.47%。需要关注的是，公司涉房类贷款占比较高（开发贷/按揭占比分别为 17.8%/18.1%，21A），但考虑到上海房地产市场流动性较好、政策风险较低，预计未来相关信用风险可控。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 22-24 年 EPS 为 1.23/1.43/1.65 元，BVPS 为 10.10/11.10/12.25 元。我们采用相对估值法对沪农商行进行估值，可比公司 22 年一致预期 PB 调整后平均值为 0.71 倍，按照此 PB 得到公司对应目标价为 7.19 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 经济下行超预期；区域发展不及预期；局部疫情反复；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,163	24,170	26,356	28,815	31,470
同比增长(%)	4.1%	9.1%	9.0%	9.3%	9.2%
营业利润(百万元)	21,186	21,179	21,465	22,427	23,410
同比增长(%)	14.0%	-0.0%	1.4%	4.5%	4.4%
归属母公司净利润(百万元)	8,161	9,698	11,831	13,763	15,895
同比增长(%)	-7.7%	18.8%	22.0%	16.3%	15.5%
每股收益(元)	0.94	1.01	1.23	1.43	1.65
总资产收益率(%)	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
平均净资产收益率(%)	11.0%	11.3%	12.4%	13.5%	14.1%
市盈率	6.52	6.10	5.00	4.30	3.72
市净率	0.69	0.63	0.61	0.55	0.50
P/PPPOP	3.81	3.55	3.26	2.98	2.73

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（首次）

股价（2022年08月12日）	6.13元
目标价格	7.19元
52周最高价/最低价	11.79/5.48元
总股本/流通A股（万股）	964,444/96,444
A股市值（百万元）	59,120
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2022年08月16日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.15	-2.92	1.22	
相对表现	0.28	0.29	-2.88	
沪深300	-0.13	-3.21	4.1	-23.92



证券分析师

唐子佩	021-63325888*6083 tangzipei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514060001 香港证监会牌照：BPU409
武凯祥	wukaixiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522040001

目录

1. 公司概况：深耕上海郊区，渠道和品牌优势突出	5
1.1 历史沿革：在农信基础上改制成立的大型农商行	5
1.2 股权结构分散，国资背景深厚	6
1.3 立足上海郊区，拥有渠道和品牌优势	6
1.4 上海郊区经济动能良好，为公司经营发展带来肥沃土壤	8
2. 把握渠道和客群优势，加快零售业务转型	11
2.1 零售客群快速拓展，零售贡献度持续提升	11
2.2 重点发力财富管理和个人信贷两大业务	13
3. 立足精细化经营，小微和科创金融实现较快发展	15
3.1 发挥本土优势，资源倾斜特色小微	15
3.2 以科创金融为突破口，引领对公高质量发展	17
4. 财务分析：盈利能力领先，资产质量稳健	20
4.1 盈利能力：ROE 处于农商行中较高位置	20
4.2 量：规模快速扩张，存款优势显著	21
4.3 价：资产端有较大的提升空间，负债端成本率有优势	22
4.4 中收表现好于同业，财富管理业务是主要贡献	24
4.5 质：资产质量稳健，拨备覆盖持续夯实	24
4.6 资本：资本补充压力较轻	27
5. 盈利预测与投资建议	28
5.1 盈利预测	28
5.2 投资建议	30
6. 风险提示	31

图表目录

图 1: 沪农商行历史沿革与主要融资历程	5
图 2: 沪农商行资产规模达到 1.18 万亿 (22Q1)	5
图 3: 上市农商行存贷款规模对比 (22Q1)	5
图 4: 沪农商行股权结构-22Q1	6
图 5: 沪农商行贷款按地区划分 (亿元, 2021)	6
图 6: 沪农商行在上海市拥有丰富的营业网点 (2021)	6
图 7: 沪农商行网点分布更集中在上海外环以外 (2021)	7
图 8: 沪农商行存贷款郊区贡献度	7
图 9: 沪农商行在上海的贷款市占率稳步提升	7
图 10: 沪农商行在上海的个人存款市占率有所下降	7
图 11: 上海市 GDP 总量位列国内所有城市第一位 (2021)	8
图 12: 上海第三产业增加值占比超过 7 成 (2021)	8
图 13: 上海市贷款增速高于全国整体水平 (2021)	8
图 14: 上海市存款增速高于全国整体水平 (2021)	8
图 15: 上海市人均可支配收入领先 (2021)	9
图 16: 上海人均消费水平领先 (2021)	9
图 17: 五大新城是上海市未来的重点发展区域	9
图 18: 上海市郊区 GDP 占上海市比重稳步提升	10
图 19: 沪农商行零售业务发展战略	11
图 20: 沪农商行零售客户数保持高增长	11
图 21: 沪农商行借记卡累计发卡量实现较快增长	11
图 22: 沪农商行零售贷款占比持续提升	12
图 23: 沪农商行零售存款保持两位数增长	12
图 24: 沪农商行零售营收占比稳步提升	12
图 25: 沪农商行零售利润总额占比稳步提升	12
图 26: 沪农商行理财产品管理规模保持较快增长	13
图 27: 沪农商行理财产品管理规模处于同业领先 (2021)	13
图 28: 沪农商行零售 AUM 保持较快增长	13
图 29: 沪农商行零售 AUM/总资产处于同业领先水平 (2021)	13
图 30: 零售非按揭贷款贡献零售贷款的主要增量	14
图 31: 沪农商行小微贷款规模实现稳步扩张	16
图 32: 沪农商行中小微贷款占对公比重稳步提升	16
图 33: 沪农商行微型企业不良率 2020 年疫情影响下略有抬升	16
图 34: 上海战略性新兴产业发展迅速	17

图 35: 上海先进制造业和科技创新园区主要集中在郊区	17
图 36: 沪农商行科技型企业贷款规模保持高速增长	19
图 37: 沪农商行科技型企业贷款客户数实现较快增长	19
图 38: 沪农商行 ROE 水平长期处于农商行中较高位置	20
图 39: 沪农商行 ROA 水平长期处于农商行中较高位置	20
图 40: 沪农商行贷款保持较快扩张，零售贷款是主要驱动	21
图 41: 沪农商行高基数下存款增速在同业中保持不弱	21
图 42: 沪农商行净息差水平处于农商行中等偏下	22
图 43: 沪农商行生息资产收益率是净息差的主要拖累因素（2021）	22
图 44: 沪农商行计息负债成本率较同业有优势（2021）	22
图 45: 沪农商行贷款收益率处于同业最低水平（2021）	23
图 46: 沪农商行贷款占比持续提升，资产端收益率降幅企稳	23
图 47: 沪农商行生息资产结构中贷款占比处于同业中下游水平（22Q1）	23
图 48: 沪农商行活期存款占比农商行中仅次于苏农（2021）	23
图 49: 沪农商行负债端存款占比在 80%以上（2021）	23
图 50: 沪农商行中收占营收比重处于同业最高水平（22Q1）	24
图 51: 沪农商行中收增速处于行业较快水平（22Q1）	24
图 52: 沪农商行手续费收入的主要来源为代理业务	24
图 53: 沪农商行 2015 年以来资产质量表现优中夯实	25
图 54: 沪农商行不良+关注类贷款占比处于同业中较低水平（2021）	25
图 55: 沪农商行 2021 年逾期率为 1.08%	25
图 56: 沪农商行不良生成率始终处于低位	25
图 57: 沪农商行房地产贷款占比较高	26
图 58: 沪农商行 2021 房地产贷款不良率有所改善	26
图 59: 沪农商行拨备覆盖率超过 400%（22Q1）	26
图 60: 沪农商行拨备覆盖水平走势	26
图 61: 截至 22Q1，沪农商行核心一级资本充足率为 13.16%，较 7.5%监管底线有充足空间	27
图 62: 上市农商行 PB-ROE 情况	30
表 1: 沪农商行有丰富的小微产品体系（2021，不完全统计）	15
表 2: 沪农商行重点布局科技金融，打造专业化、综合化产品和服务体系	18
表 3: 上市农商行 ROE 分拆（2021）	20
表 4: 业务分类及资产质量核心假设	29
表 5: 收入分类预测表（单位：百万）	29
表 6: 公司盈利预测结果与目标价	30
表 7: 可比公司估值表	31

1. 公司概况：深耕上海郊区，渠道和品牌优势突出

沪农商行于 2005 年成立，是我国首家在农信基础上改制成立的农商行。与其他上海本土银行相比，公司渠道布局更集中在郊区（上海外环以外网点占其总网点的 65%以上）。依靠差异化的网点布局和多年的深耕细作，目前，公司已在上海郊区市场建立了稳固的优势，截至 21 年末，沪农商行在松江、青浦、奉贤等多地对公贷款市占率排名第 1。

1.1 历史沿革：在农信基础上改制成立的大型农商行

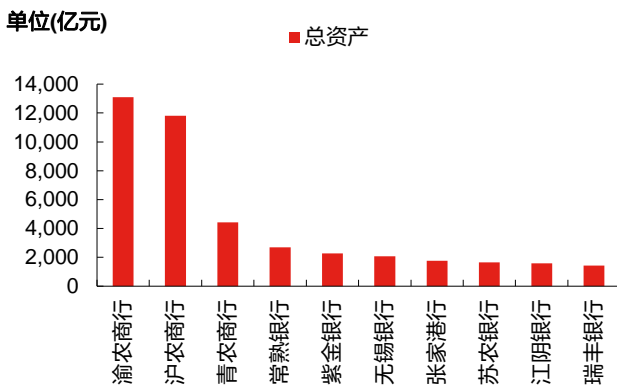
沪农商行于 2005 年 8 月成立，由 234 家上海市农村信用合作社法人机构改制而来。公司自成立以来，历经多次增资扩股，2021 年 8 月公司成功在上海证券交易所主板上市。截至 22Q1，沪农商行总资产规模达到 1.18 万亿，国内上市农商行中排名第二，仅次于渝农商行；存贷款规模分别为 8679 亿/6273 亿，居国内上市农商行首位。

图 1：沪农商行历史沿革与主要融资历程



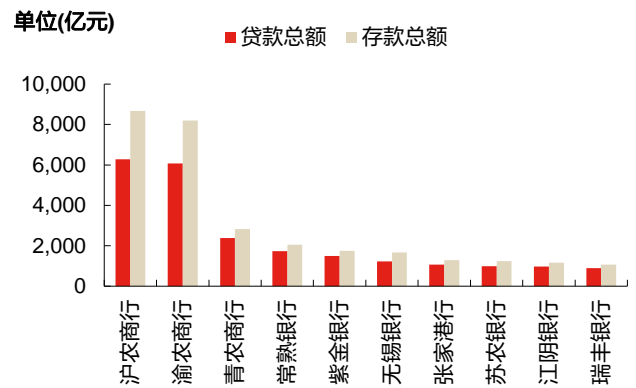
数据来源：公司招股书，公司公告，东方证券研究所

图 2：沪农商行资产规模达到 1.18 万亿（22Q1）



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 3：上市农商行存贷款规模对比（22Q1）

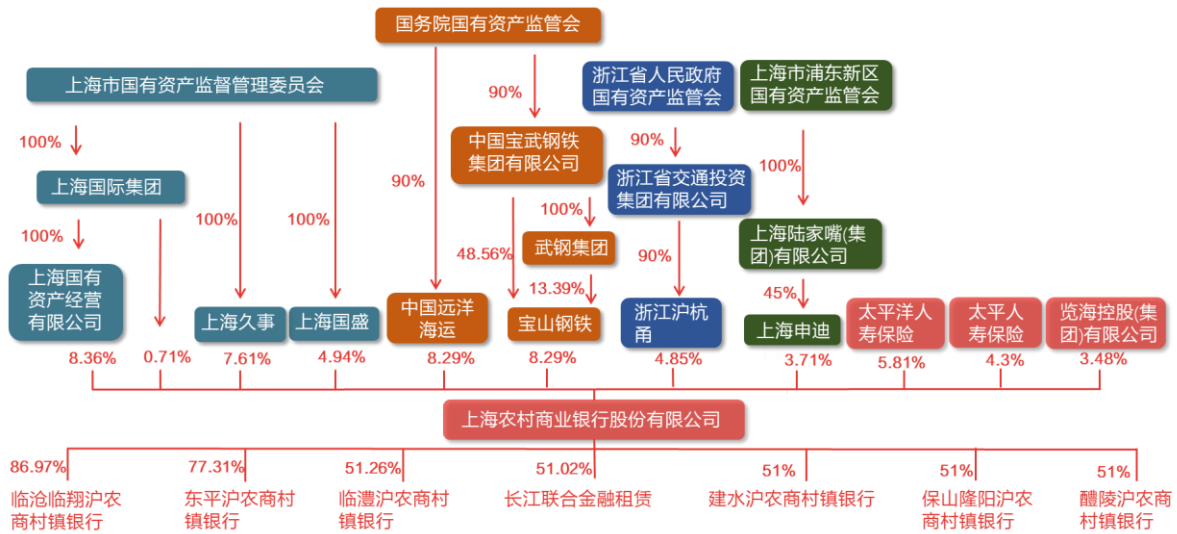


数据来源：iFind，东方证券研究所

1.2 股权结构分散，国资背景深厚

截至 22Q1，公司股权结构相对分散，无控股股东或实际控制人，前十大股东合计持股占比为 59.64%，其中国有法人持股占比为 46.05%，险资持股占比为 10.11%。股东背景层面，公司前十大股东中的国有法人多为国资委或上海市国资委旗下公司，深厚的国资背景使得公司能够更好地融入当地，为公司在上海区域的业务开展提供了优质的项目和客户资源。

图 4：沪农商行股权结构-22Q1

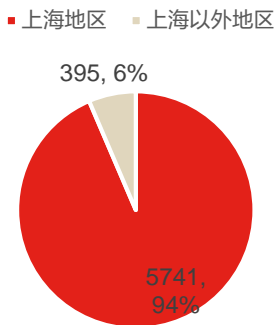


数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 立足上海郊区，拥有渠道和品牌优势

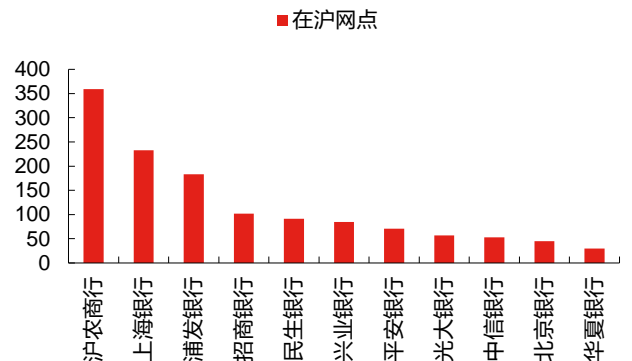
扎根上海，拥有领先的营销网络。公司前身是上海农信事业，扎根于上海逾 70 年，因此业务根基在上海，渠道网络集中在上海地区。截至 2021 年末，公司在上海市拥有 359 家营业网点，占公司总网点的 98.1%，是上海地区营业网点最多的银行之一。从贷款的区域分布来看，公司贷款的贡献也主要来自上海地区，截至 2021 年末，上海地区的贷款占比为 94%。

图 5：沪农商行贷款按地区划分（亿元，2021）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

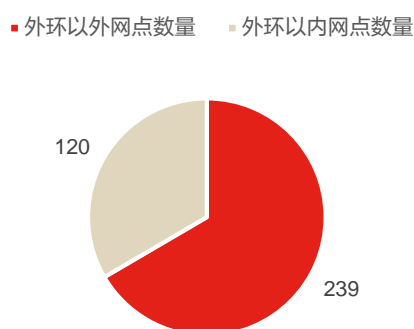
图 6：沪农商行在上海市拥有丰富的营业网点（2021）



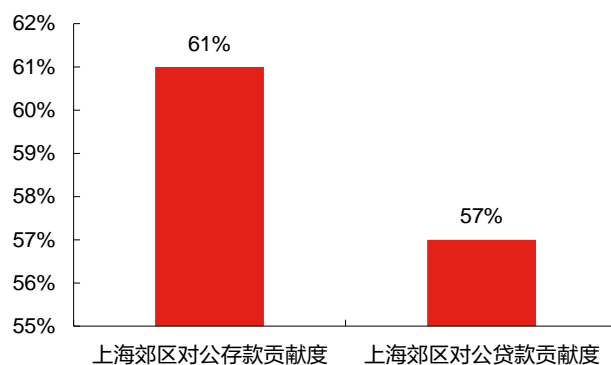
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

网点更下沉，资源向上海郊区市场倾斜。与浦发银行、上海银行等其他本土银行相比，沪农商行的网点布局更下沉，尤其在上海市郊地区，网点覆盖率更高。截至 2021 年末，公司共有 239 家营业网点位于外环以外，占比达到 65%，在上海市 108 个乡镇中，沪农商行布设网点的乡镇达到 106 个，覆盖率达到 98.1%。除了网点的布局，公司存贷款资源也向上海郊区倾斜，截至 2021 年末，公司郊区对公存款余额占比达到 61%，郊区对公贷款余额占比达到 57%。

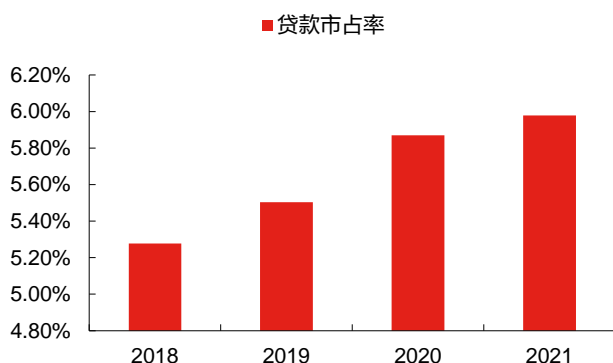
图 7：沪农商行网点分布更集中在上海外环以外（2021）


数据来源：iFind，公司公告，东方证券研究所

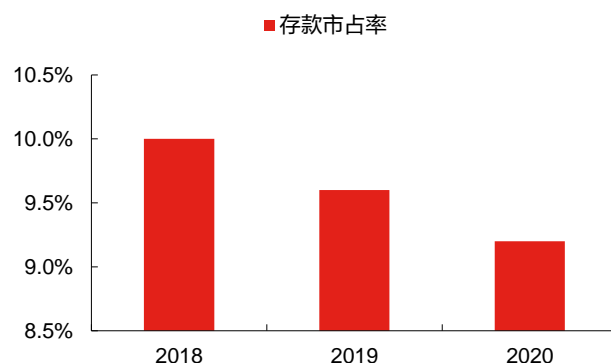
图 8：沪农商行存贷款郊区贡献度


数据来源：iFind，公司公告，东方证券研究所

依托差异化的网点布局和多年深耕细作建立起的客群优势，公司的贷款余额增速明显高于上海市整体贷款增速，贷款的市占率稳步提升。根据我们测算，截至 2021 年末，公司在上海市的贷款市占率为 5.98%，较 2018 年提升 0.7 个百分点。存款市占率受到市场激烈竞争营销，有所波动，但排名整体仍然保持领先，截至 2020 年末，公司上海个人存款市占率为 9.2%，在上海地区同业排名持续保持第四。

图 9：沪农商行在上海的贷款市占率稳步提升


数据来源：公司公告，东方证券研究所

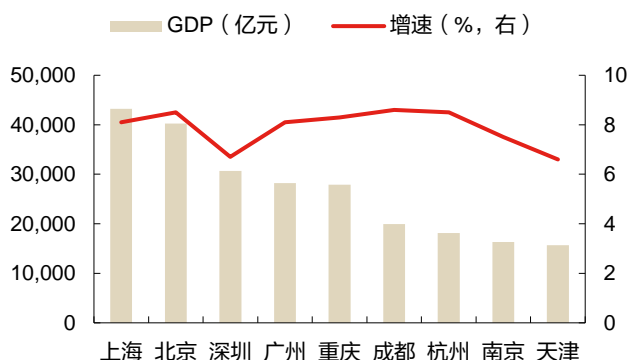
图 10：沪农商行在上海的个人存款市占率有所下降


数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.4 上海郊区经济动能良好，为公司经营发展带来肥沃土壤

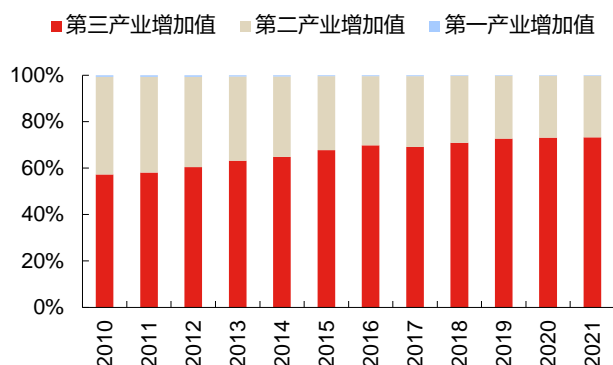
上海经济发达，金融资源丰富。公司主要经营的上海是我国最重要和最发达的经济与金融中心之一，拥有雄厚的经济基础和蓬勃的市场活力。2021年上海市GDP为4.3万亿，占我国总GDP的3.78%，位列国内所有城市第一位。从产业结构来看，上海经济第二产业和第三产业占比较高，反映地区制造业和服务业务发展较好。良好的区域经济环境下，上海的金融业发展较好，2021年上海市存贷款增速分别为12.8%/13.5%，均处于全国重要城市前列，明显高于同期全国整体水平。

图 11: 上海市 GDP 总量位列国内所有城市第一位 (2021)



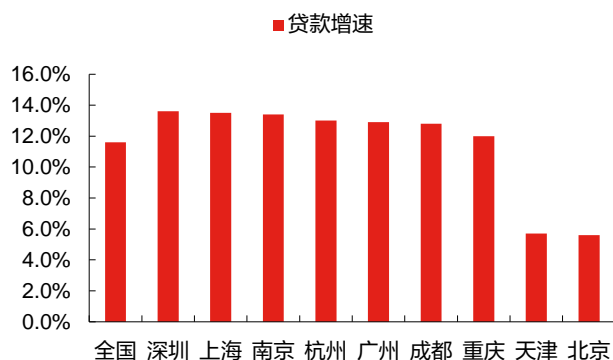
数据来源: iFind, 东方证券研究所

图 12: 上海第三产业增加值占比超过 7 成 (2021)



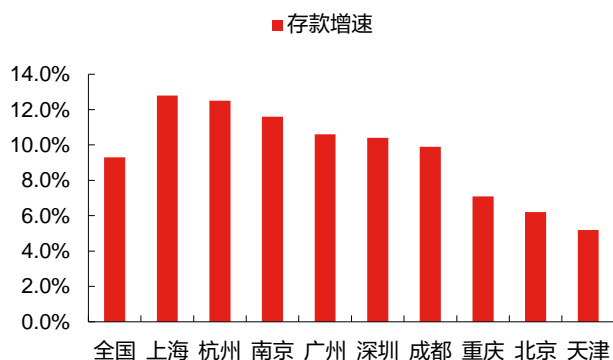
数据来源: iFind, 东方证券研究所

图 13: 上海市贷款增速高于全国整体水平 (2021)



数据来源: iFind, 东方证券研究所

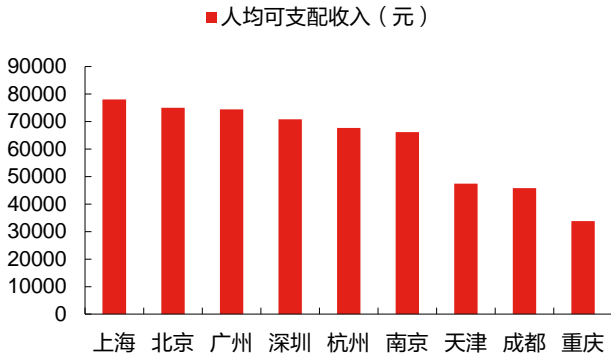
图 14: 上海市存款增速高于全国整体水平 (2021)



数据来源: iFind, 东方证券研究所

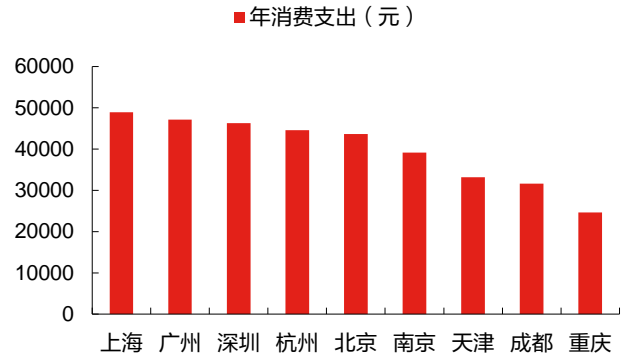
本地客群潜力巨大，为零售转型提供更多想象空间。良好的区域环境下，上海居民的可支配收入、人均消费水平在全国重要城市中处于领先，2021年上海人均可支配收入为7.8万元，高于北京的7.5万元，人均年消费支出为4.9万元，位列国内所有城市第一位。居民财富稳定高增，金融需求旺盛，为沪农商行零售业务的开展提供了良好的发展机遇。

图 15: 上海市人均可支配收入领先 (2021)



数据来源: iFind, 东方证券研究所

图 16: 上海人均消费水平领先 (2021)



数据来源: iFind, 东方证券研究所

五大新城是上海十四五期间的布局重点，为公司提供发展机遇。需要关注的是，公司重点布局的上海郊区市场拥有更加广阔的发展空间，根据 2017 年上海市政府发布的《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，未来将位于重要区域廊道上、发展基础较好的嘉定、青浦、松江、奉贤、南汇等 5 个新城，培育成在长三角城市群中具有辐射带动作用的综合性节点城市。2021 年 1 月，“五个新城”被首次写入上海的政府工作报告中，明确将以五个新城建设为发力点，优化市域空间格局，引导部分产业、人口从市区向郊区集聚，可以预见未来上海郊区的发展空间广阔。考虑到公司在上海郊区的重点布局，以及所拥有的渠道和品牌优势，未来有望持续受益。

图 17: 五大新城是上海市未来的重点发展区域

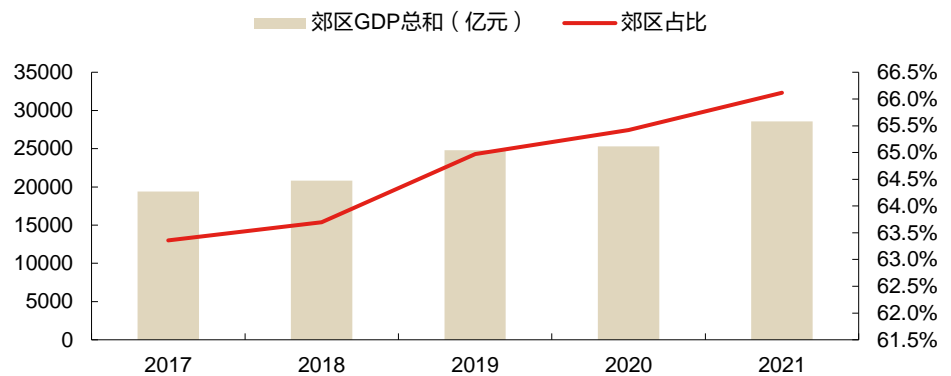


数据来源: 《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，上海市人民政府官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

郊区经济增长动能强劲，经济占比稳步提升。动态来看，政策的支持下，上海郊区的经济发展动能保持强劲，经济总量在全市的占比稳步提升，根据我们测算，2021年，包括宝山、崇明、嘉定、奉贤、金山、闵行、浦东新区、青浦、松江在内的9个区GDP占比达到66%，较2017年提升3个百分点。展望未来，政策的引导下，郊区将更多承接产业、人口的转移，有望为公司的发展带来增量的金融服务需求，公司有望充分享受上海郊区快速发展带来的红利。

图 18: 上海市郊区 GDP 占上海市比重稳步提升



注：上海市郊区统计口径为宝山、崇明、嘉定、奉贤、金山、闵行、浦东新区、青浦、松江
数据来源：iFind，公开资料整理，东方证券研究所

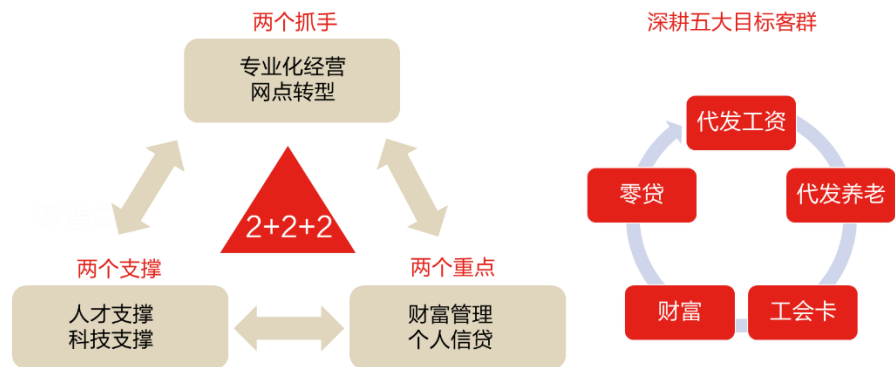
2. 把握渠道和客群优势，加快零售业务转型

公司较早将推进零售业务发展列为核心战略之一，近几年在资产摆布方面高度倾斜零售，深耕重点目标客群，持续发力财富管理和个人信贷两大业务。截至21年末，公司零售贷款占比达到32.4%（vs16.4%，2015），零售AUM达到6198亿，AUM/总资产比例位居同业领先水平。21年报中，公司提到“举全行之力优先发展零售业务”，战略重视程度远超以往。展望未来，立足区域和客群优势，公司在零售板块的发力值得关注。

2.1 零售客群快速拓展，零售贡献度持续提升

沪农商行紧贴上海市居民金融服务需求旺盛的经济特征，近年来持续推进零售转型，零售业务布局主要以“3个2”核心战略为基础，主要包括以“专业化经营”和“网点转型”为抓手，发力“财富管理”和“个人信贷”两大重点业务，发挥“人才”和“科技”两个支撑能力。动态来看，公司零售业务各项指标均已明显提升。

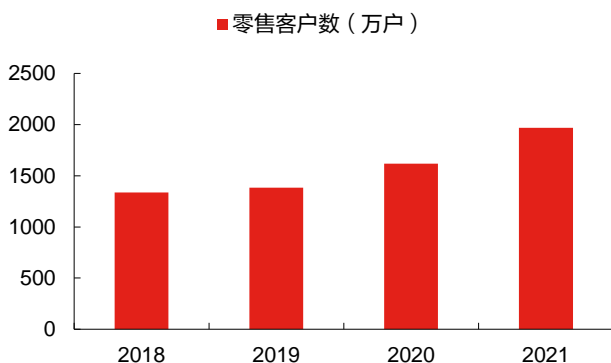
图 19：沪农商行零售业务发展战略



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

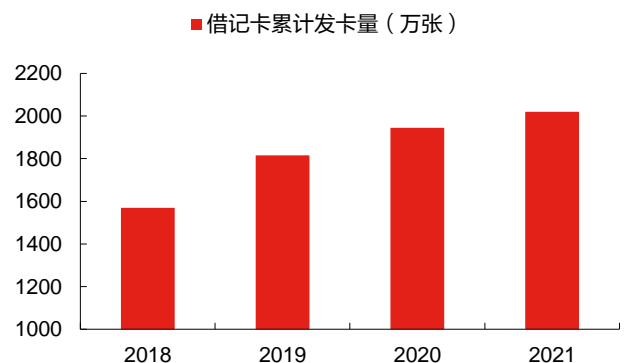
聚焦五大目标客群，不断做大零售客户规模。公司在推动零售业务转型的过程中，坚持做大客群的理念，加快对上海本地居民金融服务的渗透，聚焦“零贷、财富、代发工资、代发养老、工会卡”五大核心目标客群，横向做大客户规模，纵向挖掘客户价值。截至2021年末，公司零售客户数已达到1967万户，同比增长21.48%，高基数下依然保持较快增长，为零售转型奠定基础。

图 20：沪农商行零售客户数保持高增长



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

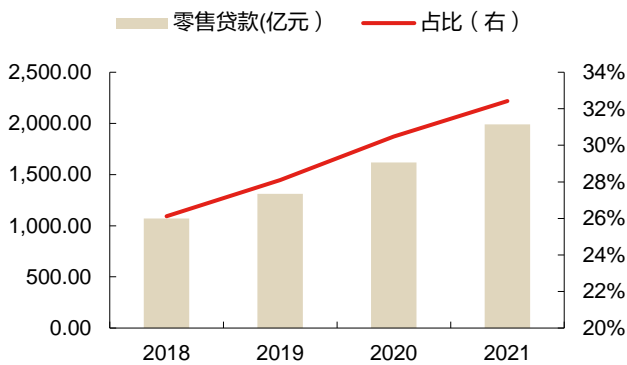
图 21：沪农商行借记卡累计发卡量实现较快增长



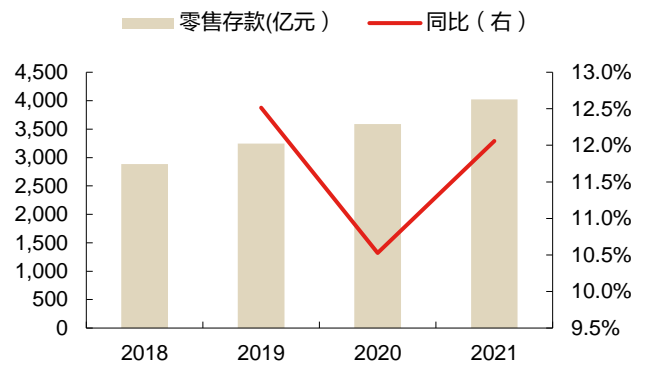
数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

零售贷款贡献度稳步提升，推动公司资产结构持续优化。受益于近几年公司零售转型的推进，公司信贷结构持续优化，零售贷款占比稳步提升，截至 2021 年末，公司零售贷款占总贷款比重为 32.4%，较 2015 年提升了 16 个百分点，零售转型成果显著。与此同时，公司零售存款亦有良好表现，连续三年保持两位数增长。截至 2021 年末，公司零售存款规模达到 4020 亿，占公司存款总额的 47%。

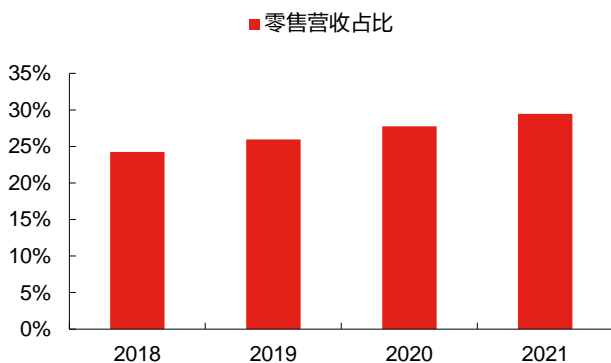
图 22：沪农商行零售贷款占比持续提升


数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

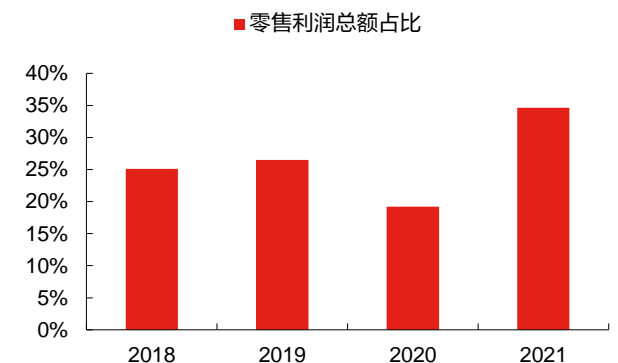
图 23：沪农商行零售存款保持两位数增长


数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

零售转型提速，营收和利润贡献度持续提升。目前，从营收和利润占比来看，公司主要的利润来源仍是对公业务，但动态来看，零售的贡献度在稳步提升。收入端，公司零售营收占比为 29%，较 2018 年提升 5 个百分点，利润端，公司零售营业利润占比为 34.6%，较 2018 年提升 9.6 个百分点。

图 24：沪农商行零售营收占比稳步提升


数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

图 25：沪农商行零售利润总额占比稳步提升


数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

零售转型的潜力值得期待。我们认为上海农商行未来零售业务的提升空间广阔，零售板块的发展值得期待，一方面，上海地区作为整个长三角经济区的发展核心，经济发达、居民金融需求旺盛；另一方面，公司长期深耕本地市场，国资背景深厚，在社保、公积金、医疗、住房等多个领域与

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

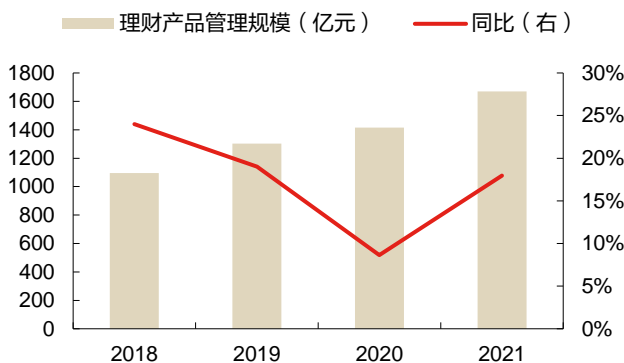
地方政府和企业都有紧密的合作关系，拥有稳定的客户基础。2021 年年报中，公司提到“举全行之力优先发展零售业务”，战略重视程度远超以往。展望未来，立足区域和客群优势，随着疫情影响的减弱，公司整体零售业务的增长表现将更为强劲。

2.2 重点发力财富管理和个人信贷两大业务

从零售业务的发展重心来看，公司零售转型的主要发力点在财富管理和个人信贷两大业务，近几年，两类业务均实现高速发展。展望未来，依托区位和客群优势，我们认为两类业务的高成长有望延续。

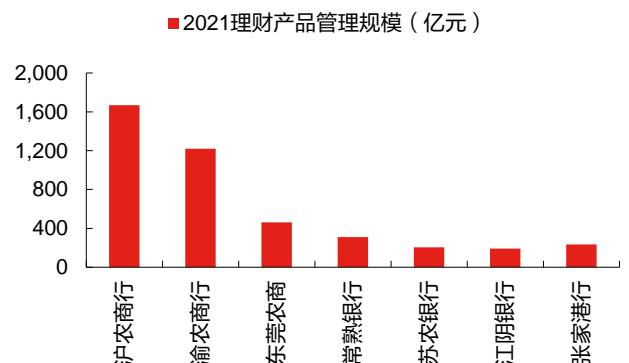
1) 财富管理方面，公司以理财业务为主要抓手。作为国内农信体系中首批推出理财产品的银行之一，公司持续聚焦客户多元化资产配置需求，不断创新、丰富理财产品体系，截至 2021 年末，公司理财产品规模达到 1669 亿元，同比增长 17.96%，理财规模位居国内农村金融机构首位。此外，公司代理类业务亦有良好发展，截至 22Q2，公司股票及混合型基金销售保有规模达到 106 亿元，国内基金销售机构中排名第 60 名，较 21Q1 提升 25 名。受益于客群的拓展和财富管理建设的推进，公司零售 AUM 实现较快增长，截至 2021 年末，公司零售 AUM 达到 6198 亿元，同比增长 17.4%，AUM/总资产比例已处于同业领先水平，其中非存款类 AUM 增长更为显著，2021 年末，规模达到 2339 亿元，同比增长 28.2%。

图 26：沪农商行理财产品管理规模保持较快增长



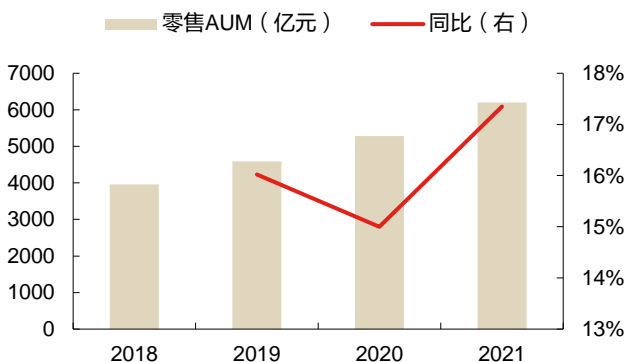
数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

图 27：沪农商行理财产品管理规模处于同业领先（2021）



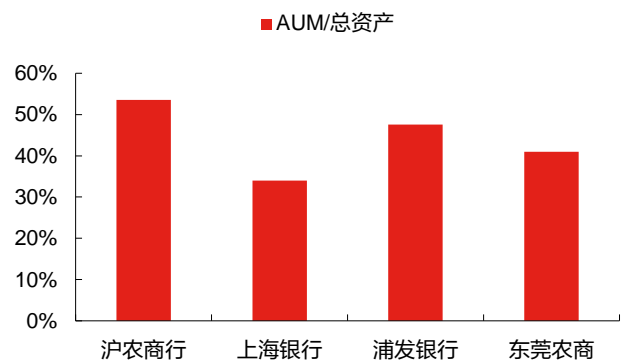
数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

图 28：沪农商行零售 AUM 保持较快增长



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

图 29：沪农商行零售 AUM/总资产处于同业领先水平（2021）

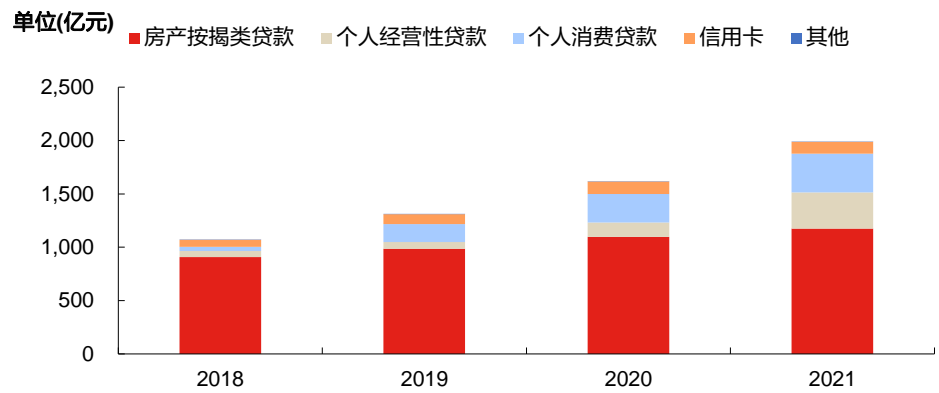


数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2) 个人信贷业务方面，重点发力非按揭类贷款。零售信贷是公司零售转型的另一业务重点，从零售贷款结构来看，按揭类贷款仍是公司零售资产投放的主体，但动态来看，包括信用卡、消费贷款在内的消费类贷款承担了2018年以来公司零售贷款的主要增量贡献。公司近几年持续加大对个人消费信贷和个人经营贷款的投放力度，扩大高价值客群覆盖面，截至2021年末，公司零售非按揭贷款规模达到813.7亿元（包含信用卡），同比增长56.1%，占零售贷款比重为40.9%，较2018年提升25.7个百分点。

图 30：零售非按揭贷款贡献零售贷款的主要增量



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

3. 立足精细化经营，小微和科创金融实现较快发展

公司充分发挥渠道下沉优势，对公倾斜小微，围绕经营区域内不同类别中小企业客户的需求，打造有梯度的产品体系和服务模式。值得注意的是，公司针对科技金融领域重点布局，逐渐形成品牌优势。截至 21 年末，其科技型企业贷款规模达到 526 亿元，同比增长 48.6%。近年来，政策规划引导下，上海创新资源逐步向郊区扩散，公司在科技金融领域的优势有望持续凸显。

3.1 发挥本土优势，资源倾斜特色小微

对公倾斜小微。上海市经济发达为当地中小企业提供了良好的发展环境，沪农商行作为一家扎根上海地区的农商行，始终坚持以“服务三农、服务小微、服务科创”作为立行之本，对公资源高度倾斜小微。截至 2020 年末，公司共设有 35 家小微企业专营网点，配以专营团队专业对接小微企业，辅以“一窗通”服务搭建及各区专业园区的共商共建，为小微企业提供综合金融服务。

与此同时，公司注重提升小微金融的精细化服务能力，在产品和服务端不断创新。通过对中小微企业进行细分，公司陆续推出针对中小微企业客户特点与需求的产品，如“鑫惠贷”、“积数贷”、“循环贷”、“银税贷”及中小微基金担保项下的担保贷款，并通过大数据分析为存量结算类企业探索“预授信”业务模式。目前，公司已经形成了丰富的小微产品体系，能够满足不同类型的企业的差异化需求。

表 1：沪农商行有丰富的小微产品体系（2021，不完全统计）

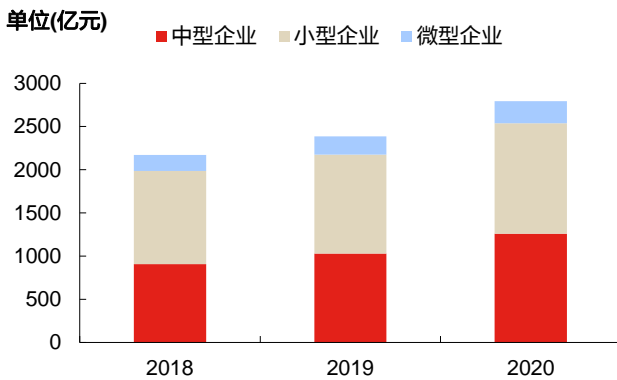
	产品名称	产品介绍	适用对象	业务范围/特点	
小 企 业 鑫 融 计 划	鑫通融	申请人以其在上海市所拥有的各类房产作为抵押担保	依法设立，具备法人经营资格、具有固定的经营场所、具有还本付息能力并能提供符合本办法规定的房产抵押物的各类企（事）业法人及其他经济组织	操作手续简便；融资金品种多样；还款方式灵活	
	鑫速融	以拥有的各类房产作为抵押担保基础，同时增加专业担保机构或第三方的保证担保			
	鑫易融	以企业在沪农商行日均存款规模为参考依据发放的短期流动资金贷款	依法设立、有固定经营场所、有还本付息能力并能提供符合本办法规定的保证担保措施的企业法人	解决担保难题；额度挂钩存款；贷款迅速便捷	
	鑫联融	若干中小企业自愿组成一个联合担保体向公司联合申请贷款	满足核准注册登记的企业的法人，并在市场内有固定营业场所，主营业务突出	自愿申请、多户联保；按需融资、按约还款；互相监督、责任连带	
	鑫透易	根据协议，沪农商行在核定的授信额度内，提供用于弥补支付结算业务资金缺口的垫款	经本市工商行政管理机构（或主管机关）核准注册登记的企（事）业法人和其他经济组织	手续简便、使用灵活；透支结算、保障信用；一次申请，循环使用	
小 微 企 业 融 资	鑫通保	若公司是在与沪农商行签约的现货商品交易市场内入驻的企业，并且获得市场公司的推荐，可申请办理	借款人须符合基本要求；原则上经营时间在 6 个月及以上，在本市有固定经营场所	依托市场，信用保障；方便快捷，灵活多样	
	小微企业流动资金类授信	该业务主要为授信额度 500 万元以下的小微企业提供流动资金贷款融资服务			具有担保方式灵活、操作手续简便、还款方式多样等特点
	鑫快贷	凭借企业所拥有的商品住宅作为抵押担保，为小微企业提供融资服务			持续经营年限超过一年；企业现金流正常；法定代表人信用记录良好；可提供企业或实际控制人或其直系亲属名下的商品住宅作抵押
	无忧贷	专项用于上海市中小微企业，并由上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心提供担保的授信产品	对于单户授信 300 万元以下的批量担保企业，仅要求企业实际控制人或主要自然人股东及其配偶提供个人保证担保	费用省；条件少	

数据来源：公司官网，公司招股书，公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

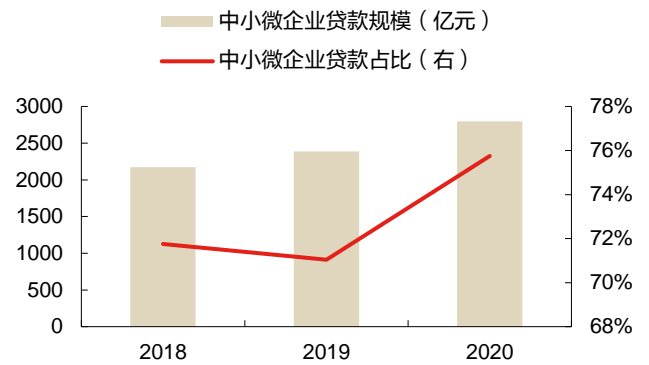
充分发挥渠道下沉优势，小微贷款规模实现稳步扩张。与大行、股份行以及其他上海本土银行相比，沪农商行在上海营业网点众多且深度下沉，客户经理队伍庞大，具有较强的人脉优势，有利于公司深入开发区域市场，做熟、做透中小微业务。凭借渠道优势，公司经过多年经营，逐步培养出较多主业突出、效益良好的中小微客户基础，小微业务实现快速增长，已经成为上海地区国标小微企业贷款客户和贷款规模最大的商业银行之一。截至2020年末，沪农商行中小微企业贷款规模已经达到 2794.54 亿，同比增长 17.2%，中小微企业贷款规模占对公贷款总额的比重超过 70%。

图 31：沪农商行小微贷款规模实现稳步扩张



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

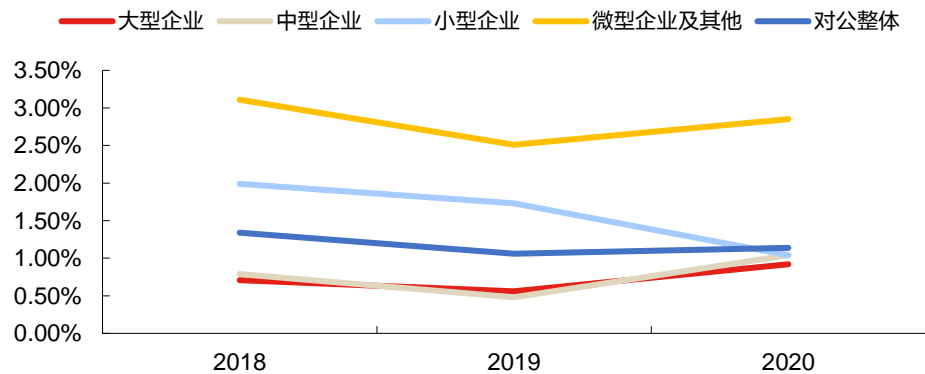
图 32：沪农商行中小微企业贷款占对公比重稳步提升



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

坚持稳健的风险管理原则，小微业务风险可控。依托深度下沉的营销网络，公司在小微业务的开展方面具有信息对称优势，能够全面、及时掌握当地中小微企业的真实经营状况和资金需求。因此，在小微业务规模快速增长的同时，公司小微资产质量保持相对稳定。20 年以来，疫情的扰动下，公司微型企业贷款的不良率有所抬升，但占比更高的中型企业和小型企业贷款的资产质量仍保持相对稳定，不良率仍处于 1%左右的较低水平。22 年初以来上海疫情的反复，对当地的小微企业经营带来负面影响，可能对公司 Q2 资产质量带来扰动，但考虑到公司长期以来稳健的资产质量表现和在渠道端的深度下沉，随着疫情影响的逐步消退，公司的资产质量表现有望继续保持平稳。

图 33：沪农商行微型企业不良率 2020 年疫情影响下略有抬升



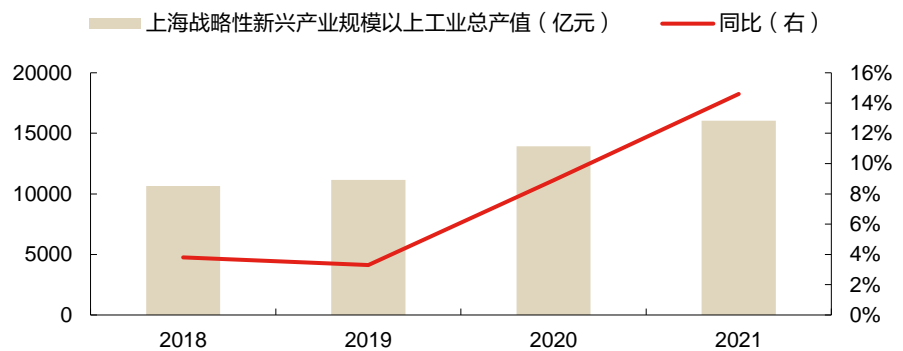
数据来源：iFind，公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3.2 以科创金融为突破口，引领对公高质量发展

上海战略新兴产业发展迅速，为公司发展提供战略机遇。近年来，上海市加快战略新兴产业产业发展，培育新发展动能。政策引导下，包括新能源产业、高端制造产业、信息技术产业等在内的上海战略性新兴产业发展迅速，截至2021年末，上海市战略性新兴产业规模以上工业总产值已突破1.6万亿，同比增长14.6%，增速较2020年进一步有所提升。

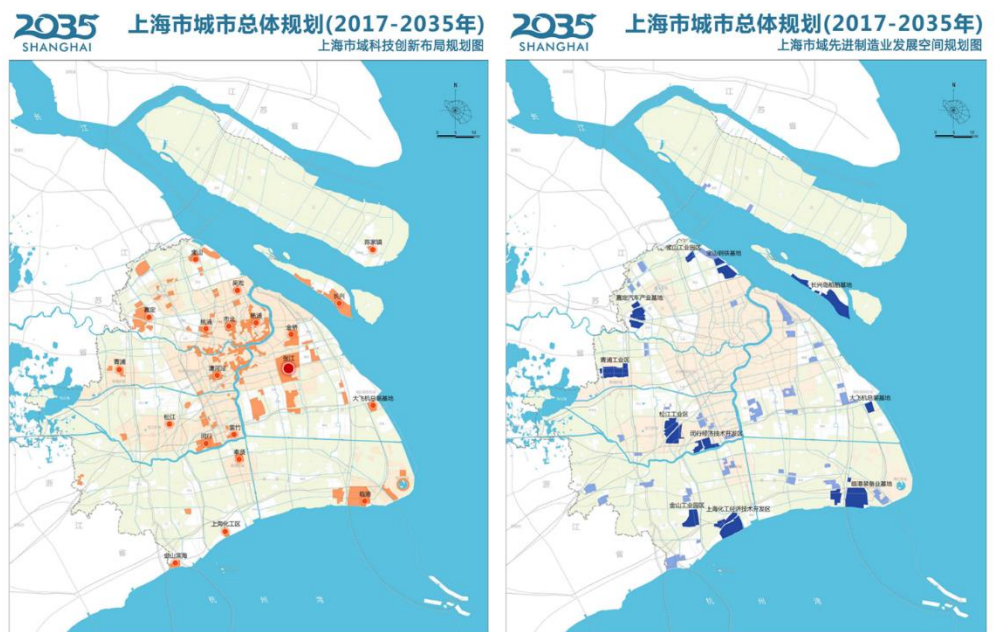
图 34：上海战略性新兴产业发展迅速



数据来源：iFind，公司公告，东方证券研究所

政策引导新产业向上海郊区迁移。在战略新兴产业快速发展的同时，上海市政府逐步将先进制造业向郊区转移，目前，上海重要的先进制造业和科技创新园区主要集中在郊区，如张江综合性国家科学中心、嘉定汽车产业基地、青浦工业区等，政策支持下这些园区能够充分发挥创新资源集聚优势，吸引了大批具有成长潜力的小微科创企业，为沪农商行的展业贡献增量金融服务需求。

图 35：上海先进制造业和科技创新园区主要集中在郊区



数据来源：《上海市城市总体规划（2017-2035年）》，上海市人民政府官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

积极布局科技金融，不断创新产品和服务体系。公司紧抓上海市建设科创中心的机遇，重点培育科技金融特色，早在 2012 年便成立了上海首家科技支行——张江科技支行，聚焦科技型、创意产业和现代服务业等中小企业金融服务。目前张江科技支行已形成了生物医药（医疗器械）行业、软件和信息服务行业、环保和新材料行业等客户经理队伍。2018 年，公司再次设立了杨浦双创支行，全力支持“新技术、新产业、新业态、新模式”客户群体发展。

此外，产品端公司不断针对不同阶段的科技型企业特点，突破银行传统业务模式，搭建一个符合企业客户需求的科技金融服务平台，为各类型和各发展阶段的科技型企业成长提供全方位金融支撑。同时，大力实施“鑫动能”战略新兴客户培育计划，聚焦国家战略新兴产业，甄选其中具有高成长性的科技型企业，根据企业不同成长阶段，主动为其设计和配备专属的全生命周期服务方案，助力企业茁壮成长。

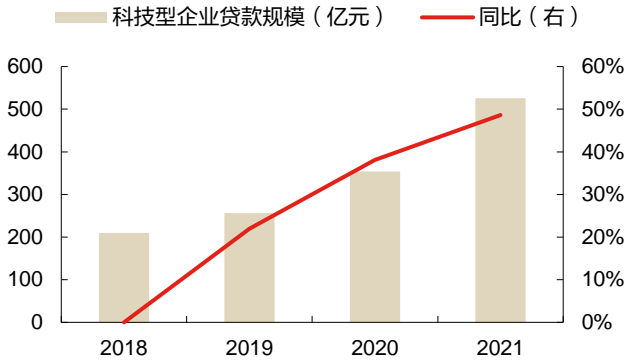
表 2：沪农商行重点布局科技金融，打造专业化、综合化产品和服务体系

产品名称	产品介绍	适用对象	业务范围/特点
鑫动能	聚焦国家战略新兴产业，甄选其中具有高成长性的科技型企业，根据企业不同成长阶段，主动为其设计和配备专属的全生命周期服务方案，助力企业茁壮成长		
鑫才贷	针对由省、部级以上科技人才计划入选人员创办或担任核心管理人员的科技型企业	企业法人或实际控制人已入选省部级以上科技人才计划，企业获得授信后负债率不得超过总资产的 70%，针对 企业初创期	为企业提供单户不超过 200 万元信用授信
启航贷	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		
履约贷	政府引导、风险分担、城市信用、互惠互利、共同发展，为企业提供最高不超过 1,000 万元的担保贷款		
微贷通			
高新技术企业信用贷款	充分考虑科技型企业属性，提供更加符合轻资产、研发时间长特点的信用类中期流动资金贷款，重点支持核心技术+核心人才+发展潜力		授信额度最高不超过 500 万元，期限最长不超过 3 年
股权质押融资	借款人以自有或第三人合法持有并符合我行规定的非上市的公司股权作为质押担保	拥有自主知识产权和专利权并持续经营 2 年以上的科技型中小企业，有一定规模的净资产和营业收入，针对 企业成长期	随借随还，手续简便
订单融资	借款人持我行认可的与交易对手签订的真实有效的商务合同，并以该商务合同项下回笼货款为第一还贷来源	拥有自主知识产权和专利权的科技型中小企业，资信良好，有履行商务合同相关义务的能力，企业现金流正常并愿意配合银行资金监管	提前使用未来应收货款组织生产，解决流动资金需要；订单融资仅用于履行合同采购相关
科技鑫用贷	以信用方式发放贷款，原则上需追加主要经营或实际控制人个人无限连带责任保证担保	针对上海市历届科技小巨人、小巨人培育企业及符合准入标准的有效期内上海市高新技术企业，针对 企业扩张期	提供不超过企业上年营业收入的 20%、最高不超过 6000 万元的综合信用授信

数据来源：公司官网，公司招股书，公司公告，东方证券研究所

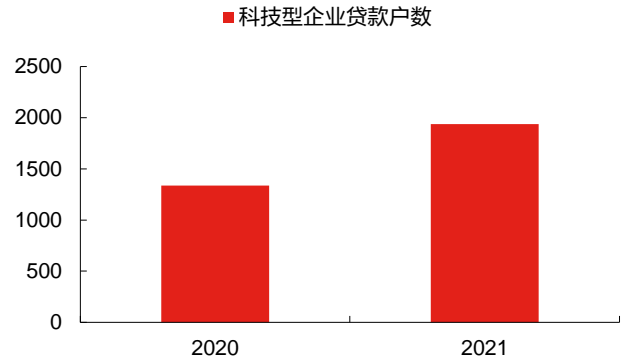
打造专业化科技金融服务品牌，科技型企业贷款规模实现高增长。凭借不断创新的服务模式和长期深耕细作建立起的客群基础，公司在科技金融领域逐步建立了品牌优势，市场份额不断提升。截至 2021 年末，公司科技型企业贷款余额达到 525.76 亿元，同比增长 48.62%，规模增速持续加快，科技型企业贷款客户数达到 1938 户，同比增加 600 户；科技型企业贷款余额占对公贷款余额比例超过 12%，在上海范围内市场份额超过 11%，较 2020 年末提升超过 1 个百分点。

图 36：沪农商行科技型企业贷款规模保持高速增长



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

图 37：沪农商行科技型企业贷款客户数实现较快增长



数据来源：公司公告，公司招股书，东方证券研究所

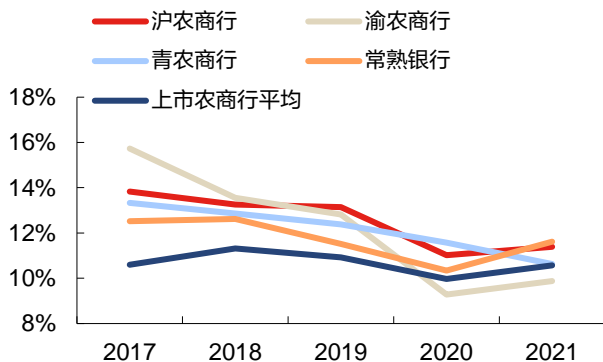
4. 财务分析：盈利能力领先，资产质量稳健

公司 21 年 ROE 为 11.39%，上市农商行中仅次于常熟和无锡，分拆来看，中收、成本和拨备是主要支撑，净利息收入拖累较多。展望未来，随着零售转型的加速以及在高收益的零售非按揭贷款的持续发力，公司的盈利能力仍有提升空间。资产质量方面，公司经营稳健，核心指标持续位于同业较优水平。截至 21 年末，不良/关注率分别为 0.95%/0.47%。需要关注的是，公司涉房类贷款占比较高（开发贷/按揭占比分别为 17.8%/18.1%，21A），但考虑到上海经济发达、房地产市场流动性较好，预计未来相关信用风险可控。

4.1 盈利能力：ROE 处于农商行中较高位置

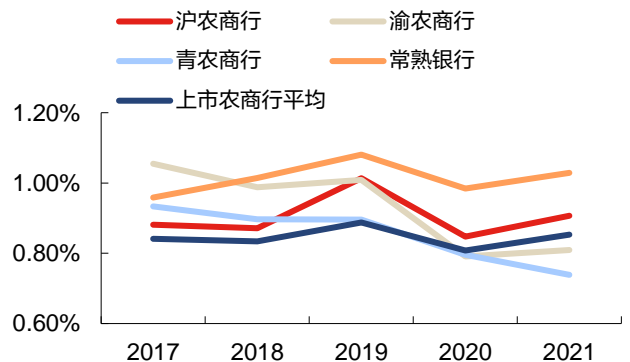
2021 年沪农商行 ROE 位列上市农商行第三，仅次于常熟银行和无锡银行。沪农商行依托区位、渠道优势以及稳健的资产质量表现，盈利能力在同业中始终保持领先，ROA 和 ROE 长期处于可比同业前列。上海农商行 2021 年 ROE 为 11.39%，较 2020 年提升 0.37 个百分点。横向对比来看，在上市农商行中排名第三，仅次于常熟和无锡。透过 ROE 的分拆来看，公司的高 ROE 主要由高 ROA 驱动，其中中收、成本和拨备是主要支撑，净利息收入拖累较多。

图 38：沪农商行 ROE 水平长期处于农商行中较高位置



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 39：沪农商行 ROA 水平长期处于农商行中较高位置



数据来源：iFind，东方证券研究所

表 3：上市农商行 ROE 分拆 (2021)

	沪农商行	渝农商行	常熟银行	江阴银行	张家港行	紫金银行	无锡银行	苏农银行	青农商行	瑞丰银行
利息收入/A	3.71%	4.31%	5.05%	3.91%	4.62%	4.02%	4.07%	3.87%	3.97%	4.40%
利息支出/A	1.96%	2.12%	2.11%	2.00%	2.23%	2.15%	2.24%	1.83%	2.05%	2.15%
利息净收入/A	1.75%	2.18%	2.94%	1.91%	2.39%	1.87%	1.84%	2.04%	1.92%	2.25%
中收/A	0.22%	0.24%	0.19%	0.13%	0.22%	0.08%	0.12%	0.25%	0.15%	0.08%
其他非息收入/A	0.43%	0.38%	0.42%	0.36%	0.60%	0.26%	0.44%	0.54%	0.54%	0.24%
业务及管理费/A	0.65%	0.71%	1.39%	0.76%	0.93%	0.76%	0.65%	0.85%	0.72%	0.80%
资产减值损失/A	0.41%	0.90%	0.75%	0.58%	1.15%	0.49%	0.67%	0.86%	0.91%	0.64%
ROA	0.88%	0.80%	0.96%	0.86%	0.85%	0.71%	0.83%	0.78%	0.73%	0.95%
权益乘数	12.96	12.15	12.06	11.76	12.04	13.77	12.82	11.85	13.29	10.83

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

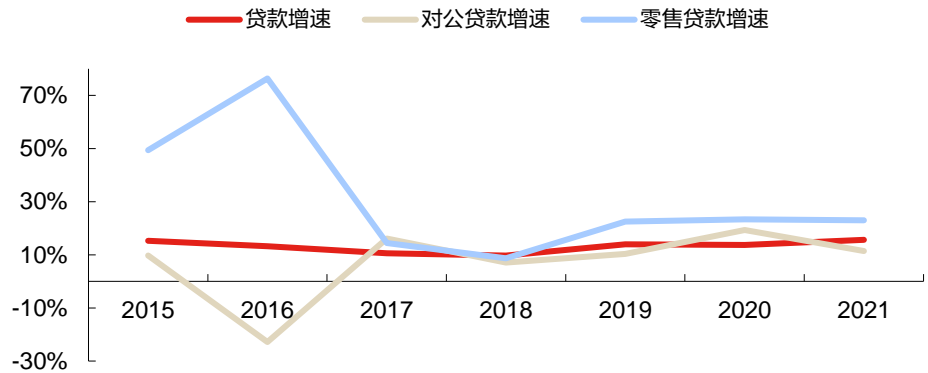
ROE	11.39%	9.87%	11.62%	10.15%	11.08%	9.85%	11.41%	9.31%	10.63%	10.33%
-----	--------	-------	--------	--------	--------	-------	--------	-------	--------	--------

注：ROE、ROA 以期初期末值进行测算，与公司实际披露值存在一定差异；标红数据表明该业务指标表现排名在前五；
数据来源：东方证券研究所

4.2 量：规模快速扩张，存款优势显著

过去几年，上海农商行贷款保持较快增长，从贷款结构的拆分来看，零售贷款是主要驱动。截至 2021 年末，公司对公类贷款达到 3498 亿元，同比增长 11.43%，增速较 2020 年有所下滑（vs 19.32%，2020A），主要系对公房地产类贷款增速有所收敛；公司零售类贷款规模达到 1989 亿元，同比增长 23%，增速继续保持在较高水平（vs 23.32%，2020A），其中按揭类贷款同比增长 9.03%，增速有所放缓，非按揭类贷款实现同比增长 76.4%，是公司零售贷款高增的主要贡献，反映公司零售业务发力效果，尤其在零售非按揭业务的布局。

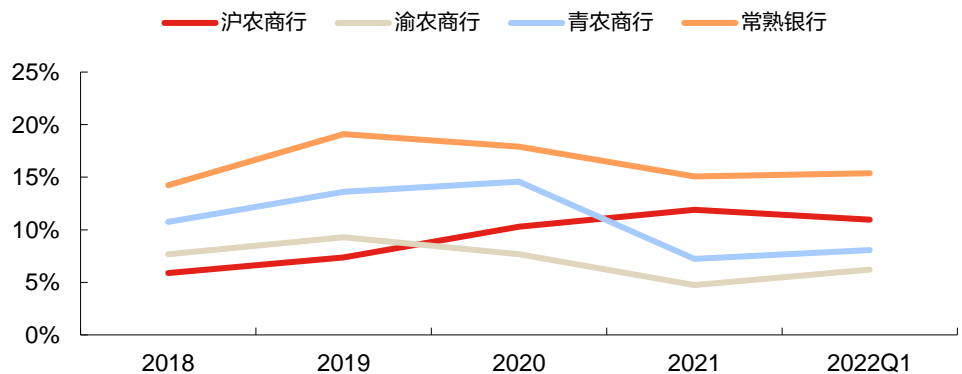
图 40：沪农商行贷款保持较快扩张，零售贷款是主要驱动



数据来源：iFind，东方证券研究所

存款基础雄厚，揽储能力领先。公司成立以来深耕上海，尤其在市郊地区，渠道优势显著，客户沉淀率高，忠诚度高，因此负债端揽储能力领先，存款在高基数下依然保持较好的增长。截至 2021 年末，公司存款总额达到 8381 亿，同比增长 11.9%，其中个人存款同比增长 11.65%，对公存款同比增长 12.43%。

图 41：沪农商行高基数下存款增速在同业中保持不弱

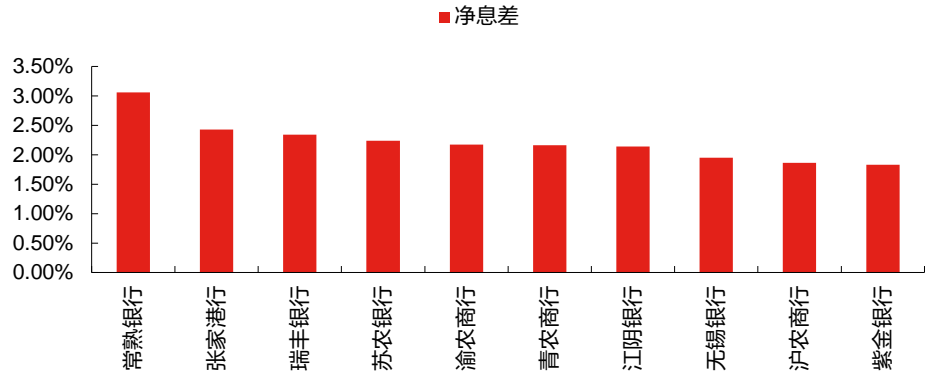


数据来源：iFind，东方证券研究所

4.3 价：资产端有较大的提升空间，负债端成本率有优势

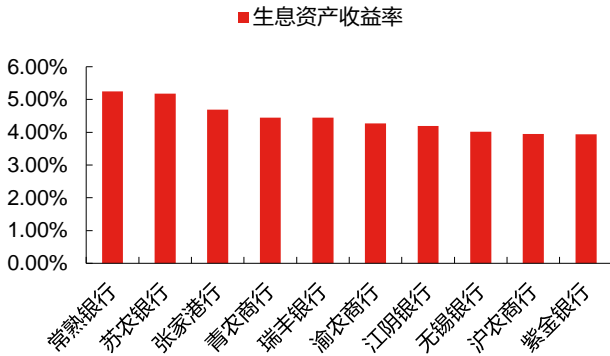
资产端收益率拖累公司净息差表现。从静态的净息差水平对比来看，21 年上海农商行净息差为 1.86%，上市农商行中仅高于紫金银行。通过资产负债两端的比较，容易发现公司的净息差表现主要是资产端的拖累。2021 年，公司生息资产收益率为 3.95%，在上市农商行中位列倒数第二，同期公司计息负债成本率为 2.18%，上市农商行中第二低。

图 42：沪农商行净息差水平处于农商行中等偏下



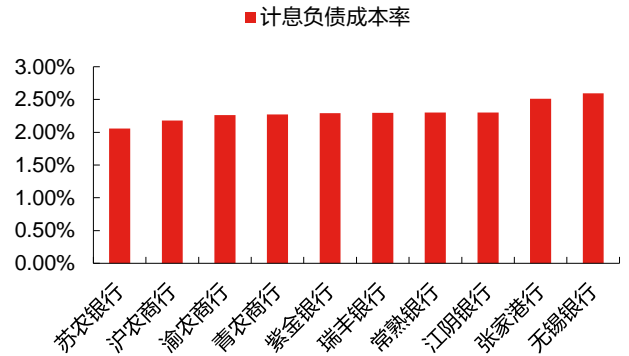
数据来源：iFind，东方证券研究所

图 43：沪农商行生息资产收益率是净息差的主要拖累因素（2021）



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 44：沪农商行计息负债成本率较同业有优势（2021）

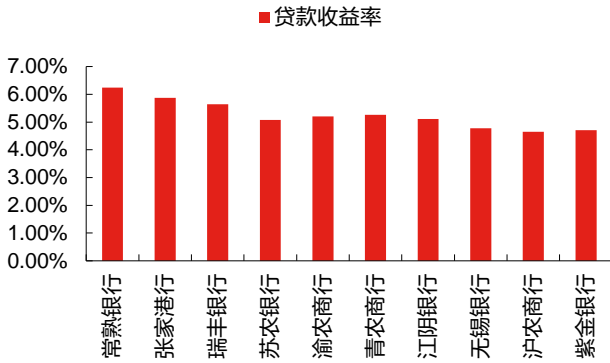


数据来源：iFind，东方证券研究所

生息资产中贷款占比处于中下游水平，但动态来看，贷款占比提升和零售转型加快有望带动资产端收益率改善。2021 年，沪农商行贷款占总生息资产比重为 53.4%，处于上市农商行中下游水平，现金及同业类资产占比相对较高，一定程度上拖累了公司资产端收益率表现。另一方面，公司在贷款投放相比其他农商行更为审慎，贷款收益率相对较低，2021 年仅为 4.65%，相比之下，同期常熟银行、张家港行分别为 6.24%/5.87%。从动态来看，公司在资产摆布上加快向贷款主业倾斜，贷款占比持续提升，资产端收益率降幅明显收窄。此外，随着公司加快零售转型，尤其在高收益的非按揭类零售贷款业务方面持续发力，未来资产端收益率存在较大的提升空间。

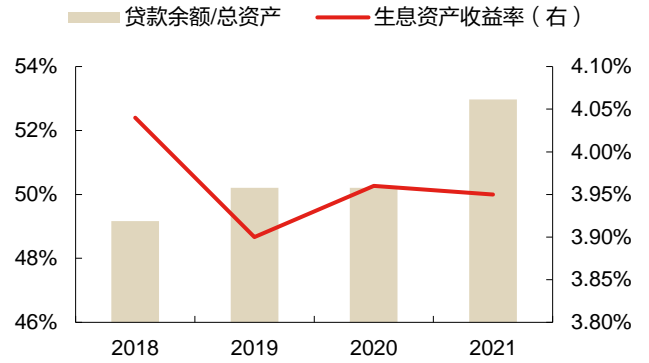
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 45：沪农商行贷款收益率处于同业最低水平（2021）



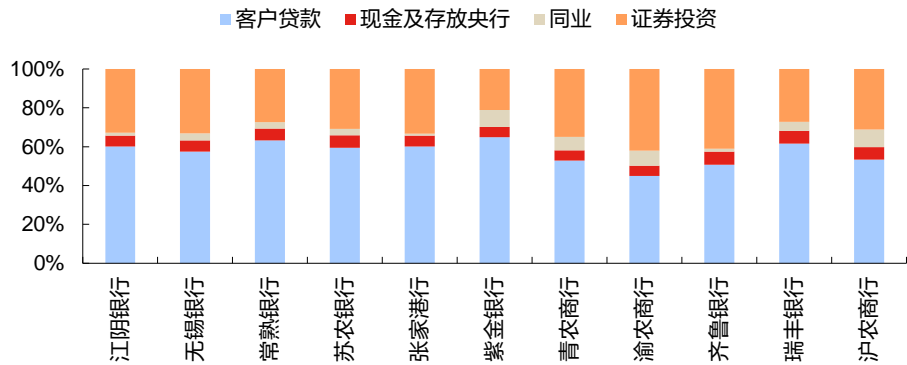
数据来源：iFind，东方证券研究所

图 46：沪农商行贷款占比持续提升，资产端收益率降幅企稳



数据来源：iFind，东方证券研究所

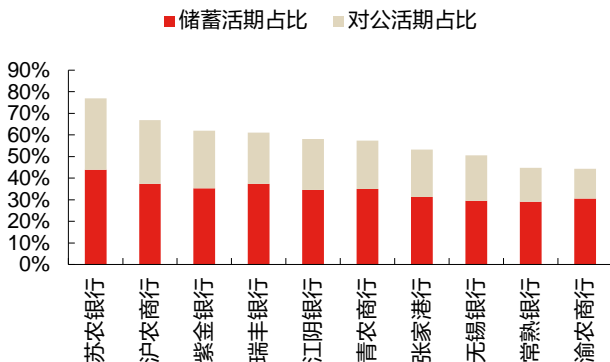
图 47：沪农商行生息资产结构中贷款占比处于同业中下游水平（22Q1）



数据来源：iFind，东方证券研究所

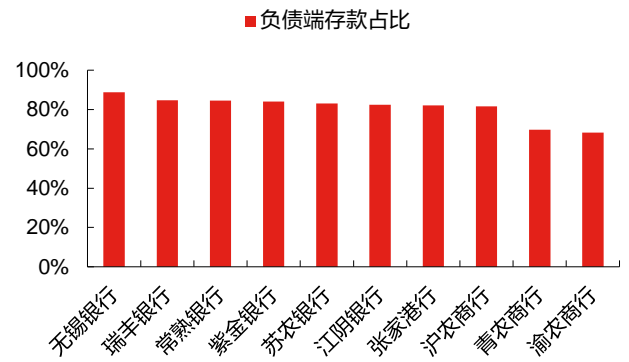
负债端表现优于可比同业。2021 年末公司存款成本率为 2.06%，上市农商行中仅高于渝农商行和苏农银行，存款结构方面，活期率上市农商行中仅次于苏农银行，尤其是个人存款活期率表现较好。截至 2021 年末，公司存款负债端占比为 82%，整体处于较高水平。

图 48：沪农商行活期存款占比农商行中仅次于苏农（2021）



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 49：沪农商行负债端存款占比在 80% 以上（2021）



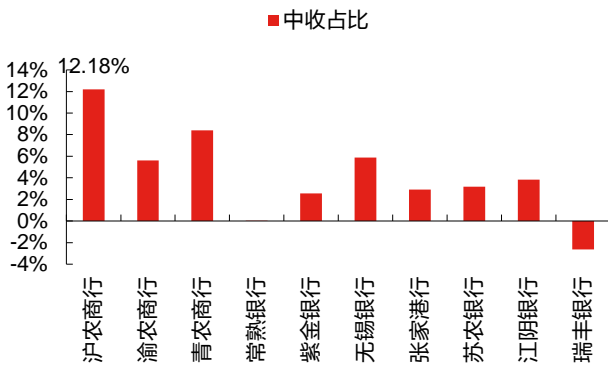
数据来源：iFind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4.4 中收表现好于同业，财富管理业务是主要贡献

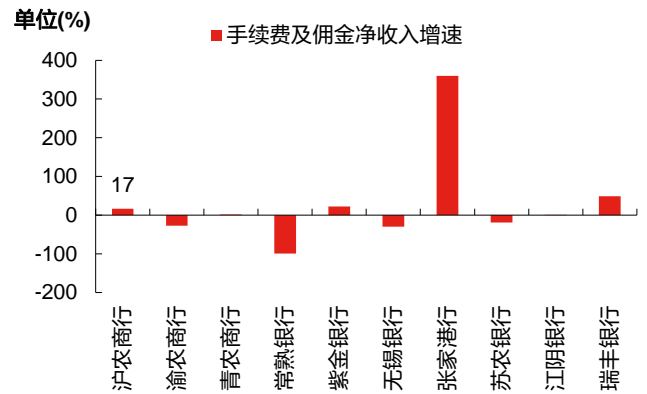
中收占比位列上市农商行第一。从中收占营收的比重来看，上海农商行在上市农商行中排名第一，22Q1 手续费及佣金净收入占营收比重为 12.18%，高出同期渝农商行 6.57 个百分点，反映公司综合化经营优势。从手续费收入结构的细拆来看，公司中收里占比最高的是代理业务收入，主要来源是理财业务和财富类产品代销收入。展望未来，考虑到公司业务经营区域良好的经济环境和当地居民的高收入水平，随着公司零售转型的稳步推进，未来中收业务的潜力值得期待。

图 50：沪农商行中收占营收比重处于同业最高水平（22Q1）



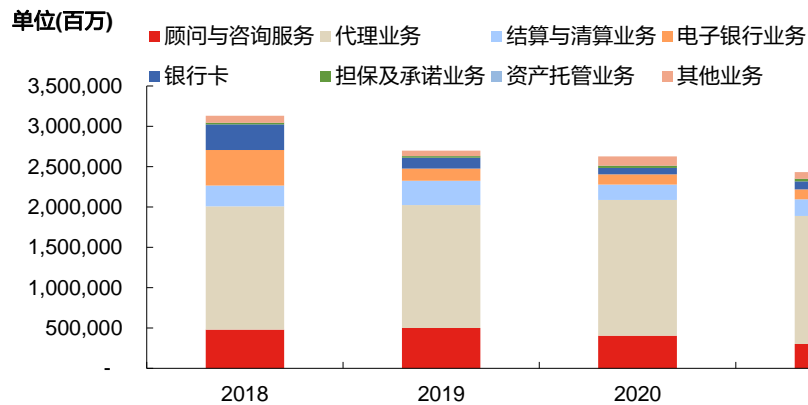
数据来源：iFind，东方证券研究所

图 51：沪农商行中收增速处于行业较快水平（22Q1）



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 52：沪农商行手续费收入的主要来源为代理业务



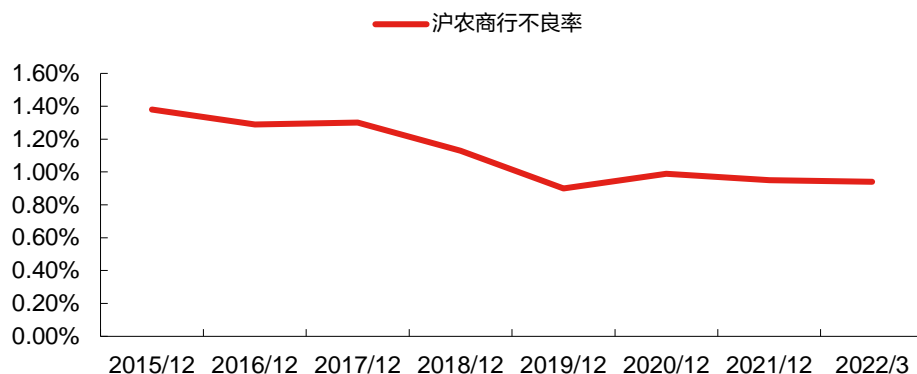
数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.5 质：资产质量稳健，拨备覆盖持续夯实

资产质量表现稳健，不良+关注率指标处于同业中较低水平。上海农商行经营风格稳健，2015 年以来，资产质量表现整体处于改善通道中，不良率在同业较低水平的基础上不断夯实，公司不良率由 2015 年的 1.38% 下行至 22Q1 的 0.94%，不良净生成率始终稳定在 0.5% 左右的较低水平。

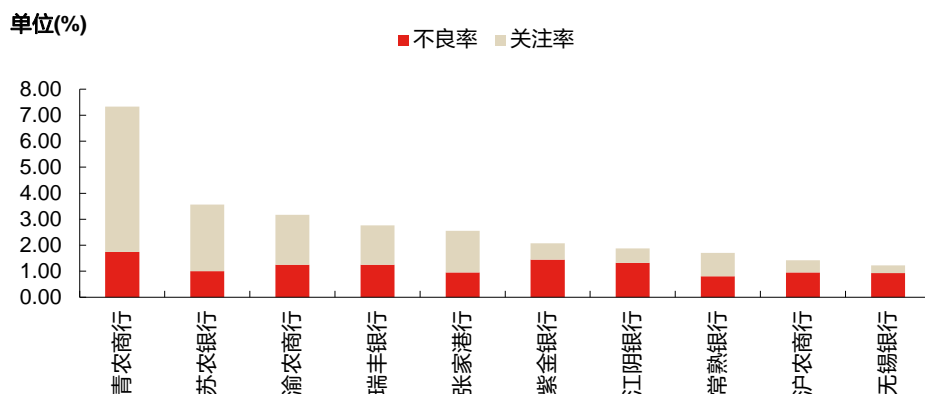
横向对比来看，截至 2021 年末，公司不良+关注类贷款占比为 1.42%，上市农商行中仅高于无锡银行，同期渝农商行为 3.17%。综合来看，公司资产质量表现好于绝大部分上市农商行。

图 53：沪农商行 2015 年以来资产质量表现优中夯实



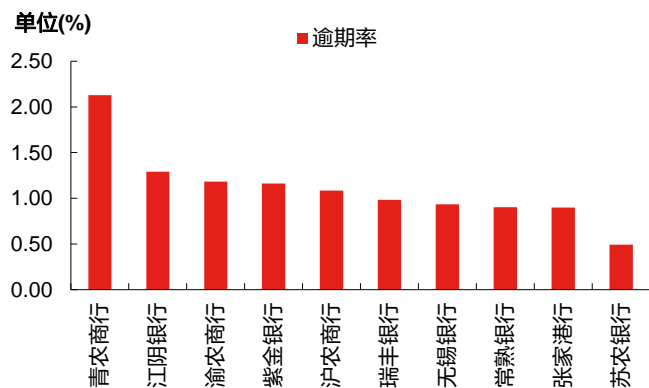
数据来源：iFind, 东方证券研究所

图 54：沪农商行不良+关注类贷款占比处于同业中较低水平（2021）



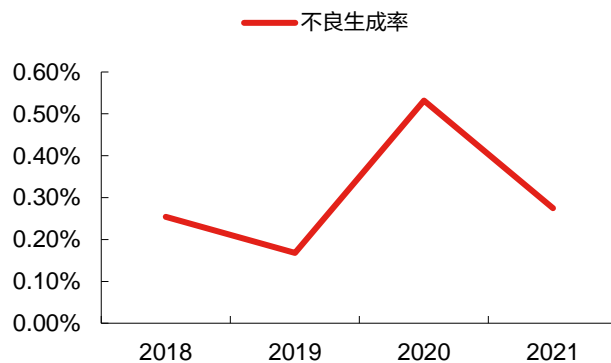
数据来源：iFind, 东方证券研究所

图 55：沪农商行 2021 年逾期率为 1.08%



数据来源：iFind, 东方证券研究所

图 56：沪农商行不良生成率始终处于低位

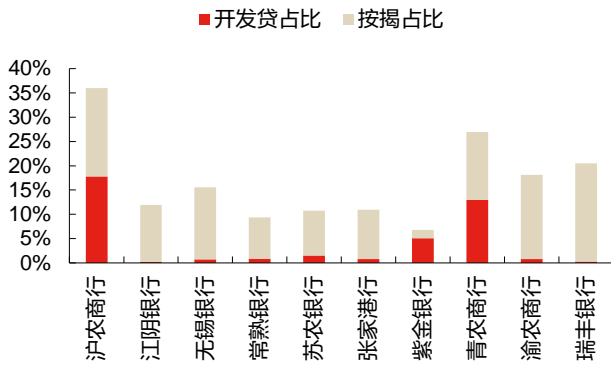


数据来源：iFind, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

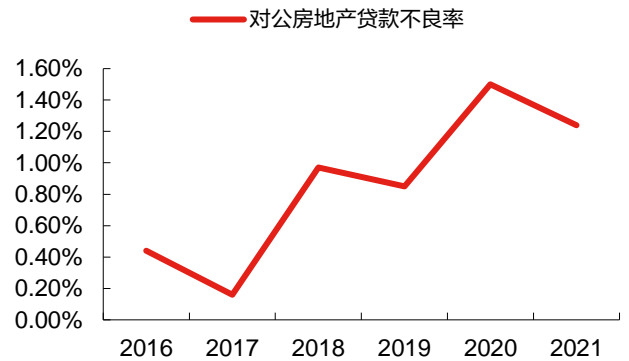
房地产占比较高，但相关资产相对优质、流动性好，预计未来风险可控。需要关注的是，上海房地产业发达，公司涉房类贷款占比较高（开发贷/按揭占比分别为 17.8%/18.1%，21A），明显高于可比同业。但考虑到上海经济发达、房地产市场流动性较好，同时公司还支持上海市各类园区、保障性住房（含动迁安置房、租赁住房）等建设，预计未来政策和信用风险相对可控。

图 57：沪农商行房地产贷款占比较高



数据来源：iFind，东方证券研究所

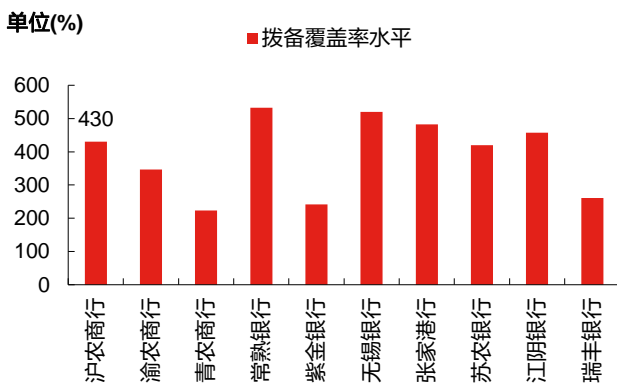
图 58：沪农商行 2021 房地产贷款不良率有所改善



数据来源：iFind，东方证券研究所

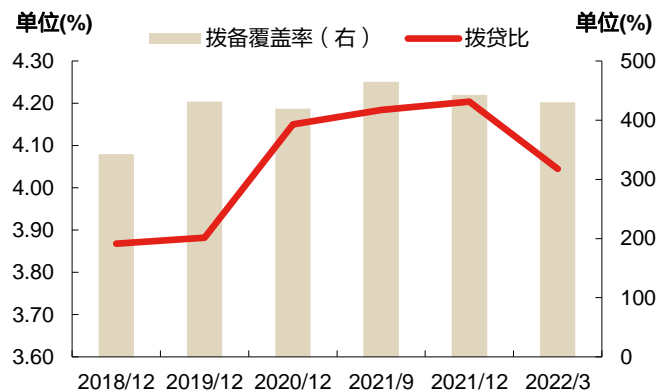
拨备覆盖率保持在较高水平。从拨备计提来看，公司在加快不良处置、整体不良率保持平稳的情况下，保持了审慎的计提态度，持续夯实拨备水平，截至 22Q1，公司拨备覆盖率为 430%，风险抵补能力优异。2022 年 5 月，监管提到鼓励拨备较高的优质上市银行将实际拨备覆盖率水平逐步回归合理水平，夯实的拨备水平使得公司未来拨备反哺利润的空间值得期待。

图 59：沪农商行拨备覆盖率超过 400%（22Q1）



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 60：沪农商行拨备覆盖水平走势

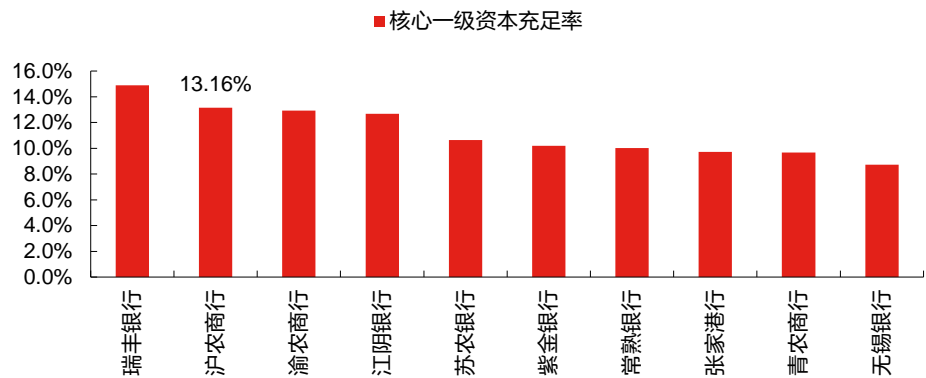


数据来源：iFind，东方证券研究所

4.6 资本：资本补充压力较轻

截至 22Q1，沪农商行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 13.16%、13.20%、15.75%，在可比同业中处于较高水平，上市农商行中仅次于瑞丰银行，距离 7.5% 的监管底线有充足的空间，未来资本补充压力相对较轻。

图 61：截至 22Q1，沪农商行核心一级资本充足率为 13.16%，较 7.5% 监管底线有充足空间



数据来源：iFind，东方证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) **贷款增速**：公司业务经营聚焦上海，上海作为长三角的核心城市，区域内经济发达、居民财富需求旺盛，为公司经营展业提供了良好的经济环境。与其他上海本土银行相比，公司重点布局上海郊区，在郊区市场有稳固的渠道和客群基础优势。政策支持下上海郊区发展空间广阔，公司有望充分受益，我们预计公司资产端扩张有望保持在较高水平。2022 年初以来，上海疫情反复，对当地企业和居民的信贷需求带来负面影响，展望下半年，随着宽信用的稳步推进和疫情影响的减弱，我们预计内需不足对信贷增速的压制有望得到一定程度上的缓解。综合来看，我们预计公司贷款增速有望保持在较高水平，预计未来三年贷款总额同比增速分别为 15%/14%/14%。
- 2) **存款增速**：上海区域金融资源丰富，但金融机构竞争环境仍然严峻。公司经过多年的深耕，尤其在上海郊区市场拥有渠道和品牌优势，存款高基数下依然保持不弱的增速。展望未来，我们预计公司负债端表现有望保持平稳，预计未来三年存款增速分别为 12%/11%/11%。
- 3) **净息差**：经济承压、需求走弱叠加监管让利实体经济的要求依然存在，我们判断未来资产端收益率仍有下降的水平；站在公司层面，随着零售转型的推进以及在相对高收益的零售非按揭贷款持续发力，预计公司资产端收益率表现好于行业整体；负债端来看，公司活期率处于行业前列，反映负债端客户基础稳固，揽储能力领先，展望未来，监管持续引导存款利率市场化改革，我们预计公司未来负债端成本表现有望继续维持在行业较优水平。综合来看，我们预计公司未来三年净息差水平分别为 1.84%/1.83%/1.82%，降幅逐步收窄，绝对水平逐步企稳。
- 4) **手续费及佣金收入**：公司中收业务收入的主要贡献来自理财业务，作为国内农信体系中首批推出理财产品的银行之一，公司持续聚焦客户多元化资产配置需求，不断创新、丰富理财产品体系，理财业务实现较好发展。22Q1 在行业中收表现普遍回落的大环境下，公司中收增速由负转正，理财业务和代理基金销售业务均实现较好增长，反映财富管理建设良好。考虑到公司在理财业务方面的优势，随着零售转型加快，我们预计未来公司中间业务表现有望回暖，预计未来三年增速保持在 10%的水平。
- 5) **不良贷款**：目前宏观经济仍然面临压力，22Q2 上海疫情的反复给当地居民和中小企业经营带来压力，预计疫情的影响可能会滞后反映在公司的报表中，后续公司不良率或有波动，但考虑到公司长期以来经营稳健，展望下半年，随着疫情的影响退去，预计公司不良率大幅抬升的可能性较低。另一方面，随着公司零售转型的加快，风险有望进一步得到缓释。综合来看，我们预计公司未来三年不良生成压力可控，不良生成率为 0.30%/0.25%/0.25%，继续保持在较低水平，预计未来三年公司不良率为 0.95%/0.92%/0.90%，优中夯实。信用成本方面，在拨备厚实、资产质量稳定的前提下，我们预计未来信用成本的节约有望驱动公司利润增长保持在较高水平，预计公司未来三年拨备覆盖率分别为 417%/396%/360%。

表 4：业务分类及资产质量核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利息业务					
贷款总额增速	13%	15%	15%	14%	14%
存款增速	10%	12%	12%	11%	11%
计息负债增速	14%	9%	12%	11%	11%
生息资产增速	13%	10%	11%	11%	11%
净息差	1.91%	1.86%	1.84%	1.83%	1.82%
净利差	1.77%	1.72%	1.69%	1.67%	1.65%
非息业务					
手续费及佣金收入增速	-5%	-7%	10%	10%	10%
非息收入增速	-44%	34%	6%	7%	7%
资产质量					
不良贷款率	0.99%	0.95%	0.95%	0.92%	0.90%
不良贷款生成率	0.57%	0.22%	0.30%	0.25%	0.25%
信用成本率（贷款）	1.12%	0.78%	0.50%	0.34%	0.20%
信用成本率（生息资产）	0.59%	0.42%	0.28%	0.20%	0.12%
其他					
费用增速	-1%	14%	9%	9%	9%

注：净利差为初期期末测算值，与公司披露口径存在差异；

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 5：收入分类预测表（单位：百万）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	17871	19371	21173	23194	25387
利息收入	37093	41075	44898	49182	53832
利息支出	-19222	-21705	-23724	-25988	-28445
手续费及佣金净收入	2332	2166	2383	2621	2883
手续费及佣金收入	2626	2434	2677	2945	3240
手续费及佣金支出	-294	-268	-295	-324	-357
其他非息收入	1960	2633	2800	3000	3200
营业收入	22163	24170	26356	28815	31470
同比					
净利息收入	16%	8%	9%	10%	9%
利息收入	16%	11%	9%	10%	9%
利息支出	16%	13%	9%	10%	9%
手续费及佣金净收入	-5%	-7%	10%	10%	10%
手续费及佣金收入	-3%	-7%	10%	10%	10%
手续费及佣金支出	28%	-9%	10%	10%	10%
其他非息收入	-44%	34%	6%	7%	7%
营业收入	4%	9%	9%	9%	9%
占比					
净利息收入	81%	80%	80%	80%	81%
手续费及佣金净收入	11%	9%	9%	9%	9%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

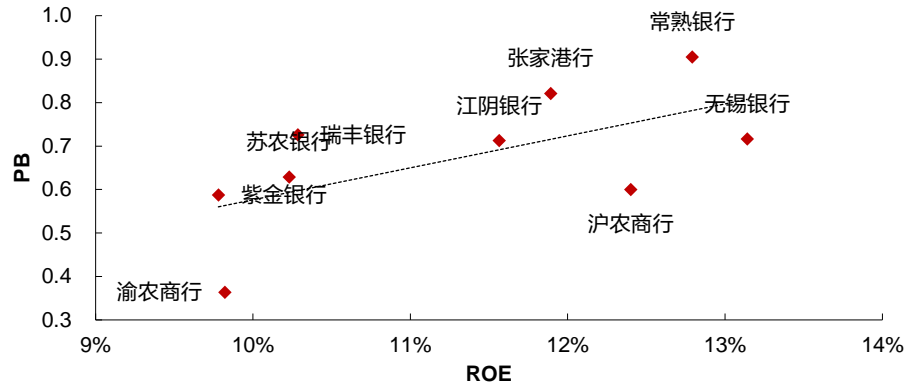
其他非息收入	9%	11%	11%	10%	10%
营业收入	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：Wind，东方证券研究所

5.2 投资建议

我们预计公司 22-24 年 EPS 为 1.23/1.43/1.65 元，BVPS 为 10.10/11.10/12.25 元。我们采用相对估值法对沪农商行进行估值，选取 9 家农商行作为可比公司，可比公司 22 年一致预期 PB 调整后平均值为 0.71 倍，按照此 PB 得到沪农商行对应目标价为 7.19 元，首次覆盖给予买入评级。

图 62：上市农商行 PB-ROE 情况



注：1) PB、ROE 均选用 2022 年 Wind 一致预期，剔除上市一年以内的银行；2) 虚线为 PB-ROE 的线性拟合趋势线；
数据来源：Wind，东方证券研究所，截至 2022 年 8 月 12 日收盘

表 6：公司盈利预测结果与目标价

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.01	1.23	1.43	1.65
BVPS	9.72	10.10	11.10	12.25
前收盘价	6.13			
前收盘价对应 PE	6.10 倍	5.00 倍	4.30 倍	3.72 倍
前收盘价对应 PB	0.63 倍	0.61 倍	0.55 倍	0.50 倍
每股股利	0.56	0.37	0.43	0.49
股息率	9.14%	6.00%	6.98%	8.07%
目标价-相对估值	7.19			
目标价对应 PE	7.15 倍	5.86 倍	5.04 倍	4.36 倍
目标价对应 PB	0.74 倍	0.71 倍	0.65 倍	0.59 倍

数据来源：Wind，东方证券研究所，截至 2022 年 8 月 12 日收盘

表 7：可比公司估值表

	最新价格 2022/8/12	每股净资产（元）			市净率			一致预期 净利润增速	一致预测 ROE
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2023E	2023E
002807.SZ 江阴银行	4.55	5.83	6.44	7.09	0.78	0.71	0.64	18.2%	12.4%
002839.SZ 张家港行	5.15	5.52	6.25	6.92	0.93	0.82	0.74	19.0%	12.9%
600908.SH 无锡银行	5.98	7.09	8.10	9.08	0.84	0.74	0.66	19.4%	13.9%
601077.SH 渝农商行	3.57	8.85	9.56	10.26	0.40	0.37	0.35	9.5%	10.1%
601128.SH 常熟银行	7.60	7.22	8.05	8.93	1.05	0.94	0.85	20.0%	13.8%
601528.SH 瑞丰银行	7.17	8.99	9.67	10.50	0.80	0.74	0.68	12.5%	10.7%
601860.SH 紫金银行	2.82	4.25	4.61	4.99	0.66	0.61	0.57	9.8%	10.0%
603323.SH 苏农银行	5.17	7.21	7.96	8.60	0.72	0.65	0.60	17.6%	11.0%
调整后平均					0.79	0.71	0.65	16.0%	11.8%
沪农商行								16.3%	13.5%

数据来源：Wind，东方证券研究所，截至 2022 年 8 月 12 日收盘

6. 风险提示

经济下行超预期，导致行业资产质量的压力超预期抬升。宏观经济走势对企业经营状况会带来显著的影响，从而给银行的资产质量带来波动。目前国内经济仍然面对需求收缩、供给冲击、预期转弱在内的三重压力，叠加疫情的发展仍有较大的不确定性。如若未来经济超预期下行，银行的资产质量也将存在恶化风险，从而影响行业的盈利能力。

区域发展不及预期。公司作为农商行，业务开展与当地区域经济的发展高度绑定，资产质量也与当地企业、居民的生产经营、收入、杠杆水平等息息相关，如若未来上海地区经济波动加大，可能对公司资产质量、业务经营带来扰动。

局部疫情反复。目前疫情的发展仍存在较大的不确定性，局部地区疫情的扩散，会影响供应链稳定进而抑制企业投资与融资需求。

假设条件变化影响测算结果。文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表						主要财务指标					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利息收入	37,093	41,075	44,898	49,182	53,832	核心假设					
利息支出	-19,222	-21,705	-23,724	-25,988	-28,445	贷款总额增速	13.39%	15.48%	15.28%	14.37%	14.48%
净利息收入	17,871	19,371	21,173	23,194	25,387	存款增速	10.29%	12.02%	12.00%	11.00%	11.00%
手续费和佣金净收入	2,332	2,166	2,383	2,621	2,883	计息负债增速	14.43%	8.55%	12.04%	11.23%	11.24%
营业收入	22,163	24,170	26,356	28,815	31,470	生息资产增速	12.97%	9.82%	11.48%	11.10%	11.30%
营业税金及附加	-242	-264	-288	-315	-344	净息差	1.91%	1.86%	1.84%	1.83%	1.82%
业务及管理费	-6,344	-7,222	-7,907	-8,644	-9,441	净利差	1.77%	1.72%	1.69%	1.67%	1.65%
资产减值损失	-5,608	-4,495	-3,304	-2,572	-1,725	手续费及佣金收入增速	-5.49%	-7.11%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	-12,193	-11,981	-11,499	-11,531	-11,510	非息收入增速	-43.62%	34.32%	6.35%	7.14%	6.67%
营业利润	9,970	12,188	14,857	17,283	19,960	费用增速	-1.46%	13.84%	9.49%	9.33%	9.21%
利润总额	9,900	12,178	14,857	17,283	19,960	信用成本率（贷款）	1.12%	0.78%	0.50%	0.34%	0.20%
所得税	-1,482	-2,131	-2,600	-3,025	-3,493	有效税率	-14.97%	-17.50%	-17.50%	-17.50%	-17.50%
归属母公司股东净利润	8,161	9,698	11,831	13,763	15,895	每股拨备前利润	1.79	1.73	1.88	2.06	2.25
每股收益（元）	0.94	1.01	1.23	1.43	1.65	每股净利润	0.94	1.01	1.23	1.43	1.65
						每股净资产	8.90	9.72	10.10	11.10	12.25
资产负债表						CAMEL 分析					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及存放央行	66,035	99,803	113,775	128,566	145,280	C:核心资本充足率	11.67%	13.06%	12.74%	12.53%	12.36%
存放同业	21,366	21,178	23,295	25,625	28,188	C:一级资本充足率	11.70%	13.10%	12.77%	12.56%	12.39%
拆出资金	60,676	60,919	67,011	73,713	81,084	C:资本充足率	14.40%	15.28%	15.14%	15.14%	15.17%
买入返售金融资产	36,429	46,927	51,619	56,781	62,460	C:权益/贷款	15.14%	15.92%	14.34%	13.78%	13.29%
发放贷款和垫款	510,017	588,984	678,989	776,587	888,999	C:权益/资产	7.30%	8.09%	7.54%	7.46%	7.40%
交易性金融资产	69,333	72,420	76,041	79,843	83,835	C:财务杠杆率	13.69	12.35	13.26	13.41	13.52
债权投资	156,318	147,621	155,003	162,753	170,890	A:不良贷款比率	0.99%	0.95%	0.95%	0.92%	0.90%
其他债权投资	90,948	102,037	107,138	112,495	118,120	A:拨备覆盖率	419%	443%	417%	396%	360%
资产合计	1,056,977	1,158,376	1,291,323	1,434,613	1,596,710	A:拨贷比	4.15%	4.20%	3.96%	3.64%	3.24%
同业及其他金融机构存放	7,326	4,928	5,421	5,963	6,559	A:不良资产/（权益+拨备）	5.29%	4.87%	5.36%	5.44%	5.59%
拆入资金	42,369	34,902	38,392	42,232	46,455	E:ROA	0.77%	0.84%	0.92%	0.96%	1.00%
交易性金融负债	21	47	51	57	62	E:ROAA	0.92%	0.97%	1.02%	1.05%	1.08%
卖出回购	36,681	29,173	32,090	35,299	38,829	E:ROE（摊薄）	10.57%	10.34%	12.15%	12.86%	13.45%
客户存款	763,617	855,367	958,011	1,063,392	1,180,365	E:ROAE	15.05%	15.36%	16.47%	17.00%	17.36%
负债合计	976,505	1,061,045	1,190,244	1,323,533	1,474,081	E:RoRWA	1.35%	1.45%	1.54%	1.58%	1.62%
股本	8,680	9,644	9,644	9,644	9,644	E:成本收入比	28.58%	29.32%	29.32%	29.32%	29.32%
资本公积	8,948	16,495	16,495	16,495	16,495	E:手续费和佣金收入占比	14.47%	14.23%	14.71%	15.32%	16.05%
盈余公积	20,935	24,278	25,461	26,837	28,427	E:股利分配比例	30.02%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
未分配利润	27,664	29,809	32,094	38,287	45,440	L:存贷比	70.56%	72.85%	74.13%	75.44%	76.78%
少数股东权益	3,261	3,563	3,701	4,067	4,489	L:贷款/生息资产	44.08%	44.59%	45.94%	47.07%	48.16%
股东权益合计	77,211	93,768	97,379	107,013	118,140	L:存款/计息负债	69.82%	68.05%	68.82%	69.39%	69.96%
负债合股东权益总计	1,056,977	1,158,376	1,291,323	1,434,613	1,596,710						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn