

## 息差韧性良好，资产质量扰动因素可控

——沪农商行 2022 年中报点评

### 核心观点

- **净利息收入表现良好，中收阶段性承压。**沪农商行 22H1 实现归母净利润同比增长 14.25% (vs29.05%，22Q1)，盈利增速的趋缓一定程度上和 2021 年 1 季度的低基数有关，另一方面，22Q2 疫情反复，公司基于审慎加大了拨备的计提力度，信用成本边际抬升。22H1 公司实现营收同比增长 7.03% (vs9.05%，22Q1)，分结构来看：1) 利息净收入保持良好增长，22H1 同比增长 9.55%，增速较 22Q1 进一步有所抬升 (vs9.12%，22Q1)；2) 22H1 公司手续费同比下降 13.12%，主要是 22Q2 上海疫情给代理业务、银行卡业务造成阶段性影响。
- **资产负债结构优化，支撑息差逆势回升。**公司 22H1 净息差为 1.87% (vs1.86%，21A)，从资负两端来看，净息差的企稳回升主要受益于负债端成本的优化。资产端，公司 22H1 贷款收益率较 21 年下降 5BP，与行业的整体趋势相符；负债端方面，22H1 存款平均成本率为 2.03%，较 21 年下降 3BP，预计主要受益于存款定价机制改革，以及公司持续加强存款期限结构和成本的主动管理。受到疫情影响，公司规模扩张速度较 22Q1 略有下降，但整体仍比较稳健，截至 22H1，公司贷款同比增长 9.96% (vs12.09%，22Q1)，存款同比增长 9.75% (vs13.07%，22Q1)。
- **疫情冲击下不良小幅抬升，但整体仍处于优异水平。**截至 22H1，公司不良率为 0.96%，环比抬升 2BP，我们测算公司 22Q2 年化不良净生成率在 0.18%，继续保持在较低水平。前瞻性指标方面，公司期末关注率、逾期率分别为 0.66%/1.32%，分别较年初抬升 19BP/24BP。拨备方面，公司期末拨备覆盖率为 433%，环比上升 3 个百分点，风险抵补能力进一步得到夯实。整体来看，22Q2 疫情影响下公司资产质量略有扰动，但从静态指标来看仍然展现出较强的韧性，不良率基本保持稳定，继续处于同业优异水平。展望后续，随着疫情影响的减弱、宽信用政策环境的推进，预计公司资产质量表现有望逐步修复。

### 盈利预测与投资建议

- 结合公司中报表现，我们维持盈利预测不变，预计沪农商行 22-24 年 EPS 分别为 1.23/1.43/1.65 元，BVPS 预测值分别为 10.10/11.10/12.25 元。维持 22 年可比公司估值 0.71 倍 PB，按照此 PB 得到公司对应目标价为 7.19 元，维持公司买入评级。

### 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。

### 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	6.16	5.76	4.72	4.06	3.51
市净率	0.65	0.60	0.57	0.52	0.47
P/POP	3.60	3.35	3.07	2.81	2.58

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 (维持)
股价 (2022年08月19日)	5.79 元
目标价格	7.19 元
52 周最高价/最低价	9.02/5.48 元
总股本/流通 A 股 (万股)	964,444/462,176
A 股市值 (百万元)	55,841
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2022 年 08 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.41	-7.76	-3.67	-41.12
相对表现	-3.37	-3.42	-1.9	-19.19
沪深 300	-2.04	-4.34	-1.77	-21.93



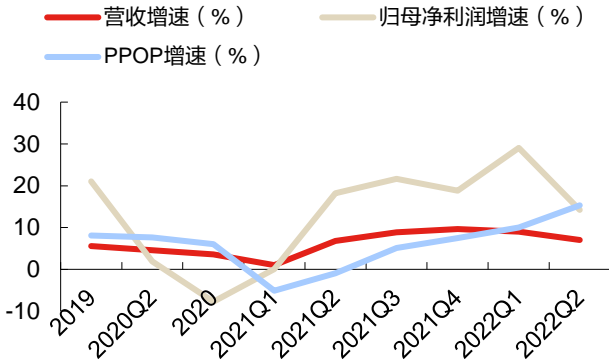
### 证券分析师

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

### 相关报告

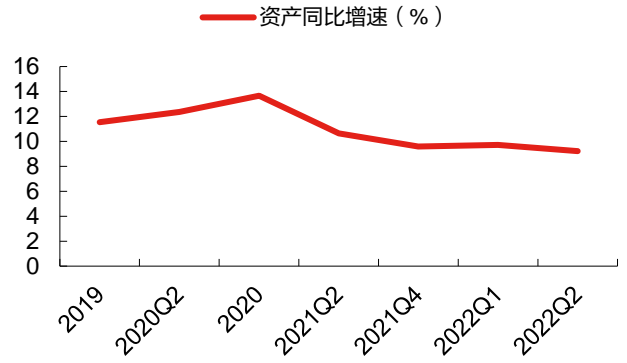
深耕上海郊区，持续聚焦零售和小微主航 2022-08-16  
道：——沪农商行首次覆盖报告

图 1：沪农商行业绩表现（累计）



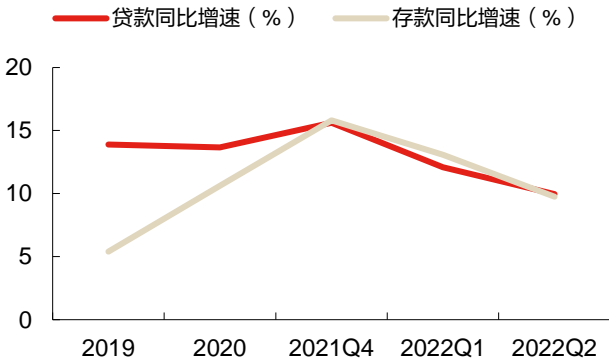
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：沪农商行资产规模同比增速较 22Q1 略有下降



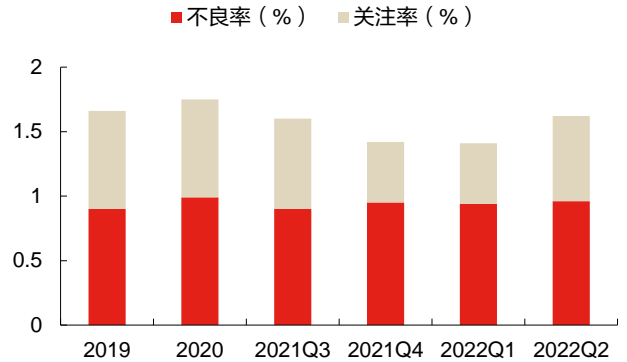
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：沪农商行存、贷款增速较 22Q1 略有下降



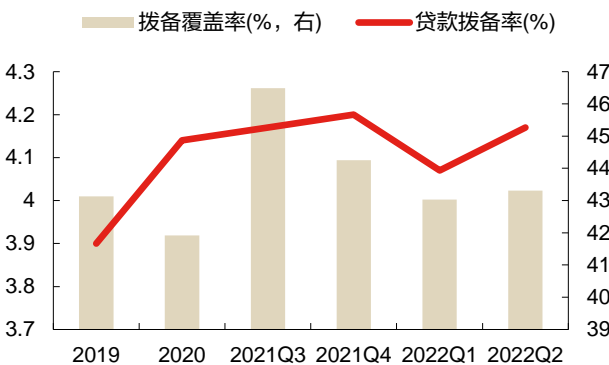
注：存款总额不含应付利息  
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：沪农商行不良率保持稳定



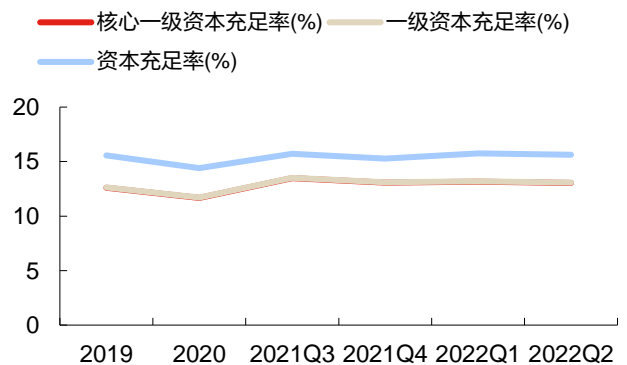
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：沪农商行拨备覆盖率进一步提升



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：沪农商行资本充足率变动情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

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	<b>核心假设</b>					
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%
<b>营业收入</b>	<b>22,163</b>	<b>24,170</b>	<b>26,356</b>	<b>28,815</b>	<b>31,470</b>	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%
<b>营业利润</b>	<b>9,970</b>	<b>12,188</b>	<b>14,857</b>	<b>17,283</b>	<b>19,960</b>	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%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>8,161</b>	<b>9,698</b>	<b>11,831</b>	<b>13,763</b>	<b>15,895</b>	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	<b>每股净利润</b>	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	<b>C:核心资本充足率</b>	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%
<b>资产合计</b>	<b>1,056,977</b>	<b>1,158,376</b>	<b>1,291,323</b>	<b>1,434,613</b>	<b>1,596,710</b>	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%
<b>负债合计</b>	<b>976,505</b>	<b>1,061,045</b>	<b>1,190,244</b>	<b>1,323,533</b>	<b>1,474,081</b>	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	<b>L:存贷比</b>	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%
<b>股东权益合计</b>	<b>77,211</b>	<b>93,768</b>	<b>97,379</b>	<b>107,013</b>	<b>118,140</b>	L:存款/计息负债	69.82%	68.05%	68.82%	69.39%	69.96%
<b>负债合股东权益总计</b>	<b>1,056,977</b>	<b>1,158,376</b>	<b>1,291,323</b>	<b>1,434,613</b>	<b>1,596,710</b>						

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。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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](http://www.dfzq.com.cn)