

# 沪农商行 (601825.SH)

## 科创金融特色鲜明

增持

### 核心观点

上海农商行以科创园区为抓手，科创业务布局早经验足，保持快速发展。截至2022年6月末，上海农商行科技型企业贷款余额634.71亿元，较上年末增长108.95亿元，增幅20.72%，规模增速持续加快，科技贷款占对公贷款的比重也逐年上升；科技型企业贷款客户数2242户，较上年末增加304户，累计服务科技型企业超5500户。在科创金融业务保持较快发展的基础上，上海农商行注重整体的风险管控，科创金融业务资产质量保持较优水平，截至2022年6月末科技型企业不良率为0.14%。

上海农商行长期深耕上海本地，并聚焦郊区，科创业务与上海郊区发展同频共振。截至2021年末，上海农商行共有239家网点位于上海外环以外，占比超过65%，而在上海市108个乡镇中布设网点的乡镇达到106个。上海市政府将科技创新的中小微企业和先进制造业企业集中布局在郊区，而上海农商行无论从网点布局、科创业务特色还是未来增长点都与郊区发展方向高度契合。在服务科技企业方面，截至2022年6月末，上海农商行累计服务科技型企业户数超5500户，已服务上海市近半数的“专精特新‘小巨人’”企业和超三成的“专精特新”中小企业。

上海农商行对标“硅谷银行模式”，科创金融业务发展走在农村金融机构前列。硅谷银行的“投贷联动”模式是国际上科创金融业务的典范，上海农商行对标国际先进水平，依托在上海本土的差异化优势，打造以“鑫动能”为特色的科创金融服务体系。对科技型企业采取“名单制”管理，整体把控风险；开展投贷联动业务，切入具有核心技术、高成长性的初创期、早中期科技企业进行培育；并根据科技企业的生命周期为其提供专属的产品与服务。

打造“鑫动能”+“鑫科贷”双鑫品牌服务特色，立足“企业培育”，提供“全生命周期”服务。上海农商行设立专门的投贷联动业务决策委员会，从机制上推动“投贷联动”业务发展。同时，上海农商行加强与PE/VC等外部机构合作，从而更好地利用资金支持科创企业发展。2021年，上海农商行发布“鑫动能2.0”服务方案，为不同阶段的科创企业设计了更精准匹配“全生命周期”的产品及培育服务。此外，上海农商行推出“鑫科贷”全生命周期产品体系，以满足科技型企业不同阶段的融资需求。

**投资建议：**综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在6.0-7.3元之间，今年动态市净率0.6-0.7倍，动态市盈率为5.2-5.6x，维持“增持”评级。

**风险提示：**估值的风险；盈利预测的风险；政策风险；财务风险；市场风险。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,040	24,164	25,496	27,473	29,401
(+/-%)	3.6%	9.6%	5.5%	7.8%	7.0%
净利润(百万元)	8,161	9,698	11,096	12,463	13,816
(+/-%)	-7.7%	18.8%	14.4%	12.3%	10.9%
摊薄每股收益(元)	0.85	1.01	1.15	1.29	1.43
总资产收益率	1.41%	0.91%	0.96%	0.98%	1.01%
净资产收益率	18.9%	11.8%	11.9%	12.4%	12.6%
市盈率(PE)	6.6	5.6	4.9	4.3	3.9
股息率	0.0%	10.0%	6.2%	6.9%	7.7%
市净率(PB)	0.70	0.57	0.54	0.50	0.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·深度报告

#### 银行·农商行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

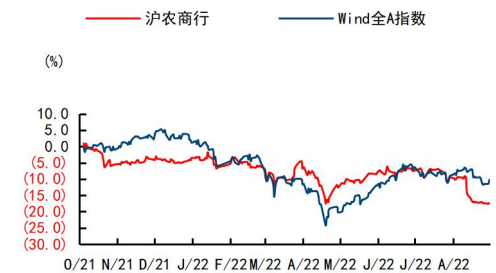
chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	6.00 - 7.30元
收盘价	5.59元
总市值/流通市值	53910/25837百万元
52周最高价/最低价	8.20/5.55元
近3个月日均成交额	76.75百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《沪农商行(601825.SH)-资产稳健增长，净息差同比上升》——2022-08-19
- 《沪农商行(601825.SH)-存款优势凸显，资产质量向好》——2022-05-01
- 《沪农商行-601825-深度报告：立足上海，彰显区域优势》——2022-01-24

## 内容目录

<b>公司概况：立足本地，服务科创</b> .....	<b>4</b>
立足上海，坚守普惠金融 .....	4
深耕市郊优势明显，客户基础扎实 .....	4
依托先发优势，科创金融业务高速发展 .....	6
<b>科技型企业特征与服务模式</b> .....	<b>7</b>
科技型企业特征：难以适用传统信贷，推动商业银行服务转型 .....	7
服务科技型企业的“典范”：硅谷银行的“投贷联动”模式 .....	8
<b>差异化优势：早期介入培养粘性，名单制管理把控风险</b> .....	<b>11</b>
科创金融业务空间广阔，与上海郊区发展同频共振 .....	11
科创业务布局早经验足，早期介入培育构建客户粘性 .....	12
与委办合作紧密，名单制管理把控整体风险 .....	13
<b>业务模式：立足“企业培育”，提供“全生命周期”服务</b> .....	<b>14</b>
专营机构：依托科技支行为科技型企业提供专业化服务 .....	14
专项计划：创新“投贷联动”模式，推出“鑫动能 2.0”培育计划 .....	15
专项产品：“鑫科贷”全生命周期产品体系 .....	16
<b>盈利预测</b> .....	<b>17</b>
假设前提 .....	17
未来三年业绩预测简表 .....	18
盈利预测的敏感性分析 .....	18
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>18</b>
绝对估值 .....	18
相对估值 .....	19
投资建议 .....	20
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>
<b>财务预测与估值</b> .....	<b>22</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

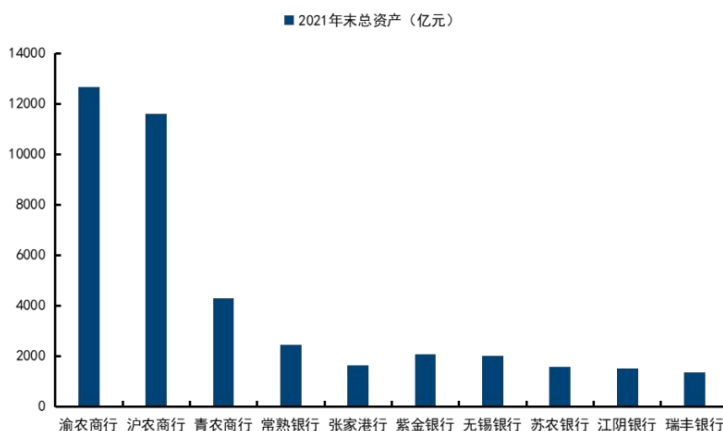
图 1: 上市农商行 2021 年末总资产规模居同业前列 .....	4
图 2: 上海农商行重点布局上海郊区 .....	5
图 3: 上海市主要银行网点分布情况 .....	5
图 4: 上海农商行科技贷款规模 .....	6
图 5: 上海农商行科技贷款客户数量 .....	6
图 6: 科技型企业贷款占对公贷款比重 .....	6
图 7: 商业银行“跟投”、“跟贷”模式 .....	7
图 8: 商业银行“认股权”贷款 .....	8
图 9: 硅谷银行贷款和总资产规模 .....	9
图 10: 硅谷银行业务板块划分 .....	9
图 11: 硅谷银行的“投贷联动”模式 .....	10
图 12: 上海市高新技术企业数量 .....	11
图 13: 上海市高新技术产业（制造业）工业总产值 .....	11
图 14: 上海张江高新区各科创园区分布情况 .....	12
图 15: 上海农商行科技支行发展历程 .....	13
图 16: “鑫动能 2.0” 培育库五大阶段 .....	16
图 17: 上市银行估值情况 .....	20
表 1: 上海市科创助力贷、科技履约贷合作机构名单 .....	14
表 2: 上海农商行为处于不同生命周期的企业匹配相应的金融产品与服务 .....	17
表 3: 未来三年业绩预测简表（单位：百万元） .....	18
表 4: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析 .....	18
表 5: 一、二阶段假设（百万元） .....	18
表 6: 折现率假设 .....	19
表 7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	19

## 公司概况：立足本地，服务科创

### 立足上海，坚守普惠金融

上海农商行全称上海农村商业银行股份有限公司（股票简称“沪农商行”），前身可追溯至 1949 年成立的农村信用合作社，在上海本地有着悠久的历史，2005 年上海市联社、区（县）联社、基层信用社重组为股份公司，并于 2021 年 8 月在上海证券交易所主板上市。截至 2021 年末，上海农商行总资产超过 1.1 万亿元，是一家大型农商行。上海农商行是上海地区营业网点最多的银行之一，截至 2022 年 6 月末，公司共有 366 家分支机构，其中上海地区分支机构 359 家。

图1：上市农商行 2021 年末总资产规模居同业前列



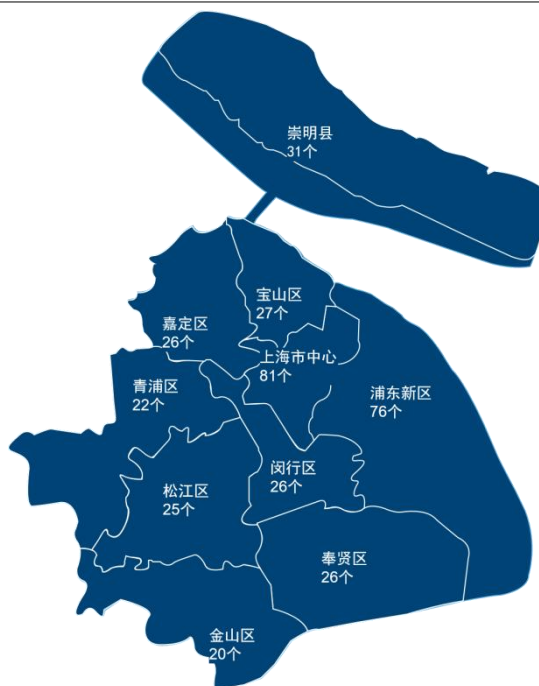
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

上海农商行坚守普惠金融，以“服务三农、服务小微、服务科创”作为立行之本。上海农商行将普惠金融作为践行企业使命的基本路径，回归本源，坚守服务“三农、小微、科创、社区居民”的经营定位，优先做零售型的业务，深入做新型现代“三农”金融业务，积极做价值开拓型的业务，强化顶层设计，加大政策扶持，依托数据赋能，全面提升普惠客户综合金融与专业化、个性化需求服务能力。

### 深耕市郊优势明显，客户基础扎实

上海农商行长期深耕市郊地区，网点覆盖率广，客户基础扎实。截至 2021 年末，上海农商行共有 239 家网点位于上海外环以外，占比超过 65%。而在上海市 108 个乡镇中，上海农商行布设网点的乡镇达到 106 个，覆盖率 98.1%，网点数量达 250 个。长期深耕市郊使得上海农商行与当地政府、企业和居民建立了悠久的合作关系，客户粘性高。上海农商行依托郊区市场优势，2021 年至今先后与上海市松江区、青浦区及临港新片区签订战略合作协议，结合区域规划、产业升级、人才引进等政策机遇，全力服务各区域市场客户，进一步提升在郊区业内的影响力。

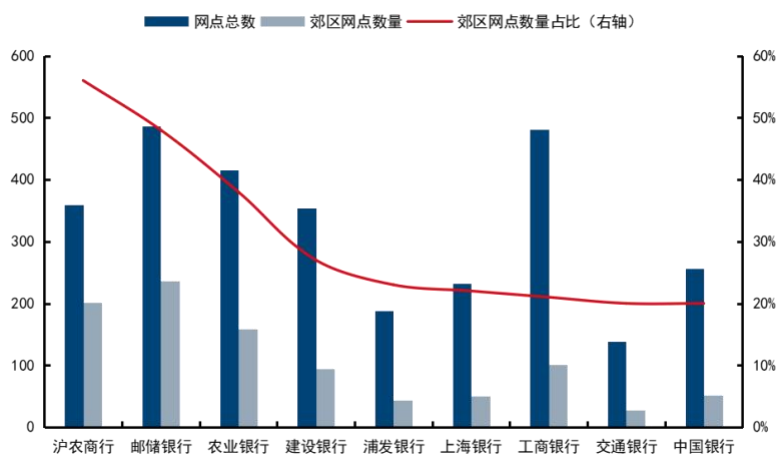
图2: 上海农商行重点布局上海郊区



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**上海农商行在郊区优势显著, 网点数量及对公业务存贷款市占率位居同业前列。**我们以嘉定、青浦、松江、金山、奉贤、崇明、闵行、宝山等八区作为郊区, 对六大国有行以及总部位于上海的上海银行、浦发银行网点分布情况进行统计。数据显示, 上海农商行在郊区的网点总数仅次于邮储银行。依托在郊区优势显著的网点布局, 上海农商行在郊区对公存贷款的规模始终处于市场领先的地位。截至2021年末, 上海农商行郊区对公存款余额占比达61%, 对公贷款余额占比达57%。其中, 在上海市松江区、青浦区、奉贤区等多个区域中对公贷款市场占有率排名第一; 在松江区、青浦区、嘉定区等多个区域中对公存款市场占有率位列前三甲。

图3: 上海市主要银行网点分布情况

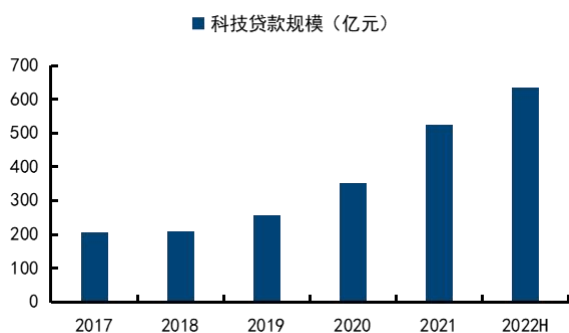


资料来源: 银保监会, 国信证券经济研究所整理

## 依托先发优势，科创金融业务高速发展

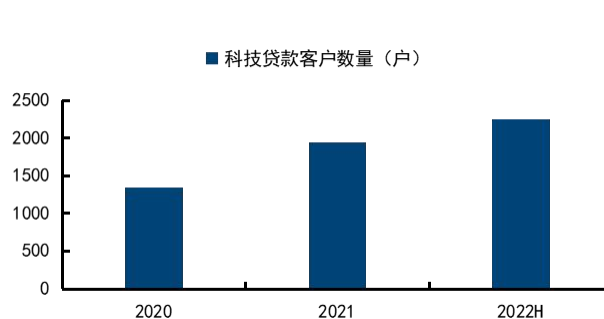
依托在郊区的比较优势，上海农商行以园区为抓手，积累了大量的科技型企业客户，科创金融业务保持高速发展。截止 2021 年末，上海农商行与上海市 3005 家专精特新企业中超过 1/3 的企业保持良好合作关系，科技型企业贷款余额在上海市占比超过 11%。截至 2022 年 6 月末，上海农商行科技型企业贷款余额 634.71 亿元，较上年末增长 108.95 亿元，增幅 20.72%，规模增速持续加快，科技贷款占对公贷款的比重也逐年上升；科技型企业贷款客户数 2242 户，较上年末增加 304 户，累计服务科技型企业超 5500 户。2022 年，上海农商行在国家级、市级、区级产业园及上海市特色产业园内与 552 家企业首次建立合作关系，与 635 家企业首次建立授信合作关系，其中 112 家为“专精特新”企业，586 家为小微企业。在科创金融业务保持较快发展的基础上，上海农商行注重整体的风险管控，科创金融业务资产质量保持较优水平，截至 2022 年 6 月末科技型企业不良率为 0.14%。

图4：上海农商行科技贷款规模



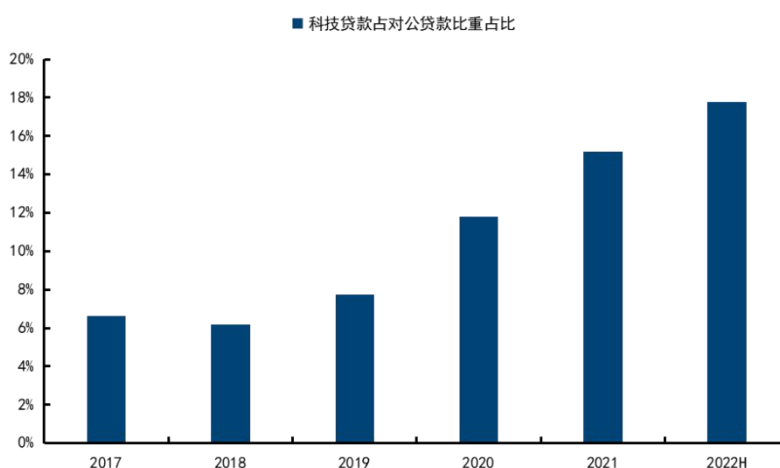
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：上海农商行科技贷款客户数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：科技型企业贷款占对公贷款比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 科技型企业特征与服务模式

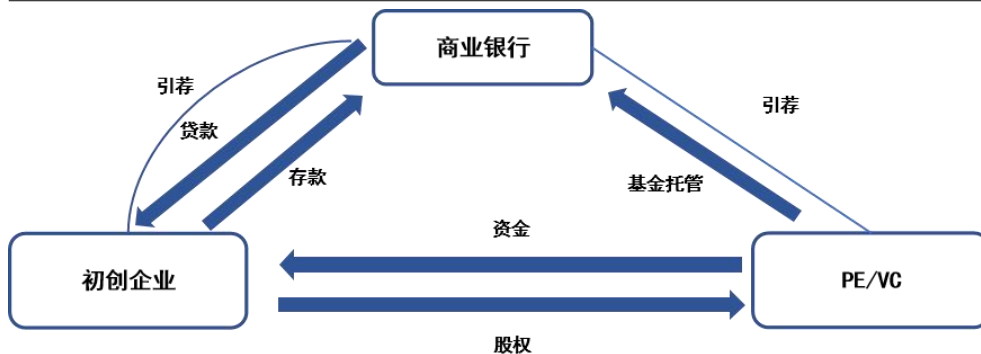
### 科技型企业特征：难以适用传统信贷，推动商业银行服务转型

科技型企业难以适用传统信贷模式，推动商业银行向“商行+投行”模式转型。随着产业结构的转型升级，高新技术产业是未来发展的主要方向。高新技术产业与传统制造业存在巨大差异，往往具备高风险，高收益，轻资产，知识密集型等特点，可预测性较弱，缺乏足够的抵押物，因此难以适用传统的以银行贷款为主的信贷模式，更适合股权融资为主的直接融资服务。

为了提升对科技型企业的服务能力，商业银行逐渐探索新的服务模式。一方面是为科技型企业提供“投行类”服务，为企业提供包括投资银行、资金交易、资产管理、资产托管等在内的大金融市场业务；另一方面，商业银行仍可以在传统商行服务的基础上为科技型企业提供专属服务，如建设专门的科技支行、成立专属的科技型客户经理团队、开发科技企业专属的信贷产品等等。由此形成了针对科技型企业的“商行+投行”模式。

“投贷联动”是商业银行向具有高成长性、抵押资产相对有限等特征的未上市初创及成长期科技型企业提供金融服务的主要模式。具体业务包括以财务顾问为核心的“跟投”“跟贷”以及认股权贷款。在“投贷联动”模式下，商业银行筛选优质信贷客户后，为其推荐相互合作的私募股权（PE）、风险投资（VC）机构，搭建平台以便 PE/VC 与优质客户沟通、合作。在 PE/VC 投资其推荐的优质企业客户后，商业银行可进行“跟贷”，或对合作 PE 机构投资的企业适当放宽信贷投放标准。

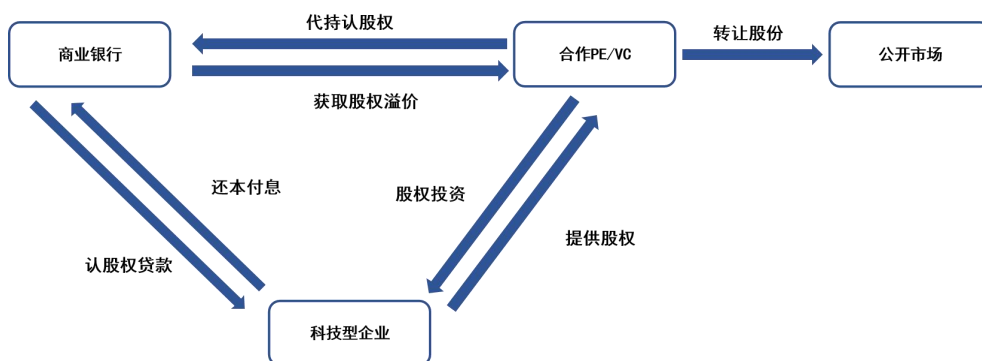
图7：商业银行“跟投”、“跟贷”模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

认股权贷款模式是指银行与 PE/VC 合作，将债权融资与股权融资相结合，为企业提供的结构化融资产品。在商业银行对目标企业进行“跟贷”的基础上，PE/VC 可代理银行与企业签订认股权协议。在协定中银行的贷款能够按照一定的比例转换成企业股权、期权，从而商业银行通过合作机构代持的方式获取目标企业的股权溢价。

图8: 商业银行“认股权”贷款



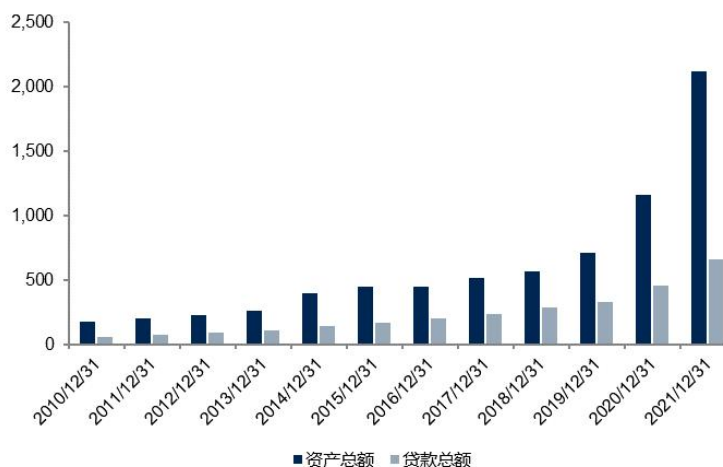
资料来源: 国信证券经济研究所整理

**商业银行服务科技型企业既具备优势也面临挑战。**一方面, 科技型企业具备“高成长性”, 通过早期介入科技型中小企业或者初创企业, 容易培养较高的客户粘性和忠诚度, 在其快速成长后分享其成长性, 带来较高的返存率。另一方面, 服务的难点在于风险管控, 由于科技型企业现金流不稳定, 缺乏足够的抵押物, 因此相应的会带来较高的风险, 科技型企业的不良难以控制。在服务科技型企业方面, 硅谷银行是全球的标杆, 也是国内众多商业银行学习的对象。

### 服务科技型企业的“典范”：硅谷银行的“投贷联动”模式

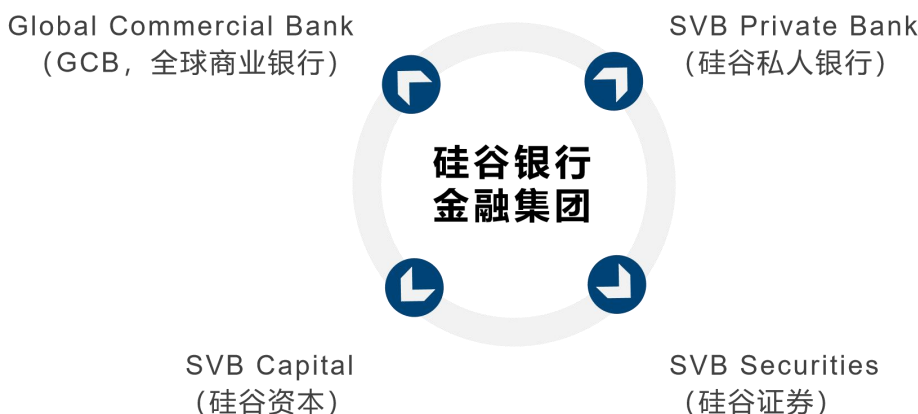
硅谷银行金融集团 (SVB Financial Group) 是一家典型的美式金融控股公司, 也是为科技型中小企业提供投融资服务的最为成功的金融机构之一。硅谷银行总部位于美国加州 Santa Clara, 2021 年末总资产为 2115 亿美元, 贷款总额 663 亿美元, 存款总额 1892 亿美元, 是加州最大的商业银行。公司目前有四个运营部门: Global Commercial Bank (GCB, 全球商业银行), SVB Private Bank (硅谷私人银行), SVB Capital (硅谷资本) and SVB Securities (硅谷证券)。其中 GCB 是由原来的 Commercial Bank, Global Fund Banking Division and SVB Wine 三个部门合并组成。通过多个板块的协同合作, 硅谷银行为科技型企业提供“全生命周期”的一站式综合金融服务。

图9: 硅谷银行贷款和总资产规模



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 硅谷银行业务板块划分



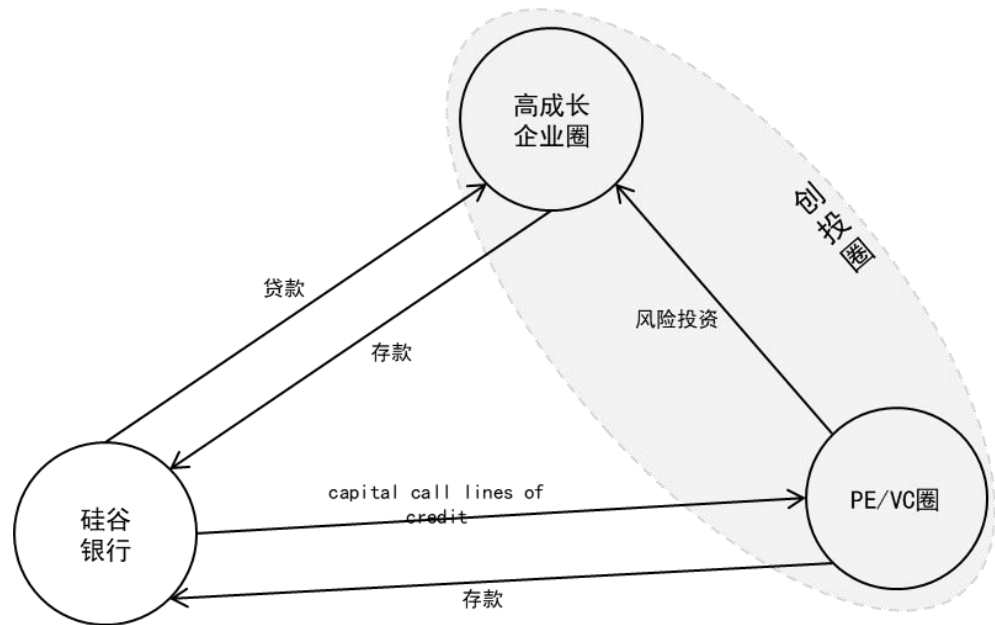
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**开展“投贷联动”模式，在有效控制信用风险的同时分享企业的成长性。**首先，硅谷银行重视对于科技型企业的信用风险管控，凭借其多年为科技型中小企业提供服务积累的数据与经验，硅谷银行开发专业的信贷风险审批系统，从而提升贷款的适用性、针对性和贷后管理，实现科技型中小企业信用风险的有效控制。同时，硅谷银行在为初创期或者成长扩张期的科技型企业提供信贷的同时通过获得认股权证享受企业快速成长后股权升值带来的溢价，以此来抵消部分贷款违约风险。硅谷银行开展认股权贷款业务主要有两种模式，其中一种模式是硅谷银行直接向创业企业发放认股权贷款，由硅谷银行金融集团持有企业总股本的 1%~2%，在企业公开上市或被购并时行使，来有效对冲信用风险带来的相关损失。此外，硅谷银行金融集团会通过旗下的 SVB Capital 对部分比较看好的创业企业进行小规模股权投资，从而在企业实现公开上市或被并购时获取较高的增值收益。

**另一种模式是与 PE/VC 深度合作，通过放贷给 PE/VC 机构，再由这些机构进行投**

资。因为 PE/VC 在创业企业风险投资方面更具备优势，因此硅谷银行通过为优质 PE/VC 提供贷款，再由该类机构对科技型企业进行投资。由此与创投机构实现深度的合作与绑定，也使得硅谷银行可以根据合作中获得的企业信息，来提升对于创业企业的认识，降低信息不对称，并进一步降低对企业融资的风险。

图 11: 硅谷银行的“投贷联动”模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，硅谷银行注重根据科技型企业的“生命周期”为其提供专属产品与服务。根据企业“起步、成长、上市准备、成功上市”四个发展阶段的特点与具体需求，硅谷银行为其提供灵活搭配的投行业务与商行业务，以满足科技型企业各个阶段的融资需求。在企业起步期，通过专业的信贷风险审批系统，在为科技型企业提供传统商行服务时实行特殊便捷的小企业贷款流程，并通过认股权贷款业务以及进行股权投资分享企业未来的成长性。在企业成长期，为企业提供更长周期的信贷项目支持，并借助与 PE/VC 的紧密合作关系，协助企业引入战略投资者，进一步扩大融资的空间。在上市准备期，硅谷银行进一步提供夹层融资、并购贷款等多品种融资业务；同时还为企业上市前的相关财务顾问服务。企业上市成功期，硅谷银行提供循环贷款、银团贷款等商行服务，并提供二级市场再融资顾问、股权市值管理等投行服务，从而解决上市公司全方面的资金需求。

硅谷银行的“投贷联动”模式是目前国际上商业银行服务科技企业的典范，也是国内众多商业银行学习的对象。不过，考虑到中美市场存在的巨大差异，中国的商业银行学习硅谷银行也需要站在中国本土化的角度来思考。例如，硅谷银行在和 PE/VC 合作时采取的做法是向这类创投机构发放贷款，这一模式在国内便难以直接复制。上海农商行对标国际先进水平，依托在上海本土的差异化优势，开展投贷联动业务，切入具有核心技术、高成长性的初创期、早中期科技企业，进行培育，并根据科技型企业的生命周期为其提供专属的信贷产品与服务。

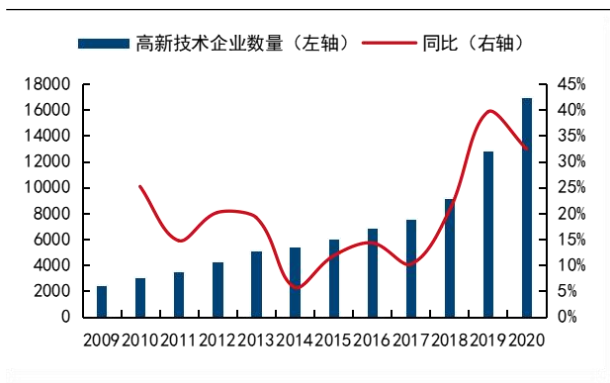
## 差异化优势：早期介入培养粘性，名单制管理把控风险

### 科创金融业务空间广阔，与上海郊区发展同频共振

上海市加快推进科创中心建设，为上海农商行科技金融业务提供广阔发展空间。根据上海市统计局数据，2021年上海市新认定高新技术企业7015家，有效期内高新技术企业数突破2万家；新增科技“小巨人”企业和“小巨人”培育企业153家，累计近2500家。全年共认定高新技术成果转化项目556项，其中，电子信息、生物医药、新材料、先进制造与自动化等重点领域项目占84.53%。科创板上海上市企业59家，居全国第2位；融资额1603.40亿元、总市值1.4万亿元，均居全国首位。随着经济结构调整，上海市高新技术企业数量及高新技术产业（制造业）工业总产值也呈上升趋势。

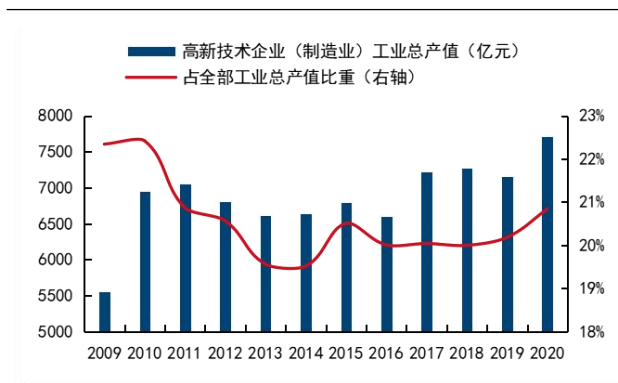
近年来，随着经济结构转型升级，上海市也加快推进科创中心建设。在《上海市先进制造业发展“十四五”规划》中，上海市提出构建“3+6”新型产业体系。“3”指集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业，“6”指电子信息、生命健康、汽车、高端装备、先进材料、时尚消费品六大重点产业。《规划》明确：以强化高端产业引领功能、加快产业数字化转型。“十四五”期间将再建设5-10家具有辐射力和影响力的国家级和市级创新中心。同时，围绕三大先导产业和六大重点产业，到2025年，培育建设50个左右特色产业园区。其中，打造3-5家千亿级园区、5-8家五百亿级园区、20-30家在关键产业链具备领先优势的园区。在企业培育层面，要实施世界级领军企业、链主企业、硬核科技企业、“专精特新”企业的梯队培育链，到2025年，滚动培育“专精特新”企业5000家左右，其中专精特新“小巨人”企业300家左右，制造业单项冠军企业30家左右。在人才引进层面，到2025年，引进培育1000名产业领军人才和产业青年英才，每年支持200名左右。此外，在《上海市建设具有全球影响力的科技创新中心“十四五”规划》中，上海市提出到2025年战略性新兴产业增加值占全市生产总值的比重重要达到20%以上，增加值超过1万亿元。随着各项规划的逐步落地，上海市相关的高新技术产业将进一步加速发展，这也为上海农商行的科创金融业务提供了广阔的发展空间。

图12：上海市高新技术企业数量



资料来源：上海市统计局，国信证券经济研究所整理

图13：上海市高新技术产业（制造业）工业总产值

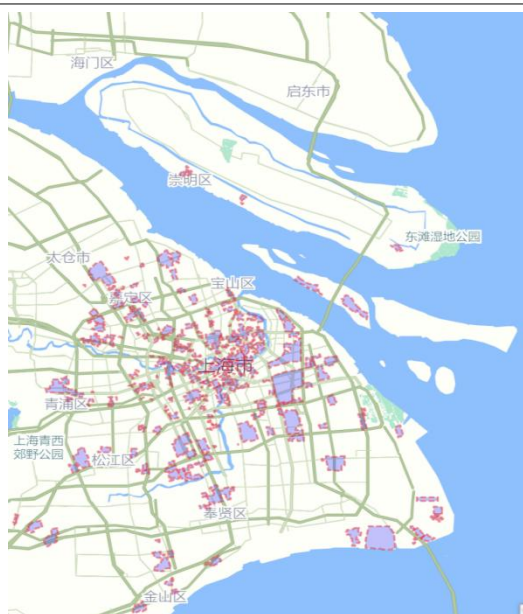


资料来源：上海市统计局，国信证券经济研究所整理

服务上海科创中心建设，与郊区发展方向高度契合。上海农商行在郊区的比较优势，以及服务小微服务科创的业务定位，与上海市建设“科创中心”以及“五个

新城”规划相一致。由于历史原因，上海早期的科创园区大多布局于郊区。1991年3月，国务院批准漕河泾新兴技术产业开发区为全国首批国家高新区之一；自1992年，上海陆续将知识经济集聚的区域纳入上海市级高新区范围，先后成立张江高科技园、金桥园等高科技园区，2006年3月，国务院批准上海各高科技园整体更名为“上海张江高新区”。到目前，上海张江高新区共有22个科创园区，覆盖全市16个行政区。2021年，上海赋予了嘉定、青浦、松江、奉贤、南汇这五个郊区新城明确的核心功能。五个新城所处的行政区分别提出了科技创新与先进制造业重点布局的规划，发展前景广阔。以松江区为例，上海农商行先后参与了G60科创走廊启迪漕河泾、临港漕河泾、西南物流园、超硅半导体园区的项目，对多家园区企业给予资金支持。上海市政府将科技创新的中小微企业和先进制造业企业集中布局在郊区，而上海农商行无论从网点布局、业务特色，还是未来增长点都与郊区发展方向高度契合。

图14：上海张江高新区各科创园区分布情况



资料来源：上海市科委，国信证券经济研究所整理

### 科创业务布局早经验足，早期介入培育构建客户粘性

上海农商行是上海地区最早开展科创金融业务的商业银行之一，在服务科技型企业方面积累了丰富的经验。早在2009年，上海农商行便专门设立了为科技型、创意产业和现代服务业等中小企业提供金融服务的科技型中小企业融资中心，提高科创小微企业金融服务的专业化和精细化管理水平。2012年7月，上海农商行立足上海张江国家自主创新示范区及科创中心重要承载区，成立了沪上首家科技支行——张江科技支行。2018年，上海农商行把握杨浦区建设国家“双创”示范基地机遇，创立了杨浦双创支行。2021年，上海农商行对科创业务的架构进行调整，将张江科技支行与科创型中小企业融资中心合并，并在原来单网点支行的基础上增加了两个网点，使之更好发挥全行科创金融排头兵的作用。

图 15: 上海农商行科技支行发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上海农商行从自身的定位出发，将“企业培育”作为科创金融业务的主要方向。作为一家本土的农商银行，面对大行的竞争，上海农商行强调早期介入对初创企业进行培育。通过在更早期的初创阶段对客户进行服务，一方面可以与科创企业建立情感上的粘性；另一方面长期的服务也有利于进一步加强对科技型企业的了解，获取正向的反馈，进而更好地为客户提供精细化的服务。这使得上海农商行可以形成相对其他银行的错位竞争优势，也更有助于在初创企业成长壮大后分享其成长性。

### 与委办合作紧密，名单制管理把控整体风险

上海农商行积极与相关部门进行对接，开展科创金融服务。上海农商行通过与相关政府部门开展紧密合作，基于相关部门的认定口径对科技型企业进行名单制管理，并在此基础上积极参与政府部门的科创金融服务合作。在与相关部门的合作中，上海农商行由总行层面来负责对接市一级的委办局，由支行负责对接区一级的相关部门。开展的合作包括与上海市科委合作推出“高企贷”和“履约贷”；与上海市就业促进中心合作开展创业担保贷款即启航贷业务；与上海市知识产权中心合作，2021年共计发放知识产权质押融资贷款20笔；与市经信委签署《上海市专精特新“小巨人”企业发展合作协议》，全面推进上海地区专精特新“小巨人”企业培育工作。

此外，上海农商行作为上海市科技信贷服务机构，疫情期间助力科技型企业复产复工。在疫情期间，上海市科委联合相关金融机构推进科创助力贷、科技履约贷和科技小巨人信用贷等各类科技信贷产品，为不同阶段科技企业提供信贷支持。2022年上海市1-4月科技贷款累计完成20.94亿元和183家企业。其中，上海农商行是科技履约贷17家合作银行以及科创助力贷5家合作银行中唯一一家农商行，凸显出其在服务科技型企业方面的取得的优势与成效。

**表 1: 上海市科创助力贷、科技履约贷合作机构名单**

科创助力贷合作机构	科技履约贷合作机构
沪农商行	沪农商行
中国银行	中国银行
浦发银行	浦发银行
交通银行	交通银行
建设银行	建设银行
	兴业银行
	邮储银行
	宁波银行
	南京银行
	农业银行
	上海银行
	工商银行
	广发银行
	光大银行
	招商银行
	北京银行
	江苏银行

资料来源：上海市科学技术委员会，国信证券经济研究所整理

**对科技型企业采取名单制管理，把控整体信贷风险。**在对科技型企业的认定上，上海农商行采取名单制管理，主要参考两份名单，一份是上海市科委的高新技术企业名单，另外一份是工信部及上海市经信委发布的专精特新企业名单。此外，还会参考国家科技型中小企业评价系统中相关企业的主动报送情况。2021 年，上海农商行科技型企业贷款客户中 80%以上为高新技术、专精特新、科技型中小企业等委办认证名单企业。而对于委办名单外的企业，上海农商行会要求其提供相关证明材料，包括专利及相关证书等。通过参考委办的名单进行“名单制管理”，对“非名单企业”加强审核，并开辟风控专业通道，建立“前、中、后台一体化”风控体系，上海农商行进一步加强对科技型企业特别是初创企业信贷风险的整体管控。截至 2022 年 6 月末，上海农商行科创金融业务资产质量保持较优水平，科技型企业不良率为 0.14%。

## 业务模式：立足“企业培育”，提供“全生命周期”服务

依托诸多差异化优势，上海农商行打造以“鑫动能”为特色的科技金融服务体系，立足“做小”，通过投贷联动等“创投型”信贷机制，切入具有核心技术、高成长性的初创期、早中期科技企业，为其提供覆盖全生命周期的“鑫动能”战略新兴客户培育计划及“鑫科贷”科创金融专属产品，探索成为科创企业的一站式服务供应商。

### 专营机构：依托科技支行为科技型企业提供专业化服务

**成立专家型客户经理团队，为细分行业科技型企业提供差异化金融服务。**张江科技支行作为上海市银保监局授牌“科技支行”，已形成了生物医药（医疗器械）行业、软件和信息服务业、环保和新材料行业等专业客户经理队伍。各行业的专业客户经理不仅有金融从业经验，同时拥有相关行业的专业技术背景，对高新技术有较好理解能力，适应专业从事高新技术领域内企业的信贷服务，从而实现科技与信贷较好的结合。截至 2020 年末，张江科技支行科技型企业贷款余额为

74.07 亿元，在支行全部授信客户中，有约 90% 是获得高新技术、科技小巨人、专精特新认证以及入选科创板上市培育库的科技型企业。此外，张江科技支行在科技型企业贷款规模与服务客户数量方面位居全市 7 家科技专营支行之首，被上海银保监局考评为“优秀”。

**由点及面推广“创投型”信贷模式。**张江科技支行为科技企业建立的“创投型”信贷模式逐步推广至全行。传统信贷较为看重企业的过往财务状况及抵押物，但科技企业普遍存在着轻资产、高投入、高风险的特点，特别是在初创期营业收入和盈利能力偏弱且没有足够的抵押物，在传统信贷模式下融资较为困难。基于此，上海农商行“创投型”信贷模式更加注重企业的成长性 & 未来价值，与传统信贷的风控和评审模型更加注重传统财务指标不同，上海农商行更关注对实控人及核心团队、研发能力、商业模式、股权融资能力等非财务因素的审查和评估，以更好地为科技企业提供信贷支持。此外，上海农商行还加强与券商、PE/VC 等外部机构合作，探索对初创型科创企业的金融服务。

### 专项计划：创新“投贷联动”模式，推出“鑫动能 2.0”培育计划

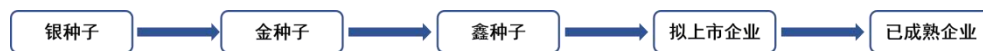
**上海农商行推进“商行+投行”业务转型，创新“投贷联动”业务模式。**上海农商行设立专门的投贷联动业务决策委员会，依托“1+5+N”的专营机制推动“投贷联动”业务发展，为科创企业信贷提供支持。其中，“1”是总行设立投贷联动业务中心，专业化挖掘、评估、服务早期科创企业；“5”是 5 家投贷联动专营机构，结合区域科技发展重点，通过自身科创金融团队服务科技企业；“N”是投贷联动非专营机构，协同总行投贷联动业务中心落实相关服务。基于此，上海农商行形成以行业研究为支撑、以长期价值为参考、以投贷联动业务决策委员会审批机制为特色的科技企业金融服务能力优势。在“投贷联动”业务模式下，上海农商行对企业的信贷关注进一步前移，以企业发展潜力作为风险评价的重要依据，以表内属性加认股权的模式，向具有核心技术、高成长性的中早期科创企业提供专业化的金融服务。2021 年上海农商行共有八家分支机构增设投行专业部门，新增投贷联动业务 112 例，并实现两个项目的任务全退出。

**构建私募股权投资基金生态圈，建立更具“创投基因”的信贷模式。**上海农商行通过与产业引导基金、私募股权基金等进行深度合作，借助 PE/VC 更专业的投资决策机制、风险控制手段和人才团队，以更好地利用银行资金支持科创企业发展。上海农商行通过提供专业的平台和渠道，帮助 PE/VC 触达更多高潜力的中小科创企业，从而为其提供不止于债权融资的综合金融服务。截至 2022 年 6 月末，上海农商行基金库内投资机构总数达 136 家，较上年末增加 27 家；项目库内项目总数 1268 个，较上年末增加 241 个。基金库内基金累计推荐产业客户 171 家，其中 58 家已落地，落地产品涵盖投贷联动、并购贷款、科技企业贷款、存款、理财等；基金推荐产业客户累计派生的人民币存款发生额 6.56 亿元、人民币贷款 7.9 亿元、美元存款 7900 万元、美元贷款 1600 万元；基金库内基金累计派生人民币存款发生额 36.26 亿元、人民币贷款 8.23 亿元。

**2021 年，上海农商行发布“鑫动能 2.0”服务方案，全面升级科技企业金融服务体系。**在“鑫动能”计划实现对科技企业“全生命周期”覆盖的基础上，上海农商行于 2021 年发布“鑫动能 2.0”服务方案。“鑫动能 2.0”更加强调对初创企业的培育，将服务进一步延展至更早期的初创阶段科技企业。上海农商行将培育库内企业将分为“银种子”“金种子”“鑫种子”“拟上市”“已成熟”五大阶段，以更加贴合科创企业发展规律和成长需求。同时，“鑫动能 2.0”服务方案为科技企业设计了更精准匹配“全生命周期”的产品，分别为初创期、成长期、

扩张期和成熟期的企业匹配不同的科创金融产品及服务。

图 16: “鑫动能 2.0” 培育库五大阶段



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

科创金融的核心不只是为科技企业提供信贷支持，“鑫动能 2.0”服务方案除了提供产品支持，更致力于打造科技金融生态系统。上海农商行目前已形成“一鑫四翼”以客户为中心的服务模式。“一鑫”是指“鑫动能”入库企业，“四翼”是指政府委办平台、风险共担机构、专业服务机构及本行各级部门。通过联合外部机构和行内力量，上海农商行的科技金融业务得以更好实现优势互补。截至 2022 年 6 月末，上海农商行“鑫动能”库内企业达 609 家，授信规模超 500 亿元，库内上市企业已达 55 家。2022 年至今已成功培育 9 家企业上市，5 家企业处于已过会拟上市阶段。此外库内有 61 家重点培育企业进入辅导备案阶段，较上年末增加 6 家。这体现了上海农商行培育库对科创企业的孵化作用和服务能力日渐增强。

### 专项产品：“鑫科贷”全生命周期产品体系

上海农商行根据科技型企业所处生命周期特点，为其量身提供不同的金融产品和服务，以满足科技型企业不同发展阶段的融资需求。

#### 企业初创期：基于履历背景及社会声誉，免担保

针对初创期科技企业，上海农商行为其开发了“科技人才贷”和“启航贷”等多款产品，重点服务成立 6 个月以上，有完整会计报表及核心技术，但可能尚未盈利的初创型科技企业。“科技人才贷”可直接基于高端科技人才的履历背景及社会声誉，为由国家及省部级高端科技人才担任法定代表人或实际控制人的科技创新型企业提供单户不超过 200 万元的信用授信；而“启航贷”则是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。

#### 企业成长期：技术+人才+潜力，根据企业特点和需求灵活匹配

成长期的科技企业通常进入成果转化、盈利阶段，且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）。针对这些已取得认可并拥有一定市场的企业，上海农商行为其匹配投贷联动业务，并提供相应的信贷产品，包括与上海市科学技术委员会合作推出的“科技履约贷”，为企业提供最高不超过 1000 万元的担保贷款。对于科技型企业轻资产、研发时间长的特点，上海农商行推出的“高新技术企业信用贷”，重点支持拥有核心技术、核心人才和发展潜力的成长型科创企业。其授信额度最高不超过 500 万元，期限最长不超过 3 年。另外，上海农商行还与上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心合作，推出针对上海市“专精特新”中小企业，单户最高不超过 1000 万元的担保贷款。此外，上海农商行还有基于科技型企业专利、股权、订单等质押的“知识产权贷”、“股权贷”、“订单贷”等一系列产品，可更好地根据企业特点和需求灵活匹配。

### 企业扩张期和成熟期：提供更丰富的资本市场服务

科技型企业进入扩张期和成熟期后，多数已开始不同程度接触甚至引入外部投资者。针对扩张期科技企业，上海农商行为其推出基于企业信用、发放金额单户最高不超过 5000 万元、授信期限最长不超过 5 年的“引航贷”。对成熟期企业，可为其提供匹配增发募集资金管理、并购融资、债券融资、银团贷款等产品。同时借助政策性融资担保机构资源优势，加强对扩张期、成熟期科技型企业信贷支持。上海农商行与上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心合作推出“浦江之光”科技金融专项服务方案。合作业务内容主要包括流动资金贷款，主要合作业务模式为批次贷业务。同时，针对企业上市规划提出“拟上市企业服务方案”，上海农商行通过“一户一策”、股权与债权相结合的融资模式，为拟上市企业提供全方位的金融服务，并加强与 PE/VC 合作，为科技型企业的股改、股权基金对接、挂牌上市、集合信托、私募债、市值管理等提供“一站式”综合金融服务。2022 年，上海农商行升级推出“临港园区科创贷 2.0”专项方案，为临港辖属各园区内本市高新技术企业、专精特新企业或符合科技型企业、战略性新兴产业认定标准的企业提供最高 5000 万元的专项授信服务，以精准服务临港园区科技企业。

表 2：上海农商行为处于不同生命周期的企业匹配相应的金融产品与服务

	金融产品与服务
<b>初创期企业</b>	微贷通、科创助力贷、科技人才贷、启航贷
<b>成长期企业</b>	高企贷、科技履约贷、科创贷、知识产权贷、科技型中心企业股权贷、科技型中小企业订单融资、“专精特新”中小企业信用贷款、“专精特新”千家百亿信用担保融资计划、投贷联动、员工持股贷款
<b>成熟期企业</b>	匹配募集账户规划、股权激励计划、上市策划、股权基金对接、挂牌上市、集合信托、私募债、市值管理、“引航贷”、“浦江之光”科技金融专项服务方案等产品
<b>特色方案</b>	临港科创贷、临床贷

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下：

(1) 总资产增长率：考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配，我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动，大概率在 5-10% 之间。而上海农商行规模已经破万亿，本地区网点布局也较多，预计未来资产增速将接近行业平均水平，我们假设其 2022-2024 年总资产同比增速分别为 9.0%/8.0%/7.0%；

(2) 净息差：今年以来 LPR 下降对银行净息差产生不利影响，尽管沪农商行凭借负债端的优势，在上半年实现了净息差的基本稳定，但我们预计其后续依然面临一定压力。我们假设公司 2022-2024 年净息差（基于期初期末凭借生息资产余额计算）保持在 1.76%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，可能存在较大误差，我们在下表中对净息差做了敏感性分析；

(3) 资产质量：公司中报数据显示其资产质量边际转弱，不过其中也有疫情阶段性因素的影响，基于这一考虑，我们假设其 2022-2024 年不良贷款率稳定在 0.94%，信用成本率为 0.67/0.52/0.40%，即假设未来几年公司通过拨备反哺利润增长；

(4) 其他：假设未来三年分红率保持在 30%。

## 未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2024 年归属母公司净利润 111/125/138 亿元，归母净利润年增速分别为 14.4%/12.3%/10.9%。每股收益分别为 1.15/1.29/1.43 元。

表3：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24164	25496	27473	29401
其中：利息净收入	19371	20378	22106	23759
手续费净收入	2166	2491	2740	3014
其他非息收入	2627	2627	2627	2627
营业支出	11996	11563	11823	12052
其中：资产减值损失	4498	3652	3298	2929
利润总额	12178	13933	15650	17349
归属于母公司净利润	9698	11096	12463	13816
EPS（元）	1.01	1.15	1.29	1.43
ROE	11.8%	11.9%	12.4%	12.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差对预测影响不确定性很大，我们进行如下敏感性分析：

表4：归母净利润增速对净息差的敏感性分析

	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差（+5bps）	18.8%	17.7%	12.2%	10.8%
基准情形	18.8%	14.4%	12.3%	10.9%
净息差（-5bps）	18.8%	11.1%	12.4%	11.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值，相关假设如下：

表5：一、二阶段假设（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净资产	97331	103426	113008	123582	133668	142989	152589	162477	172663	183153	193959	205088	216551	228359
摊薄 ROE	10.0%	10.7%	11.0%	11.2%	10.6%	10.3%	9.9%	9.6%	9.3%	9.0%	8.8%	8.5%	8.3%	8.1%
归母净利润	9698	11096	12463	13816	14230	14657	15097	15550	16016	16497	16992	17501	18026	18567
同比	18.8%	14.4%	12.3%	10.9%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
分红率	56%	30%	30%	30%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
股利	5401	3329	3739	4145	5336	5496	5661	5831	6006	6186	6372	6563	6760	6963

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

**表6: 折现率假设**

无风险收益率	3.0%	第二阶段增长率	3%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	38%
$\beta$	1.2	永续增长率	3%
COE	11%	永续分红率	45%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用三阶段 DDM 估值方法, 得出公司价值区间为 6.1-7.3 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

**表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

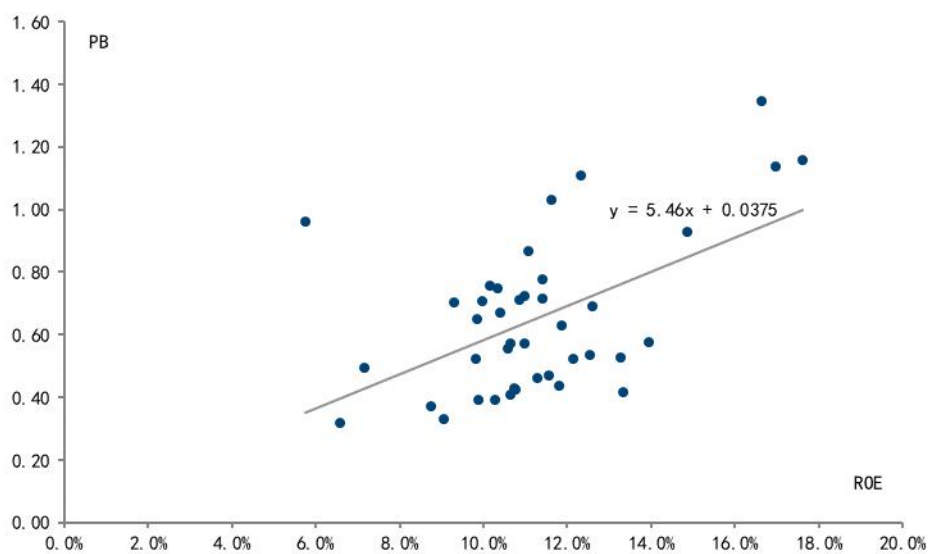
		折现率变化				
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续 增长 率变 化	2.0%	7.5	7.1	6.7	6.3	6.0
	2.5%	7.8	7.3	6.8	6.5	6.1
	3.0%	8.0	7.5	7.0	6.6	6.3
	3.5%	8.3	7.7	7.2	6.8	6.4
	4.0%	8.7	8.0	7.5	7.0	6.6

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值

在 A 股市场中, 农商行估值较其他银行往往会有一定程度的溢价, 因此我们一般是将全部农商行放在一起进行横向比较。但是沪农商行相比之下, 一方面其体量很大, 另一方面其主要经营区域为直辖市, 与一般农商行有较大差别, 因此我们将其与全部上市银行放在一起横向比较。按照 PB(MRQ) 以及 2021 年 ROE, 沪农商行静态 ROE 对应 0.6-0.7 倍 PB(MRQ) 的理论估值, 据此计算其合理价值为 6.0-7.0 元。

图17: 上市银行估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 按9月2日收盘价计算。

## 投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 6.0-7.3 元之间, 今年动态市净率 0.6-0.7 倍, 动态市盈率为 5.2-5.6x, 维持“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

(1) 市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

### 盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

### 政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

### 财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

### 市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032