

业绩增速放缓，资本充足支撑分红提升

——沪农商行 24H1 中报点评

核心观点

- 营收、利润增速边际放缓。**截至 24H1，沪农商行营收、PPOP、归母净利润累计同比增速较 24Q1 分别回落 3.5pct、10.5pct 和 0.9pct 至 0.2%、-4.5% 和 0.6%，每股收益 0.72 元，持平 23 年同期。拆分来看，受息差收窄和扩表放缓的共同影响，24H1 净利息收入同比增速较 24Q1 回落 0.7pct；尽管政策性因素冲击下，手续费净收入同比依然负增长，但降幅较 24Q1 收窄 6.3pct；其他非息收入同比增速较 24Q1 回落 36.7pct，主要是公允价值变动净收益同比下降，但绝对增速仍有近 30%。
- 扩表放缓，科创金融稳步发展。**截至 24H1，沪农商行总资产、贷款同比增速分别较 24Q1 回落 2.1pct、0.5pct 至 7.0%、5.7%，贷款增量主要来自对公和票据，其中科技贷款同比增长超 30%，服务实体经济转型持续推进。**24H1 净息差较 23 年收窄 11bp 至 1.56%**，其中生息资产收益率下行 18bp，计息负债成本率改善 7bp，考虑到定期存款占比超六成，有望继续受益于存款挂牌利率的调降。
- 个贷资产质量压力边际抬升，拨备反哺利润空间依然充足。**截至 24H1，沪农商行不良率较 24Q1 下行 2bp 至 0.97%，关注率、逾期率较 23 年末分别持平、上行 6bp，测算不良净生成率较 23 年末上行 18bp。分领域来看，对公贷款不良率较 23 年末下降 7bp，而个贷不良率抬升 20bp，或主要来自消费贷和经营贷的阶段性扰动。截至 24H1，拨备覆盖率较 24Q1 下降 9.4pct 至 372.42%，反哺利润空间依然充足。
- 资本充裕支撑分红，中期分红比例进一步提升。**截止 24H1，沪农商行核心一级资本充足率较 24Q1 进一步提升 19bp 至 14.68%（24Q1 为上市银行最高水平），此次中期现金分红比例达 33.07%，较 23 年末提升近 3pct。高资本充足率支撑下，预计分红能力具备较强的可持续性。

盈利预测与投资建议

- 结合公司 24H1 业绩表现，我们适度下调息差、中收增速假设，预测公司 24/25/26 年归母净利润同比增速为 2.0%/4.0%/6.3%，EPS 为 1.30/1.36/1.45 元，BVPS 为 12.60/13.60/14.66 元（原预测值 12.62/13.65/14.76 元），当前股价对应 24/25/26 年 PB 为 0.52X/0.48X/0.45X。可比公司 24 年 PB 调整后均值为 0.58 倍，对应合理价值 7.33 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

经济复苏不及预期；信贷需求不及预期；资产质量恶化。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,627	26,414	26,947	28,031	29,802
同比增长(%)	6.1%	3.1%	2.0%	4.0%	6.3%
营业利润(百万元)	13,691	14,294	14,880	15,561	16,560
同比增长(%)	12.4%	4.4%	4.1%	4.6%	6.4%
归属母公司净利润(百万元)	10,974	12,142	12,518	13,106	13,959
同比增长(%)	13.2%	10.6%	3.1%	4.7%	6.5%
每股收益(元)	1.14	1.26	1.30	1.36	1.45
每股净资产(元)	10.56	11.66	12.60	13.60	14.66
总资产收益率(%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
平均净资产收益率(%)	11.2%	11.3%	10.7%	10.4%	10.2%
市盈率	5.74	5.19	5.04	4.81	4.52
市净率	0.62	0.56	0.52	0.48	0.45

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（2024年08月16日）	6.54 元
目标价格	7.33 元
52 周最高价/最低价	7.79/5.25 元
总股本/流通 A 股（万股）	964,444/462,176
A 股市值（百万元）	63,075
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2024 年 08 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.71	-4.25	-9.24	17.57
相对表现%	1.29	0.11	-1.14	29.95
沪深 300%	0.42	-4.36	-8.1	-12.38



证券分析师

屈俊	qujun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523060001
于博文	yubowen1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020002

联系人

王霄鸿	wangxiaohong@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

相关报告

扩表节奏稳健，负债成本有所改善：——	2024-04-28
沪农商行 23A 年报&24Q1 季报点评	
利润增长较好，规模扩张稳健：——沪农	2023-10-29
商行 23Q3 季报点评	
业绩增速再向上，资产质量持续优化：——	2023-09-17
一沪农商行 23H1 中报点评	

表 1：沪农商行可比公司估值表（截至 2024 年 8 月 16 日）

公司简称	收盘价 (元)	PB (倍)			每股净资产 (元)			净利润同比增速		
		2023A	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
江阴银行	3.69	0.59	0.51	0.45	6.27	7.30	8.17	24.9%	11.6%	11.5%
张家港行	3.91	0.58	0.51	0.47	6.72	7.60	8.32	5.9%	5.7%	6.8%
无锡银行	5.18	0.61	0.50	0.46	8.46	10.28	11.37	9.7%	7.7%	6.9%
常熟银行	6.75	0.83	0.73	0.64	8.17	9.31	10.54	19.8%	18.0%	17.3%
杭州银行	13.25	0.85	0.72	0.63	15.66	18.28	21.18	23.2%	18.3%	18.4%
可比公司调整平均		0.68	0.58	0.52	7.78	9.06	10.08	17.6%	12.4%	11.9%

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

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	核心假设	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	20,754	20,700	20,657	21,534	22,980	贷款增速	9.30%	6.09%	6.00%	6.00%	6.00%
利息收入	43,453	45,460	45,616	48,213	51,466	存款增速	12.57%	7.73%	7.00%	7.00%	6.00%
利息支出	22,699	24,761	24,959	26,679	28,486	生息资产增速	10.71%	8.57%	9.68%	8.88%	8.98%
净手续费收入	2,156	2,268	2,155	2,155	2,263	计息负债增速	10.26%	9.18%	7.22%	7.36%	6.70%
营业收入	25,627	26,414	26,947	28,031	29,802	平均生息资产收益率	3.63%	3.47%	3.19%	3.08%	3.02%
营业支出	11,936	12,120	12,067	12,470	13,242	平均计息负债付息率	2.09%	2.08%	1.94%	1.93%	1.93%
税金及附加	269	313	293	300	313	净息差-测算值	1.74%	1.58%	1.44%	1.38%	1.35%
业务及管理费	7,799	8,599	8,623	8,830	9,388	净利差-测算值	1.54%	1.39%	1.25%	1.15%	1.10%
资产减值损失	3,869	3,207	3,151	3,340	3,541	净手续费收入增速	-0.49%	5.23%	-5.00%	0.00%	5.00%
营业利润	13,691	14,294	14,880	15,561	16,560	净其他非息收入增速	3.43%	26.81%	20.00%	5.00%	5.00%
利润总额	13,669	14,886	15,502	16,215	17,246	拨备支出/平均贷款	0.60%	0.46%	0.43%	0.43%	0.43%
所得税	2,276	2,399	2,635	2,756	2,932	不良贷款净生成率	0.32%	0.56%	0.72%	0.70%	0.70%
净利润	11,393	12,487	12,867	13,458	14,315	成本收入比	30.43%	32.56%	32.00%	31.50%	31.50%
归母净利润	10,974	12,142	12,518	13,106	13,959	实际所得税率	16.65%	16.12%	17.00%	17.00%	17.00%
						风险资产增速	9.03%	6.65%	6.00%	6.00%	6.00%

资产负债表						业绩增长率					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	670,623	711,483	754,172	799,423	847,388	净利息收入	7.14%	-0.26%	-0.21%	4.25%	6.72%
贷款减值准备	28,215	28,050	26,492	24,695	22,999	营业收入	6.05%	3.07%	2.02%	4.02%	6.32%
贷款净额	643,951	684,879	727,680	774,728	824,389	拨备前利润	5.18%	3.17%	3.09%	4.83%	6.30%
投资类资产	403,635	494,078	563,249	642,104	731,998	归母净利润	13.16%	10.64%	3.10%	4.69%	6.51%
存放央行	70,252	69,534	87,005	93,095	98,681	盈利能力					
同业资产	112,134	89,302	91,981	94,740	97,582	ROAA	0.93%	0.93%	0.89%	0.87%	0.87%
其他资产	51,427	54,421	26,980	28,976	30,944	ROAE	11.22%	11.34%	10.70%	10.37%	10.24%
生息资产	1,256,644	1,364,397	1,496,407	1,629,362	1,775,650	RORWA	1.49%	1.52%	1.47%	1.45%	1.46%
资产合计	1,281,399	1,392,214	1,484,877	1,594,774	1,703,059	资本状况					
存款	943,485	1,016,412	1,087,561	1,163,690	1,233,511	资本充足率	15.46%	15.74%	15.83%	15.90%	15.98%
向央行借款	37,095	50,215	50,215	50,215	50,215	一级资本充足率	12.99%	13.35%	13.64%	13.90%	14.16%
同业负债	70,078	83,541	100,250	120,300	144,360	核心一级资本充足率	12.96%	13.32%	13.61%	13.87%	14.12%
发行债券	87,226	92,120	93,963	95,842	97,759	资产质量					
计息负债	1,137,883	1,242,288	1,331,988	1,430,046	1,525,845	不良贷款率	0.94%	0.97%	0.97%	0.94%	0.93%
负债合计	1,175,683	1,275,855	1,359,171	1,459,231	1,556,984	拨贷比	4.21%	3.94%	3.51%	3.09%	2.71%
股本	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644	拨备覆盖率	445%	405%	361%	330%	293%
其他权益工具	0	0	0	0	0	估值和每股指标					
资本公积	16,495	16,550	16,550	16,550	16,550	P/E (倍)	5.74	5.19	5.04	4.81	4.52
盈余公积	28,014	32,135	37,411	42,929	48,797	P/B (倍)	0.62	0.56	0.52	0.48	0.45
未分配利润	33,279	36,275	38,405	41,502	44,868	EPS (元)	1.14	1.26	1.30	1.36	1.45
股东权益合计	105,716	116,358	125,705	135,543	146,074	BVPS (元)	10.56	11.66	12.60	13.60	14.66
负债和股东权益合计	1,281,399	1,392,214	1,484,877	1,594,774	1,703,059						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。