

沪农商行(601825)/银行

证券研究报告/公司点评

2024 年 08 月 18 日

**评级：增持(维持)**

市场价格：6.54

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

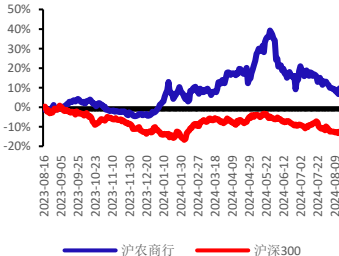
研究助理 杨超伦

Email: yangcl@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	9,644
流通股本(百万股)	4,622
市价(元)	6.54
市值(百万元)	63,075
流通市值(百万元)	30,226

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,614	26,381	27,259	28,135	28,925
增长率 yoy%	6.10%	3.00%	3.30%	3.20%	2.80%
净利润(百万元)	11,154	12,142	12,720	13,288	13,861
增长率 yoy%	15.00%	8.90%	4.80%	4.50%	4.30%
每股收益(元)	1.16	1.26	1.32	1.38	1.44
净资产收益率	11.40%	11.33%	10.97%	10.67%	10.30%
P/E	5.64	5.19	4.95	4.74	4.54
PEG					
P/B	0.62	0.56	0.53	0.49	0.45

备注：股价截止 2024/8/16

**投资要点**

■ **财报综述：**

- **1、高基数下业绩承压：1H24 营收同比+0.3% (vs 1Q24 同比+3.9%)，1H24 净利润同比+0.6% (vs 1Q24 同比+1.5%)。**高基数下，业绩增速有所下滑：由于 2Q23 高基数（2023 年 Q2 确认参股杭州联合银行而增加营业外收入 4.69 亿），今年二季度公司业绩有所承压，剔除高基数扰动后，下半年业绩或有望回暖。
- **2、Q2 单季年化净息差环比下降 1bp 至 1.51%：**负债成本持续改善支撑。单季年化资产收益率环比下降 7bp 至 3.35%，计息负债付息率环比下降 7bp 至 1.92%，预计存款端成本压降释放成效，特别是零售存款付息率较上年末压降 20bp。
- **3、资产负债：对公支撑，Q2 零售投放改善。（1）资产端：**1H24 生息资产同比+6.2%，贷款同比+5.7%，贷增速低于资产增速。2 季度单季新增对公、零售、票据分别为 59 亿、12 亿、54 亿，零售实现正增，投放环比有改善（1Q24 单季下降 57 亿）。1H24 个人按揭投放量较去年同期显著提升，增幅 13.81%。（2）负债端：定期化延续，企业定期实现高增。
- **4、1H24 净非息收入增速下降、同比+9.2% (vs1Q24 同比+22%)。**净手续费同比-17.4% (vs1Q24 同比-23.8%)，降幅收窄。净其他非息收入同比+30.2% (vs1Q24 同比+69%)，增速边际下滑。
- **5、对公带动整体不良率有所下降；地产不良率下降；安全边际仍较高。（1）整体不良方面：**不良率环比-2bp 至 0.97%，整体较为稳定。关注类贷款占比环比-4bp 至 1.23%。（2）具体业务不良方面，对公不良率环比下降 7bp 至 1.03%，维持下降趋势，其中地产不良率环比下降 45bp 至 1.73%。普惠小微不良率环比上升 21bp 至 1.66%。零售不良率环比提升 20bp 至 1.32%。（3）逾期率较年初上升 6bp 至 1.31%。（4）拨备覆盖率环比下降 9.49 个点至 372.35%；拨贷比 3.61%，环比下降 18bp。整体均维持高位。
- **6、分红率：1H24 中期分红率 33.07%，较 2023 年提升 3 个点。**保守估计 24E 净利润增速为 1%，若 24E 全年分红率维持 33.07%，按照 8.16 收盘价 6.54 元，测算静态股息率为 6.43%。
- **投资建议：**公司 2024E、2025E、2026E PB 0.53 X / 0.49X / 0.45；PE4.95 X /

4.74 / 4.54X。沪农商行扎根上海，辐射长三角，经营区位优势；资本充足、资产质量稳健、高分红有望持续，近年来科创金融逐步发力、零售转型初现成效、经营牌照有望逐步落地。短期业绩压力不影响其长期稳健特征，维持“增持”评级。

- 关于沪农商行的业务特色与核心竞争力，详见我们之前深度报告《深度推荐 | 沪农商行：稳字当头，增量确定；业务和业绩持续性强》。
- **风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。

## 内容目录

1、1H24 营收同比+0.3%，净利润增幅受计提影响有波动 .....	- 5 -
2、单季净利息收入环比+1.6%，净息差环比-1bp；负债成本持续改善 .....	- 6 -
3、资产负债：对公支撑，Q2 零售投放改善.....	- 6 -
4、净非息收入：净非息收入同比+9.2%；手续费降幅收窄 .....	- 9 -
5、对公带动整体不良率有所下降；地产不良率下降；安全边际仍较高.....	- 9 -
6、其他：中期分红率提升至 33%，静态股息率预计提升至 6%+ .....	- 10 -

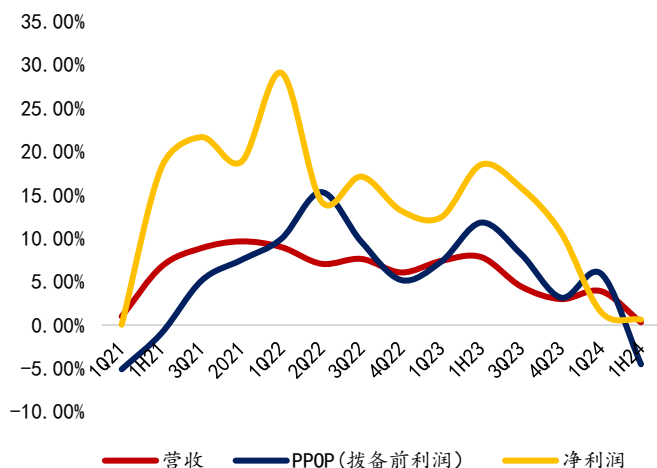
## 图表目录

图表 1: 沪农商行业绩累积同比.....	- 5 -
图表 2: 沪农商行业绩单季同比.....	- 5 -
图表 3: 沪农商行业绩增长拆分 (累积同比) .....	- 5 -
图表 4: 沪农商行业绩增长拆分 (单季环比) .....	- 5 -
图表 5: 沪农商行单季年化净息差.....	- 6 -
图表 6: 沪农商行资产负债收益付息率 (单季年化) .....	- 6 -
图表 7: 沪农商行资产负债增速和结构占比 (百万元) .....	- 7 -
图表 8: 沪农商行资存量贷款结构.....	- 7 -
图表 9: 沪农商行新增贷款结构.....	- 8 -
图表 10: 沪农商行存款增速及结构.....	- 8 -
图表 11: 沪农商行净非息收入同比增速与占比营收情况.....	- 9 -
图表 12: 沪农商行资产质量指标.....	- 10 -
图表 13: 沪农商行细项资产不良率.....	- 10 -
图表 14: 沪农商行前十大股东持股情况 (1H24) .....	- 11 -
图表 15: 沪农商行盈利预测表.....	- 12 -

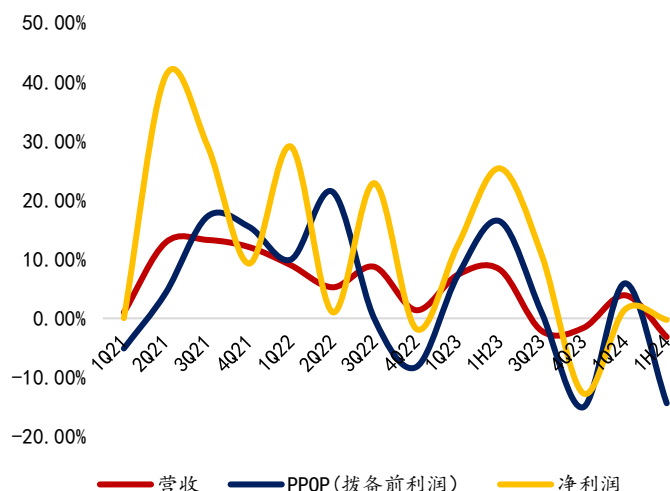
### 1、1H24 营收同比+0.3%，净利润增幅受计提影响有波动

- 沪农商行 1H24 营收同比+0.3% (vs 1Q24 同比+3.9%)，1H24 净利润同比+0.6% (vs 1Q24 同比+1.5%)。高基数下，业绩增速有所下滑：由于 2Q23 高基数 (2023 年 Q2 确认参股杭州联合银行而增加营业外收入 4.69 亿)，今年二季度公司业绩有所承压，剔除高基数扰动后，下半年业绩或有望回暖。1H23/3Q23/2023/1Q24/1H24 公司累积营收、PPOP、归母净利润分别同比增长 7.8% /4.4%/ 3.0% /3.9%/0.3%；11.8% /8.2% /3.2% /5.9%/-4.5%；18.5% /15.8%/ 10.6% /1.5%/0.6%。

图表 1：沪农商行业绩累积同比



图表 2：沪农商行业绩单季同比



来源：公司财报，中泰证券研究所

来源：公司财报，中泰证券研究所

- 1H24 业绩累积同比增长拆分：规模增长提供主要正向业绩贡献，对业绩正向贡献 7.4 个点；其次为拨备和其他非息，分别对业绩贡献 4.87 个点、4.8 个点。细看各项因子边际变化，对业绩贡献边际改善的有：1、拨备贡献边际提升 12 个点。2、手续费负向贡献收窄 1.2 个点。3、息差负向贡献收窄 1 个点。边际贡献减弱的有：1、规模增长正向贡献边际减弱 1.6 个点；2、其他非息正向贡献边际收窄 4.2 个点。3、成本贡献由正转负，边际走弱 6.9 个点。4、税收贡献由正转负，边际走弱 2.7 个点。

图表 3：沪农商行业绩增长拆分（累积同比）

	1H23	3Q23	2023	1Q24	1H24
规模增长	12.09%	10.90%	9.54%	9.03%	7.44%
净息差扩大	-9.72%	-9.88%	-9.82%	-10.99%	-10.03%
净手续费收入	2.50%	1.40%	0.50%	-3.10%	-1.90%
净其他非息收入	3.00%	2.00%	2.80%	9.00%	4.80%
成本	3.98%	3.73%	0.16%	2.02%	-4.83%
拨备	5.34%	5.86%	5.73%	-7.25%	4.87%
税收	1.03%	0.88%	0.69%	2.27%	-0.46%

图表 4：沪农商行业绩增长拆分（单季环比）

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
规模增长	3.11%	2.00%	1.14%	2.50%	1.89%
净息差扩大	-0.20%	-2.72%	-6.48%	-1.14%	-0.29%
净手续费收入	-3.40%	-2.70%	-3.60%	7.20%	-0.90%
净其他非息收入	3.90%	-4.00%	0.70%	9.80%	-4.40%
成本	2.67%	-2.74%	-23.23%	43.91%	-10.61%
拨备	-12.85%	14.46%	-23.05%	60.95%	10.74%
税收	5.34%	-4.18%	4.69%	-19.25%	-0.02%

税后利润	18.18%	14.91%	9.57%	0.94%	-0.11%
------	--------	--------	-------	-------	--------

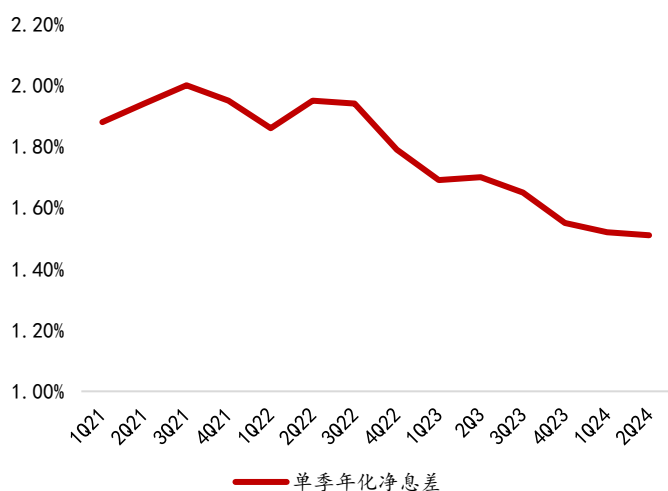
来源：公司财报，中泰证券研究所

税后利润	-1.47%	0.11%	-49.82%	103.93%	-3.55%
------	--------	-------	---------	---------	--------

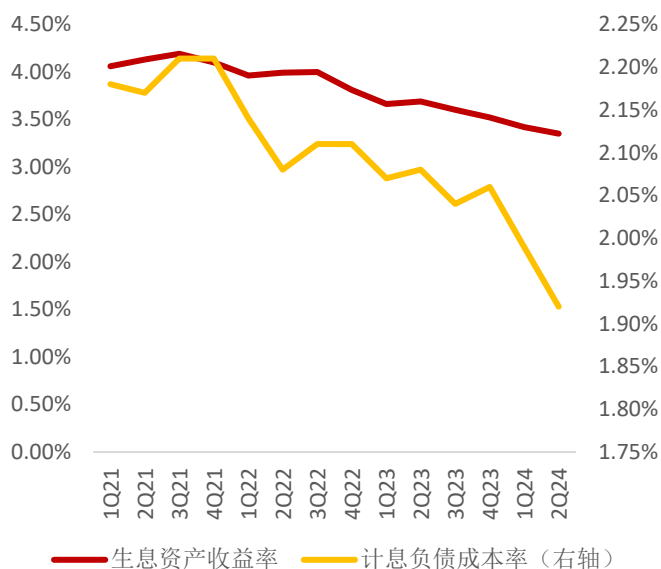
来源：公司财报，中泰证券研究所

## 2、单季净利息收入环比+1.6%，净息差环比-1bp；负债成本持续改善

- Q2 单季年化净息差环比下降 1bp 至 1.51%：负债成本持续改善支撑。**单季年化资产收益率环比下降 7bp 至 3.35%，计息负债付息率环比下降 7bp 至 1.92%，预计存款端成本压降释放成效，特别是零售存款付息率较上年末压降 20bp。

**图表 5：沪农商行单季年化净息差**


来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表 6：沪农商行资产负债收益付息率（单季年化）**


来源：公司财报，中泰证券研究所

## 3、资产负债：对公支撑，Q2 零售投放改善

- 资产端：对公支撑贷款投放，1、资产增速及结构：1H24 生息资产同比 +6.2%，贷款同比+5.7%，贷增速低于资产增速。**贷款、债券投资、同业业务分别占比 52.1%、36.7%和 6.6%，占比较 1Q24 变动+0.6、+0.9 和 -1.5pcts。**2、信贷增长情况：**上半年新增贷款 244 亿，同比少增 15 亿，投放相对稳定。2 季度单季新增对公、零售、票据分别为 59 亿、12 亿、54 亿，零售实现正增，投放环比有改善（1Q24 单季下降 57 亿），根据财报披露信息所述，1H24 个人按揭投放量较去年同期显著提升，增幅 13.81%，但受提前还款等影响，规模增长承压；非按揭投放较去年同期提升 1.41%；1H24 对公地产贷款占比总贷款较年初基本维持稳定（14.8%）。
- 负债端：定期化延续，企业定期实现高增。1、负债增速及结构：1H24 计息负债同比+6.5%，存款同比+6.9%。**企业定期实现 16.8%的同比高

增 (vs 1Q24 同比+5.5%); 个人活期增速转正, 同比正增 4.3%。整体定期存款占比较年初提升 2.7 个点至 63.3%。

**图表 7: 沪农商行资产负债增速和结构占比 (百万元)**

同比增速	2020	2021	2022	1Q23	1H23	3Q23	2023	1Q24	1H24
<b>资产端</b>									
<b>贷款</b>	<b>13.7%</b>	<b>15.6%</b>	<b>9.3%</b>	<b>8.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>7.9%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.7%</b>
对公	19.3%	11.4%	9.2%	12.4%	12.7%	9.8%	8.6%	6.6%	5.3%
个人	23.3%	23.0%	7.5%	4.7%	5.6%	1.9%	-1.4%	-2.2%	-3.1%
票据	-24.3%	17.9%	15.4%	1.8%	5.3%	15.5%	14.4%	27.0%	31.5%
债券投资	14.0%	1.8%	25.3%	26.9%	30.2%	26.5%	22.4%	12.4%	10.6%
同业资产	29.6%	8.9%	-13.1%	-9.8%	-4.7%	-15.0%	-20.4%	24.4%	-5.5%
存放央行	-13.8%	7.1%	-4.7%	-10.0%	-6.7%	-0.5%	1.2%	-0.1%	-1.4%
<b>生息资产</b>	<b>13.1%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.4%</b>	<b>11.5%</b>	<b>13.7%</b>	<b>11.3%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>6.2%</b>
<b>负债端</b>									
<b>存款</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.6%</b>	<b>10.8%</b>	<b>12.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.9%</b>
对公	9.5%	11.9%	6.4%	5.4%	3.9%	1.8%	2.2%	-0.1%	2.4%
个人	10.5%	12.1%	18.4%	17.6%	15.6%	15.5%	11.9%	10.1%	10.1%
发债	82.9%	-2.7%	2.2%	36.1%	-3.5%	5.8%	5.6%	-8.3%	-1.9%
同业负债	10.4%	-5.8%	-1.3%	3.0%	44.9%	33.6%	24.8%	53.0%	9.2%
<b>计息负债</b>	<b>14.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.7%</b>	<b>13.8%</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>6.5%</b>
<b>结构占比</b>									
<b>资产端</b>									
<b>贷款</b>	<b>51.5%</b>	<b>54.1%</b>	<b>53.6%</b>	<b>53.1%</b>	<b>52.3%</b>	<b>52.4%</b>	<b>52.3%</b>	<b>51.5%</b>	<b>52.1%</b>
对公	30.5%	30.9%	30.5%	30.8%	30.5%	30.5%	30.5%	30.0%	30.2%
个人	15.7%	17.6%	17.1%	16.3%	16.0%	15.8%	15.5%	14.6%	14.6%
票据	5.3%	5.7%	6.0%	5.9%	5.8%	6.1%	6.3%	6.9%	7.2%
债券投资	30.7%	28.4%	32.2%	34.8%	35.2%	36.1%	36.3%	35.8%	36.7%
同业资产	11.5%	11.4%	9.0%	7.2%	7.5%	6.7%	6.6%	8.2%	6.6%
存放央行	6.2%	6.1%	5.2%	5.0%	5.0%	4.7%	4.9%	4.5%	4.6%
生息资产									
<b>负债端</b>									
<b>存款</b>	<b>78.7%</b>	<b>81.2%</b>	<b>82.9%</b>	<b>82.0%</b>	<b>80.4%</b>	<b>79.9%</b>	<b>81.8%</b>	<b>79.4%</b>	<b>80.7%</b>
对公	36.4%	37.6%	36.2%	35.1%	33.7%	32.5%	33.9%	32.0%	32.4%
个人	37.7%	39.0%	41.8%	42.3%	41.6%	42.5%	42.9%	42.5%	43.0%
发债	9.2%	8.3%	7.7%	8.0%	7.6%	8.2%	7.4%	6.7%	7.0%
同业负债	12.1%	10.5%	9.4%	10.0%	12.0%	11.8%	10.8%	13.9%	12.3%
计息负债									
<b>单季新增贷款</b>									
单季新增对公	530,673	19,364	20,592	10,885	15,006	4,587	10,382	11,892	12,501
单季新增对公	313,963	3,050	9,934	13,525	10,462	2,376	6,677	6,512	5,934
单季新增个贷	161,746	2,550	6,117	-3,941	3,062	-1,356	-708	-5,668	1,156
单季新增票据	54,964	13,764	4,541	1,301	1,482	3,567	4,413	11,048	5,411
<b>单季新增存款</b>									
单季新增对公	748,989	34,706	51,639	18,556	17,375	-2,544	39,539	4,882	26,095
单季新增对公	346,377	22,458	21,946		-1,893		24,035		8,609
单季新增个人	358,737	10,437	26,596		10,135		13,388		11,357
<b>比年初新增占比新增总贷款</b>									
对公	79.7%	43.3%	56.3%	124.3%	92.6%	86.5%	80.9%	54.8%	51.0%
个贷	47.9%	44.9%	26.2%	17.4%	-3.4%	-7.3%	-7.2%	-11.2%	-18.5%
<b>比年初新增占比新增总存款</b>									
对公	43.1%	46.2%	23.6%		-5.6%		12.4%		-3.6%
个人	48.8%	48.5%	70.2%		84.7%		77.7%		81.0%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

**图表 8: 沪农商行资产存量贷款结构**



存量贷款占比								
对公贷款占总贷款	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
大基建类	15.5%	14.9%	15.3%	14.4%	15.2%	15.5%	15.5%	14.4%
房地产类	20.2%	20.8%	19.8%	17.8%	15.0%	15.0%	14.7%	14.8%
建筑类	2.3%	2.1%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%
批发零售	4.0%	3.2%	4.5%	4.2%	4.3%	4.6%	4.7%	5.0%
制造业	9.6%	9.5%	10.4%	10.8%	11.1%	11.6%	11.8%	11.2%
其他	6.6%	5.8%	7.2%	7.9%	9.7%	9.8%	10.1%	11.1%
<b>对公贷款合计</b>	<b>58.2%</b>	<b>56.4%</b>	<b>59.2%</b>	<b>57.0%</b>	<b>57.0%</b>	<b>58.3%</b>	<b>58.3%</b>	<b>58.1%</b>
个人贷款	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
个人按揭贷款	22.2%	21.1%	20.7%	19.2%	16.9%	15.7%	15.0%	14.0%
信用卡	1.6%	2.0%	2.2%	1.8%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%
消费贷款	1.0%	3.6%	5.0%	5.9%	6.0%	5.6%	5.9%	5.8%
经营性贷款	1.4%	1.3%	2.6%	5.5%	8.1%	8.6%	8.3%	7.8%
<b>个人贷款合计</b>	<b>26.1%</b>	<b>28.1%</b>	<b>30.5%</b>	<b>32.4%</b>	<b>31.9%</b>	<b>30.6%</b>	<b>29.7%</b>	<b>28.1%</b>
贴现票据	15.7%	15.6%	10.4%	10.6%	11.2%	11.1%	12.0%	13.9%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 9：沪农商行新增贷款结构

新增贷款分析	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
农、林、牧、渔业	-0.9%	-3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
制造业	8.5%	17.2%	13.7%	13.3%	26.9%	23.5%	-6.5%
建筑业	1.0%	0.5%	1.7%	-0.5%	3.2%	-0.1%	4.0%
采掘业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
房地产业	25.3%	12.5%	5.2%	-15.6%	16.5%	10.2%	17.4%
交通运输、仓储和邮政业	-2.0%	4.5%	2.5%	-1.9%	6.0%	4.3%	8.4%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
金融业	0.0%	8.8%	0.1%	0.3%	3.6%	5.3%	20.3%
批发和零售业	-2.1%	13.8%	2.3%	5.6%	11.0%	10.8%	13.3%
租赁和商务服务业	13.0%	15.1%	5.9%	26.4%	16.2%	15.8%	-27.1%
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)	0.9%	0.7%	3.7%	4.1%	0.0%	-4.4%	2.1%
信息传输、计算机服务和软件	0.0%	15.2%	2.0%	1.4%	-1.5%	4.5%	5.1%
科研、技术服务和地质勘查业	0.0%	3.0%	2.4%	1.7%	3.1%	3.4%	1.1%
其它	-0.7%	-5.5%	3.8%	21.6%	7.7%	7.6%	13.0%
<b>对公贷款</b>	<b>43.5%</b>	<b>79.7%</b>	<b>43.3%</b>	<b>56.3%</b>	<b>92.7%</b>	<b>80.9%</b>	<b>51.0%</b>
个人按揭贷款	13.6%	17.4%	9.6%	-7.5%	-15.7%	-16.4%	-13.3%
信用卡	5.0%	3.7%	-0.8%	-8.7%	-5.9%	-6.1%	-3.0%
消费贷款	22.6%	15.3%	11.8%	6.2%	-3.8%	5.1%	2.3%
经营性贷款	1.2%	11.4%	24.4%	36.3%	22.1%	10.4%	-4.5%
<b>个人贷款</b>	<b>42.3%</b>	<b>47.9%</b>	<b>44.9%</b>	<b>26.2%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>-7.2%</b>	<b>-18.5%</b>
贴现票据	14.3%	-27.6%	11.9%	17.5%	10.8%	26.3%	67.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 10：沪农商行存款增速及结构



	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24
<b>同比增速</b>								
企业活期	-2.0%	-3.8%	15.0%	3.7%	5.4%	1.6%	0.2%	-6.3%
个人活期	9.3%	7.7%	12.8%	7.5%	24.3%	1.5%	-5.7%	4.3%
企业定期	9.0%	7.8%	-0.9%	30.0%	8.2%	8.0%	5.5%	16.8%
个人定期	12.0%	13.5%	10.1%	13.0%	17.2%	18.4%	15.5%	11.1%
其他	5.5%	-4.2%	14.7%	10.7%	13.6%	54.3%	13.2%	10.7%
<b>存款总额</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.1%</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.9%</b>
<b>结构占比</b>								
企业活期	33.5%	30.6%	31.9%	29.6%	27.7%	26.0%	25.7%	22.8%
个人活期	7.8%	8.0%	8.2%	7.8%	8.6%	7.5%	7.6%	7.3%
企业定期	15.6%	16.0%	14.4%	16.7%	16.0%	15.9%	15.7%	17.4%
个人定期	36.9%	39.8%	39.7%	40.1%	41.8%	44.2%	44.8%	45.9%
其他	6.2%	5.6%	5.9%	5.8%	5.8%	6.4%	6.1%	6.6%
活期占比	41.3%	38.5%	40.0%	37.4%	36.3%	33.5%	33.3%	30.1%
定期占比	52.6%	55.8%	54.1%	56.8%	57.8%	60.1%	60.5%	63.3%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

#### 4、净非息收入：净非息收入同比+9.2%；手续费降幅收窄

- 1H24 净非息收入增速下降、同比+9.2% (vs1Q24 同比+22%)。净手续费收入：1H24 净手续费同比-17.4% (vs1Q24 同比-23.8%)，降幅收窄。净其他非息收入：1H24 净其他非息收入同比+30.2% (vs1Q24 同比+69%)，增速边际下滑。

图表 11：沪农商行净非息收入同比增速与占比营收情况

	2021	2022	1Q23	1H23	3Q23	2023	1Q24	1H24
<b>累积同比</b>								
净非息收入	15.0%	1.7%	20.3%	28.9%	17.8%	17.0%	22.0%	9.2%
净手续费收入	-7.2%	-0.5%	9.2%	26.2%	14.6%	5.2%	-23.8%	-17.4%
净其他非息收入	43.4%	3.4%	34.3%	31.0%	20.4%	26.4%	69.0%	30.2%
<b>占比营收</b>								
净非息收入	19.8%	19.0%	24.5%	24.6%	22.9%	21.5%	28.7%	26.8%
净手续费收入	9.0%	8.4%	12.4%	10.9%	9.8%	8.6%	9.1%	8.9%
净其他非息收入	10.8%	10.5%	12.1%	13.8%	13.1%	12.9%	19.6%	17.9%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

#### 5、对公带动整体不良率有所下降；地产不良率下降；安全边际仍较高

- 1、不良率在 1%以内继续下降。1H24 不良率环比-2bp 至 0.97%，整体较为稳定。关注类贷款占比环比-4bp 至 1.23%。
- 2、具体业务不良方面，对公不良率环比下降 7bp 至 1.03%，维持下降趋势，其中地产不良率环比下降 45bp 至 1.73%，主要原因为加大了房地产贷款的处置核销力度。普惠小微不良率环比上升 21bp 至 1.66%。零售不良率环比提升 20bp 至 1.32%。

- 3、逾期率较年初上升 6bp 至 1.31%，较为稳定。
- 4、安全边际仍较高。拨备覆盖率环比下降 9.49 个点至 372.35%；拨贷比 3.61%，环比下降 18bp。整体均维持高位。

图表 12：沪农商行资产质量指标

	2021	2022	1Q23	1H23	3Q23	2023	1Q24	1H24	环比变动	同比变动
<b>不良维度</b>										
不良率	0.95%	0.94%	0.97%	0.95%	0.97%	0.97%	0.99%	0.97%	-0.02%	0.02%
不良净生成率（累计年化）	0.30%	0.32%	0.60%	0.46%	0.48%	0.56%	0.96%	0.74%	-0.22%	0.28%
不良核销转出率	18.89%	24.90%	46.02%	40.09%	40.93%	50.47%	83.11%	70.03%	-13.08%	29.94%
关注类占比	0.47%	0.74%	0.57%	0.80%	1.24%	1.23%	1.27%	1.23%	-0.04%	0.43%
(关注+不良)/贷款总额	1.42%	1.69%	1.54%	1.75%	2.21%	2.21%	2.26%	2.19%	-0.07%	0.44%
(关注+不良)净生成率	0.52%	1.51%	-0.19%	1.64%	2.12%	0.82%	0.84%	0.02%	-0.81%	-1.61%
<b>逾期维度</b>										
逾期率	1.08%	1.44%	N.A.	1.36%	N.A.	1.25%	N.A.	1.31%	0.06%	-0.05%
逾期90天以上/贷款总额	0.78%	0.81%	N.A.	0.79%	N.A.	0.92%	N.A.	0.92%	0.00%	0.13%
逾期净生成率（单季年化）	3.35%	1.06%		0.43%		0.30%		0.50%	0.21%	0.08%
逾期90天以上净生成率（单季年化）	2.71%	0.55%		0.48%		0.77%		0.37%	-0.40%	-0.11%
逾期/不良	114.07%	152.08%	N.A.	143.68%	N.A.	128.49%	N.A.	134.76%	6.27%	-8.92%
逾期90天以上/不良贷款余额	82.43%	86.00%	N.A.	83.05%	N.A.	94.35%	N.A.	94.92%	0.57%	11.87%
<b>拨备维度</b>										
信用成本（累积）	0.76%	0.52%	N.A.	0.41%	N.A.	0.33%	N.A.	0.20%		
拨备覆盖率	442.49%	445.31%	422.67%	432.06%	415.47%	404.98%	381.84%	372.35%	-9.49%	-59.71%
拨备/贷款总额	4.20%	4.21%	4.10%	4.10%	4.03%	3.94%	3.79%	3.61%	-0.18%	-0.49%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 13：沪农商行细项资产不良率

	2020	2021	2022	1H23	2023	1H24	环比变动
制造业	0.85%	0.51%	0.62%	0.69%	0.51%	0.68%	0.17%
建筑业	1.01%	1.00%	1.22%	1.18%	1.19%	2.26%	1.07%
房地产业	1.50%	1.24%	1.39%	1.78%	2.18%	1.73%	0.45%
交通运输、仓储和邮政业	3.78%	3.20%	3.87%	0.53%	0.24%	0.94%	0.70%
批发和零售业	4.87%	4.32%	2.71%	1.53%	1.39%	2.43%	1.04%
租赁和商务服务业	0.18%	0.85%	0.27%	0.39%	0.57%	0.36%	0.21%
旅游服务业（eg：住宿餐饮等）	2.46%	0.88%	6.29%	6.15%	0.84%	0.70%	0.14%
信息传输、计算机服务和软件	0.68%	0.16%	0.39%	0.38%	0.45%	0.44%	0.01%
科研、技术服务和地质勘查业	0.62%	0.36%	0.35%	0.37%	0.84%	0.87%	0.03%
公司贷款	1.33%	1.31%	1.22%	1.13%	1.10%	1.03%	0.07%
零售贷款	0.65%	0.62%	0.79%	0.94%	1.12%	1.32%	0.20%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

### 6、其他：中期分红率提升至 33%，静态股息率预计提升至 6%+

- 分红率：1H24 中期分红率 33.07%，较 2023 年提升 3 个点。保守估计 24E 净利润增速为 1%，若 24E 全年分红率维持 33.07%，按照 8.16 收盘价 6.54 元，测算静态股息率为 6.43%。
- 科创金融持续发力，截至 1H24 科技型企业贷款余额 1,085.56 亿元，较上年末增长 160.41 亿元，增幅 17.34%；科技型企业贷款客户数 3,966 户，较上年末增加 691 户，增幅 21.10%。
- 单季年化成本收入比同比上升。2Q24 业务及管理费同比上升 3.6%。2Q24 单季年化成本收入比 33.3%，同比上升 2.2 个点。

- **资本充足，且各项资本充足率环比大幅提升。**1H24 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 14.68%、14.71%、17.15%，处于行业领先地位，环比变动+19、+19、+19bp，在高位继续上升。
- **前十大股东变动：无变化。**

**图表 14：沪农商行前十大股东持股情况（1H24）**

股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
上海国有资产经营有限公司	不变	895,796,176		9.2900	0.0000
中国远洋海运集团有限公司	不变	800,000,000		8.2900	0.0000
宝山钢铁股份有限公司	不变	800,000,000		8.2900	0.0000
上海久事(集团)有限公司	不变	751,186,846		7.7900	0.0000
中国太平洋人寿保险股份有限公司	不变	560,000,000		5.8100	0.0000
上海国盛集团资产有限公司	不变	481,151,214		4.9900	0.0000
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	不变	477,915,621		4.9600	0.0000
太平人寿保险有限公司	不变	414,904,000		4.3000	0.0000
上海申迪(集团)有限公司	不变	357,700,000		3.7100	0.0000
览海控股(集团)有限公司	不变	336,000,000		3.4800	0.0000
合计	不变	<b>5,874,653,857</b>		<b>60.91</b>	

来源：公司财报，中泰证券研究所

- **投资建议：**公司 2024E、2025E、2026E PB 0.53 X / 0.49X / 0.45；PE4.95 X / 4.74 / 4.54X。沪农商行扎根上海，辐射长三角，经营区位优势；资本充足、资产质量稳健、高分红有望持续，近年来科创金融逐步发力、零售转型初现成效、经营牌照有望逐步落地。短期业绩压力不影响其长期稳健特征，维持“增持”评级。
- 关于沪农商行的业务特色与核心竞争力，详见我们之前深度报告《深度推荐 | 沪农商行：稳字当头，增量确定；业务和业绩持续性强》。
- **风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。

图表 15: 沪农商行盈利预测表

每股指标	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	5.19	4.95	4.74	4.54	净利息收入	20,697	21,415	21,888	22,359
PB	0.56	0.53	0.49	0.45	手续费净收入	2,268	2,155	2,263	2,263
EPS	1.26	1.32	1.38	1.44	营业收入	26,381	27,259	28,135	28,925
BVPS	11.66	12.40	13.42	14.49	业务及管理费	(8,599)	(8,723)	(8,441)	(8,678)
每股股利	0.38	0.40	0.41	0.43	拨备前利润	18,091	18,840	19,987	20,527
<b>盈利能力</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	拨备	(3,205)	(3,151)	(3,573)	(3,376)
净息差	1.58%	1.50%	1.41%	1.33%	税前利润	14,886	15,689	16,414	17,151
贷款收益率	4.13%	4.05%	3.95%	3.88%	税后利润	12,487	13,100	13,706	14,321
生息资产收益率	3.48%	3.37%	3.29%	3.25%	归属母公司净利润	12,142	12,720	13,288	13,861
存款付息率	1.92%	1.90%	1.90%	1.90%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
计息负债成本率	2.05%	2.05%	2.06%	2.07%	贷款总额	711,483	754,172	799,422	847,387
ROAA	0.91%	0.88%	0.84%	0.80%	债券投资	494,078	543,486	597,835	657,619
ROAE	11.33%	10.97%	10.67%	10.30%	同业资产	89,302	98,232	108,055	118,861
成本收入比	32.60%	32.00%	30.00%	30.00%	生息资产	1,361,108	1,494,685	1,612,011	1,739,102
<b>业绩与规模增长</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产总额	1,392,214	1,513,956	1,652,023	1,803,811
净利息收入	-0.3%	3.5%	2.2%	2.2%	存款	1,016,411	1,097,724	1,185,542	1,280,385
营业收入	3.0%	3.3%	3.2%	2.8%	同业负债	133,757	147,133	161,846	178,031
拨备前利润	3.1%	4.1%	6.1%	2.7%	发行债券	92,120	110,544	132,653	159,184
归属母公司净利润	8.9%	4.8%	4.5%	4.3%	计息负债	1,242,288	1,355,401	1,480,041	1,617,600
净手续费收入	5.2%	-5.0%	5.0%	0.0%	负债总额	1,275,855	1,390,155	1,517,991	1,659,077
贷款余额	6.09%	6.00%	6.00%	6.00%	股本	9,644	9,644	9,644	9,644
生息资产	8.7%	9.8%	7.8%	7.9%	归属母公司股东权益	112,427	119,554	129,445	139,780
存款余额	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%	所有者权益总额	116,359	123,801	134,032	144,734
计息负债	5.7%	9.1%	9.2%	9.3%	<b>资本状况</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>资产质量</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资本充足率	15.74%	15.44%	15.40%	15.33%
不良率	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	核心资本充足率	13.32%	13.20%	13.32%	13.40%
拨备覆盖率	406.2%	384.5%	371.1%	352.6%	杠杆率	11.96	12.23	12.33	12.46
拨贷比	3.94%	3.73%	3.60%	3.42%	RORWA	1.57%	1.58%	1.53%	1.48%
不良净生成率	0.56%	0.50%	0.45%	0.45%	风险加权系数	57.16%	56.77%	56.19%	55.58%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。