

沪农商行(601825)

报告日期: 2024 年 10 月 25 日

业绩小幅改善的高分红股

——沪农商行 2024 年三季报点评

投资要点

□ 三季报营收利润增速小幅改善，不良环比稳定。

□ 数据概览

沪农商行 24Q1-3 归母净利润同比增长 0.8%，增速较 24H1 上升 0.2pc；营收同比增长 0.3%，增速较 24H1 上升 0.1pc。沪农商行 24Q3 末不良率为 0.97%，环比持平；拨备覆盖率为 365%，环比下降 7pc。沪农商行 2024 年中期分红率为 33.07%，较 2023 年上升 3pc。

□ 业绩小幅改善

沪农商行 24Q1-3 归母净利润同比增长 0.8%，增速较 24H1 上升 0.2pc；营收同比增长 0.3%，增速较 24H1 上升 0.1pc。沪农商行业绩小幅改善主要得益于其他非息增速提升，以及中收负增幅度收敛。24Q1-3 沪农商行中收、其他非息收入同比增速分别为 -16%、+33%，增速较 24H1 分别 +1pc、+3pc。

展望全年，预计沪农商行营收、利润增速小幅度改善趋势有望延续，主要考虑去年息差基数走低，息差拖累有望改善。

□ 息差环比收窄

测算沪农商行 24Q3 单季息差（期初期末口径）环比下降 4bp 至 1.43%，判断主要受资产端收益率下降影响。①测算 24Q3 资产收益率环比下降 4bp 至 3.20%，判断主要受贷款利率下行影响；②测算 24Q3 负债成本率环比上升 7bp 至 1.99%，判断主要受成本较高的个人存款占比上升影响，24Q3 个人存款环比增长 2.4%，增速较总存款快 0.9pc。（单季期初期末口径可能对平均计息负债金额测算偏小，导致负债成本率环比波动偏大，实际负债成本率可能环比基本稳定）。展望未来，息差仍有下行压力，主要考虑资产收益率下行速度快于负债端成本改善。

□ 不良保持稳定

①不良环比稳定，24Q3 末沪农商行不良率为 0.97%，环比持平；风险前瞻指标波动，24Q3 末沪农商行关注率环比 +13bp 至 1.36%，判断主要受小微零售资产质量压力上升影响。②拨备环比下降，24Q3 末沪农商行拨备覆盖率环比下降 7pc 至 365%，风险抵补能力仍然较强。

□ 夯实业务基础

①零售端加强渠道和客群经营，24Q3 沪农商行个人客户（不含信用卡客户）、AUM 分别同比增长 8%、7%，零售贷款投放边际改善，前三季度累计房产按揭类贷款投放量同比提升超 40%。②对公端加强重点领域投放和综合经营，24Q3 沪农商行对公客户融资总量较年初增长 8%，其中科技型企业贷款较年初增长 19%，科技型企业贷款客户数较年初增长 25%。

□ 盈利预测与估值

沪农商行整体经营稳健，不良基本稳定，分红高股息优势突出，看好长期价值。2024 年中期分红率达到 33%，分红率达到上市行靠前水平，假设 2024 年分红率维持在中期分红水平，测算 2024 年股息率为 5.3%。预计沪农商行 2024-2026 年归母净利润同比增长 1.3%/1.6%/2.0%，对应 BPS 12.35/13.46/14.36 元/股。现价对应 2024-2026 年 PB 估值 0.64/0.59/0.55 倍。目标价为 9.88 元/股，对应 24 年 PB 0.80 倍，现价空间 25%，维持“买入”评级。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：徐安妮

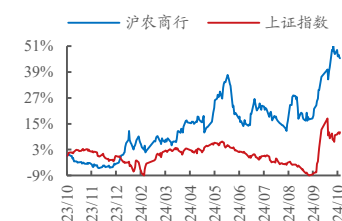
执业证书号：S1230523060006

xuanni@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 7.90
总市值(百万元)	76,191.11
总股本(百万股)	9,644.44

股票走势图



相关报告

- 1 《中期分红率提升至 33%》
2024.08.17
- 2 《资本充足，高分红股》
2024.04.28
- 3 《深耕上海郊区的大型农商行》
2024.01.29

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,414	26,522	26,168	26,203
(+/-) (%)	3.07%	0.41%	-1.33%	0.13%
归母净利润	12,142	12,304	12,502	12,755
(+/-) (%)	10.64%	1.34%	1.61%	2.03%
每股净资产(元)	11.66	12.35	13.46	14.36
P/B	0.68	0.64	0.59	0.55

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

表1: 沪农商行 2024 年三季报业绩概览

维度	单位: 百万元	23Q1-3	24H1	24Q1-3	QoQ	YoY	24Q1	24Q2	24Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	13.0%	11.9%	11.9%	0.0pc	-1.2pc	12.4%	11.6%	11.8%	0.2pc
	ROA (年化)	1.08%	1.00%	1.00%	0bp	-8bp	1.00%	0.94%	0.96%	1bp
	拨备前利润	14,869	9,707	14,377		-3.3%	5,226	4,481	4,670	4.2%
	同比增速	8.2%	-4.5%	-3.3%	1.2pc	-11.5pc	5.9%	-14.4%	-0.6%	13.7pc
	归母净利润	10,401	6,971	10,485		0.8%	3,552	3,419	3,514	2.8%
	同比增速	15.8%	0.6%	0.8%	0.2pc	-15.0pc	1.5%	-0.2%	1.2%	1.4pc
	EPS (未年化)	1.08	0.72	1.09		0.8%	0.37	0.35	0.36	2.8%
	BVPS (未年化)	11.40	12.28	12.40		8.8%	12.16	12.28	12.40	1.0%
收入拆分	营业收入	20,415	13,917	20,484		0.3%	7,085	6,832	6,567	-3.9%
	同比增速	4.5%	0.2%	0.3%	0.1pc	-4.2pc	3.7%	-3.1%	0.6%	3.7pc
	利息净收入	15,715	10,180	15,232		-3.1%	5,050	5,130	5,051	-1.5%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	1,283,053	1,382,222	1,392,741		0.8%	1,365,960	1,398,484	1,413,779	1.1%
	净息差 (日均余额口径)	n.a	1.56%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	1.63%	1.47%	1.46%	-1bp	-17bp	1.48%	1.47%	1.43%	-4bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.55%	3.28%	3.26%	-3bp	-29bp	3.32%	3.24%	3.20%	-4bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	2.09%	1.96%	1.97%	1bp	-12bp	1.99%	1.92%	1.99%	7bp
	非利息净收入	4,700	3,737	5,252		11.8%	2,035	1,702	1,515	-11.0%
	手续费净收入	2,005	1,245	1,675		-16.4%	644	601	430	-28.5%
	其他非息收入	2,695	2,491	3,577		32.7%	1,390	1,101	1,085	-1.4%
	业务及管理费	5,787	4,044	5,863		1.3%	1,774	2,271	1,819	-19.9%
	成本收入比	28.35%	29.06%	28.62%	-0.4pc	0.3pc	25.04%	33.24%	27.70%	-5.5pc
	资产减值损失	1,951	1,082	1,451		-25.6%	837	245	368	50.1%
	贷款减值损失	1,719	727	974		-43.4%	601	125	247	97.0%
	信用成本	0.33%	0.20%	0.18%	-2bp	-16bp	0.34%	0.07%	0.13%	6bp
	所得税费用	2,215	1,482	2,212		-0.1%	754	728	730	0.3%
	有效税率	17.14%	17.18%	17.11%	-0.1pc	0.0pc	17.18%	17.19%	16.97%	-0.2pc
规模增长	总资产	1,368,424	1,454,957	1,476,689		1.5%	1,441,596	1,454,957	1,476,689	1.5%
	生息资产余额	1,314,752	1,405,000	1,422,559		1.2%	1,391,968	1,405,000	1,422,559	1.2%
	贷款总额	701,101	735,876	743,317		1.0%	723,375	735,876	743,317	1.0%
	对公贷款	489,444	529,439	534,753		1.0%	518,093	529,439	534,753	1.0%
	个人贷款	211,657	206,437	208,564		1.0%	205,281	206,437	208,564	1.0%
	同业资产	89,248	93,809	104,152		11.0%	114,591	93,809	104,152	11.0%
	金融投资	483,057	518,350	520,966		0.5%	502,837	518,350	520,966	0.5%
	存放央行	65,987	67,797	68,782		1.5%	66,877	67,797	68,782	1.5%
	总负债	1,254,561	1,332,563	1,353,062		1.5%	1,320,322	1,332,563	1,353,062	1.5%
	付息负债余额	1,122,220	1,297,231	1,223,044		-5.7%	1,286,697	1,297,231	1,223,044	-5.7%
	吸收存款	976,871	1,047,388	1,063,394		1.5%	1,021,294	1,047,388	1,063,394	1.5%
	企业活期	n.a	238,469	n.a	n.a	n.a	n.a	238,469	n.a	n.a
	个人活期	n.a	76,728	n.a	n.a	n.a	n.a	76,728	n.a	n.a
	企业定期	n.a	181,818	n.a	n.a	n.a	n.a	181,818	n.a	n.a
	个人定期	n.a	480,925	n.a	n.a	n.a	n.a	480,925	n.a	n.a
	同业负债	101,393	106,169	108,244		2.0%	129,727	106,169	108,244	2.0%
	发行债券	607	90,497	798	-99.1%	31.3%	86,577	90,497	798	-99.1%
	向央行借款	43,348	53,177	50,608	-4.8%	16.7%	49,098	53,177	50,608	-4.8%
	所有者权益	113,862	122,394	123,627		1.0%	121,274	122,394	123,627	1.0%
	总股本	9,644	9,644	9,644		0.0%	9,644	9,644	9,644	0.0%
资产质量	不良贷款	6,799	7,127	7,197		1.0%	7,188	7,127	7,197	1.0%
	不良率	0.97%	0.97%	0.97%	0bp	0bp	0.99%	0.97%	0.97%	0bp
	关注贷款	8,718	9,016	10,075		11.7%	9,162	9,016	10,075	11.7%
	关注率	1.24%	1.23%	1.36%	13bp	11bp	1.27%	1.23%	1.36%	13bp
	逾期贷款	n.a	9,607	n.a	n.a	n.a	n.a	9,607	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.31%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.31%	n.a	n.a
	不良生成额	2,468	2,625	3,311		26.1%	1,648	977	686	-29.8%
	不良生成率	0.49%	0.74%	0.62%	-12bp	13bp	0.93%	0.54%	0.37%	-17bp
	核销转出额	2,004	2,425	3,040		25.4%	1,386	1,038	615	-40.8%
	核销转出率	42.17%	70.01%	58.52%	-11.5pc	16.3pc	80.05%	57.79%	34.53%	-23.3pc
逾期90+偏离度	逾期90+偏离度	n.a	94.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	94.9%	n.a	n.a
	拨备覆盖率	415.5%	372%	365%	-7.4pc	-50.5pc	381.8%	372.42%	365.0%	-7.4pc
	拨贷比	4.03%	3.61%	3.53%	-7bp	-50bp	3.79%	3.61%	3.53%	-7bp
	资本情况									
资本情况	核心一级资本充足率	13.25%	14.68%	14.51%	-17bp	126bp	14.49%	14.68%	14.51%	-17bp
	一级资本充足率	13.28%	14.71%	14.54%	-17bp	126bp	14.52%	14.71%	14.54%	-17bp
	资本充足率	15.69%	17.15%	16.95%	-20bp	126bp	16.97%	17.15%	16.95%	-20bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 24Q1-3 举例, 24Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 24Q1-3 生息资产平均余额为 24Q1、24Q2、24Q3 平均余额的平均值。“环比变化”指 24Q1-3 环比 24H1 的指标变化情况, “同比变化”指 24Q1-3 同比 23Q1-3 的指标变化情况, 右侧 QoQ 指 24Q3 环比 24Q2 指标变化情况。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
存放央行	69,534	204,705	214,941	225,688
同业资产	89,302	93,767	98,455	103,378
贷款总额	711,483	754,884	792,628	832,259
贷款减值准备	(27,834)	(26,784)	(25,230)	(23,404)
贷款净额	684,879	728,100	767,398	808,855
证券投资	494,078	373,918	402,387	430,218
其他资产	54,421	55,146	58,323	61,587
资产合计	1,392,214	1,490,434	1,576,302	1,664,523
同业负债	133,757	147,132	161,845	178,030
存款余额	1,016,412	1,077,396	1,131,266	1,187,830
应付债券	92,120	101,703	105,832	110,129
其他负债	33,567	41,017	43,266	45,649
负债合计	1,275,855	1,367,249	1,442,210	1,521,638
股东权益合计	116,358	123,185	134,092	142,885

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	20,700	19,818	19,530	19,451
净手续费收入	2,268	2,155	2,263	2,376
其他非息收入	3,446	4,549	4,376	4,376
营业收入	26,414	26,522	26,168	26,203
税金及附加	(313)	(236)	(243)	(250)
业务及管理费	(8,599)	(8,634)	(8,112)	(7,861)
营业外净收入	622	0	0	0
拨备前利润	18,094	17,652	17,813	18,092
资产减值损失	(3,207)	(2,786)	(2,708)	(2,681)
税前利润	14,886	14,866	15,105	15,411
所得税	(2,399)	(2,396)	(2,434)	(2,484)
税后利润	12,487	12,470	12,670	12,927
归属母公司净利润	12,142	12,304	12,502	12,755
归属母公司普通股股东净利润	12,142	12,304	12,502	12,755

主要财务比率

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
业绩增长				
利息净收入增速	(0.26%)	(4.26%)	(1.46%)	(0.40%)
手续费净增速	5.23%	(5.00%)	5.00%	5.00%
非息净收入增速	17.26%	17.31%	(0.97%)	1.70%
拨备前利润增速	3.17%	(2.44%)	0.91%	1.57%
归属母公司净利润增速	10.64%	1.34%	1.61%	2.03%
盈利能力				
ROAE	11.33%	10.63%	10.05%	9.51%
ROAA	0.91%	0.85%	0.82%	0.79%
RORWA	1.48%	1.28%	1.13%	1.09%
生息率	3.51%	3.19%	3.00%	2.93%
付息率	2.11%	1.95%	1.78%	1.78%
净利差	1.41%	1.24%	1.22%	1.15%
净息差	1.60%	1.44%	1.34%	1.27%
成本收入比	32.56%	32.56%	31.00%	30.00%
资本状况				
资本充足率	15.74%	13.38%	13.68%	13.76%
核心资本充足率	13.35%	11.23%	11.56%	11.68%
风险加权系数	60.93%	72.00%	72.00%	72.00%
股息支付率	30.10%	33.07%	33.07%	33.07%

主要财务比率

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
资产质量				
不良贷款余额	6,926	7,286	7,704	8,111
不良贷款净生成率	0.56%	0.62%	0.62%	0.62%
不良贷款率	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%
拨备覆盖率	405%	368%	328%	289%
拨贷比	3.94%	3.55%	3.18%	2.81%
流动性				
贷存比	70.00%	70.07%	70.07%	70.07%
贷款/总资产	51.10%	50.65%	50.28%	50.00%
平均生息资产/平均总资产	96.70%	95.65%	94.96%	94.84%
每股指标 (元)				
EPS	1.26	1.28	1.30	1.32
BVPS	11.66	12.35	13.46	14.36
每股股利	0.38	0.42	0.43	0.44
估值指标				
P/E	6.28	6.19	6.09	5.97
P/B	0.68	0.64	0.59	0.55
P/POP	4.21	4.32	4.28	4.21
股息收益率	4.80%	5.34%	5.43%	5.54%

数据来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>