

2025 年 04 月 25 日

## 沪农商行 (601825)

## ——扣非营收平稳，股息优势突出

报告原因：有业绩公布需要点评

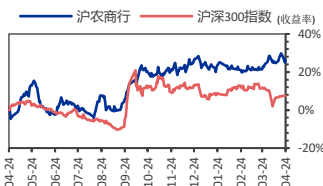
买入 (维持)

市场数据： 2025 年 04 月 24 日  
收盘价 (元) 8.44  
一年内最高/最低 (元) 8.80/6.25  
市净率 0.7  
股息率 (分红/股价) 7.32  
流通 A 股市值 (百万元) 78,632  
上证指数/深证成指 3,297.29/9,878.32

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日  
每股净资产 (元) 12.95  
资产负债率% 91.62  
总股本/流通 A 股(百万) 9,644/9,317  
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

郑庆明 A0230519090001  
zhengqm@swsresearch.com  
林颖颖 A0230522070004  
linyy@swsresearch.com  
冯思远 A0230522090005  
fengsy@swsresearch.com

## 研究支持

李禹昊 A0230123070008  
liyh2@swsresearch.com

## 联系人

冯思远  
(8621)23297818x  
fengsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：沪农商行披露 2024 年报及 2025 年一季报，2024/1Q25 实现营收 266 亿元/66 亿元，同比增长 0.9%/下滑 7.4%，实现归母净利润 123 亿元/36 亿元，同比增长 1.2%/0.3%。4Q24/1Q25 不良率均季度环比持平 0.97%，拨备覆盖率分别季度环比下降 13pct/13pct 至 339%。

- **受同期确认房产处置一次性收入高基数影响，一季度营收下滑，利润维持平稳正增：**2024/1Q25 沪农商行营收分别同比增长 0.9%、下滑 7.4%，归母净利润分别同比增长 1.2%、0.3%，扣非后 1Q25 营收、归母净利润分别同比持平、增长 12.6%。从驱动因子来看，① **量难补价利息净收入压力仍存。**2024/1Q25 利息净收入同比下滑 2.9%/5.6%，拖累营收 2.2pct/4pct，其中息差收窄分别拖累 7.7pct/7.9pct。② **非息收入中资产处置收益高基数拖累营收。**2024 非息收入增长 14%，贡献营收增速 3.1pct；1Q25 非息收入下滑 12%，拖累营收增速 3.4pct，其中同期处置房产的收入高基数拖累 7.1pct。③ **拨备反哺支撑利润正增，**分别贡献 2024/1Q25 利润增速 4.2pct/7.8pct。
- **财报关注点：① 考虑到去年房产处置带来的收入基数全部集中在一季度，伴随影响逐步摊薄，一季报或为全年营收低点。**2024 年非流动性资产处置损益合计约 5.5 亿，占全年营收比重约 2%。② **但剔除基数影响看，利息净收入降幅扩大，尚未能有效支撑营收。**在规模更侧重于低速平稳增长的策略下，稳息差成效决定利息净收入表现；相对积极的是，2025 年负债成本下降幅度有望超过去年。③ **资产质量延续平稳较优水平，拨备反哺稳业绩表现仍有空间。**1Q25 不良率低位持平、拨备覆盖率仍近 340%，测算 1Q25 加回核销回收后不良生成率约 0.46%。④ **资本相对充足支撑分红率稳中有升，股息优势突出。**2024 年度分红率 33.9%，同比上升 3.8pct，较 2024 年中期分红率进一步提升近 1pct，对应股息率超 5%。同时董事会决议已通过 2025 中期分红安排，考虑到资本较为充足（1Q25 核心一级资本充足率 14.36%），不排除分红率进一步提升安排。
- **信贷增速维持平稳，科技、绿色等支撑对公开门红：**4Q24/1Q25 贷款增速低位稳定 6.1%/6.6%，2025 全年信贷增速预计也将维持约 6%。2024 年新增贷款近 440 亿，同比多增约 30 亿。1Q25 新增贷款近 160 亿，同比多增约 40 亿，结构上主要由对公贡献（新增超 140 亿，同比多增近 80 亿）。分行业来看，主要投向科技、绿色、普惠等重点领域（合计贡献 1Q25 新增贷款超 7 成）。

## 财务数据及盈利预测

| 百万元             | 2023      | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 (百万元)     | 26,413.80 | 26,641.34 | 26,387.30 | 27,300.04 | 28,795.64 |
| 营业总收入同比增长率 (%)  | 3.07      | 0.86      | (0.95)    | 3.46      | 5.48      |
| 资产减值损失 (百万元)    | 3,207.37  | 2,469.43  | 2,369.62  | 2,984.85  | 3,911.52  |
| 资产减值损失同比增长率 (%) | (17.10)   | (23.01)   | (4.04)    | 25.96     | 31.05     |
| 归母净利润 (百万元)     | 12,141.96 | 12,288.16 | 12,400.95 | 12,846.46 | 13,380.65 |
| 归母净利润同比增长率 (%)  | 10.64     | 1.20      | 0.92      | 3.59      | 4.16      |
| 每股收益 (元/股)      | 1.26      | 1.27      | 1.29      | 1.33      | 1.39      |
| ROE (%)         | 11.33     | 10.40     | 9.69      | 9.42      | 9.21      |
| 不良贷款率 (%)       | 0.97      | 0.97      | 0.96      | 0.95      | 0.95      |
| 拨备覆盖率 (%)       | 404.98    | 352.35    | 311.51    | 303.81    | 303.58    |
| 市盈率             | 6.70      | 6.62      | 6.56      | 6.34      | 6.08      |
| 市净率             |           |           |           |           |           |

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

- **息差依然承压，但相对积极的是存款成本或下行提速，缓释定价下降压力：**2024 年沪农商行息差 1.50%，同比下降 16bps（2023 年为下降 17bps），较 9M24 下降 4bps。测算 1Q25 息差 1.40%，同比仍下降约 17bps，但季度环比基本持平。从资产负债两端来看，贷款定价下行是息差承压主因，2H24 贷款利率降至 3.64%，环比 1H24 下降 29bps；但存款成本也现回落，2H24 存款成本 1.74%，环比 1H24 下降 9bps，较 2023 年已累计下降超 20bps。考虑到沪农商行定期存款占比超 6 成，且零售存款占总存款比重近 5 成，存量高息定期存款到期降价或带动 2025 年负债成本加速回落，今年一季度或已有所体现（以期初期末平均口径计算，1Q24-1Q25 付息负债成本率季度环比分别-7bps/-7bps/持平/-10bps/-13bps）。
- **审慎风控下，资产质量保持平稳较优水平：**4Q24/1Q25 沪农商行不良率均环比持平 0.97%，从前瞻指标来看，2024 年末逾期率较 1H24 上升 14bps 至 1.45%；关注率较 1H24 上升 5bps 至 1.28%，1Q25 进一步上升至 1.49%，或与零售逾期增加带动分类下迁有关。测算 2024 年加回核销回收后不良生成率 0.66%（2023 年为 0.44%），1Q25 则回落至 0.46%。分行业来看，2024 年末对公、零售不良率分别 1.02%、1.32%，均较 1H24 基本持平。从风险抵补能力来看，1Q25 拨备覆盖率较年初下降 13pct 至 339%，仍保持较好水平。
- **投资分析意见：逐步消化营收基数压力后，全年业绩有望保持平稳。相对充足的资本也赋予分红率稳步提升空间，凸显高股息优势，维持“买入”评级。**基于审慎考量调低 2025-2026 年盈利增速预测，调低息差判断，新增 2027 年盈利增速预测。预计 2025-2027 年归母净利润同比增速分别 0.9%、3.6%、4.2%（原预测 2025-2026 年为 2.8%、5.8%），当前股价对应 2025 年 PB 为 0.62 倍，股息率对应 5.1%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏低于预期，息差持续承压；零售等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

**表 1：量难补价利息净收入尚难支撑营收，而在同期资产处置收益高基数下，1Q25 营收下滑 7%**

| 沪农商行          | 2020   | 2021  | 2022  | 2023  | 1Q24  | 1H24  | 9M24  | 2024  | 1Q25  |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入同比增长      | 3.6%   | 9.6%  | 6.1%  | 3.1%  | 3.7%  | 0.2%  | 0.3%  | 0.9%  | -7.4% |
| 利息净收入贡献       | 11.8%  | 6.8%  | 5.7%  | -0.2% | -1.5% | -2.0% | -2.4% | -2.2% | -4.0% |
| 其中：平均生息资产规模贡献 | 10.4%  | 8.9%  | 6.9%  | 7.1%  | 4.5%  | 5.0%  | 5.5%  | 5.4%  | 3.9%  |
| 其中：息差变动贡献     | 1.4%   | -2.1% | -1.1% | -7.3% | -6.0% | -6.9% | -7.8% | -7.7% | -7.9% |
| 手续费净收入贡献      | -0.6%  | -0.8% | 0.0%  | 0.4%  | -2.9% | -1.9% | -1.2% | -0.9% | -0.6% |
| 其他净收益贡献       | -7.6%  | 3.6%  | 0.4%  | 2.8%  | 8.1%  | 4.1%  | 3.9%  | 4.0%  | -2.8% |
| 营业支出贡献（成本收入比） | 2.1%   | -1.7% | -0.8% | -3.5% | 2.3%  | -0.2% | -0.3% | -0.9% | -0.5% |
| 拨备贡献利润        | -13.4% | 15.5% | 7.1%  | 5.7%  | -7.2% | 4.9%  | 3.4%  | 4.2%  | 7.8%  |
| 营业外收支贡献       | 0.3%   | -0.4% | -0.1% | 3.6%  | -0.1% | -4.6% | -3.4% | -3.6% | 0.1%  |
| 实际税率等变化贡献     | 1.6%   | -3.7% | 1.2%  | 0.7%  | 2.3%  | -0.5% | 0.0%  | 0.4%  | 0.1%  |
| 归母净利润同比增长     | -7.7%  | 18.8% | 13.2% | 10.6% | 1.5%  | 0.6%  | 0.8%  | 1.2%  | 0.3%  |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 2：贷款保持平稳增长，对公发力支撑信贷开门红表现

| 增量 (亿元) | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 对公      | 22     | 82     | 118    | 99     | 155    | 85     | 24     | 67     | 65     | 59     | 13     | 96     | 142    |
| 票据      | 99     | -11    | -34    | 45     | 13     | 15     | 36     | 44     | 110    | 54     | 40     | -28    | 34     |
| 零售      | 16     | 11     | 61     | 61     | -39    | 30     | -14    | -7     | -57    | 12     | 21     | 51     | -17    |
| 总贷款     | 137    | 82     | 145    | 206    | 109    | 150    | 46     | 104    | 119    | 125    | 74     | 119    | 159    |
| 金融投资    | 303    | 73     | 222    | 216    | 437    | 212    | 145    | 110    | 88     | 155    | 26     | 32     | 226    |
| 同业资产    | -269   | 20     | 9      | 71     | -200   | 72     | -101   | 1      | 253    | -208   | 103    | -67    | 127    |
| 总资产     | 231    | 195    | 302    | 503    | 396    | 385    | 90     | 238    | 494    | 134    | 217    | 111    | 521    |
| 存量 (占比) | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   |
| 对公      | 56.1%  | 56.7%  | 57.2%  | 57.0%  | 58.3%  | 58.3%  | 58.2%  | 58.3%  | 58.3%  | 58.1%  | 57.7%  | 58.0%  | 58.7%  |
| 零售      | 32.0%  | 31.7%  | 32.0%  | 31.9%  | 30.8%  | 30.6%  | 30.2%  | 29.6%  | 28.4%  | 28.1%  | 28.1%  | 28.3%  | 27.5%  |
| 票据贴现    | 11.9%  | 11.6%  | 10.8%  | 11.1%  | 11.2%  | 11.1%  | 11.6%  | 12.0%  | 13.3%  | 13.9%  | 14.3%  | 13.7%  | 13.8%  |
| 金融投资    | 29.8%  | 30.0%  | 31.0%  | 31.5%  | 33.9%  | 34.5%  | 35.3%  | 35.5%  | 34.9%  | 35.6%  | 35.3%  | 35.2%  | 35.5%  |
| 同业资产    | 8.6%   | 8.7%   | 8.5%   | 8.8%   | 7.0%   | 7.3%   | 6.5%   | 6.4%   | 7.9%   | 6.4%   | 7.1%   | 6.6%   | 7.2%   |
| 总资产     | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| YoY     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 对公      |        |        | 7.3%   | 9.2%   | 12.9%  | 12.7%  | 9.8%   | 8.6%   | 6.0%   | 5.3%   | 5.0%   | 5.6%   | 7.4%   |
| 零售      |        |        | 5.8%   | 7.5%   | 4.7%   | 5.6%   | 1.9%   | -1.4%  | -2.2%  | -3.1%  | -1.5%  | 1.3%   | 3.3%   |
| 总贷款     |        |        | 9.4%   | 9.3%   | 8.6%   | 9.6%   | 7.9%   | 6.1%   | 6.1%   | 5.7%   | 6.0%   | 6.1%   | 6.6%   |
| 总资产     |        |        | 10.3%  | 10.6%  | 11.8%  | 13.2%  | 11.2%  | 8.6%   | 9.1%   | 7.0%   | 7.9%   | 6.9%   | 6.8%   |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：贷款定价下行是息差承压主因，相对积极的是存款成本也已现回落趋势

| 沪农商行-收益率/成本率 | 1H22  | 2H22  | 1H23  | 2H23  | 1H24  | 2H24  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净息差          | 1.86% | 1.81% | 1.71% | 1.63% | 1.56% | 1.46% |
| 生息资产收益率      |       |       |       |       |       |       |
| 总贷款          | 4.59% | 4.51% | 4.38% | 4.13% | 3.93% | 3.64% |
| 债券投资         | 3.43% | 3.30% | 3.19% | 3.16% | 3.06% | 2.97% |
| 存放央行         | 1.40% | 1.45% | 1.48% | 1.44% | 1.41% | 1.42% |
| 同业资产         | 2.22% | 2.08% | 2.35% | 2.49% | 2.60% | 2.30% |
| 生息资产         | 3.90% | 3.81% | 3.74% | 3.62% | 3.48% | 3.26% |
| 付息负债成本率      |       |       |       |       |       |       |
| 总存款          | 2.03% | 2.00% | 1.98% | 1.94% | 1.83% | 1.74% |
| 同业负债         | 2.20% | 2.05% | 2.26% | 2.34% | 2.64% | 2.39% |
| 应付债券         | 2.97% | 2.61% | 2.59% | 2.64% | 2.54% | 2.34% |
| 央行再贷款        | 2.44% | 2.38% | 2.30% | 2.30% | 2.24% | 2.08% |
| 付息负债         | 2.12% | 2.07% | 2.07% | 2.04% | 1.98% | 1.86% |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：沪农商行 1Q25 业绩概览

| Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)             | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | QoQ          | YoY          | 2023          | 2024          | YoY         |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
| Net interest income 净利息收入                      | 5,050        | 5,130        | 5,051        | 4,875        | 4,766        | -2.2%        | -5.6%        | 20,700        | 20,107        | -2.9%       |
| Non-interest income 非利息收入                      | 2,035        | 1,702        | 1,515        | 1,283        | 1,794        | 39.9%        | -11.8%       | 5,714         | 6,535         | 14.4%       |
| Net fee income 净手续费收入                          | 644          | 601          | 520          | 277          | 604          | 118.2%       | -6.3%        | 2,268         | 2,042         | -10.0%      |
| <b>Operating income 营业收入</b>                   | <b>7,085</b> | <b>6,832</b> | <b>6,567</b> | <b>6,157</b> | <b>6,560</b> | <b>6.5%</b>  | <b>-7.4%</b> | <b>26,414</b> | <b>26,641</b> | <b>0.9%</b> |
| Operating expenses 营业支出                        | (1,858)      | (2,346)      | (1,899)      | (3,073)      | (1,744)      | -43.2%       | -6.1%        | (8,942)       | (9,176)       | 2.6%        |
| Taxes and surcharges 营业税金及附加                   | (83)         | (70)         | (78)         | (73)         | (76)         | 4.1%         | -8.7%        | (313)         | (305)         | -2.8%       |
| <b>PPOP 拨备前营业利润</b>                            | <b>5,226</b> | <b>4,487</b> | <b>4,668</b> | <b>3,084</b> | <b>4,816</b> | <b>56.1%</b> | <b>-7.9%</b> | <b>17,472</b> | <b>17,465</b> | <b>0.0%</b> |
| Impairment losses on assets 资产减值损失             | (837)        | (245)        | (368)        | (1,019)      | (431)        | -57.7%       | -48.5%       | (3,207)       | (2,469)       | -23.0%      |
| Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失              | (601)        | (125)        | (247)        | (1,160)      | (372)        | -67.9%       | -38.0%       | (2,303)       | (2,134)       | -7.4%       |
| Operating profit 营业利润                          | 4,389        | 4,241        | 4,300        | 2,065        | 4,385        | 112.3%       | -0.1%        | 14,264        | 14,996        | 5.1%        |
| Other operating income/(expense), net 营业外收支净额  | (0)          | (6)          | 2            | (19)         | 4            | -124.0%      | -2495.2%     | 622           | (22)          | -103.6%     |
| Profit before taxation 利润总额                    | 4,389        | 4,236        | 4,302        | 2,047        | 4,389        | 114.4%       | 0.0%         | 14,886        | 14,973        | 0.6%        |
| Income tax 所得税费用                               | (754)        | (728)        | (730)        | (154)        | (749)        | 387.1%       | -0.7%        | (2,399)       | (2,366)       | -1.4%       |
| <b>Net profit 净利润</b>                          | <b>3,635</b> | <b>3,508</b> | <b>3,572</b> | <b>1,893</b> | <b>3,640</b> | <b>92.3%</b> | <b>0.1%</b>  | <b>12,487</b> | <b>12,608</b> | <b>1.0%</b> |
| Minority interest 少数股东权益                       | (83)         | (89)         | (57)         | (90)         | (76)         | -15.6%       | -8.6%        | (345)         | (319)         | -7.5%       |
| <b>NPAT 归属股东净利润</b>                            | <b>3,552</b> | <b>3,419</b> | <b>3,514</b> | <b>1,803</b> | <b>3,564</b> | <b>97.7%</b> | <b>0.3%</b>  | <b>12,142</b> | <b>12,288</b> | <b>1.2%</b> |
| AT1 shareholders 优先股股息                         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | na           | na           | 0             | 0             | na          |
| <b>NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润</b>     | <b>3,552</b> | <b>3,419</b> | <b>3,514</b> | <b>1,803</b> | <b>3,564</b> | <b>97.7%</b> | <b>0.3%</b>  | <b>12,142</b> | <b>12,288</b> | <b>1.2%</b> |
| Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)              | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | QoQ          | YoY          | 2023          | 2024          | YoY         |
| Total loans 贷款总额                               | 723,375      | 735,876      | 743,317      | 755,219      | 771,127      | 2.1%         | 6.6%         | 711,483       | 755,219       | 6.1%        |
| Total deposits 存款总额                            | 1,021,294    | 1,047,388    | 1,063,394    | 1,072,141    | 1,081,521    | 0.9%         | 5.9%         | 1,016,412     | 1,072,141     | 5.5%        |
| NPLs 不良贷款余额                                    | 7,188        | 7,138        | 7,197        | 7,295        | 7,480        | 2.5%         | 4.1%         | 6,926         | 7,295         | 5.3%        |
| Loan provisions 贷款损失准备                         | 27,447       | 26,583       | 26,268       | 25,705       | 25,377       | -1.3%        | -7.5%        | 28,050        | 25,705        | -8.4%       |
| Total assets 资产总额                              | 1,441,596    | 1,454,957    | 1,476,689    | 1,487,809    | 1,539,929    | 3.5%         | 6.8%         | 1,392,214     | 1,487,809     | 6.9%        |
| Total liabilities 负债总额                         | 1,320,322    | 1,332,563    | 1,353,062    | 1,359,828    | 1,410,839    | 3.8%         | 6.9%         | 1,275,855     | 1,359,828     | 6.6%        |
| Equity attributable to parent company 母公司所有者权益 | 117,260      | 118,398      | 119,574      | 123,836      | 124,868      | 0.8%         | 6.5%         | 112,427       | 123,836       | 10.1%       |
| Other equity instruments 优先股及其他                | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | na           | na           | 0             | 0             | na          |
| Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产  | 1,285,557    | 1,335,969    | 1,352,155    | 1,372,365    | 1,383,398    | 0.8%         | 7.6%         | 1,241,520     | 1,336,577     | 7.7%        |
| Per share data (Yuan) 每股数据 (元)                 | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | QoQ          | YoY          | 2023          | 2024          | YoY         |
| Shares 普通股股本 (百万股)                             | 9,644        | 9,644        | 9,644        | 9,644        | 9,644        | 0.0%         | 0.0%         | 9,644         | 9,644         | 0.0%        |
| EPS                                            | 0.37         | 0.35         | 0.36         | 0.19         | 0.37         | 97.7%        | 0.3%         | 1.26          | 1.27          | 1.2%        |
| BVPS                                           | 12.16        | 12.28        | 12.40        | 12.84        | 12.95        | 0.8%         | 6.5%         | 11.66         | 12.84         | 10.1%       |
| DPS                                            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | na           | na           | 0.38          | 0.43          | 14.0%       |
| PPOP/sh                                        | 0.54         | 0.47         | 0.48         | 0.32         | 0.50         | 56.1%        | -7.9%        | 1.81          | 1.81          | 0.0%        |
| Main indicators 主要指标 (%)                       | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | QoQ          | YoY          | 2023          | 2024          | YoY         |
| ROA                                            | 1.03%        | 0.97%        | 0.97%        | 0.51%        | 0.96%        | 0.5pct       | -0.1pct      | 0.93%         | 0.88%         | -0.1pct     |
| ROE                                            | 12.37%       | 11.61%       | 11.81%       | 5.93%        | 11.46%       | 5.5pct       | -0.9pct      | 11.33%        | 10.40%        | -0.9pct     |
| NIM 净息差                                        | 1.57%        | 1.54%        | 1.50%        | 1.41%        | 1.40%        | -2bps        | -17bps       | 1.67%         | 1.50%         | -16bps      |
| Cost-to-income ratio 成本收入比                     | 25.05%       | 33.31%       | 27.72%       | 48.72%       | 25.43%       | -23.3pct     | 0.4pct       | 32.67%        | 33.30%        | 0.6pct      |
| Effective tax rate 有效所得税率                      | 17.18%       | 17.19%       | 16.97%       | 7.51%        | 17.06%       | 9.6pct       | -0.1pct      | 16.12%        | 15.80%        | -0.3pct     |
| LDR 贷存比                                        | 70.83%       | 70.26%       | 69.90%       | 70.44%       | 71.30%       | 0.9pct       | 0.5pct       | 70.00%        | 70.44%        | 0.4pct      |
| NPL ratio 不良率                                  | 0.99%        | 0.97%        | 0.97%        | 0.97%        | 0.97%        | 0bps         | -2bps        | 0.97%         | 0.97%         | -1bps       |
| Provision coverage ratio 拨备覆盖率                 | 381.84%      | 372.42%      | 364.98%      | 352.35%      | 339.27%      | -13.1pct     | -42.6pct     | 404.98%       | 352.35%       | -52.6pct    |
| Provision ratio 拨贷比                            | 3.79%        | 3.61%        | 3.53%        | 3.40%        | 3.29%        | -11bps       | -50bps       | 3.94%         | 3.40%         | -54bps      |
| Credit cost 信用成本                               | 0.08%        | 0.02%        | 0.03%        | 0.15%        | 0.05%        | -11bps       | -3bps        | 0.33%         | 0.29%         | -4bps       |
| Non-interest income/operating income 非息收入占比    | 28.72%       | 24.91%       | 23.08%       | 20.83%       | 27.35%       | 6.5pct       | -1.4pct      | 21.63%        | 24.53%        | 2.9pct      |
| Net fee income/operating income 净手续费收入占比       | 9.10%        | 8.80%        | 7.92%        | 4.50%        | 9.21%        | 4.7pct       | 0.1pct       | 8.59%         | 7.67%         | -0.9pct     |
| Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率                      | 14.49%       | 14.68%       | 14.51%       | 14.73%       | 14.36%       | -0.4pct      | -0.1pct      | 13.32%        | 14.73%        | 1.4pct      |
| Tier 1 CAR 一级资本充足率                             | 14.52%       | 14.71%       | 14.54%       | 14.76%       | 14.39%       | -0.4pct      | -0.1pct      | 13.35%        | 14.76%        | 1.4pct      |
| CAR 资本充足率                                      | 16.97%       | 17.15%       | 16.95%       | 17.15%       | 16.74%       | -0.4pct      | -0.2pct      | 15.74%        | 17.15%        | 1.4pct      |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：沪农商行盈利预测表

| Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)            |         |         |         |         |         | 同比增速 (%) |         |       |        |       |
|-----------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|-------|--------|-------|
|                                               | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2023     | 2024    | 2025E | 2026E  | 2027E |
| Net interest income 净利息收入                     | 20,700  | 20,107  | 20,179  | 20,906  | 22,210  | -0.3%    | -2.9%   | 0.4%  | 3.6%   | 6.2%  |
| Non-interest income 非利息收入                     | 5,714   | 6,535   | 6,208   | 6,394   | 6,586   | 17.3%    | 14.4%   | -5.0% | 3.0%   | 3.0%  |
| Net fee income 净手续费收入                         | 2,268   | 2,042   | 2,144   | 2,252   | 2,364   | 5.2%     | -10.0%  | 5.0%  | 5.0%   | 5.0%  |
| Operating income 营业收入                         | 26,414  | 26,641  | 26,387  | 27,300  | 28,796  | 3.1%     | 0.9%    | -1.0% | 3.5%   | 5.5%  |
| Operating expenses 营业支出                       | (8,942) | (9,176) | (8,992) | (9,082) | (9,173) | 10.6%    | 2.6%    | -2.0% | 1.0%   | 1.0%  |
| Taxes and surcharges 营业税                      | (313)   | (305)   | (323)   | (342)   | (363)   | 16.7%    | -2.8%   | 6.0%  | 6.0%   | 6.0%  |
| PPOP 拨备前营业利润                                  | 17,472  | 17,465  | 17,395  | 18,218  | 19,622  | -0.4%    | 0.0%    | -0.4% | 4.7%   | 7.7%  |
| Impairment losses on assets 资产减值损失            | (3,207) | (2,469) | (2,370) | (2,985) | (3,912) | -17.1%   | -23.0%  | -4.0% | 26.0%  | 31.0% |
| Loan impairment charges 贷款减值损失                | (2,303) | (2,134) | (2,067) | (2,743) | (3,718) | -31.0%   | -7.4%   | -3.1% | 32.7%  | 35.5% |
| Operating profit 营业利润                         | 14,264  | 14,996  | 15,025  | 15,233  | 15,711  | 4.3%     | 5.1%    | 0.2%  | 1.4%   | 3.1%  |
| Other operating income/(expense), net 营业外收支净额 | 622     | (22)    | (22)    | (22)    | (22)    | -        | -103.6% | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  |
| Profit before taxation 利润总额                   | 14,886  | 14,973  | 15,003  | 15,210  | 15,688  | 8.9%     | 0.6%    | 0.2%  | 1.4%   | 3.1%  |
| Income tax 所得税                                | (2,399) | (2,366) | (2,250) | (1,977) | (1,883) | 5.4%     | -1.4%   | -4.9% | -12.1% | -4.8% |
| Net profit 净利润                                | 12,487  | 12,608  | 12,752  | 13,233  | 13,806  | 9.6%     | 1.0%    | 1.1%  | 3.8%   | 4.3%  |
| Minority interest 少数股东权益                      | (345)   | (319)   | (351)   | (387)   | (425)   | -17.5%   | -7.5%   | 10.0% | 10.0%  | 10.0% |
| NPAT 归属股东净利润                                  | 12,142  | 12,288  | 12,401  | 12,846  | 13,381  | 10.6%    | 1.2%    | 0.9%  | 3.6%   | 4.2%  |
| AT1 shareholders 优先股股息                        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | na       | na      | na    | na     | na    |
| NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润           | 12,142  | 12,288  | 12,401  | 12,846  | 13,381  | 10.6%    | 1.2%    | 0.9%  | 3.6%   | 4.2%  |

| Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)              |           |           |           |           |           |       |       |       |       |       |
|------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                                | 2023      | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
| Total loans 贷款总额                               | 711,483   | 755,219   | 805,063   | 857,392   | 913,123   | 6.1%  | 6.1%  | 6.6%  | 6.5%  | 6.5%  |
| Total deposits 存款总额                            | 1,016,412 | 1,072,141 | 1,141,830 | 1,216,049 | 1,295,092 | 7.7%  | 5.5%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.5%  |
| NPLs 不良贷款余额                                    | 6,926     | 7,295     | 7,763     | 8,179     | 8,710     | 9.3%  | 5.3%  | 6.4%  | 5.4%  | 6.5%  |
| Loan provisions 贷款损失准备                         | 28,050    | 25,705    | 24,184    | 24,849    | 26,443    | -0.6% | -8.4% | -5.9% | 2.7%  | 6.4%  |
| Total assets 资产总额                              | 1,392,214 | 1,487,809 | 1,589,680 | 1,698,760 | 1,807,702 | 8.6%  | 6.9%  | 6.8%  | 6.9%  | 6.4%  |
| Total liabilities 负债总额                         | 1,275,855 | 1,359,828 | 1,453,049 | 1,553,031 | 1,652,447 | 8.5%  | 6.6%  | 6.9%  | 6.9%  | 6.4%  |
| Equity attributable to parent company 母公司所有者权益 | 112,427   | 123,836   | 132,071   | 140,713   | 149,738   | 10.4% | 10.1% | 6.6%  | 6.5%  | 6.4%  |
| Other equity instruments 优先股及其他                | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | na    | na    | na    | na    | na    |
| Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产  | 1,241,520 | 1,336,577 | 1,416,620 | 1,511,577 | 1,615,374 | 9.7%  | 7.7%  | 6.0%  | 6.7%  | 6.9%  |

| Per share data (Yuan) 每股数据 (元) |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| Shares 普通股股本 (百万股)             | 9,644 | 9,644 | 9,644 | 9,644 | 9,644 | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0% | 0.0% |
| EPS                            | 1.26  | 1.27  | 1.29  | 1.33  | 1.39  | 10.6% | 1.2%  | 0.9%  | 3.6% | 4.2% |
| BVPS                           | 11.66 | 12.84 | 13.69 | 14.59 | 15.53 | 10.4% | 10.1% | 6.6%  | 6.5% | 6.4% |
| DPS                            | 0.38  | 0.43  | 0.44  | 0.45  | 0.47  | 10.8% | 14.0% | 0.9%  | 3.6% | 4.2% |
| PPOP/sh                        | 1.81  | 1.81  | 1.80  | 1.89  | 2.03  | -0.4% | 0.0%  | -0.4% | 4.7% | 7.7% |

| Main indicators 主要指标 (%)                    |         |         |         |         |         |         |         |         |        |        |
|---------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
|                                             | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
| ROA                                         | 0.93%   | 0.88%   | 0.83%   | 0.80%   | 0.79%   | 0.00%   | -0.06%  | -0.05%  | -0.02% | -0.02% |
| ROE                                         | 11.3%   | 10.4%   | 9.7%    | 9.4%    | 9.2%    | 0.11%   | -0.93%  | -0.71%  | -0.27% | -0.21% |
| NIM 净息差                                     | 1.67%   | 1.50%   | 1.42%   | 1.38%   | 1.37%   | -0.17%  | -0.16%  | -0.08%  | -0.04% | -0.01% |
| Cost-to-income ratio 成本收入比                  | 32.67%  | 33.30%  | 32.85%  | 32.01%  | 30.60%  | 2.17%   | 0.63%   | -0.44%  | -0.84% | -1.42% |
| Effective tax rate 有效所得税率                   | 16.12%  | 15.80%  | 15.00%  | 13.00%  | 12.00%  | -0.53%  | -0.32%  | -0.80%  | -2.00% | -1.00% |
| LDR 贷存比                                     | 70.00%  | 70.44%  | 70.51%  | 70.51%  | 70.51%  | -1.08%  | 0.44%   | 0.07%   | 0.00%  | 0.00%  |
| NPL ratio 不良率                               | 0.97%   | 0.97%   | 0.96%   | 0.95%   | 0.95%   | 0.03%   | -0.01%  | 0.00%   | -0.01% | 0.00%  |
| Provision coverage ratio 拨备覆盖率              | 404.98% | 352.35% | 311.51% | 303.81% | 303.58% | -40.35% | -52.62% | -40.84% | -7.70% | -0.23% |
| Provision ratio 拨贷比                         | 3.94%   | 3.40%   | 3.00%   | 2.90%   | 2.90%   | -0.26%  | -0.54%  | -0.40%  | -0.11% | 0.00%  |
| Credit cost 信用成本                            | 0.33%   | 0.29%   | 0.27%   | 0.33%   | 0.42%   | -0.19%  | -0.04%  | -0.03%  | 0.07%  | 0.09%  |
| Non-interest income/operating income 非息收入占比 | 21.63%  | 24.53%  | 23.53%  | 23.42%  | 22.87%  | 2.62%   | 2.89%   | -1.00%  | -0.10% | -0.55% |
| Net fee income/operating income 净手续费收入占比    | 8.59%   | 7.67%   | 8.13%   | 8.25%   | 8.21%   | 0.18%   | -0.92%  | 0.46%   | 0.12%  | -0.04% |
| Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率                   | 13.32%  | 14.73%  | 14.87%  | 14.75%  | 14.61%  | 0.36%   | 1.42%   | 0.14%   | -0.12% | -0.14% |
| Tier 1 CAR 一级资本充足率                          | 13.35%  | 14.76%  | 14.89%  | 14.76%  | 14.61%  | 0.36%   | 1.42%   | 0.13%   | -0.13% | -0.15% |
| CAR 资本充足率                                   | 15.74%  | 17.15%  | 17.15%  | 16.95%  | 16.73%  | 0.28%   | 1.41%   | 0.00%   | -0.20% | -0.22% |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 6：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 4 月 24 日）

| 上市银行           | 代码        | 收盘价（元） | 自由流通市值<br>(亿元) | P/E(X)      |             | P/B(X)      |             | ROAE         |              | ROAA         |              | 股息收益率       |             |
|----------------|-----------|--------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|                |           |        |                | 24A/E       | 25E         | 24A/E       | 25E         | 24A/E        | 25E          | 24A/E        | 25E          | 24A/E       | 25E         |
| 工商银行           | 601398.SH | 7.24   | 2,507          | 7.35        | 7.16        | 0.71        | 0.66        | 10.0%        | 9.6%         | 0.78%        | 0.74%        | 4.2%        | 4.3%        |
| 建设银行           | 601939.SH | 9.27   | 640            | 7.06        | 6.92        | 0.73        | 0.68        | 10.7%        | 10.2%        | 0.85%        | 0.82%        | 4.3%        | 4.3%        |
| 农业银行           | 601288.SH | 5.59   | 1,773          | 7.44        | 7.06        | 0.76        | 0.70        | 10.5%        | 10.3%        | 0.68%        | 0.66%        | 4.1%        | 4.3%        |
| 中国银行           | 601988.SH | 5.83   | 1,281          | 7.75        | 7.51        | 0.71        | 0.67        | 9.6%         | 9.2%         | 0.75%        | 0.71%        | 4.1%        | 4.2%        |
| 邮储银行           | 601658.SH | 5.34   | 552            | 6.61        | 6.51        | 0.64        | 0.60        | 9.9%         | 9.5%         | 0.53%        | 0.49%        | 4.9%        | 4.9%        |
| 招商银行           | 600036.SH | 42.21  | 5,161          | 7.45        | 7.21        | 1.02        | 0.93        | 14.5%        | 13.5%        | 1.29%        | 1.23%        | 4.7%        | 4.7%        |
| 中信银行           | 601998.SH | 7.26   | 357            | 6.19        | 6.05        | 0.58        | 0.55        | 9.9%         | 9.4%         | 0.75%        | 0.74%        | 4.9%        | 4.9%        |
| 民生银行           | 600016.SH | 3.97   | 890            | 6.21        | 5.31        | 0.32        | 0.30        | 5.2%         | 5.9%         | 0.42%        | 0.47%        | 5.4%        | 4.8%        |
| 浦发银行           | 600000.SH | 10.74  | 1,412          | 7.90        | 7.02        | 0.48        | 0.47        | 6.3%         | 6.7%         | 0.50%        | 0.52%        | 3.0%        | 3.8%        |
| 兴业银行           | 601166.SH | 21.15  | 3,416          | 6.02        | 5.92        | 0.57        | 0.54        | 9.9%         | 9.4%         | 0.75%        | 0.73%        | 4.9%        | 5.0%        |
| 光大银行           | 601818.SH | 3.85   | 690            | 6.17        | 5.95        | 0.47        | 0.45        | 7.9%         | 7.7%         | 0.61%        | 0.62%        | 4.5%        | 4.9%        |
| 华夏银行           | 600015.SH | 8.00   | 408            | 4.95        | 6.39        | 0.42        | 0.40        | 8.9%         | 6.5%         | 0.65%        | 0.50%        | 4.8%        | 5.1%        |
| 平安银行           | 000001.SZ | 11.03  | 900            | 5.14        | 5.19        | 0.50        | 0.47        | 10.1%        | 9.4%         | 0.78%        | 0.75%        | 6.5%        | 5.5%        |
| 南京银行           | 601009.SH | 10.46  | 581            | 6.07        | 5.60        | 0.73        | 0.67        | 12.8%        | 12.5%        | 0.83%        | 0.80%        | 5.5%        | 5.5%        |
| 宁波银行           | 002142.SZ | 24.83  | 840            | 6.28        | 5.94        | 0.79        | 0.71        | 13.6%        | 12.6%        | 0.93%        | 0.86%        | 2.4%        | 3.6%        |
| 江苏银行           | 600919.SH | 9.96   | 1,319          | 6.03        | 5.44        | 0.78        | 0.70        | 13.7%        | 13.6%        | 0.91%        | 0.88%        | 4.7%        | 5.2%        |
| 上海银行           | 601229.SH | 10.57  | 972            | 6.60        | 5.72        | 0.64        | 0.58        | 10.0%        | 10.7%        | 0.75%        | 0.81%        | 4.4%        | 4.7%        |
| 杭州银行           | 600926.SH | 14.55  | 550            | 5.64        | 4.87        | 0.84        | 0.74        | 16.0%        | 16.1%        | 0.86%        | 0.88%        | 3.4%        | 4.3%        |
| 苏州银行           | 002966.SZ | 8.02   | 302            | 6.36        | 6.81        | 0.73        | 0.70        | 12.0%        | 11.0%        | 0.83%        | 0.79%        | 4.9%        | 4.5%        |
| 成都银行           | 601838.SH | 17.69  | 437            | 5.87        | 5.39        | 0.92        | 0.84        | 17.8%        | 16.4%        | 1.13%        | 1.09%        | 4.6%        | 5.0%        |
| 重庆银行           | 601963.SH | 10.34  | 71             | 7.50        | 6.93        | 0.66        | 0.62        | 9.2%         | 9.2%         | 0.68%        | 0.66%        | 3.9%        | 4.0%        |
| 厦门银行           | 601187.SH | 6.10   | 72             | 6.51        | 6.46        | 0.63        | 0.59        | 10.0%        | 9.4%         | 0.69%        | 0.67%        | 5.1%        | 4.9%        |
| 无锡银行           | 600908.SH | 5.49   | 86             | 5.60        | 5.40        | 0.57        | 0.52        | 10.7%        | 10.1%        | 0.92%        | 0.87%        | 3.9%        | 4.2%        |
| 常熟银行           | 601128.SH | 7.21   | 198            | 5.70        | 5.18        | 0.76        | 0.68        | 14.1%        | 13.8%        | 1.16%        | 1.16%        | 3.5%        | 3.5%        |
| 江阴银行           | 002807.SZ | 4.36   | 101            | 5.27        | 5.05        | 0.58        | 0.53        | 11.8%        | 11.0%        | 1.05%        | 1.01%        | 4.4%        | 4.6%        |
| 苏农银行           | 603323.SH | 5.18   | 82             | 4.94        | 4.50        | 0.53        | 0.50        | 11.4%        | 11.4%        | 0.96%        | 0.97%        | 3.5%        | 3.8%        |
| 张家港行           | 002839.SZ | 4.17   | 81             | 5.72        | 5.65        | 0.58        | 0.54        | 10.9%        | 9.8%         | 0.88%        | 0.83%        | 4.8%        | 4.8%        |
| 瑞丰银行           | 601528.SH | 5.17   | 85             | 5.28        | 4.82        | 0.53        | 0.49        | 10.8%        | 10.6%        | 0.93%        | 0.92%        | 3.5%        | 3.9%        |
| 紫金银行           | 601860.SH | 2.70   | 74             | 6.30        | 5.84        | 0.48        | 0.43        | 8.0%         | 7.7%         | 0.60%        | 0.57%        | 3.7%        | 3.6%        |
| 沪农商行           | 601825.SH | 8.44   | 465            | 6.62        | 6.56        | 0.66        | 0.62        | 10.4%        | 9.7%         | 0.88%        | 0.83%        | 4.5%        | 5.1%        |
| 渝农商行           | 601077.SH | 6.76   | 367            | 6.76        | 6.39        | 0.61        | 0.58        | 9.4%         | 9.3%         | 0.80%        | 0.79%        | 4.3%        | 4.5%        |
| <b>A 股板块平均</b> |           |        |                | <b>6.67</b> | <b>6.40</b> | <b>0.70</b> | <b>0.64</b> | <b>10.9%</b> | <b>10.4%</b> | <b>0.83%</b> | <b>0.80%</b> | <b>4.5%</b> | <b>4.7%</b> |

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润\*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                                                                        |
|--------|-----|--------------|------------------------------------------------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | <a href="mailto:maojiong@swyhsc.com">maojiong@swyhsc.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swyhsc.com">liqing3@swyhsc.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swyhsc.com">xiaoxia@swyhsc.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swyhsc.com">zhangxiaozhuo@swyhsc.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swyhsc.com">zhuxiaoyi@swyhsc.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swyhsc.com">panyeming@swyhsc.com</a>         |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。