

增持 (首次)

沪农商行 (601825)

大都会农商行蓄势待发

2023年4月20日

## 市场数据

市场数据日期	2023/4/19
收盘价(元)	5.90
总股本(百万股)	9,644
流通股本(百万股)	4,622
净资产(百万元)	101,834
总资产(百万元)	1,281,399
每股净资产(元)	10.56

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 分析师:

陈绍兴

SAC: S0190517070003

chenshaox@xyzq.com.cn

王尘

SAC: S0190520060001

wangchenyj@xyzq.com.cn

曹欣童

SAC: S0190522060001

caoxintong@xyzq.com.cn

## 投资要点

**沪农商行扎根金融大都会，差异化布局上海郊区，坚守普惠金融，小微、科创、三农“三驾马车”并驾齐驱，零售转型再添新增长极。盈利能力稳步提升，资产质量持续改善，预计随着疫后复苏及涉房风险缓释，公司业绩弹性将更为充足。**

**扎根上海的万亿农商行：区域禀赋优秀，深耕上海郊区，发展前景广阔。**深耕上海逾70年，网下乡镇覆盖率达98%，郊区网点占比超75%，市占率稳步提升。地处经济发达的上海市，郊区发展潜能旺盛，郊区GDP增长动能更强、人均可支配收入增速高于平均，且企业集中度更高，随着相关政策发力，郊区吸引力将逐步加强；后续“五大新城”和特色产业园区的建设也将为公司发展带来广阔空间。

**公司金融：小微+科创+三农，打造品牌特色。**公司扎根实体经济，对公贷款占比接近60%，充分发挥渠道下沉优势，深耕普惠金融，加强制造业贷款投放，房地产占比持续压降。立足科创+小微+三农，普惠持续做小做散，户均规模高于同业，实现差异化竞争；抢抓科创金融风口，与地方发展同频共振，构建“鑫科贷”+“鑫动能”特色服务品牌，双轮驱动为科创企业赋能，科创企业贷款占比对公达15%，2020-2022三年平均增速超40%，三架马车助力规模扩张。

**零售金融：转型战略提速，财富管理潜力广阔。**公司2021年明确将零售金融作为战略“主战场”，重点发力个人信贷和财富管理业务。1) **个人信贷：**零售占比持续提升，由2015年的16%翻一番至2022Q3的32%，2017-2021年复合增速高达18%；住房按揭贷款占比压降，消费贷和个人经营贷成为主要驱动力。2) **财富管理：**截至2022Q3，公司AUM达到6873亿元；财富管理助力中收增长，中收规模及占比领先同业，打造以养老金融为核心的大财富管理体系。

**业绩表现：疫后复苏弹性强，业绩回暖可期。**

- ✓ **盈利能力稳步提升，业绩拐点趋势渐显。**2017-2022年间，公司营收及归母净利润平均增速分别为8.6%、11.3%，2022年全年营收、归母净利润同比增速分别为6.1%、13.2%，随着疫后复苏公司业绩弹性将更为充足。ROE水平领先同业，主要由于低负债成本、高中收占比及低信用成本。
- ✓ **资产负债结构不断调优，低成本优势显著。**2017-2022年间，公司总资产平均增速为10.3%，贷款占比从45%提升至51%，其中零售贷款占比翻倍提升至32%；负债端以存款立行，依托强政府背景及综合金融优势，活期存款占比领先同业，低负债成本优势显著，低风险偏好+低成本负债模式鲜明。
- ✓ **资产质量优异，风险抵御能力强。**公司不良率稳步下降，从2015年的1.38%降至2022年的0.94%，拨备覆盖率提升至445%，保持领先可比同业，后续大环境地产政策持续落地+疫情管控优化，同时公司自身存量包袱出清+新增信贷结构调优，资产质量有望持续改善。

**投资建议：**沪农商行扎根金融大都会，差异化布局上海郊区，坚守普惠金融，小微、科创、三农“三驾马车”并驾齐驱，零售转型再添新增长极。近年来公司盈利能力稳步提升，资产质量持续改善，业绩拐点趋势渐显。预计随着疫后复苏及涉房风险缓释，公司业绩弹性将更为充足。我们预计公司2022、2023年EPS分别为1.14元、1.28元，预计2023年底每股净资产为11.90元。以2023年4月19日收盘价计算，对应2023年底的PB为0.50倍，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**宏观经济超预期下行，资产质量超预期下行，区域发展不及预期

## 目录

<b>1、沪农商行：扎根上海的万亿农商行</b>	<b>- 5 -</b>
1.1、历史沿革：深耕上海本土，坚守普惠金融	- 5 -
1.2、股权结构：分散均衡，国资背景深厚	- 6 -
1.3、高管背景：经验丰富，激励机制完善	- 7 -
<b>2、区域禀赋优秀，深耕上海郊区，发展前景广阔</b>	<b>- 9 -</b>
2.1、立足上海郊区，客户基础稳固	- 9 -
2.2、上海市经济发达，郊区发展潜能旺盛	- 11 -
2.3、“五大新城”+特色产业园区助力郊区发展	- 15 -
<b>3、公司金融：小微+科创+三农，打造品牌特色</b>	<b>- 20 -</b>
3.1、联动地方实体经济，制造业占比逐步提升	- 20 -
3.2、坚守普惠金融，小微、科创、三农“三驾马车”并驾齐驱	- 21 -
<b>4、零售金融：转型战略提速，财富管理潜力广阔</b>	<b>- 27 -</b>
4.1、转型战略升级，零售占比显著提升	- 27 -
4.2、财富管理扎实推进，深挖潜力广阔	- 30 -
<b>5、疫后复苏弹性强，业绩回暖可期</b>	<b>- 34 -</b>
5.1、ROE 稳步提升，业绩拐点趋势渐显	- 34 -
5.2、资产负债结构不断调优，低成本优势显著	- 36 -
5.3、资产质量优异，风险抵御能力强	- 39 -
<b>6、盈利预测与投资评级</b>	<b>- 42 -</b>
风险提示	- 44 -

## 图表目录

图 1、2022Q3 可比农商行资产规模	- 5 -
图 2、2022Q3 可比农商行净利润规模	- 5 -
图 3、沪农商行历史发展脉络	- 5 -
图 4、沪农商行股权结构图（截至 2022 年末）	- 7 -
图 5、沪农商行员工人数稳定上升	- 7 -
图 6、沪农商行员工平均薪酬位居前列（2021）	- 8 -
图 7、沪农商行管理层薪酬处于领先地位（2021）	- 8 -
图 8、沪农商行机构建设分布情况	- 9 -
图 9、沪农商行郊区网点数量领先同业（个）	- 9 -
图 10、沪农商行贷款主要投放在上海地区	- 10 -
图 11、沪农商行上海地区贷款市占率上升	- 10 -
图 12、沪农商行存款市占率在 4.8%-5.3%之间	- 10 -
图 13、沪农商行上海地区贷款质量保持稳定	- 10 -
图 14、上海市 GDP 总量位居全国第一（2022Q3）	- 11 -
图 15、上海上市公司行业分布（截至 22 年末）	- 11 -
图 16、上海市人均可支配收入远超全国（2022Q3）	- 11 -
图 17、上海市人均消费支出远超全国（2022Q3）	- 11 -
图 18、上海市存款增速高于全国	- 12 -
图 19、上海市贷款增速高于全国	- 12 -
图 20、郊区 GDP 绝对量与中心城区相差不大	- 12 -

图 21、上海郊区 GDP 增速有所回升 .....	- 13 -
图 22、郊区复合 GDP 增速普遍高于上海市整体水平 .....	- 13 -
图 23、2021 年郊区人均可支配收入增速高于平均 .....	- 13 -
图 24、郊区复合人口增速快于中心城区 .....	- 13 -
图 25、上海企业在郊区的集中度高 .....	- 14 -
图 26、上海市“五大新城”战略布局 .....	- 15 -
图 27、上海科技型企业“在五大新城”及郊区分布广 .....	- 16 -
图 28、特色产业园区形成的“一轴、三带、多节点”格局 .....	- 18 -
图 29、沪农商行贷款结构变动 .....	- 20 -
图 30、贷款结构同业对比（2022H1） .....	- 20 -
图 31、沪农商行对公贷款结构变化 .....	- 21 -
图 32、对公贷款结构同业对比（2022H1） .....	- 21 -
图 33、沪农商行对公贷款增量变化 .....	- 21 -
图 34、对公贷款增量结构同业对比（2022H1） .....	- 21 -
图 35、对公贷款超 7 成来源于中小微企业 .....	- 22 -
图 36、小微企业不良率持续下行 .....	- 22 -
图 37、沪农商行普惠小微贷款占比逐年提升 .....	- 22 -
图 38、沪农商行普惠小微贷款占比仅次于渝农商行 .....	- 22 -
图 39、沪农商行普惠小微户均规模稳步下行 .....	- 23 -
图 40、沪农商行普惠客群定位差异化 .....	- 23 -
图 41、“鑫动能 2.0”培育计划+“鑫科贷”产品体系 .....	- 25 -
图 42、沪农商行科技型企业贷款占比持续提升 .....	- 25 -
图 43、科技型企业贷款户数逐年递增（户） .....	- 25 -
图 44、沪农商行涉农贷款余额和占比 .....	- 26 -
图 45、涉农贷款余额和占比同业对比 .....	- 26 -
图 46、沪农商行零售金融发展战略 .....	- 27 -
图 47、沪农商行零售贷款占比逐年提升 .....	- 28 -
图 48、沪农商行零售贷款增速领先 .....	- 28 -
图 49、沪农商行零售贷款结构变动 .....	- 28 -
图 50、零售贷款结构横向对比 .....	- 28 -
图 51、沪农商行零售贷款增量结构 .....	- 29 -
图 52、零售贷款增量结构同业对比 .....	- 29 -
图 53、个人生产经营贷规模及增速 .....	- 29 -
图 54、个人消费贷款规模及增速 .....	- 29 -
图 55、沪农商行个人存款在上海地区市占率 .....	- 30 -
图 56、沪农商行个人存款占比大幅高于上海银行 .....	- 30 -
图 57、沪农商行理财产品规模变动 .....	- 30 -
图 58、沪农商行理财规模领先可比农商行（22H1） .....	- 30 -
图 59、沪农商行零售客户数保持高速增长 .....	- 31 -
图 60、AUM 100 万元以上客户数突破 10 万户 .....	- 31 -
图 61、沪农商行零售 AUM 维持两位数增速 .....	- 31 -
图 62、沪农商行 AUM/总资产占比领先同业 .....	- 31 -
图 63、沪农商行 AUM 结构拆分 .....	- 32 -
图 64、AUM 结构同业对比（2021A） .....	- 32 -
图 65、沪农商行中收规模和占比较高 .....	- 32 -
图 66、沪农商行中收占比始终领先于同业 .....	- 32 -
图 67、手续费收入中代理业务占比达 65% .....	- 33 -
图 68、沪农商行代理业务占比领先 .....	- 33 -
图 69、沪农商行营收增速同业领先 .....	- 34 -
图 70、沪农商行净利润增速同业领先 .....	- 34 -
图 71、沪农商行 ROE 领先优势越发显著 .....	- 36 -
图 72、沪农商行贷款占比稳中有升 .....	- 36 -

图 73、2022H1 同业资产结构对比 .....	- 36 -
图 74、零售贷款占比稳步提升 .....	- 37 -
图 75、2022H1 同业贷款结构对比 .....	- 37 -
图 76、沪农商行存款占比维持 80%左右 .....	- 37 -
图 77、2022H1 同业负债结构对比 .....	- 37 -
图 78、沪农商行个人存款占比提升 .....	- 38 -
图 79、2022H1 同业存款结构对比 .....	- 38 -
图 80、沪农商行净息差略低于同业 .....	- 39 -
图 81、沪农商行资产收益率与同业差距收窄 .....	- 39 -
图 82、沪农商行负债成本低于同业 .....	- 39 -
图 83、沪农商行客户存款成本低于同业 .....	- 39 -
图 84、沪农商行不良率持续下降至 0.94% .....	- 40 -
图 85、前瞻性指标关注率低于同业 .....	- 40 -
图 86、沪农商行逾期率始终领先于同业 .....	- 40 -
图 87、沪农商行不良认定持续趋严 .....	- 40 -
图 88、沪农商行拨备覆盖率同业领先 .....	- 41 -
图 89、2018 年来不良资产核销力度加大 .....	- 41 -
图 90、沪农商行信用成本下降趋势初现 .....	- 41 -
图 91、房地产贷款占比高于可比同业（2022H1） .....	- 41 -
图 92、沪农商行涉房贷款占比 .....	- 41 -
图 93、沪农商行地产不良充分暴露 .....	- 41 -
表 1、沪农商行核心战略梳理 .....	- 6 -
表 2、沪农商行管理层情况梳理（截至 2022H1） .....	- 8 -
表 3、沪农商行网点集中在上海郊区（2022H1） .....	- 9 -
表 4、部分郊区行政区人才引进政策 .....	- 14 -
表 5、“五大新城”发展路径 .....	- 15 -
表 6、沪农商行业务对接“五大新城” .....	- 17 -
表 7、特色产业园区发展目标 .....	- 18 -
表 8、沪农商行业务对接园区客户 .....	- 19 -
表 9、普惠定位：沪农商行户均规模较大，平均利率较高 .....	- 23 -
表 10、深化“政会银企”合作和“银担”合作 .....	- 24 -
表 11、沪农商行科创金融发展路径 .....	- 24 -
表 12、2022H1 可比银行 ROE 杜邦拆分 .....	- 35 -
表 13、沪农商行 ROE 杜邦拆分情况 .....	- 35 -
表 14、沪农商行资产负债定价详细拆分 .....	- 38 -
表 15、资产负债表预测（百万元/%） .....	- 43 -
表 16、利润表预测（百万元/%） .....	- 43 -

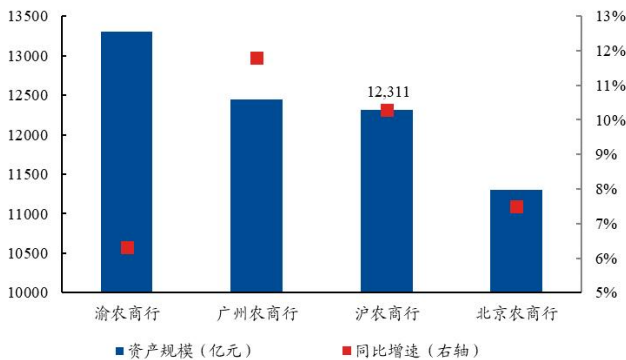
报告正文

## 1、沪农商行：扎根上海的万亿农商行

### 1.1、历史沿革：深耕上海本土，坚守普惠金融

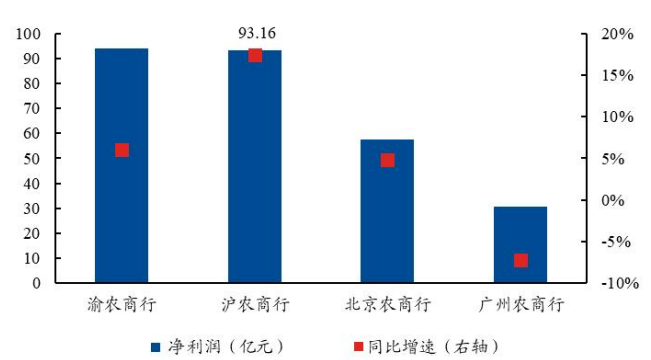
沪农商行是首家由 234 家上海农村信用社改制而成的省级农商行。沪农商行成立于 2005 年 8 月，由原上海市农村信用合作社联合社、14 家区（县）联社、219 家基层信用社共 234 家上海市农村信用合作社法人机构改制而来，2021 年 8 月 19 日，公司在上交所主板正式挂牌上市。截至 2022Q3，沪农商行总资产规模达 12311 亿元，同比增长 10.3%，排名仅次于重庆农商行和广州农商行。2022 年前三季度，沪农商行实现营业收入 195 亿元，同比增长 7.6%；净利润 93 亿元，同比增长 17.4%，营收利润均提速增长，业绩表现优于可比同业。

图 1、2022Q3 可比农商行资产规模



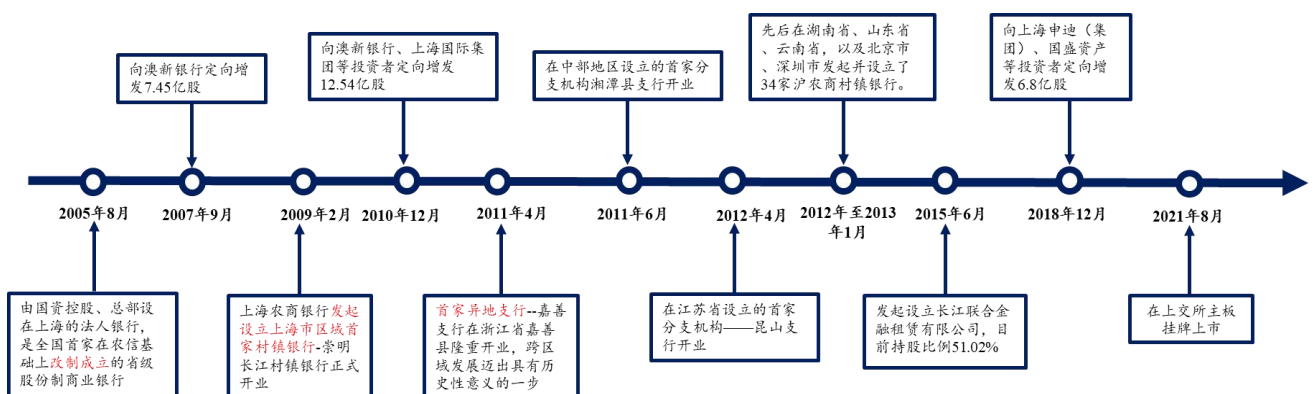
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022Q3 可比农商行净利润规模



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、沪农商行历史发展脉络



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**战略定位：坚守普惠金融，以“三农、小微、科创、社区居民”为核心。**沪农商行以“普惠金融助力百姓美好生活”为使命，践行“诚信、责任、创新、共赢”的核心价值观，推进“坚持客户中心、坚守普惠金融、坚定数字转型”三大核心战略。近年来，面对大型银行的下沉冲击和金融科技公司的跨界竞争，公司坚守服务“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。截至 2022Q3，公司普惠小微贷款达 618 亿元，占比对公贷款升至 14%；普惠小微贷款户数较年初大增 56%至 3.67 万户。涉农贷款 621 亿元，科创型企业贷款 697 亿元，分别占比对公贷款 14%、16%。

表 1、沪农商行核心战略梳理

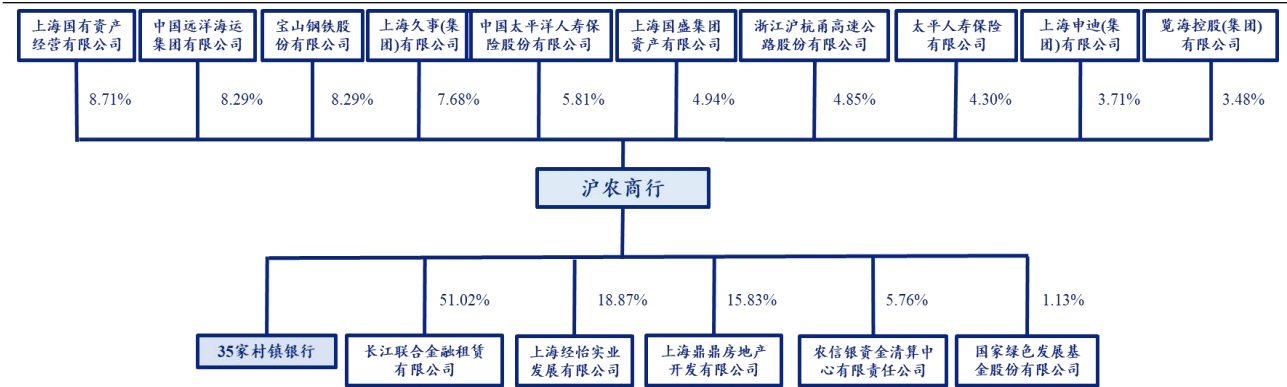
时间	核心战略	具体内容
2020-2022 年	三大核心战略：坚持客户中心、坚守普惠金融、坚持数字转型	<p><b>坚持客户中心：</b>将“以客户为中心”作为公司最核心的经营观，并体现在战略制定、考核评价、资源配置、组织架构、渠道流程、营销风控各个环节。</p> <p><b>坚守普惠金融：</b>坚守服务“三农、小微、科创、社区居民”的经营定位，优先做零售型的业务，深入做新型现代“三农”金融业务，积极做价值开拓型的业务。</p> <p><b>坚定数字转型：</b>用科技引领与数字化转型思维赋能业务经营、变革管理机体，倡导树立数字文化，培养数据思维，培育数字人才，提升用数能力，重视数据治理及应用产生的价值等。</p>
2017-2019 年	五大核心战略：独立上市、传统升级、新兴发力、管理转型、人才驱动	<p><b>传统升级：</b>技术系统、平台等升级；进行<b>零售转型：</b>“交易银行”和“消费金融银行”业务发展；强化代理类产品的交叉销售，提升管理客户资产规模；<b>加大对消费信贷和个人经营贷款的投放力度；</b>充分发挥网络金融渠道支撑作用，推进产品和服务线上化，推动互联网金融创新、移动金融发展等。</p> <p><b>新兴发力：</b>注重新兴业务，包括投行业务和自贸区跨境业务；战略性新兴产业；新产品。</p>
2014-2016 年	以“社区型便民银行”战略愿景为核心的发展战略体系	<p><b>社区型银行：</b>以金融便利店、小微企业信贷和财富管理中心三大平台为契机，深入推进<b>业务转型。</b></p> <p><b>升级：</b>拓展新型业务，满足中小企业客户融资需求；<b>创新科技金融服务，</b>推进投资联动试点；加快传统电子渠道功能拓展，推进移动金融功能升级。</p> <p><b>差异化：</b>实施差异化信贷资源配置政策，禁止“三高一剩行业”新增产能的授信；重点开发和推广社区养老产品、金融便利店专属产品、节假日主题产品、贵宾分级产品和净值型产品，形成差异化竞争。</p>

资料来源：公司公告、招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、股权结构：分散均衡，国资背景深厚

**股权结构分散均衡，前十大股东多为国有法人。**截至 2022 年末，公司前十大股东合计持股比例为 60.06%，其中前九大股东均为国有法人，大多由国资委与上海国资委控股，合计占比 56.58%。**上海国资是公司第一大股东，**持股比例为 8.71%；中远海运与宝钢股份是持股比例均为 8.29%。国资背景为其发展带来稳定的客户资源和项目储备机会，在上海区域内搭建起广泛的客户网络和深厚的关系基础，形成天然的地缘人缘优势。同时，沪农商行目前暂无控股股东和实际控制人，因此更加有利于公司自主经营和管理。

图 4、沪农商行股权结构图（截至 2022 年末）



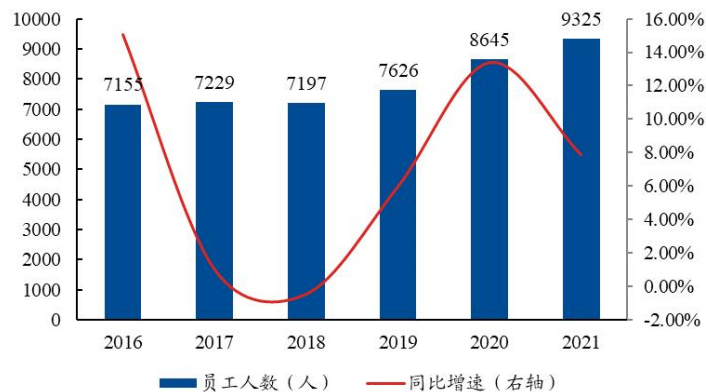
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、高管背景：经验丰富，激励机制完善

**管理层长期深耕，经验丰富。**公司董事会和高管全部拥有硕士及以上学历，且大多管理层有在沪农商行的任职经历，董事长徐力先生 2019 年出任沪农商行董事长，此其曾任党委副书记、副董事长、行长等职务；顾建忠先生于 2019 年任公司行长，曾任上海国际集团（沪农商行股东）副总经理、党委委员等职务。管理层长期根植于上海银行体系多年，拥有丰富的管理经验。同时，截至 2021 年，公司 8 位高管中有 7 位持有公司股份，管理层共持有公司股票 334.90 万股，持股比例 0.03%，在可比银行当中位居中游。管理层持股既形成了良好的激励，也表现出管理层对于公司未来前景的看好与支持。

**员工激励机制完善，薪酬水平位居前列。**沪农商行建立了合理的薪酬体系以及员工薪酬制度，员工人数稳定上升。截至 2021 年，员工人数 9325 人，人均薪酬高达 51.1 万元，位居所有农商行首位，在上海本地可比银行当中高于浦发银行，和上海银行接近。同时，公司管理层人均薪酬高达 78.8 万元，位居农商行第一位。

图 5、沪农商行员工人数稳定上升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

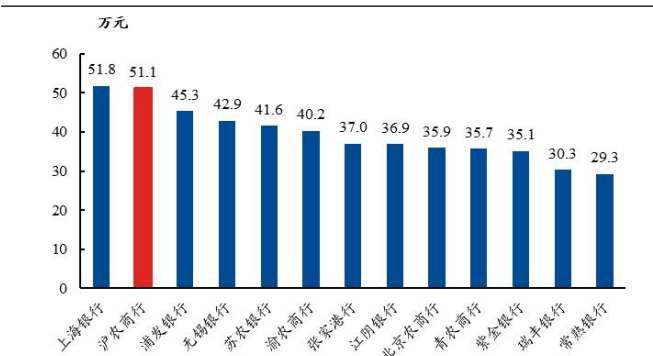
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 2、沪农商行管理层情况梳理（截至 2022H1）

姓名	职务	出生年份	持股数 (万股)	学历	部分履历
徐力	董事长	1967 年	-	硕士	曾任沪农商行党委副书记、副董事长、行长，工行上海分行行长助理、副行长、金融业务部总经理，工行上海外滩支行行长、党总支书记。
顾建忠	行长	1974 年	20	硕士	曾任上海国际集团（沪农商行股东）副总经理、党委委员，上海银行党委委员人力资源部总经理、纪委副书记、授信审批中心总经理、营业部副总经理、公司金融部总经理、副经理兼营销经理部及港台业务部总经理。
金剑华	副行长	1965 年	64.7	硕士	曾任沪农商行行长助理，上海市金融服务办公室金融机构处长、副处长，上海银行福民支行行长、外滩支行行长。
俞敏华	副行长 董秘	1976 年	26.9	硕士	现兼上海市青年企业家协会第八届理事会理事，中国黄金协会第四届理事会常务理事。曾任沪农商行授信审批部总经理助理、副总经理，沪农商行杨浦支行党委书记、行长、副行长。
张宏彪	副行长	1968 年	34	硕士	现兼长三角金融总部总裁。曾任上海银行单位办公室主任、办公室主任，上海银行市南分行党委书记、行长、闵行上银村镇银行董事长。
顾贤斌	副行长	1979 年	10.3	硕士	现兼公司首席风险官。曾任沪农商行崇明支行党委书记、行长、总行办公室主任、公司金融部总经理、公司业务总监兼金融部总经理、业务总监，长江联合金融租赁有限公司单位书记、董事长。
应长明	副行长	1972 年	3.0	硕士	现兼上海市金融学会理事，上海市青年创业就业促进会第三届副会长。曾任沪农商行党委办公室主任、嘉定支行行长。
沈栋	副行长	1980 年	-	硕士	曾任沪农商行省金融科技部总经理，宁波银行风险管理部副总经理、金融科技部总经理。

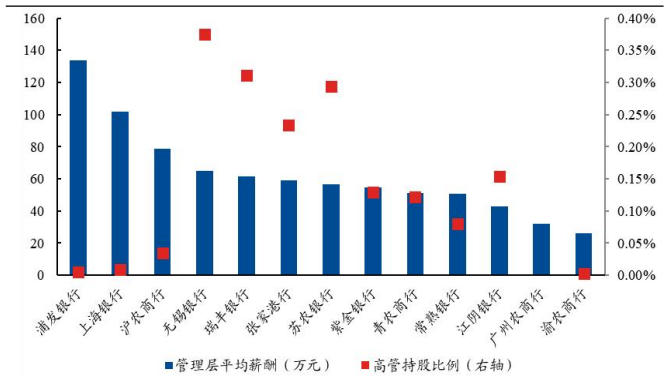
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、沪农商行员工平均薪酬位居前列（2021）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、沪农商行管理层薪酬处于领先地位（2021）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



## 2、区域禀赋优秀，深耕上海郊区，发展前景广阔

### 2.1、立足上海郊区，客户基础稳固

深耕上海逾 70 年，网点乡镇覆盖率达 98%。沪农商行深耕上海本土，公司前身上海农村信用社已有超过 70 年的经营历史，尤其关注郊区以及乡镇的市场需求，客群深度下沉。截至 2022H1，在上海市 108 个乡镇当中，公司设立网点的乡镇已经达到 106 个，覆盖率达到 98.15%。机构建设方面，截至 2022H1，公司共计开设 366 个营业网点，其中上海地区网点数 359 个，占比 98.09%。公司紧密围绕上海城市发展，加大对“五个新城”的金融支持力度，围绕上海新三大任务、“五个中心”以及“四大品牌”建设，陆续与部分区政府签订战略合作协议，建立共建互联机制和深度合作伙伴关系，大力推进新城建设中的金融支持。同时积极参与临港新片区建设，制定“临港科创贷”专项服务方案等。

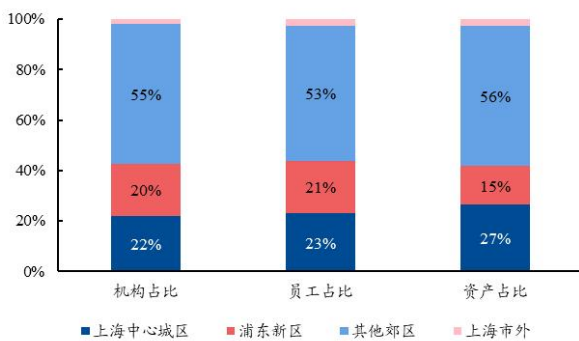
表 3、沪农商行网点集中在上海郊区（2022H1）

区域	网点数量	占比
上海中心城区	81	22.13%
<b>上海郊区</b>	<b>278</b>	<b>75.96%</b>
浦东新区	75	20.49%
其他郊区	203	55.46%
上海市外	7	1.91%
<b>合计</b>	<b>366</b>	<b>100.00%</b>

注：根据《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，中心城区包括长宁区、杨浦区、黄浦区、虹口区、普陀区、静安区、徐汇区；将其余 9 区均列为郊区  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

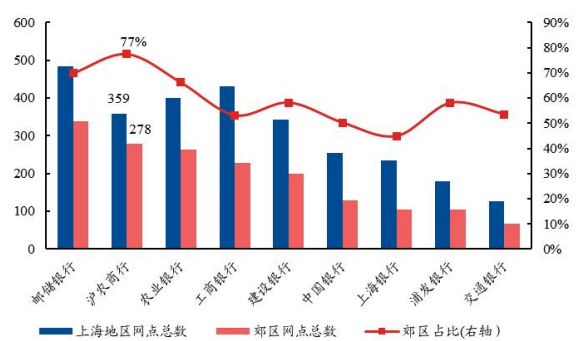
横向对比来看，沪农商行郊区网点密度具有显著优势。与上海市主要商业银行相比，沪农商行在上海的网点总数（359 个）仅次于邮储银行、工商银行和农业银行，位居第四；在郊区网点分布上，沪农商行（278 个）仅次于邮储银行，位居第二，远超浦发银行和上海银行。从郊区占比来看，沪农商行在郊区银行的占比以 77.44% 位居上海市第一，郊区网点密度遥遥领先，与同业形成差异化竞争格局。

图 8、沪农商行机构建设分布情况



注：机构/员工数据为 22H1，资产数据截至 21A  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、沪农商行郊区网点数量领先同业（个）

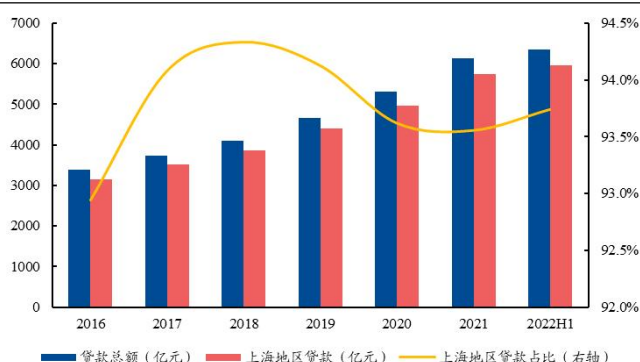


注：沪农及上海银行来自 22H1，其余为官网截至 12 月数据  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

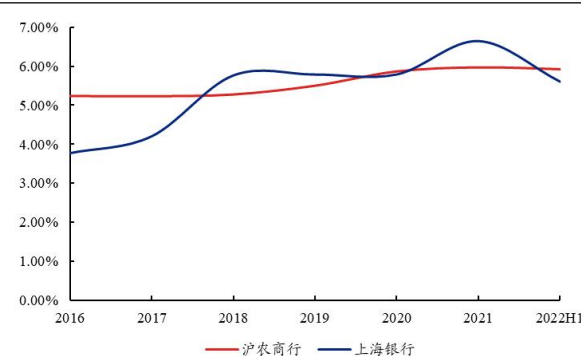
**上海地区贷款超九成，市占率稳步提升。**长期以来，公司在上海地区的贷款规模占比始终位于90%以上，截至2022H1，公司在上海地区投放的贷款规模为5957亿元，占比达93.74%；上海地区的贷款市占率稳步上升，由2016年的5.24%稳步提升至2022H1的5.93%，高于上海银行；上海地区的存款市占率相对较为稳定，基本保持在4.8%-5.3%之间。同时，公司在上海地区资产质量稳定且优秀，上海地区贷款不良率始终优于公司整体不良率，截至2022H1，公司整体不良率0.96%，其中上海地区不良率仅0.93%，其他地区不良率1.52%。

图 10、沪农商行贷款主要投放在上海地区



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、沪农商行上海地区贷款市占率上升



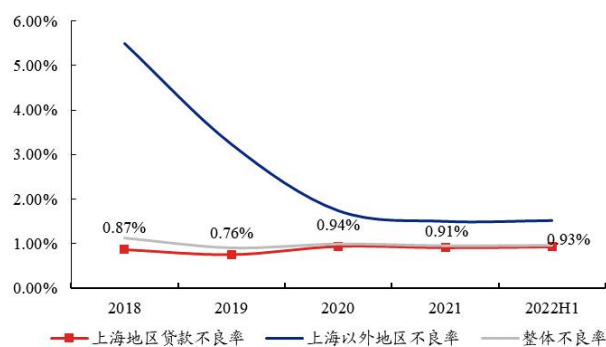
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、沪农商行存款市占率基本保持 4.8%-5.3%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、沪农商行上海地区贷款质量保持稳定



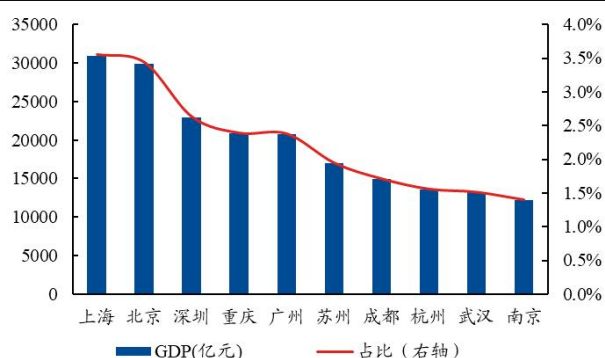
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**郊区优势明显，郊区市占率保持领先。**沪农商行在业务中结合自身禀赋，立足于上海主战场，在上海郊区市场中把握优势，稳固郊区市场占有率领先地位，增强对郊区GDP的贡献度和对区域经济的带动力。截至2021年末，公司郊区对公存款占比达61%，郊区对公贷款占比达57%。公司与松江区、青浦区及临港新片区签订战略合作协议。截至2021年末，公司在松江区、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。

## 2.2、上海市经济发达，郊区发展潜能旺盛

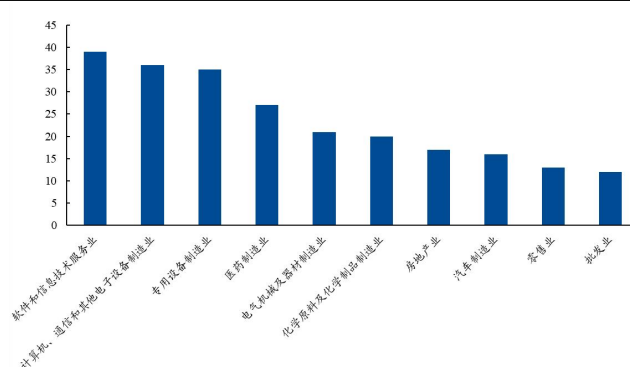
上海市 GDP 排名首位，本地客群消费旺盛。截至 2022Q3，上海市 GDP 为 30957 亿元，占全国总 GDP 的 3.54%，在全国所有城市当中位居首位。上海市人均可支配收入全国领先，截至 2022Q3，上海市人均可支配收入为 59472 元，人均消费支出 32785 元，均在全国所有城市当中排名第一，远高于全国平均水平，居民收入水平高，消费支出潜力大，为沪农商行零售业务的开展打下坚实基础。在企业层面，上海地区共有上市公司 416 家，位居全国省及直辖市第五位，上市企业按证券会行业分类，在信息技术、计算机、医药、电子器械和化工等行业上市公司较多，充沛的上市公司数量和资源为沪农商行对公业务的开展提供保障。

图 14、上海市 GDP 总量位居全国第一（2022Q3）



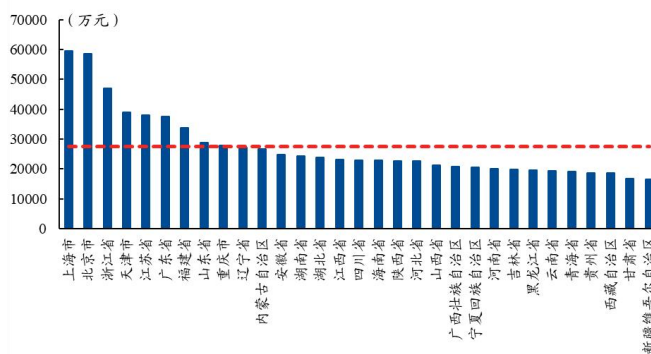
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、上海上市公司行业分布（截至 22 年末）



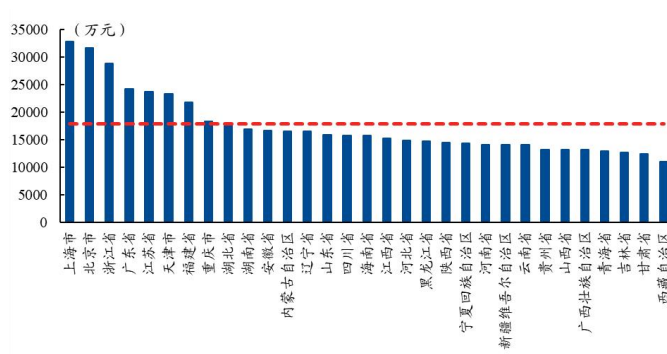
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、上海市人均可支配收入远超全国（2022Q3）



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

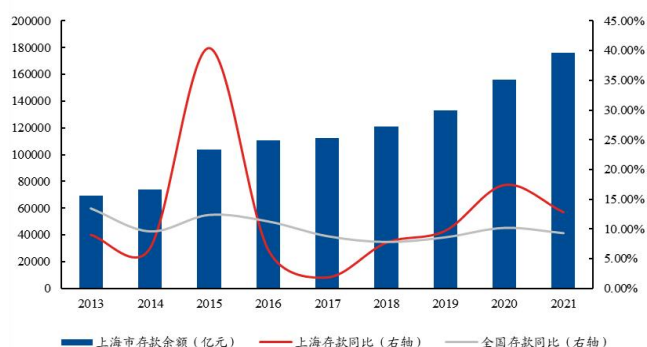
图 17、上海市人均消费支出远超全国（2022Q3）



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

上海市存贷两旺，为挖掘客户和发展奠定良好基础。上海市是我国目前经济金融发展速度最快，质量最高的城市之一，2021 年上海全市存款同比增长 12.78%，贷款同比增长 13.51%，均高于全国平均水平。上海市存款五年复合增速为 9.73%，高于全国水平 8.94%，贷款五年复合增速为 9.87%，稍低于全国平均水平 12.12%，主要由于上海市直接融资能力强，弥补了部分间接融资需求。

图 18、上海市存款增速高于全国



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、上海市贷款增速高于全国

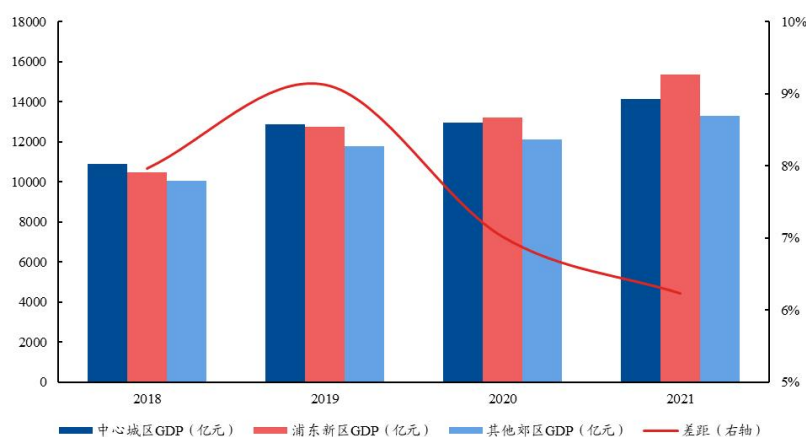


资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

作为沪农商行经营的主战场，上海郊区经济发展潜力巨大。根据《上海市城市总体规划（2017-2035年）》的内容，上海市政府推行“五大新城”以及“南北转型”会带动郊区经济快速发展，将进一步释放郊区企业以及住户的需求。同时，上海特色产业园区名单的陆续更新也会促进相应产业的发展，值得注意的是，产业园区的分布也主要集中在上海市中心城区之外，未来上海市郊区的经济发展有望开启全新的增长极。

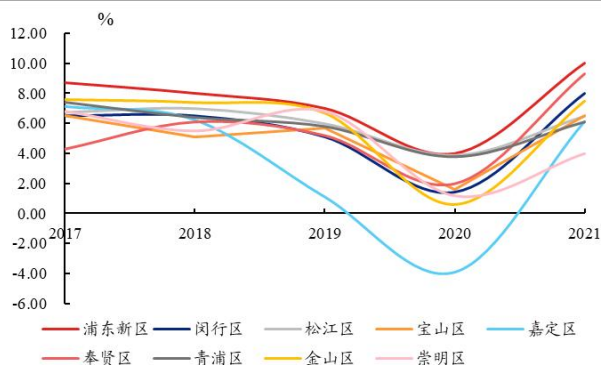
郊区 GDP 增速高于上海市整体，增长动能更强。从规模角度来看，郊区各行政区（不含浦东新区）2021年 GDP 合计 13296 亿元，与中心城区 14125 亿元相比差距较小，且郊区 GDP 与中心城区 GDP 差距正在逐年缩小。从增速角度看，2021年郊区各区 GDP 在疫情影响下均有所回升。对比过去 5 年 GDP 复合增速，郊区 GDP 增速高于上海市整体增速，经济增长动能强。

图 20、郊区 GDP 绝对量与中心城区相差不大



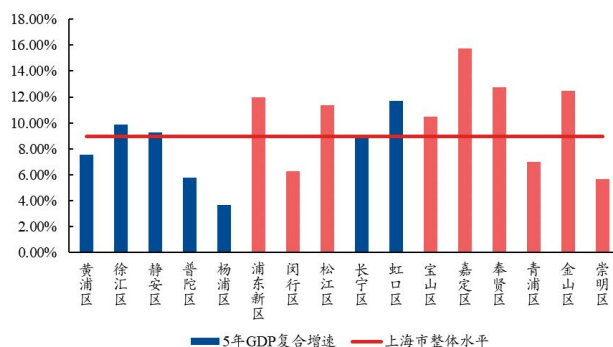
资料来源：Wind、各区统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、上海郊区 GDP 增速有所回升



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

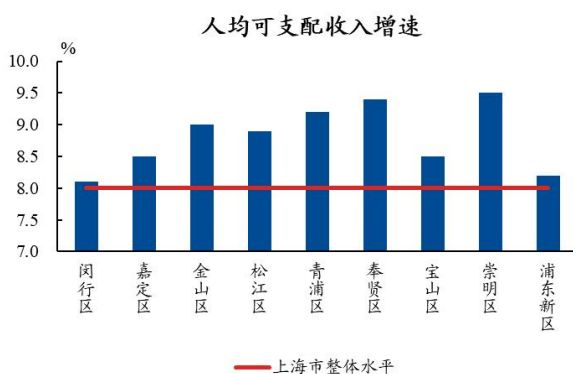
图 22、郊区复合 GDP 增速普遍高于上海市整体水平



注: 红色为郊区行政区, 蓝色为中心城区行政区  
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

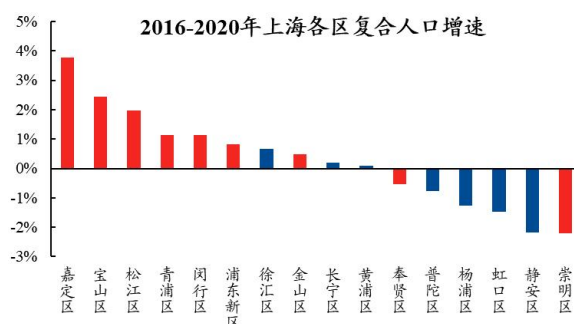
郊区人均可支配收入增速高于平均水平, 并且企业集中度高。截至 2021 年末, 上海郊区各行政区人均可支配收入增速均高于上海市整体水平。从企业角度看, 大多数企业均分布于郊区, 其中建筑业、综合、科学技术服务业、租赁和商品服务业、制造业企业郊区占比分别为 84%、82%、78%、75%、74%, 位居所有行业前五。在人口方面, 2016-2020 年上海郊区各行政区人口复合增速在上海市排名前列, 其中嘉定区、宝山区、松江区、青浦区、闵行区、浦东新区人口增速在上海市排名前六。同时郊区相关政策也在逐步发力, 如《上海市城市总体规划(2017-2035 年)》明确提出了“五大新城”的人口规划方案, 并且各区也颁布了更加宽松的人才引进政策, 未来郊区对于人口的吸引力有望进一步加强。

图 23、2021 年郊区人均可支配收入增速高于平均



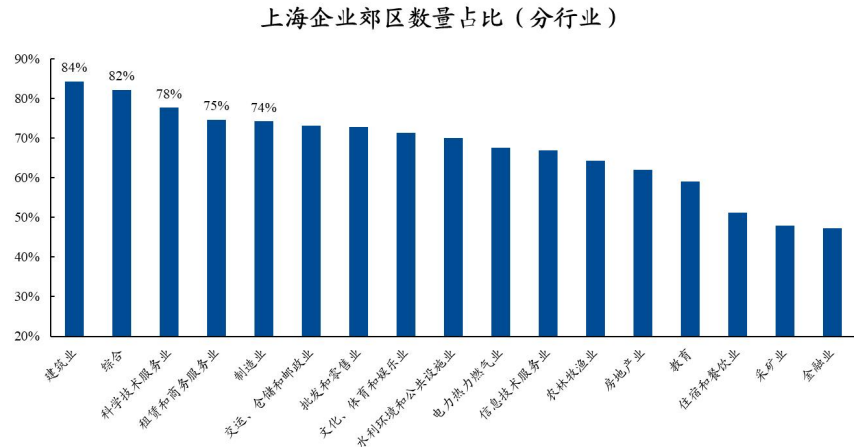
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、郊区复合人口增速快于中心城区



注: 红色为郊区行政区, 蓝色为中心城区行政区  
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、上海企业在郊区的集中度高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、部分郊区行政区人才引进政策

类别	具体内容
人才引进	1.对新城 <sup>1</sup> 重点产业的用人单位，可由行业主管部门优先推荐纳入人才引进重点机构。 2.市、区加大对新城特殊人才落户的支持力度。 3.对新城紧缺急需的技能岗位核心业务骨干，探索经由行业代表性企业自主评定和推荐后，纳入技能人才引进范围。 4.加大对新城教育、卫生等事业单位利用事业编制引进人才支持力度。
居转户	缩短新城“居转户”年限，对在新城重点产业的用人单位和教育、卫生等事业单位工作满一定年限并承诺落户后继续在新城工作 2 年以上的人才，经新城所在区推荐后，“居转户”年限由 7 年缩短为 5 年。
海归落户	新城重点用人单位引进的在国（境）外高水平大学获得科学、技术、工程和数学等紧缺急需专业学士及以上学位的留学人员，在新城全职工作并缴纳社会保险满 6 个月后，可申办落户。
居住证积分	1.对新城范围内教育、卫生等公益事业单位录用的非上海生源应届普通高校毕业生，直接落户打分加 3 分。 2.对上海市居住证持证人在新城工作并居住的，予以专项加分，即每满 1 年积 2 分，满 5 年后开始计入总分，最高分值为 20 分。
职称评审	1.加大对新城教育、卫生等事业单位利用事业编制引进人才的支持力度。研究新城社会事业人才职称评审倾斜政策，对符合规定的医疗机构工作经历，可视为基层工作经历。 2.加大正高级教师向新城学校流动力度，新城教师在职称评审时，可享受乡村教师待遇。指导新城所在区对新城范围内教育、卫生、文化等事业单位绩效工资总量予以适当倾斜。

资料来源：上海市人民政府，兴业证券经济与金融研究院整理

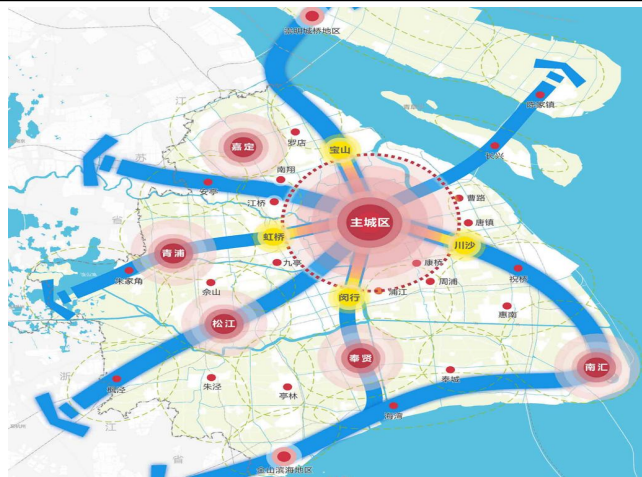
<sup>1</sup>注：新城指松江、嘉定、青浦、奉贤、南汇

### 2.3、“五大新城”+特色产业园区助力郊区发展

#### ● 郊区重点建设“五大新城”

上海市的十四五规划中提出了优化功能布局，塑造市域空间新格局的新纲领。加快形成“中心辐射、两翼齐飞、新城发力、南北转型”的空间新格局。**大力实施新城发展战略，承接主城核心功能，把五大新城建设为长三角城市群中具有辐射带动作用的独立综合性节点城市，融入长三角区域城市网络。践行现代城市建设理念，以中长期集聚百万人口为目标，加快创新创业人才集聚，夯实产业和科技基础，加快提升交通枢纽能级，完善公共服务配套，丰富文旅资源，加强与周边地区乃至长三角城市联动发展，把五大新城打造成为上海未来发展具有活力的重要增长极和新的战略支点。**

图 26、上海市“五大新城”战略布局



资料来源：《上海市城市总体规划（2017-2035年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

**郊区将承接产业和人口转移。**根据《上海市城市总体规划（2017-2035年）》，上海市未来会更多的将中心城区的核心功能转移至“五大新城”，推进新城产业结构调整，强化新城科技创新引领作用，推动存量工业用地转型升级，形成区域性的产业和就业核心，促进产城融合。

表 5、“五大新城”发展路径

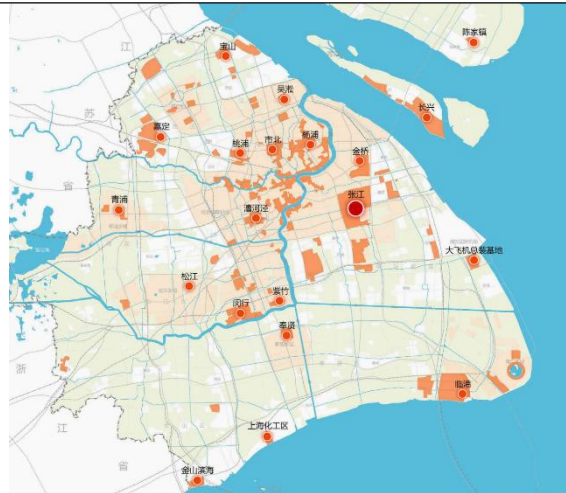
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

名称	规划人口	功能引导
嘉定新城	70 万人	沪宁廊道上的节点城市，以汽车研发及制造为主导产业，具有独特人文魅力、科技创新力、辐射服务长三角的现代化生态园林城市。
松江新城	110 万人	沪杭廊道上的节点城市，以科教和创新为动力，以服务经济、战略性新兴产业和文化创意产业为支撑的现代化宜居城市，具有上海历史文化底蕴和自然山水特色的休闲旅游度假胜地和区域高等教育基地。
青浦新城	65 万人	沪湖廊道上的节点城市，以创新研发、商务贸易、旅游休闲功能为支撑，具有江南历史文化底蕴的生态型水乡都市和现代化湖滨城市。
奉贤新城	75 万人	滨江沿海发展廊道上的节点城市，杭州湾北岸辐射服务长三角的综合性服务型核心城市，具有独特生态禀赋、科技创新能力的智慧、宜居、低碳、健康城市。
南汇新城	65 万人	滨江沿海发展廊道上的节点城市，以先进制造、航运贸易、海洋产业为支撑的滨海城市，是以自贸区制度创新、产业科技创新、智慧文化创新为动力的我国新一轮改革开放的先行试验区。

资料来源：《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

**重视科技创新能力，加快建设科技创新中心。**上海正在推进打造科技创新中心，结合城市更新和工业用地转型，积极盘活存量资源，发展量多面广、规模适宜的嵌入式创新空间，为小微科创企业提供成长空间。根据《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》内容显示，至 2035 年，上海全社会研究与试验发展（R&D）经费支出占全市地区生产总值比例达到 5.5% 左右，战略性新兴产业增加值占全市地区生产总值比例提高到 25%，跨国公司研发总部入驻数量居亚洲首位。“五大新城”及郊区各行政区聚集大量科创园区及企业，为公司开展科创业务提供良好的环境。

图 27、上海科技型企业“五大新城”及郊区分布广



资料来源：《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

**沪农商行积极融入“五个新城”建设，支持上海重大战略和地方经济发展。**沪农商行紧密围绕上海城市发展，加大对“五个新城”的金融支持力度，陆续与部分区政府签订战略合作协议，建立共建互联机制和深度合作伙伴关系，大力推进新城建设中的金融支持。截至 2021 年末，沪农商行对“五个新城”内对公企业授信余额 850.1 亿元，服务企业 4830 户；2021 年当年对公企业新增授信余额 611.7 亿元，



服务企业 4038 户。

表 6、沪农商行业务对接“五大新城”

举措	具体内容
统筹全行力量，提高服务水平	总行成立“五个新城”金融服务领导小组，制定了金融服务“五个新城”业务联动工作方案，建立总分行统筹协调工作机制，相关分支行组建了“五个新城”服务专营团队，具体落实主体责任，三层架构形成服务闭环，确保各项金融服务工作有效落地。
聚焦重点领域，金融资源支持	紧密结合新城的产业特点和重点项目，坚持“一城一策”，提供强有力的信贷支持。“十四五”期间，意向安排总授信额度不低于 2000 亿元，2021 年上海农商银行参与新城重大项目 37 个
结合功能定位，推出特色服务	在具体金融服务工作中，充分发挥自身特色，加大对新城内小微、科创、“三农”等领域以及重点园区的金融支持力度，同时提供“股债贷+境内外”全链条金融服务
赋能新城治理，保障民生工程	为新城内企业发放专利质押普惠贷款，帮助企业改造区内非机动车充电桩。加大对新城内保障性住房、租赁住房金融支持力度，2021 年对新城内保障房项目授信金额合计 51.5 亿元，当年累计投放 6.3 亿元

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 特色产业园区加速建设

《上海市产业园区转型升级“十四五”规划》中表示，在“十三五”期间特色产业园区已初步显露经济效益的基础上，以“创新引领、集聚卓越、绿色集约、共享融合”为原则，建设一批代表上海参与全球产业竞争的特色产业园区。根据上海市经济和信息化委员会发布的《上海市特色产业园区公告目录（2022 年版）》显示，目前上海市一共划分了 53 个特色产业园区，这些产业园区的分布与上海市的空间新格局相匹配，共同助力“五大新城”的发展，形成“一轴、三带、多节点”的产业园区空间布局。

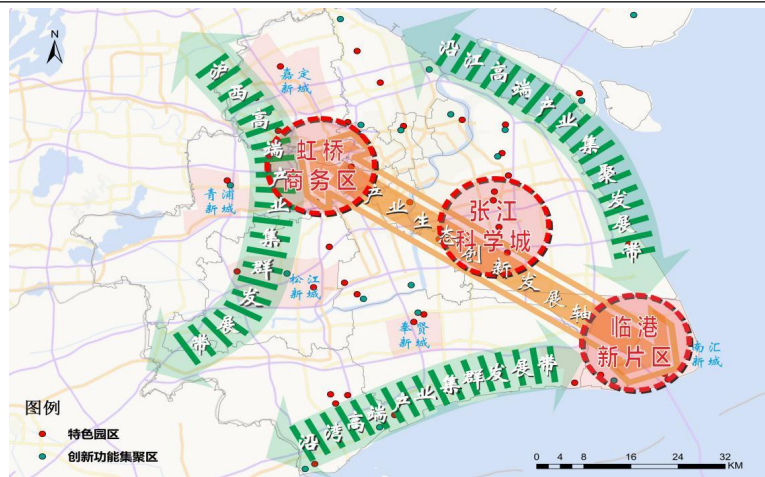
- ✓ “一轴”：产业生态创新发展轴，形成临港新片区引领、张江科学城策源、虹桥商务区辐射的联动发展格局。
- ✓ “三带”：沿江、沿湾、沪西三条高端产业集群发展带，增强产业辐射的影响力，探索产业动能转换与空间提质增效，推动园区物业形态、产业能级、区域功能、产出效益升级，努力打造区域创新转型和高质量发展的标杆典范。
- ✓ “多节点”：以漕河泾开发区等品牌和特色园区为支撑，进一步提升服务能级和辐射功能，推进城市更新提升经济密度，加快滨江水岸经济发展带等重点区域核心产业和要素集聚，打造活力四射的产业创新生态圈。

表 7、特色产业园区发展目标

类型	指标名称	单位	2025年
园区体系	特色产业园区	个	50 左右
	精品微园	个	50 左右
	国家生态工业示范园区	个	10
数字化转型	数字新基建园区	个	5
	智慧星级园区	个	50
	工业互联网标杆园区	个	10
总量规模	规上工业企业总产值	万亿元	3.2
	营业收入	万亿元	14.5
	工业总产值超千亿元园区	个	15
创新浓度	市级以上研发机构数	家	1500
	高新技术企业、专精特新企业、科技小巨人企业	家	12000
	企业累计有效发明专利授权数	万件	15
经济密度	单位土地产值	亿元/平方公里	80 以上(力争 85)
	单位土地营业收入	亿元/平方公里	210
要素投入	新增产业用地	平方公里	50
	产业结构调整重点区域	个	10
	产业用地更新盘活面积	亩	50000

资料来源：《上海市产业园区转型升级“十四五”规划》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、特色产业园区形成的“一轴、三带、多节点”格局



资料来源：《上海市产业园区转型升级“十四五”规划》，兴业证券经济与金融研究院整理

沪农商行紧跟地区发展步伐，助力园区发展。沪农商行发布《上海农商银行助力新兴产业发展 2022 行动计划暨四百工程 2.0》助力园区发展，截至 2022H1，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。

表 8、沪农商行业务对接园区客户

区域	举措
南汇	为支持园区产业的高质量发展，以“百园万企”战略地图为主线，通过“临港园区科创贷”专项服务方案，整合全行资源，精准服务临港园区内科创企业。2021 年内接洽超 630 家园区企业，其中约 200 家园区企业获专项贷款支持，共计金额 25.8 亿元。
浦东新区	支持陆家嘴金融贸易区、张江高科技园区，金桥开发园区、外高桥保税区园区的基础设施和配套项目建设。
青浦区	积极助力区内重点行业和特色产业园区发展。例如，已与区内引入的圆通、韵达、安能、则一等快递物流龙头企业开展合作，并将以此为基础，进一步支持企业下游客户，助推全产业链的共同升级。
松江区	先后参与 G60 科创走廊启迪漕河泾、临港漕河泾、西南物流园、松江电子商务产业园等 9 大园区建设，并对落地企业给予资金支持，累计服务企业约 80 户；自 2018 年以来，上海农商银行作为首家支持金融机构，积极推进松江区百亿项目——“超硅半导体”园区的开发。目前该建设项目已竣工，300 毫米硅片制造全流程生产线已开始试产，将逐步打破当前硅片市场的少数企业垄断局面。
奉贤区	大力跟进区内重点行业培育，“东方美谷”是奉贤新城的特色品牌园区，目前，园区内被纳入该行白名单的客户已超 60 家，拟授信金额超过 4 亿元。

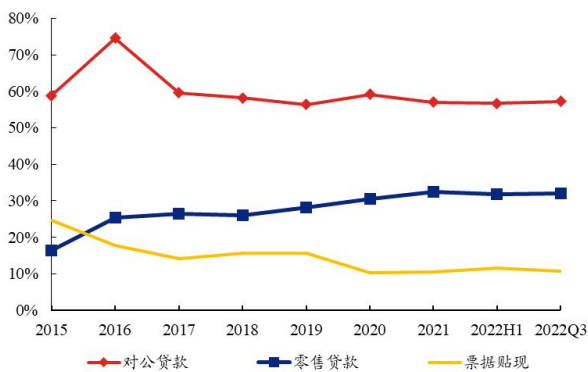
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、 公司金融：小微+科创+三农，打造品牌特色

#### 3.1、 联动地方实体经济，制造业占比逐步提升

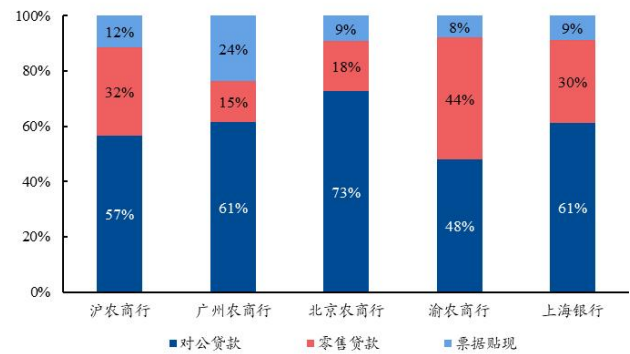
扎根实体经济，对公贷款占比接近 60%。作为长期根植地方的农村金融机构，业务发展必然与地方经济紧密相连，沪农商行深耕本土，充分发挥渠道下沉优势，以中小微企业为主，深耕普惠金融。自 2017 年以来，沪农商行的对公贷款占比维持 60%左右，截至 2022Q3，对公贷款余额 3720 亿元，占比 57%。对比同业来看，除渝农商行零售贷款占比较高外，其余均以对公为主，其中北京农商行对公贷款占比高于 70%，广州农商行和上海银行对公贷款占比均在 60%左右。

图 29、沪农商行贷款结构变动



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、贷款结构同业对比（2022H1）



注：广州农商行数据为 2021A，其余均为 2022H1

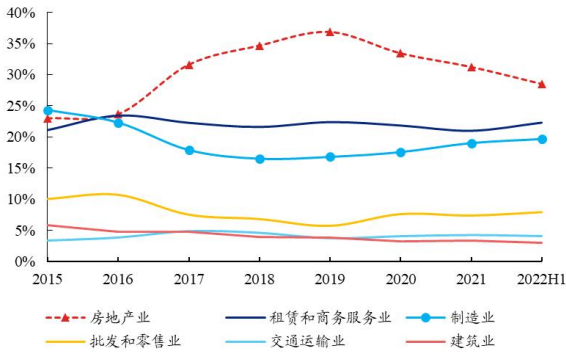
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

对公以房地产、租赁商务服务和制造业为主，近年来加强制造业贷款投放，地产占比持续压降。截至 2022H1，对公贷款余额 3602 亿元，占比 57%；其中房地产开发贷款余额 1027 亿元，占对公贷款的 29%，仍是对公贷款主要投向的领域之一。此外，租赁和商务服务业以及制造业分别占比 22%和 20%。横向对比来看，沪农商行房地产及制造业贷款占比显著高于同业。

拉长时间周期来看，公司房地产开发贷款占比逐年下降，从 2019 年最高 37%下降至 2022H1 的 29%，但和同业相比，房地产占比仍然偏高。近年来，公司持续将资源向制造业倾斜，助推实体经济发展，2019-2021 年制造业贷款 CAGR 高达 15%，高于对公贷款整体 10%的增速，从增量贡献来看，2019-2021 年制造业贷款分别贡献对公贷款 20%、22%和 32%的增量。截至 2022H1，制造业贷款规模达 708 亿元，占比提升至 20%。未来公司将持续优化贷款结构，紧跟国家战略，围绕制造业、“3+6”重点产业<sup>2</sup>、供应链金融等领域加强贷款投放。

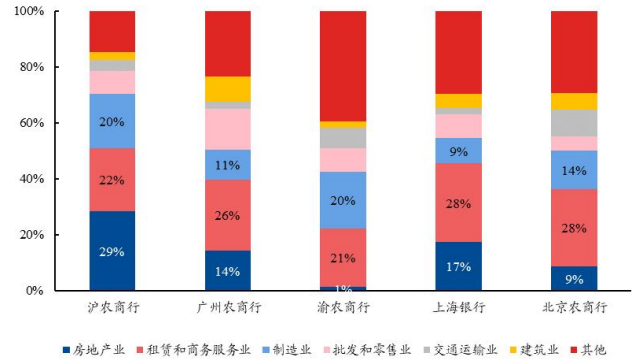
<sup>2</sup>注：“3+6”重点产业是指以集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业为引领,大力发展电子信息、生命健康、汽车、高端装备、先进材料、时尚消费品六大重点产业。

图 31、沪农商行对公贷款结构变化



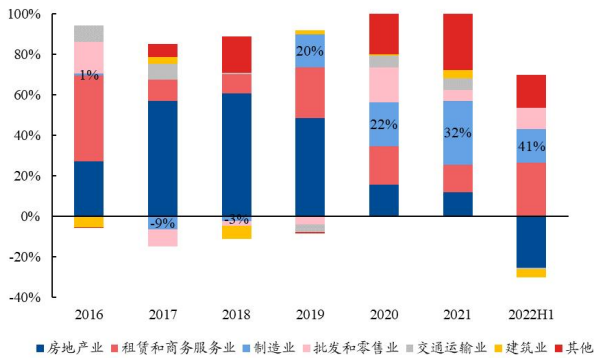
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、对公贷款结构同业对比（2022H1）



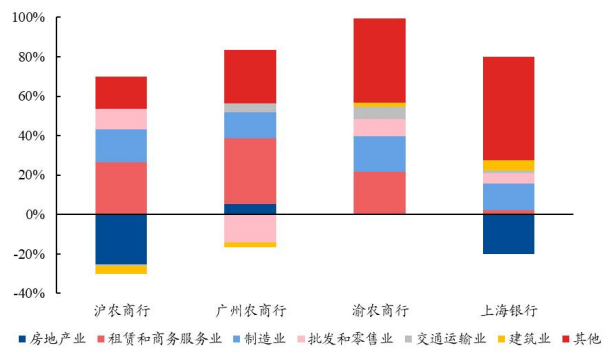
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、沪农商行对公贷款增量变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、对公贷款增量结构同业对比（2022H1）

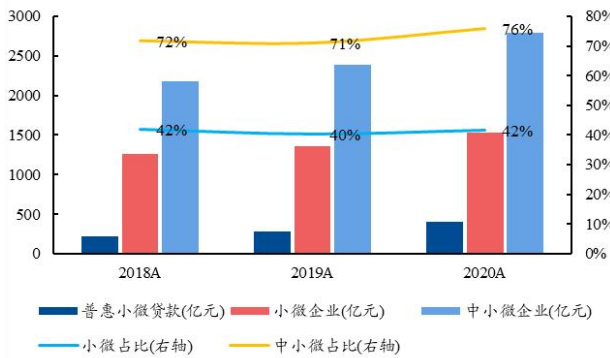


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、坚守普惠金融，小微、科创、三农“三驾马车”并驾齐驱

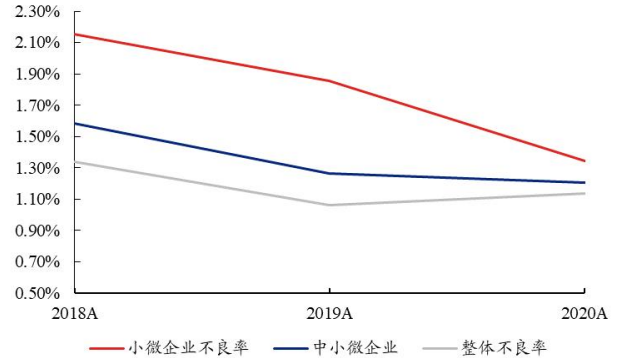
**坚守普惠金融，大力支持中小企业发展。**作为深耕上海郊区的金融机构，沪农商行充分利用网点资源，深入践行普惠金融。根据招股说明书，公司对公贷款超过70%来源于中小微企业，中小微企业构成主要贷款客户来源，贷款总额占比最高，2018-2020年，中小微企业贷款占对公贷款比例分别为72%、71%和76%，其中中小微企业占比约42%。**从不良率情况来看**，小微企业不良率持续下行，从2018年的2.15%下降至2020年的1.34%，公司做小做散的战略不断提质增效。

图 35、对公贷款超 7 成来源于中小微企业



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、小微企业不良率持续下行

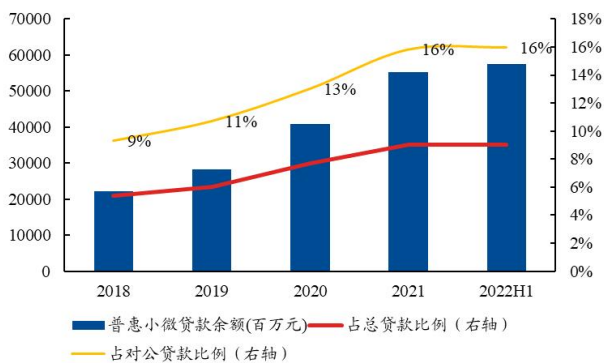


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 打造特色普惠小微，实现差异化竞争

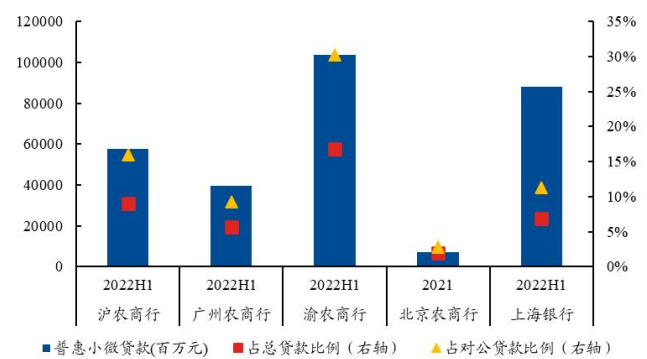
持续“做小做散”，普惠小微户均规模稳步下行。2021 年全年，公司普惠小微贷款余额 553 亿元，同比高增 35%，余额及增量位居上海可比同业前列，普惠小微贷款贡献全年贷款增量的 17%。截至 2022Q3，公司普惠小微企业贷款达 618 亿元，较年初增长 12%，高于总贷款 6% 的增速；普惠小微贷款户数 3.67 万户，较年初大增 53%，普惠小微户均规模由 2021 年的 230.4 万元下降至 168.4 万元，持续践行“做小做散”，以微贷业务为特色，探索普惠第二发展曲线。横向对比来看，2022H1 沪农商行的普惠小微贷款占对公和整体贷款比重分别为 16% 和 9%，仅次于渝农商行，高于其他同业。

图 37、沪农商行普惠小微贷款占比逐年提升



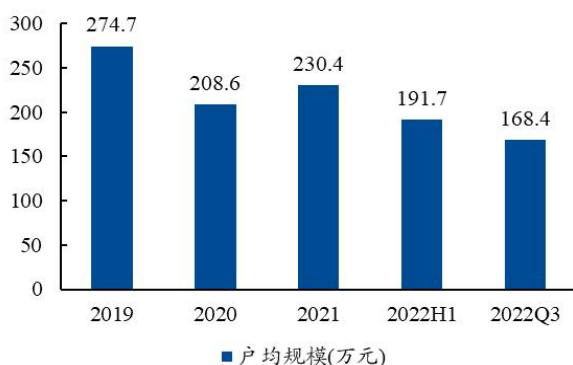
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、沪农商行普惠小微贷款占比仅次于渝农商行



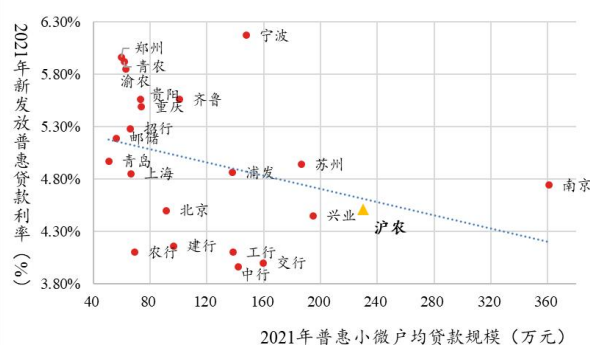
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、沪农商行普惠小微户均规模稳步下行



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、沪农商行普惠客群定位差异化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**客群定位：户均规模高于同业，实现差异化竞争。**我们对标了沪农商行与6家国有大行和4家可比同业的普惠小微户均贷款规模和平均利率，可以看到，沪农商行户均贷款规模在200万元左右，高于大行和可比同业，并显著高于和其处在同一地区的上海银行，客群定位存在一定差异化。从普惠小微平均贷款利率来看，沪农商行定价高于大行，但相对同业较低。

表 9、普惠定位：沪农商行户均规模较大，平均利率较高

上市银行		普惠小微户均规模 (万元)			普惠小微贷款平均利率		
		2020A	2021A	22H1	2020A	2021A	22H1
大行	工商银行	123	138	153	4.13%	4.10%	3.90%
	建设银行	85	97	95	4.31%	4.16%	4.08%
	中国银行	127	142	158	3.93%	3.96%	3.87%
	农业银行	61	69	70	4.18%	4.10%	3.95%
	邮储银行	50	56	61	5.46%	5.19%	0.00%
	交通银行	165	160	164	-	4.00%	3.84%
可比同业	沪农商行	209	230	192	4.81%	4.51%	4.42%
	广州农商行	129	115	112	5.02%	4.90%	-
	北京农商行	256	263	-	-	4.00%	-
	渝农商行	61	63	63	5.67%	5.85%	5.60%
	上海银行	77	67	58	4.90%	4.85%	-
行业平均		47	57	59	5.15%	5.69%	5.35%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**依托人缘地缘优势，加强政府合作，完善产品体系。**沪农商行在上海营业网点众多并且深度下沉，且高管大多来自上海当地，可以有效减少银企之间信息不对称。依托天然的人缘优势，公司深化“政会银企”合作和“银担”合作。此外，小微产品不断创新和完善，根据招股说明书，公司设立35家小微企业专营网点，配备专营团队专业对接小微企业，并针对不同小微企业推出不同产品，例如“鑫惠贷”、“积数贷”、“循环贷”、“银税贷”及中小微基金担保项下的担保贷款等，截至2022H1，上海市中小微担保基金项下贷款余额近127亿元，位居上海市同业前列。

表 10、深化“政会银企”合作和“银担”合作

合作机构	内容
上海市工商联	联合举办助力制造业民营企业复工达产专项金融服务方案发布会，设立 500 亿民营制造业专项信贷额度
浙江商会、江苏商会、安徽商会等	开展专场宣讲交流活动
上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心	以上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心业务合作为核心，与上海临港新片区融资担保、昆山市综合风险池、嘉兴市小微企业信保基金融资担保合作风险分担业务。

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 科创金融特色鲜明，发展空间广阔

公司科创业务布局早，组织架构完善。2009 年，在总行层面设立了科技型中小企业融资中心，自此开始聚焦科创企业服务历程。目前公司形成了“鑫科贷”产品系列+“鑫动能”培育计划的科技金融“双鑫服务品牌”，为科创企业提供全生命周期服务，已经逐渐形成自身品牌特色。公司发展科创金融空间广阔，与地方发展同频共振。根据 2023 年 1 月发布的《上海银行业保险业支持上海科创中心建设的行动方案（2022-2025 年）》，在沪主要银行保险机构到 2025 年总体力争实现科技型企业贷款余额突破 1 万亿元，科技型中小企业贷款余额在 2021 年基础上实现翻一番。沪农商行凭借先发优势及产品特色有望充分受益于科创金融发展新方向。

表 11、沪农商行科创金融发展路径

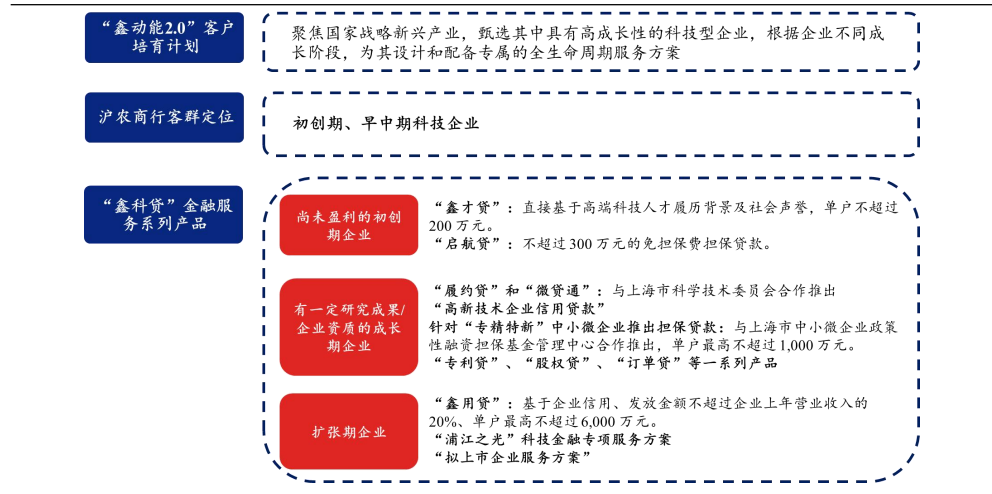
时间	事件
2009 年	在总行层面设立了科技型中小企业融资中心
2012 年	成立上海市首家科技专营支行——张江科技支行
2017 年	成立普惠金融部，面向市场推出了“鑫科贷”系列产品
2018 年	成立杨浦双创支行，并启动“鑫动能”战略新兴客户培育计划
2020 年	打造张江科技支行、杨浦双创支行、临港新片区支行三大科创金融实验室
2021 年	推出“鑫动能 2.0”培育计划，建立“1+5+N”投贷联动专营机制

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

构建科创金融专属“双鑫服务”战略，提供全生命周期服务。公司以“科创更前、科技更全、科研更先”为导向，切入具有核心技术、高成长性的初创期、早中期科技企业，强调早期对初创企业客户进行服务和培育，错位竞争，建立客户粘性，与客户共同成长。持续探索金融支持科技创新，迭代推出覆盖科技企业全生命周期的“鑫科贷”科创金融专属产品及“鑫动能”战略新兴客户培育计划，双轮驱动为科创企业赋能。此外，沪农商行持续强化银政合作，公司是上海市科创中心推出的“科技履约贷”17 家合作银行和“科创助力贷”5 家合作银行中唯一的农商行，并全面推进上海地区专精特新“小巨人”企业培育工作。截至 2022H1，公司已服务上海市近半数的“专精特新‘小巨人’”企业和超过 30%的“专精特新”中小企业。



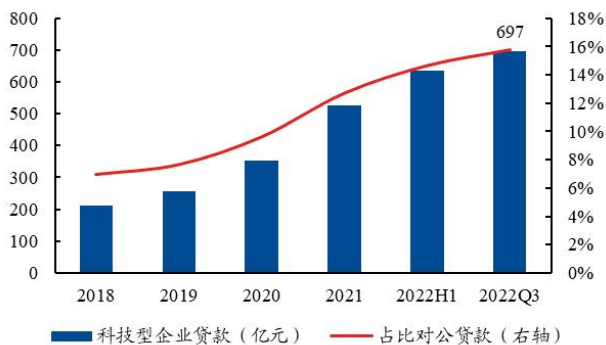
图 41、“鑫动能 2.0”培育计划+“鑫科贷”产品体系



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

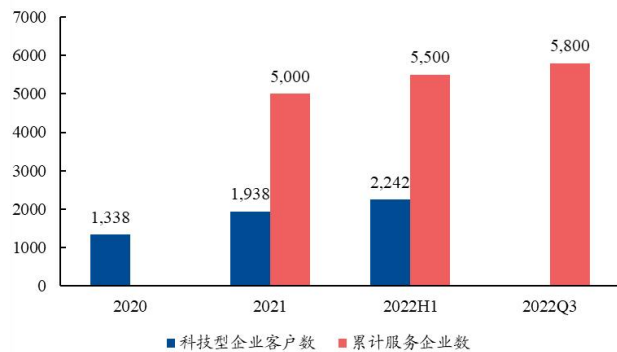
科技型企业贷款规模及客户数持续高增，抢抓科创风口。截至 2022Q3，沪农商行科技型企业贷款规模接近 700 亿元，较年初新增 32%，占比对公贷款超过 15%，2020-2022Q3 三年平均增速超 40%；累计服务科技型企业户数约 5800 户，2022H1 科技型企业贷款户数超 2242 户。截至 2021 年末，本公司科技型企业贷款占比对公贷款超过 12%，在上海市范围内市场份额超过 11%。

图 42、沪农商行科技型企业贷款占比持续提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、科技型企业贷款户数逐年递增 (户)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 长三角区域支农主力军品牌特色凸显

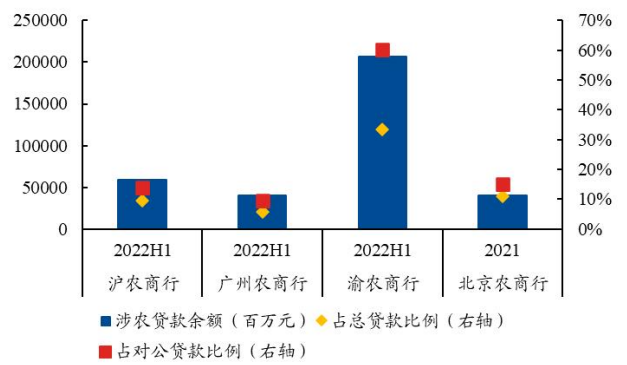
公司始终坚持服务“三农”，截至 2022H1，公司涉农贷款余额 593 亿元，继续保持“三农”金融服务区域市场领先地位，并且 2022 年上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心项下对涉农经营主体累计发放贷款 3.66 亿元，位列上海市同业第一。公司通过控股上海市外村镇银行促进三农业务发展，目前沪农商行发起设立沪农商村镇银行共 35 个，实际控制权超过 50%。和同业对比，公司涉农贷款占比仅次于渝农商行，排名位居前列。

图 44、沪农商行涉农贷款余额和占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、涉农贷款余额和占比同业对比



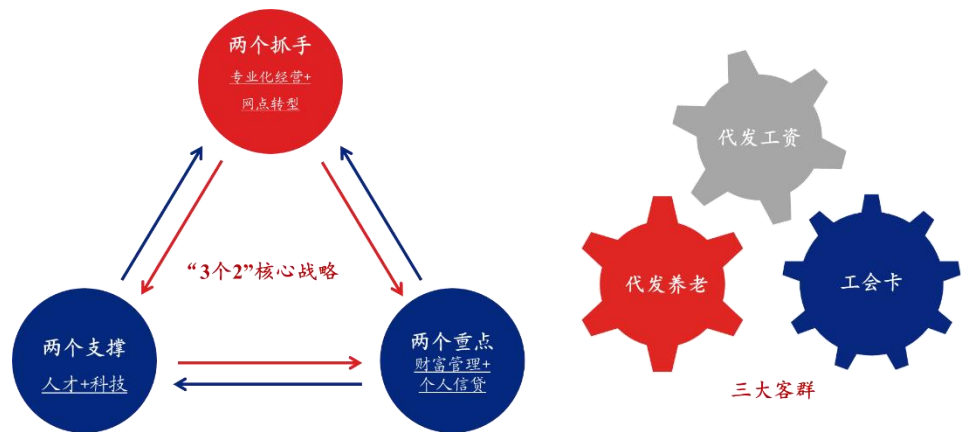
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、零售金融：转型战略提速，财富管理潜力广阔

### 4.1、转型战略升级，零售占比显著提升

2021年明确将零售金融作为战略“主战场”，全面推进“3个2”核心战略实施，通过“专业化经营”和“网点转型”两大抓手，发力“财富管理”和“个人信贷”两大重点业务，发挥“人才”和“科技”两个支撑能力，深耕“代发工资、代发养老、工会卡”三大客群，赋能客户经营网络，提升核心服务能力。2015年，公司聚焦“社区银行建设”，全力推进“零售信贷、财富管理和银行卡业务”持续发展，2017年提出以“调结构、促规模、提收益”为目标，努力提高零售金融贡献占比，零售转型步伐不断加快。

图 46、沪农商行零售金融发展战略



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

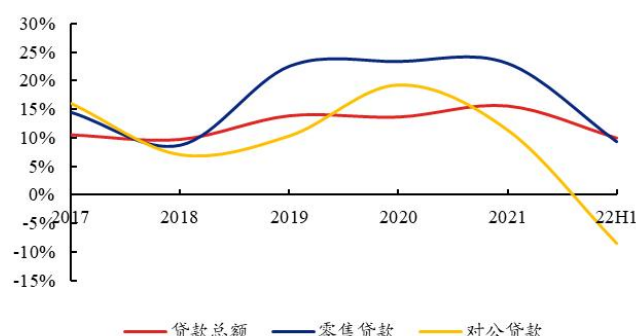
**零售贷款占比稳步提升**，由2015年16%翻一番至2022H1的32%，2017-2021年复合增速高达18%，显著高于全行贷款增速13%。**细拆零售贷款结构**，尽管按揭类贷款仍是公司零售资产投放主体，但占比不断压降，而个人生产经营贷款和消费贷款占比显著提升。截至2022H1，公司零售贷款总额2017亿元，从2015年至2022H1，个人生产经营贷款占比从15%提升至20%，个人消费贷款占比从4%提升至18%，而住房按揭贷款占比从75%压降至57%。

图 47、沪农商行零售贷款占比逐年提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、沪农商行零售贷款增速领先



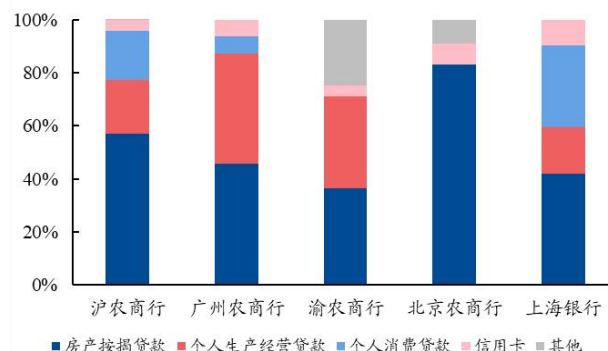
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、沪农商行零售贷款结构变动



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

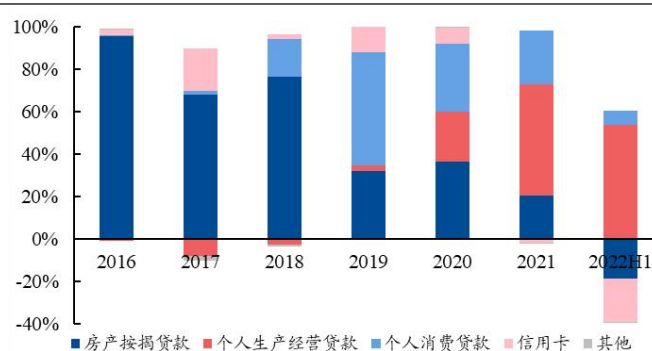
图 50、零售贷款结构横向对比



注：北京农商行为2021年数据，其余均为2022H1  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

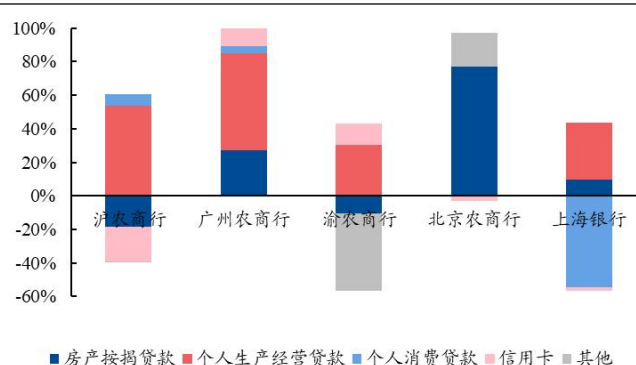
从增量角度来看，零售贷款增长的主要驱动力从住房按揭贷款向个人生产经营贷款和消费贷款转移。截至2022H1，个人住房按揭贷款1152亿元，占比零售贷款压降至57%，个人生产经营贷款占比提升至20%，贡献零售贷款最多增量，个人消费类贷款占比提升至18%。在个人消费贷款方面，公司在丰富现有产品体系的基础上进一步拓展应用场景，满足客户日益增长的多元信贷需求；个人经营贷款方面，公司以大数据风控为载体，通过匹配性产品专案，满足小微企业主融资需求。近年来，个人生产经营贷款和个人消费贷款均实现高速增长，2020-2021年，个人生产经营贷款增速分别为116%和150%，个人消费贷款增速在2019年高达322%，2020-2021年增速分别为58%和37%，主要由于公司从2018年开始规划发展互联网贷款业务，加大金融科技投入，并于2019年成立零售金融部在线贷款中心，积极开展个人互联网贷款业务。

图 51、沪农商行零售贷款增量结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

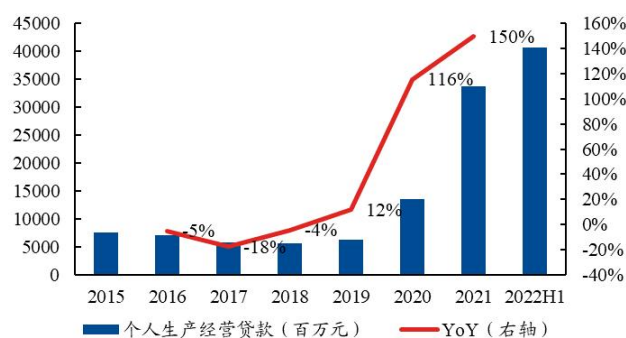
图 52、零售贷款增量结构同业对比



注：北京农商行为 2021 年数据，其余均为 2022H1

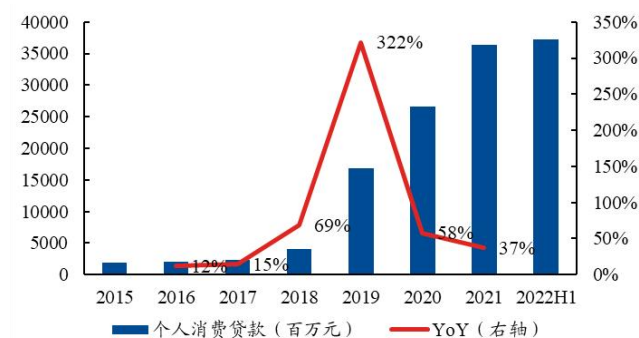
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、个人生产经营贷规模及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、个人消费贷款规模及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

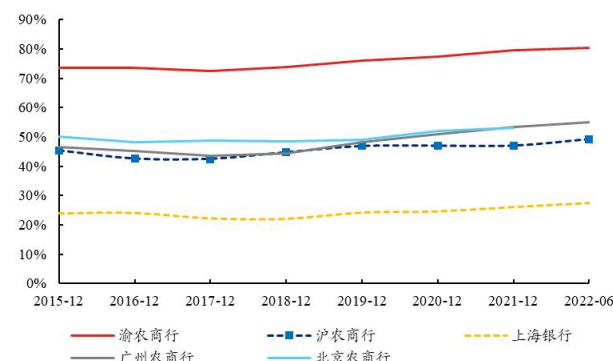
**零售客户规模不断扩大，个人存款占比持续提升。**在上海地区竞争激烈的背景下，沪农商行零售存款市占率接近 10%。截至 2022Q3，公司积累零售客户数（不含信用卡客户）2044 万户，几乎渗透至上海市郊区全部的常住人口（截至 2020 年，上海郊区常住人口约 1819 万人），有利于公司深入挖掘零售客户价值。截至 2022H1，公司个人存款余额达 4380.8 亿元，粗略测算其上海地区的市占率约 10%，始终高于同地区的上海银行。公司个人存款占总存款比重逐年提升至 49%，大幅高于同地区上海银行 28% 的个人存款占比。庞大的零售客群和高零售存款占比为公司零售转型奠定基础。

图 55、沪农商行个人存款在上海地区市占率



注：市占率=个人存款余额/上海市住户存款余额  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、沪农商行个人存款占比大幅高于上海银行

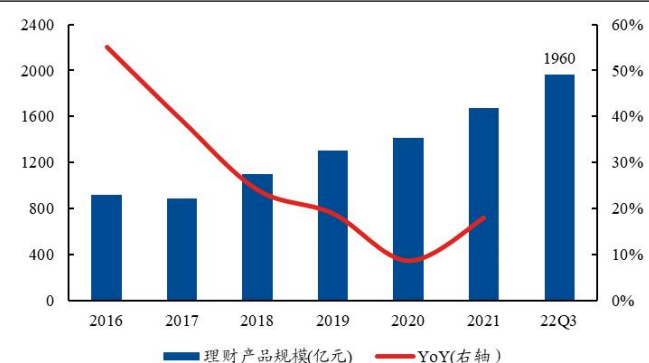


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.2、财富管理扎实推进，深挖潜力广阔

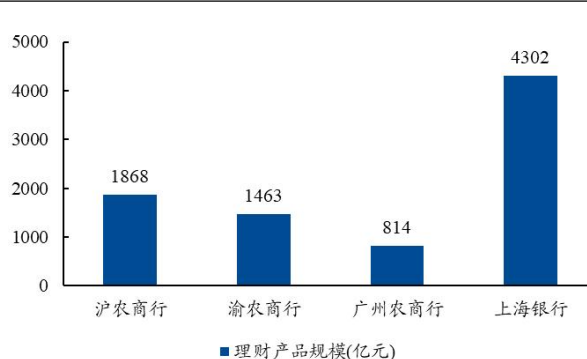
沪农商行财富管理业务起步较早，是国内农信体系中首批推出理财产品的银行之一。公司资产管理规模不断提升，“鑫意理财”品牌知名度不断提升，截至 2022Q3，公司理财产品总规模 1960 亿元，较年初增幅 17%，理财规模和综合能力保持全国农村金融机构首位。公司以养老财富管理为试点，推进以多元化资产配置为核心的财富管理业务，公司形成了以中长期净值型理财、“固收+”基金和资管、养老型保险产品为主体的财富产品体系，财富管理业务经营效能不断提升。公司坚持做大客群，深耕“代发工资、代发养老、工会卡”三大客群，零售客户规模不断扩大，截至 2022Q3，个人客户数已经达到 2044 万户，2018-2021 三年平均增速达 15%，其中 AUM 达到 100 万元以上的客户 10.33 万户。

图 57、沪农商行理财产品规模变动



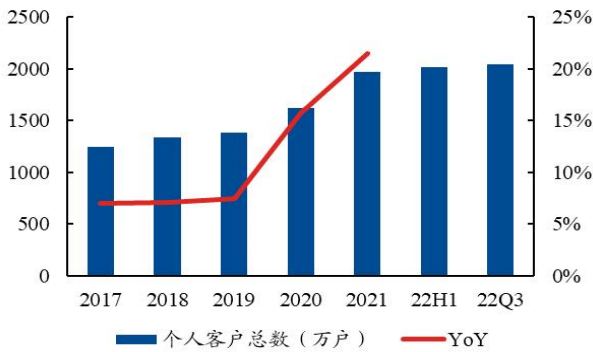
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、沪农商行理财规模领先可比农商行（22H1）



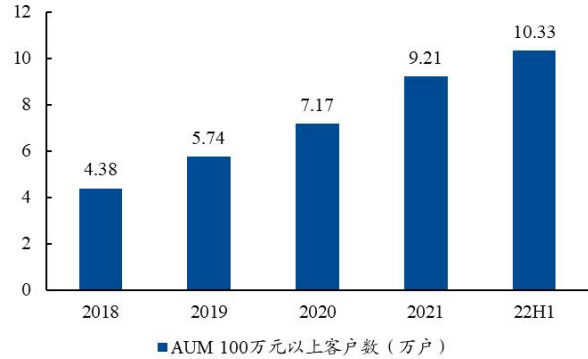
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 59、沪农商行零售客户数保持高速增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

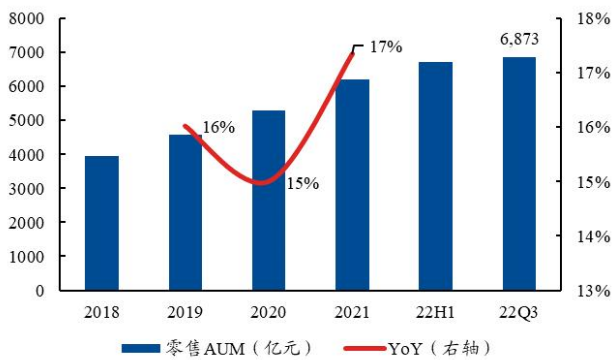
图 60、AUM 100 万元以上客户数突破 10 万户



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

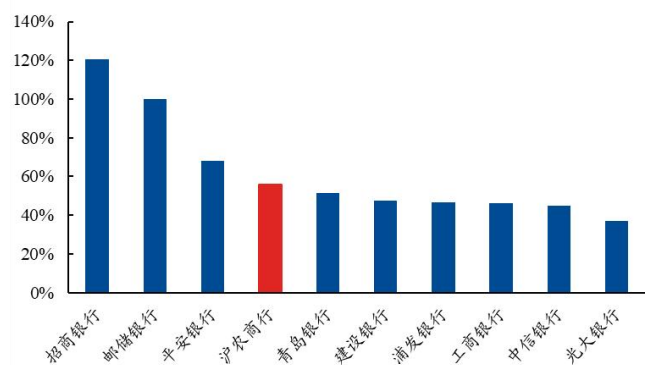
得益于客群基础夯实和财富管理扎实推进，公司零售 AUM 快速增长。截至 2022 Q3，公司零售 AUM 达到 6873 亿元，2018-2021 三年平均增速超 15%，AUM 占总资产比例已处于同业领先水平，仅次于招商银行、邮储银行和平安银行。财富管理相关 AUM 增长更为显著，2021 年末，非储蓄 AUM 规模达到 2339 亿元，同比增长 28.2%，2022Q3 进一步提升至 2569 亿元，较年初增长 9.8%。拆分 AUM 结构来看，沪农商行零售存款占比 AUM 逐年降低，从 2018 年的 73% 降至 2022H1 的 65%，理财占比 AUM 由 22% 提升至 28%；横向对比上海其他几家银行来看，沪农商行 AUM 结构仍有持续优化空间。

图 61、沪农商行零售 AUM 维持两位数增速



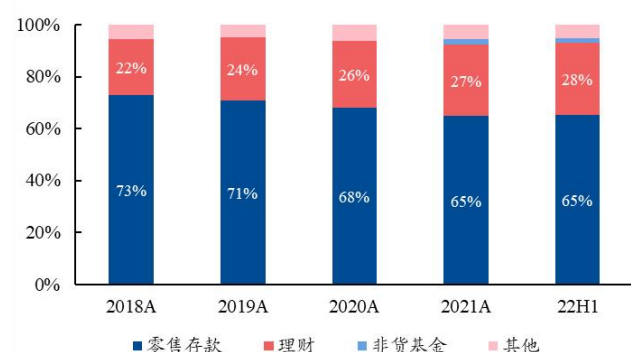
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、沪农商行 AUM/总资产占比领先同业



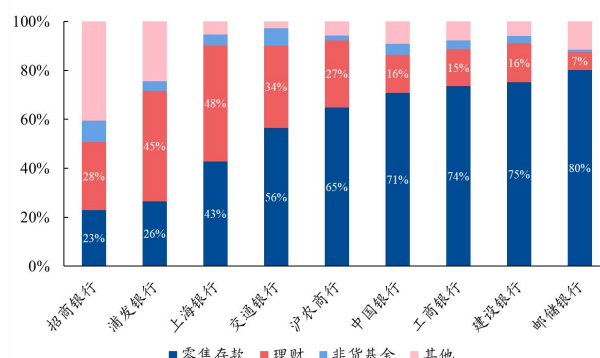
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 63、沪农商行 AUM 结构拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

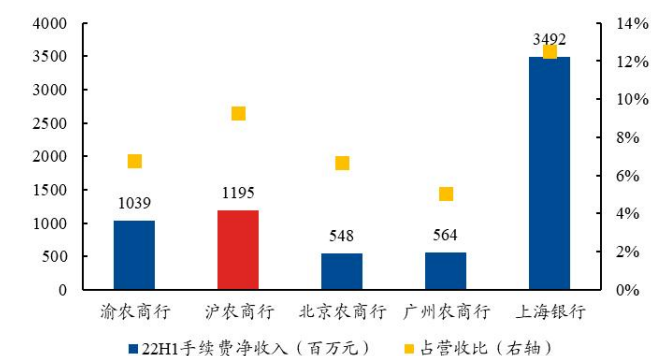
图 64、AUM 结构同业对比（2021A）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

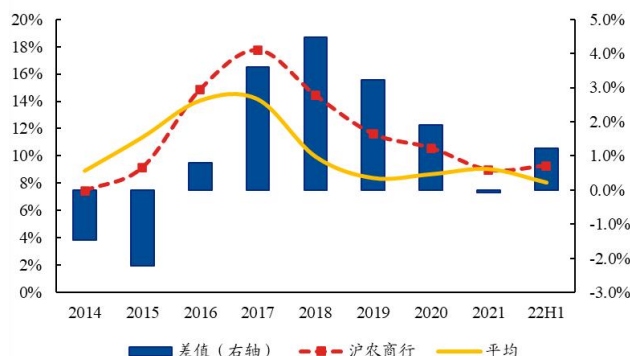
**财富管理助力中收增长，代理业务占比维持高位。**2021 年公司代销基金、保险等财富业务中收取得快速增长，代理非货非超短债基金销售额较上年末增长近 10 倍，代销基金业务收入较上年末增长逾 5 倍。伴随财富管理业务纵深推进，2022H1 公司手续费净收入达 11.95 亿元，占营收比重为 9.3%，同比下降主要由于上海疫情影响下，公司线下网点关停、居民消费需求减弱，导致代理业务、电子银行和银行卡业务等手续费收入同比减少，当前我国防疫政策持续优化，疫后复苏将有效带动中收回升。**横向对比来看，沪农商行中收规模及占比在可比农商行中均为最高，彰显出公司突出的投融资综合服务能力。**拉长周期来看，自 2016 年后，公司中收占比始终高于可比同业平均水平。

图 65、沪农商行中收规模和占比较高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

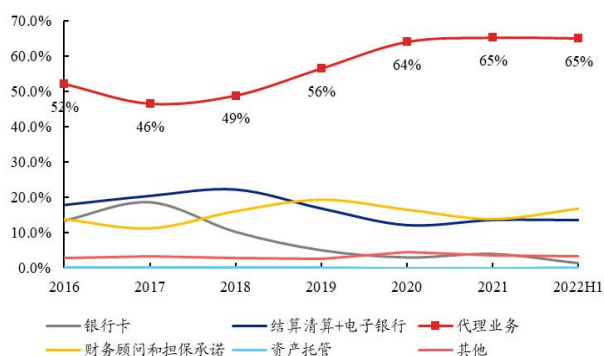
图 66、沪农商行中收占比始终领先于同业



注：平均取上海银行/渝农/沪农/北京/广州农商行的平均  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

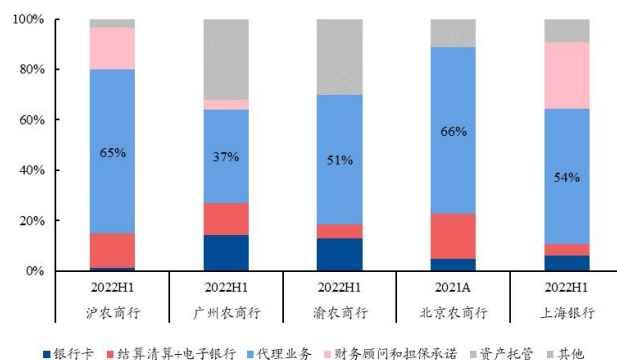


图 67、手续费收入中代理业务占比达 65%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 68、沪农商行代理业务占比领先



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

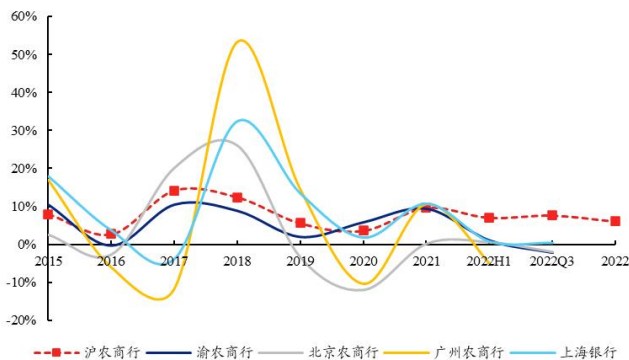
## 5、疫后复苏弹性强，业绩回暖可期

### 5.1、ROE 稳步提升，业绩拐点趋势渐显

**盈利能力稳步提升，业绩拐点趋势渐显。**2017-2022 年间，公司营收及归母净利润平均增速分别为 8.6%、11.3%，高于上市银行整体的 6.5%、6.6%，盈利能力稳步提升。2022 年前三季度公司营收/归母净利润同比增速分别为 7.6%、17.1%，均较上半年有所回暖。**拆分驱动因素来看**，①规模增长稳健，生息资产同比增速提升至 10.3%，驱动利息净收入同比+8.6%；②中收业务显著修复，手续费净收入同比-2.3%（较上半年-13.1%显著收窄），主要由于上半年受上海疫情影响较大，三季度转为常态化管理，相关业务明显恢复。③资产减值损失同比下降 17.1%，信用成本下降至 0.51%，拨备持续反哺利润。

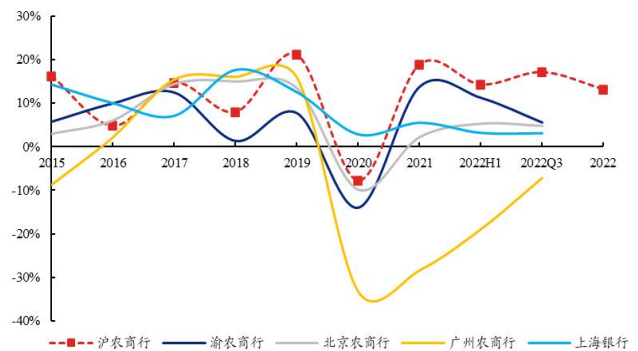
根据 2022 年业绩快报，公司 2022 年全年营收、归母净利润同比增速分别为 6.1%、13.2%，增速放缓预计主要受债市波动和加大减值计提力度的影响。截至 2022 年末，不良率环比下行至 0.94%，拨备覆盖率提升至 445%，预计随着疫后复苏及地产政策持续落地涉房风险缓释，公司资产质量仍有较大改善空间。

图 69、沪农商行营收增速同业领先



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 70、沪农商行净利润增速同业领先



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**杜邦分析：横向对比来看，公司 ROE 水平领先同业。**2022 上半年沪农商行 ROE 提升至 12.25%，在可比同业中位列第一。细分来看，推动公司高 ROE 的主要原因是：**（1）净利息收入和中间业务收入支撑能力强**，正向贡献具备一定优势，受益于广泛的网点覆盖率和庞大的客群优势，沪农商行具有显著的低负债成本优势；同时公司突出的投融资综合服务能力也带来了高中收占比；**（2）资产减值负向贡献显著低于同业**，优异的资产质量带来了低信用成本，同时充足的拨备有望持续反哺利润。两大因素共同铸就沪农商行 ROA 在可比同业中位居第一，最终在权益乘数的作用下保证了高 ROE 的实现。

表 12、2022H1 可比银行 ROE 杜邦拆分

单位：%	沪农商行	渝农商行	北京农商行	广州农商行	上海银行
<b>营业收入/总资产</b>	<b>2.18%</b>	<b>2.38%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.87%</b>	<b>2.04%</b>
净利息收入/总资产	1.73%	1.98%	1.12%	1.52%	1.48%
中间业务收入/总资产	0.20%	0.16%	0.10%	0.09%	0.26%
其他收入/总资产	0.25%	0.23%	0.28%	0.26%	0.31%
<b>营业支出/总资产</b>	<b>0.94%</b>	<b>1.23%</b>	<b>0.63%</b>	<b>0.54%</b>	<b>1.05%</b>
营业税金/总资产	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用/总资产	0.62%	0.64%	0.55%	0.44%	0.38%
资产减值损失/总资产	0.30%	0.56%	0.06%	0.80%	0.64%
<b>营业利润/总资产</b>	<b>1.24%</b>	<b>1.15%</b>	<b>0.87%</b>	<b>0.53%</b>	<b>1.00%</b>
所得税/总资产	0.22%	0.13%	0.13%	0.03%	0.07%
<b>ROA</b>	<b>1.03%</b>	<b>1.01%</b>	<b>0.74%</b>	<b>0.49%</b>	<b>0.93%</b>
总资产/净资产	11.97	11.83	15.13	14.13	13.27
<b>ROE</b>	<b>12.25%</b>	<b>11.96%</b>	<b>11.17%</b>	<b>6.80%</b>	<b>12.15%</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

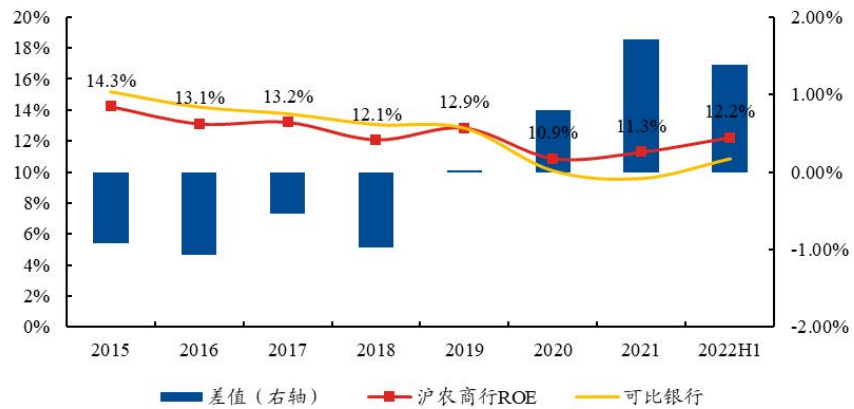
拉长周期来看，息差劣势收窄、管理效率提升及信用成本节约助推 ROE 上行。纵向来看，2016 年以来沪农商行的成本收入比稳步下降，反映到管理费用/总资产由 0.90% 稳步下降至 0.62%，管理效率不断提升，成本优势持续扩大；同时资产质量进入持续改善通道，较低的信用成本成为驱动 ROE 上行的核心因素，资产减值损失/总资产由 2018 年的 0.59% 下降至 2022Q3 的 0.27%。相较可比银行，自 2019 年起沪农商行的 ROE 领先优势越发显著，主要源于：①随着资产负债结构调整，公司息差劣势逐步收窄；②资产质量优异，信用成本较低。

表 13、沪农商行 ROE 杜邦拆分情况

单位：%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
<b>营业收入/总资产</b>	<b>2.85%</b>	<b>2.42%</b>	<b>2.37%</b>	<b>2.46%</b>	<b>2.41%</b>	<b>2.22%</b>	<b>2.18%</b>	<b>2.18%</b>
净利息收入/总资产	2.18%	1.64%	1.63%	1.88%	1.74%	1.80%	1.75%	1.74%
中间业务收入/总资产	0.26%	0.36%	0.42%	0.36%	0.28%	0.23%	0.20%	0.20%
其他收入/总资产	0.41%	0.42%	0.32%	0.23%	0.39%	0.18%	0.24%	0.25%
<b>营业支出/总资产</b>	<b>1.53%</b>	<b>1.31%</b>	<b>1.29%</b>	<b>1.40%</b>	<b>1.20%</b>	<b>1.23%</b>	<b>1.08%</b>	<b>0.92%</b>
营业税金/总资产	0.18%	0.06%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用/总资产	1.01%	0.90%	0.80%	0.79%	0.73%	0.64%	0.65%	0.62%
资产减值损失/总资产	0.33%	0.33%	0.47%	0.59%	0.45%	0.56%	0.41%	0.27%
<b>营业利润/总资产</b>	<b>1.32%</b>	<b>1.11%</b>	<b>1.08%</b>	<b>1.06%</b>	<b>1.21%</b>	<b>0.99%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.26%</b>
所得税/总资产	0.26%	0.21%	0.23%	0.20%	0.20%	0.15%	0.19%	0.22%
<b>ROA</b>	<b>1.08%</b>	<b>0.92%</b>	<b>0.88%</b>	<b>0.87%</b>	<b>1.01%</b>	<b>0.85%</b>	<b>0.91%</b>	<b>1.04%</b>
总资产/净资产	13.55	14.91	15.13	12.87	12.53	13.13	11.90	11.80
<b>ROE</b>	<b>14.26%</b>	<b>13.13%</b>	<b>13.23%</b>	<b>12.09%</b>	<b>12.86%</b>	<b>10.89%</b>	<b>11.30%</b>	<b>12.32%</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 71、沪农商行 ROE 领先优势越发显著

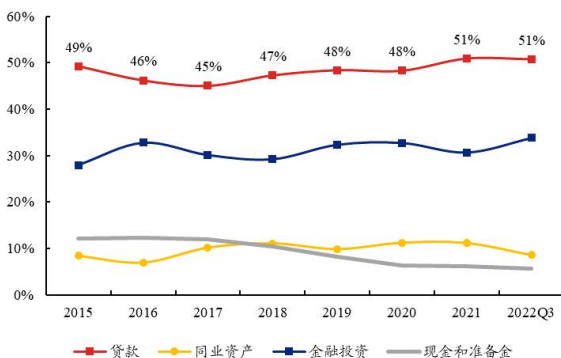


注：可比银行为上海银行、沪农商行、渝农商行、广州农商行和北京农商行的均值。  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 5.2、资产负债结构不断调优，低成本优势显著

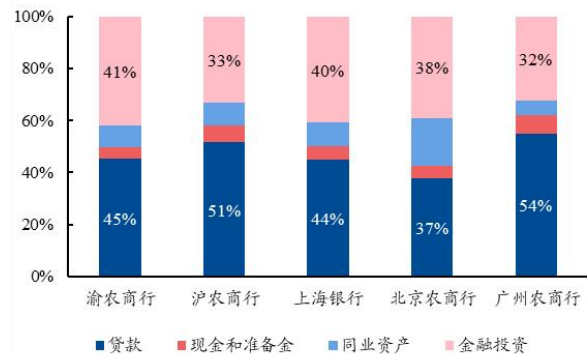
资产端结构调优，贷款占比稳步提升。2017-2022 年间，沪农商行总资产规模从 8021 亿元提升至 12814 亿元，近 5 年平均增速为 10.3%。资产结构持续优化，贷款规模由 2017 年的 3736 亿元增长至 2022 年末的 6706 亿元，占生息资产比重稳中有升，从 45% 提升至 51%，贷款增速长期领先于总资产增速，近 5 年平均增速为 12.1%，其中零售贷款占比稳步提升，由 2015 年 16% 翻一番至 2022Q3 的 32%，对比同业来看，零售贷款占比低于渝农商行的 44% 和常熟银行的 59%，仍有进一步提升空间。

图 72、沪农商行贷款占比稳中有升



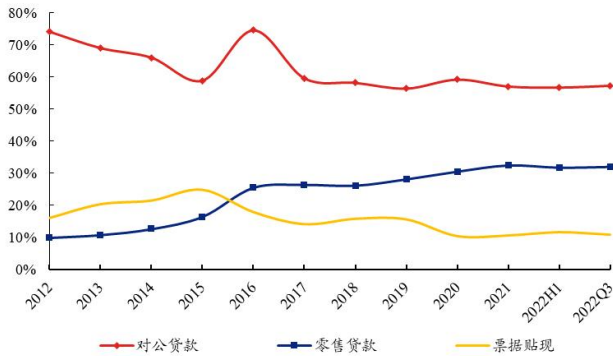
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 73、2022H1 同业资产结构对比



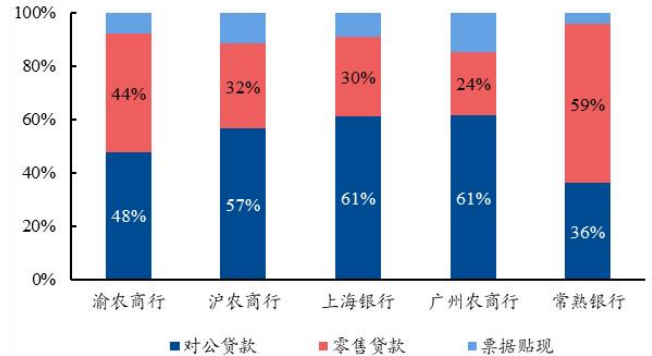
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 74、零售贷款占比稳步提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

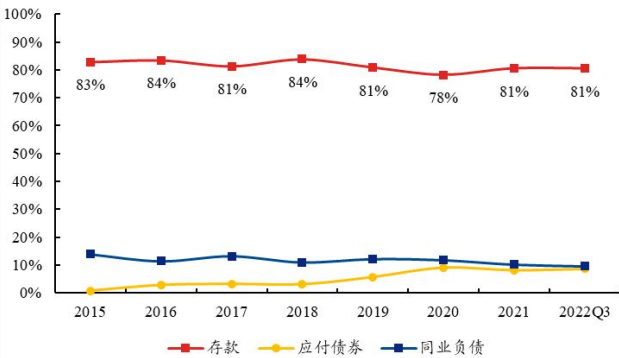
图 75、2022H1 同业贷款结构对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

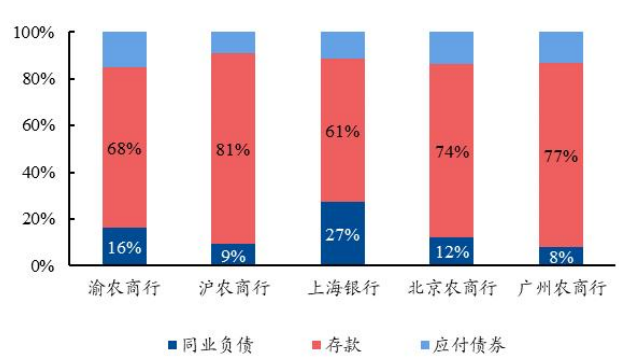
负债端以存款立行，活期存款占比领先同业。沪农商行负债结构相对稳定，存款占比维持 80%左右，截至 2022Q3，存款规模达 9084 亿元，占比总负债 82%。拆解存款结构来看，个人存款占比自 2017 年起呈现稳步抬升态势，占比由 42% 提升至 49%，其中个人定期存款占比由 34% 提升至 41%，个人活期存款占比维持 8% 左右。公司存款成本率始终低于同地区的上海银行和农商行平均水平，主要由于公司活期存款占比较高，截至 2022H1，沪农商行活期存款占比 36%（高于渝农商行的 29%、常熟银行的 26%），其中公司活期占比高达 28%，通过持续提升综合服务能力，提高对公客户粘性，沉淀活期存款。

图 76、沪农商行存款占比维持 80%左右



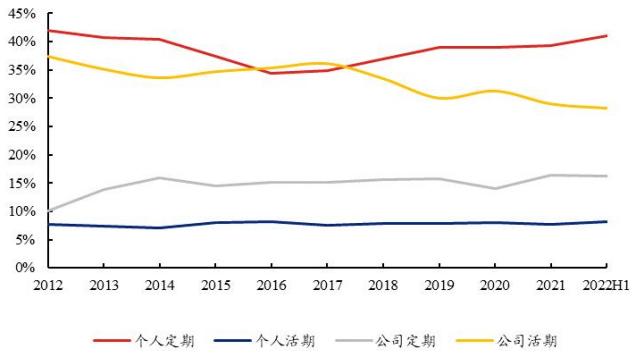
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 77、2022H1 同业负债结构对比



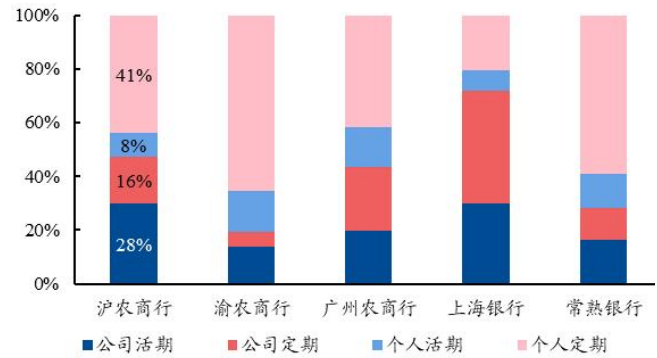
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 78、沪农商行个人存款占比提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 79、2022H1 同业存款结构对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**定价方面：低负债成本优势显著，生息率与同业差距收窄。**截至 2022H1，公司净息差为 1.87%，较年初上升 1bp，息差水平稍低于可比同业，主要是由于资产端收益率较低。**拉长周期来看**，公司生息资产收益率从 2016 年 3.83% 稳步提升至 2022H1 的 3.90%，在低风险偏好发展思路下，随着资产和贷款结构不断调优，生息率与同业差距逐渐收窄。负债端低成本优势显著，依托强政府背景及综合金融优势，负债成本率始终保持低于同业，2022H1 仅为 2.12%，其中客户存款成本率为 2.03%。

表 14、沪农商行资产负债定价详细拆分

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
<b>生息资产生息率</b>	3.83%	3.81%	4.04%	3.90%	3.96%	3.95%	3.90%
发放贷款	4.59%	4.41%	4.69%	4.58%	4.67%	4.65%	4.59%
债券投资	3.77%	3.74%	3.92%	3.83%	3.61%	3.51%	3.43%
存放央行	1.56%	1.57%	1.55%	1.53%	1.48%	1.44%	1.40%
同业业务	2.92%	3.65%	3.80%	2.80%	2.34%	2.34%	2.22%
<b>付息负债成本率</b>	2.06%	2.11%	2.07%	2.12%	2.13%	2.18%	2.12%
客户存款	1.90%	1.78%	1.77%	1.99%	2.05%	2.06%	2.03%
应付债券	3.08%	4.32%	4.21%	3.38%	2.97%	3.19%	2.97%
同业负债	2.65%	2.88%	3.14%	2.56%	2.15%	2.30%	2.27%
<b>净利差</b>	1.77%	1.70%	1.97%	1.77%	1.83%	1.77%	1.78%
<b>净息差</b>	1.75%	1.71%	2.05%	1.87%	1.91%	1.86%	1.87%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 80、沪农商行净息差略低于同业

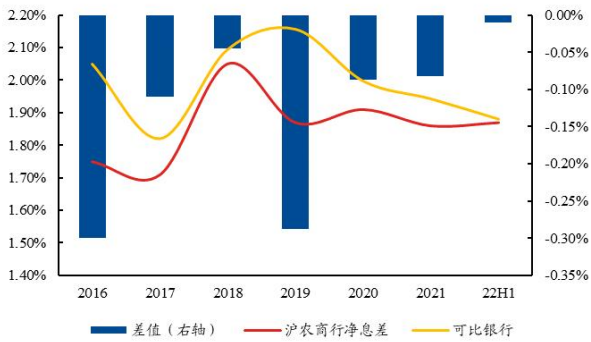
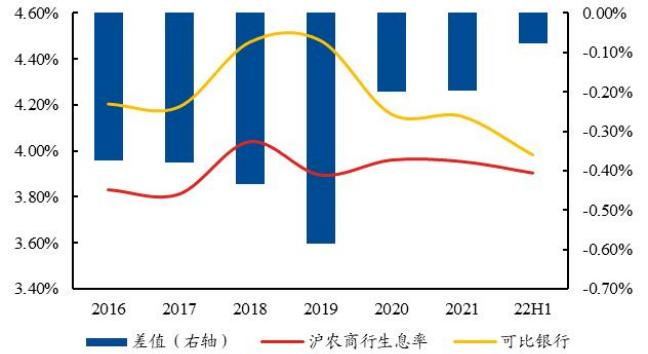


图 81、沪农商行资产收益率与同业差距收窄



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：可比银行为上海银行、沪农商行、渝农商行、广州农商行四家银行的均值，下同

图 82、沪农商行负债成本低于同业

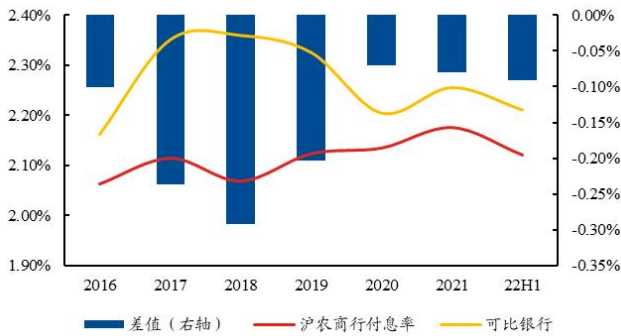
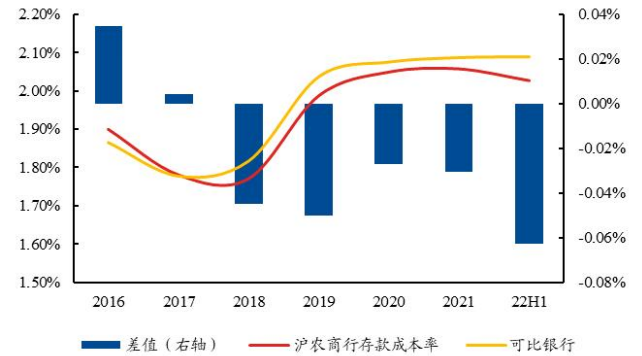


图 83、沪农商行客户存款成本低于同业



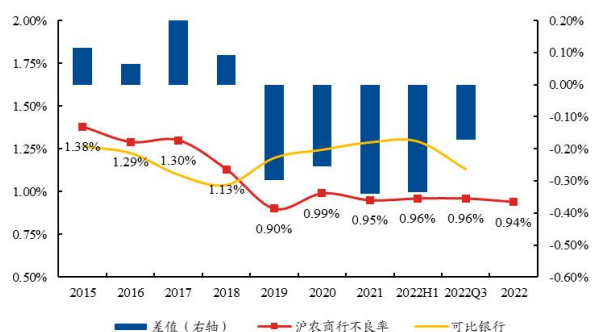
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 5.3、资产质量优异，风险抵御能力强

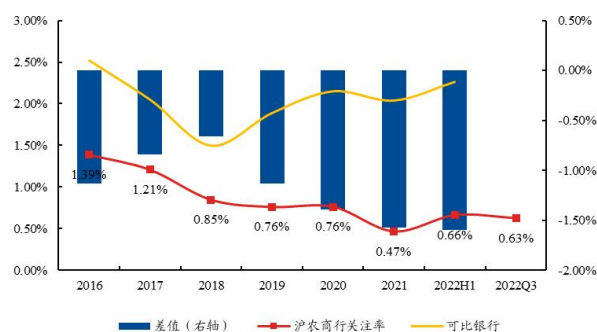
**不良率降至 2019 年来新低，资产质量优异。**公司近年来持续强化风险管控，建立完善的全面风险管理体系，保持审慎稳健的风险偏好，不良认定标准趋严，同时持续加大对不良贷款的处置力度，资产质量长期稳健。不良率稳步下降，从 2015 年的 1.38% 下降至 2022 年的 0.94%，保持领先可比同业；关注率和逾期率同样优于同业，截至 2022H1，公司关注率为 0.66%，逾期率 1.32%，受上海疫情影响短期出现小幅波动，但始终保持领先水平，资产质量经受住考验；随着疫后复苏，2022Q3 关注率已然下降至 0.63%，后续大环境地产政策持续落地+疫情管控优化，同时公司自身存量包袱出清+新增信贷结构调优，资产质量有望持续改善。

图 84、沪农商行不良率持续下降至 0.94%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 85、前瞻性指标关注率低于同业



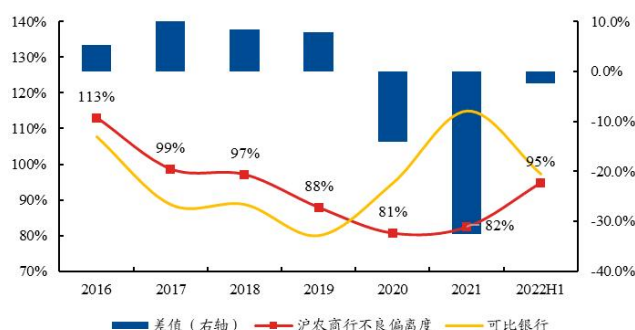
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 86、沪农商行逾期率始终领先于同业



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 87、沪农商行不良认定持续趋严



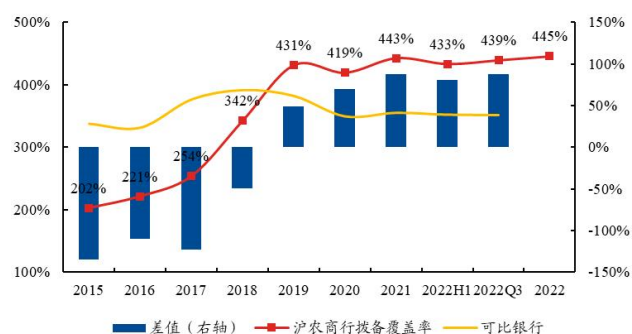
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**拨备覆盖率稳步提升至 445%，减值节约持续反哺。**2018 年以来，沪农商行加强不良贷款的核销力度，2018-2020 年核销金额保持 10 亿元以上，同时保持较大的拨备计提力度，快速推升拨备覆盖率达 430% 以上。截至 2022 年末，公司拨备覆盖率提升至 445%，保持领先可比同业，风险抵补能力充足。同时，2018 年以来，公司信用成本开始下降，2022 年前三季度，信用成本仅为 0.51%，处于同业中上游水平，随着公司资产质量不断夯实，拨备高位持续增厚，未来公司减值有望持续反哺利润。

**房地产敞口持续压降，信贷结构调优助力资产质量改善。**截至 2022H1，沪农商行涉房贷款占比合计 34%，其中对公地产开发贷占比 16%，明显高于可比同业；住房按揭贷款占比 18%，同样超出监管上限；但近年来公司房地产敞口持续压降，已由 2018 年的 42% 下降到 2022H1 的 34%。**从涉房风险来看**，2020 年起地产不良出现持续暴露，2020 年对公地产不良率大幅上行至 1.5%，2022H1 下行至 1.32%，但仍高于对公贷款整体不良水平。2022 年 11 月以来，地产融资端政策持续落地，包括地产纾困“三支箭”、“金融十六条”、央行保交楼再贷款等，有利于缓解房企资金压力，加快存量风险的处置，有助于公司涉房风险逐步缓释。



图 88、沪农商行拨备覆盖率同业领先



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 89、2018 年来不良资产核销力度加大



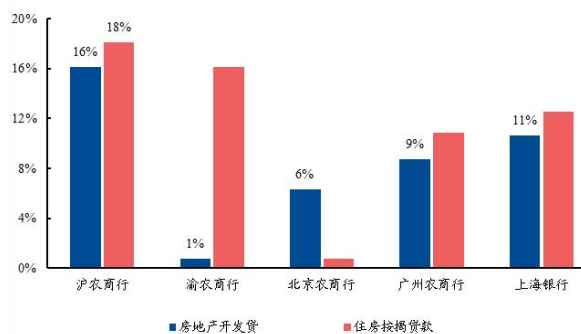
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 90、沪农商行信用成本下降趋势初现



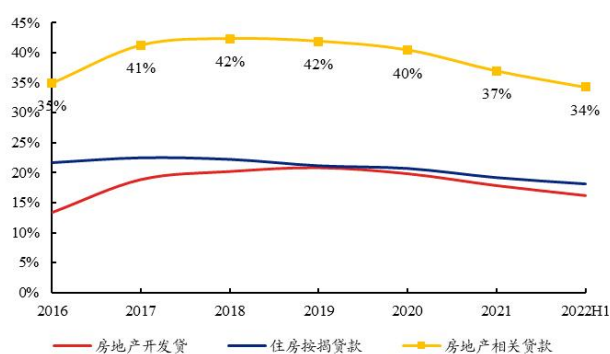
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 91、房地产贷款占比高于可比同业（2022H1）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 92、沪农商行涉房贷款占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 93、沪农商行地产不良充分暴露



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、 盈利预测与投资评级

盈利预测的核心假设如下：

- 1) **规模扩张提速，资产结构优化。**沪农商行扎根上海大都会，差异化布局深耕上海郊区，随着消费复苏进程逐步推进，存贷两旺增长动能旺盛；同时公司坚守普惠金融，小微、科创、三农“三驾马车”并驾齐驱，与地方发展同频共振，发展空间广阔。我们预计 2022-2024 年总资产平均增速有望提升至 10.8%左右，其中贷款增速有望提升至 11%。
- 2) **息差有望改善，净利息收入企稳回升。**银行业整体息差受资产端收益率下行有所承压，沪农商行持续推进资产和贷款结构调优，生息率与同业差距逐渐收窄。负债端低成本优势显著，依托强政府背景及综合金融优势，负债成本率始终保持低于同业，预计随着经济预期企稳，资产负债结构调优，息差有望改善，带动净利息收入企稳回升。
- 3) **受益于疫后复苏，非息收入弹性较强。**沪农商行非息收入占比领先同业，预计未来随着上海居民消费复苏、财富管理需求持续深挖，预计手续费收入将显著改善，增速企稳回升至 15%左右。
- 4) **资产质量保持优异。**沪农商行受上海疫情影响短期出现小幅波动，后续大环境地产政策持续落地+疫情管控优化，叠加公司自身存量包袱出清+新增信贷结构调优，资产质量有望持续改善。我们预计公司信用成本有望持续下降，预计 2022-2024 年信用成本平均为 0.52%。

**投资建议：**沪农商行扎根金融大都会，差异化布局上海郊区，坚守普惠金融，小微、科创、三农“三驾马车”并驾齐驱，零售转型再添新增长极。近年来公司盈利能力稳步提升，资产质量持续改善，业绩拐点趋势渐显。预计随着疫后复苏及涉房风险缓释，公司业绩弹性将更为充足。我们预计公司 2022、2023 年 EPS 分别为 1.14 元、1.28 元，预计 2023 年底每股净资产为 11.90 元。以 2023 年 4 月 19 日收盘价计算，对应 2023 年底的 PB 为 0.50 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 15、资产负债表预测 (百万元/%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	<b>1,056,977</b>	<b>1,158,376</b>	<b>1,281,494</b>	<b>1,420,715</b>	<b>1,575,283</b>
<b>生息资产</b>	<b>1,040,422</b>	<b>1,143,446</b>	<b>1,255,379</b>	<b>1,385,441</b>	<b>1,529,543</b>
贷款	510,017	588,984	642,865	719,835	806,172
占比	49.0%	51.5%	51.2%	52.0%	52.7%
现金和准备金	66,035	70,276	81,696	91,031	101,433
占比	6.3%	6.1%	6.5%	6.6%	6.6%
存放同业	118,471	129,024	106,659	115,451	124,968
占比	11.4%	11.3%	8.5%	8.3%	8.2%
债券投资	345,898	355,161	424,160	459,124	496,971
占比	33.2%	31.1%	33.8%	33.1%	32.5%
<b>总负债</b>	<b>976,505</b>	<b>1,061,045</b>	<b>1,175,752</b>	<b>1,302,054</b>	<b>1,442,202</b>
<b>付息负债</b>	<b>967,471</b>	<b>1,050,315</b>	<b>1,161,643</b>	<b>1,286,429</b>	<b>1,424,895</b>
同业存放	115,237	108,541	103,095	111,594	120,793
占比	11.9%	10.3%	8.9%	8.7%	8.5%
存款	763,617	855,367	961,124	1,070,950	1,193,326
占比	78.9%	81.4%	82.7%	83.2%	83.7%
应付债券	88,617	86,407	97,423	103,886	110,777
占比	9.2%	8.2%	8.4%	8.1%	7.8%
<b>总权益</b>	<b>80,472</b>	<b>97,331</b>	<b>105,742</b>	<b>118,661</b>	<b>133,082</b>
<b>归母公司权益</b>	<b>77,211</b>	<b>93,768</b>	<b>101,834</b>	<b>114,753</b>	<b>129,174</b>

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

表 16、利润表预测 (百万元/%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>22,040</b>	<b>24,164</b>	<b>25,627</b>	<b>27,010</b>	<b>29,542</b>
净利息收入	17,871	19,371	20,584	21,410	23,398
手续费净收入	2,332	2,166	2,209	2,649	3,046
其他收入	1,837	2,627	2,834	2,951	3,098
<b>营业总支出</b>	<b>12,209</b>	<b>11,996</b>	<b>11,953</b>	<b>12,408</b>	<b>12,369</b>
营业税金	242	264	251	247	270
业务及管理费	6,344	7,222	7,556	8,311	9,143
资产减值损失	5,608	4,495	4,128	3,831	2,937
<b>营业利润</b>	<b>9,831</b>	<b>12,168</b>	<b>13,674</b>	<b>14,602</b>	<b>17,172</b>
营业外收支合计	70	10	-5	-5	-5
<b>利润总额</b>	<b>9,900</b>	<b>12,178</b>	<b>13,669</b>	<b>14,597</b>	<b>17,167</b>
所得税	1,482	2,131	2,368	2,335	2,747
<b>净利润</b>	<b>8,419</b>	<b>10,047</b>	<b>11,301</b>	<b>12,261</b>	<b>14,420</b>
归属母公司净利润	8,161	9,698	10,974	12,320	14,489
EPS (元)	0.94	1.08	1.14	1.28	1.50
BVPS (元)	8.90	9.72	10.56	11.90	13.39
ROAE	11.02%	11.39%	11.22%	11.38%	11.88%
ROAA	0.85%	0.91%	0.93%	0.91%	0.96%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

## 风险提示

### 风险提示：宏观经济超预期下行，资产质量超预期下行，区域发展不及预期

**宏观经济超预期下行：**疫情反复使得经济未来走势仍有不确定性。经济复苏不及预期对银行有较多的负面影响，包括实体企业对信贷的需求不足、企业盈利能力下降导致不良超预期暴露、货币政策进一步宽松导致银行息差收窄等，从而导致银行的营收和利润增速不及预期。

**资产质量超预期下行：**宏观经济不出现大幅波动的情况下，上市银行资产质量预计保持平稳态势，若经济出现较大幅度波动、疫情大范围爆发等因素，导致银行业不良大幅暴露，或大宗价格向中下游迅速传导，引致制造业及中小微企业的成本端大幅提升盈利能力显著下降，资产质量可能承受较大压力。房地产企业风险暴露超出预期等。

**区域发展不及预期：**金融与地方经济共生共荣，沪农商行作为上海本土、距离地方企业最近、与地方企业最亲的本土金融机构，紧扣当地发展战略，与地方经济发展高度绑定。疫情管控放开初期，居民消费意愿仍未完全恢复，加之宏观经济未来走势仍有不确定性，若区域经济恢复和战略推进不及预期，公司业务开展也将一定程度上受到大环境约束。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn