

投资评级 优于大市 维持

# 沪农商行 23Q1 季报点评：收入增长有韧性，结构进一步优化

## 股票数据

 04月28日收盘价(元) 5.91  
 52周股价波动(元) 5.24-6.75

## 股本结构

 总股本(百万股) 9644  
 流通A股(百万股) 4622  
 B股/H股(百万股) 0/0

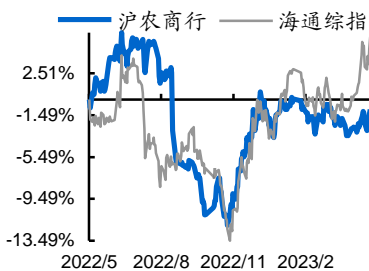
## 相关研究

《沪农商行 22 年三季度业绩点评：走出疫情影响，业务多点开花》2022.10.31

《沪农商行 22 年中报点评：财富管理业务蓬勃发展，疫情之下彰显资产质量韧性》2022.08.19

《沪农商行业绩点评：22 年一季度利润增速近 30%》2022.05.02

## 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	M
绝对涨幅(%)	2.1	-0.3	-1.0
相对涨幅(%)	1.3	0.7	2.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:林加力

Tel:(021)23154395

Email:ljl12245@haitong.com

证书:S0850518120003

联系人:董栋梁

Tel:(021) 23219356

Email:ddl13206@haitong.com

联系人:徐凝碧

Tel:(021)23154134

Email:xnb14607@haitong.com

**投资要点：沪农商行 2023 年一季度仍然保持了收入增长的韧性，业务结构进一步改善，资产质量维持稳定，风险抵御能力进一步增强，我们继续维持“优于大市”评级。**

- **收入增长有韧性、利润增长保持两位数。**公司 2023 年 Q1 营业收入同比增长 7.49%，在年初以来行业贷款定价下行、息差收窄的大环境下，收入极具韧性。归母净利润同比增长 12.44%，保持两位数增长。
- **绿色信贷、科创金融发力，投行业务排名提升。**沪农商行持续优化业务结构。绿色金融方面，制定《分布式光伏贷专项服务方案》，健全绿色 FPA 体系，23Q1 绿色信贷余额 482.12 亿元，较 22 年末增长 10.66%。科创金融方面，发布“鑫动能 3.0”服务方案，成立科技金融事业部和科创“鑫生态”联盟，提升行研能力，23Q1 科技型企业贷款余额 763.34 亿元，同比增 37.4%。投行业务方面，承销金额排名位居全国 B 类主承销商首位，位居上海地区银行主承销商第 3 位，排名较上年末上升 6 位。
- **资产质量基本稳定，ROA/ROE 的提升夯实资本内生增长基础和风险抵御能力。**关注类贷款较 22 年末下降 17BP 至 0.57%，不良贷款率较 22 年末微幅上升 3BP 至 0.97%，继续保持在 1% 以下。拨备覆盖率为 422.66%，较 2022 年末下降 22.66 个百分点。单季度 ROA 同比提高 1BP 至 0.28%，单季度 ROE 同比提高 11BP 至 3.38%，核心一级资本充足率较 2022 年末提升 12BP 至 13.08%，表现出强劲的内生增长能力和风险抵御能力。
- **投资建议。**我们预测 2023-2025 年 EPS 为 1.31、1.45、1.60 元，归母净利润增速为 15.01%、10.48%、11.00%。我们根据 DDM 模型（见表 2）得到合理价值为 10.27 元；根据可比估值法给予公司 2023E PB 估值为 0.80 倍（可比公司为 0.61 倍），对应合理价值为 9.49 元。因此给予合理价值区间为 9.49-10.27 元（对应 2023 年 PE 为 7.25-7.84 倍，同业公司对应 PE 为 6.37 倍），维持“优于大市”评级。
- **风险提示：企业偿债能力下降，资产质量大幅恶化；金融监管政策出现重大变化。**

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24164	25627	27356	30208	33494
YOY (%)	9.64%	6.05%	6.74%	10.43%	10.88%
净利润(百万元)	9698	10974	12622	13945	15479
YOY (%)	18.84%	13.16%	15.01%	10.48%	11.00%
平均净资产收益率 (%)	11.34%	11.22%	11.67%	11.48%	11.37%
平均总资产收益率 (%)	0.88%	0.90%	0.93%	0.92%	0.91%
全面摊薄 EPS (元)	1.01	1.14	1.31	1.45	1.60
BVPS (元)	9.72	10.56	11.87	13.31	14.92

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润，并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2022
002807	江阴银行	89	6.41	7.20	8.06	0.64	0.57	0.51	7.33	11.84
002839	张家港行	100	6.04	6.87	7.76	0.76	0.67	0.59	6.77	11.22
600908	无锡银行	122	7.80	8.81	9.87	0.73	0.64	0.58	5.19	11.38
601128	常熟银行	214	7.97	9.17	10.38	0.98	0.85	0.75	10.00	12.95
603323	苏农银行	85	7.79	8.67	9.57	0.61	0.55	0.50	7.75	10.98
002958	青农商行	161	5.42	-	-	0.54	-	-	3.73	6.65
601077	渝农商行	440	9.45	10.30	11.44	0.41	0.38	0.34	3.94	9.44
601860	紫金银行	97	4.58	-	-	0.58	-	-	6.24	9.67
均值			6.93	8.50	9.51	0.66	0.61	0.54	6.37	10.52

注：收盘价为 04 月 28 日价格，可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 2 DDM 模型下的敏感性测算

每股价值 (元)	永续净利润增速(行)				
	风险折现率(列)	4.6%	4.8%	5.0%	5.2%
11.00%	9.17	9.35	9.55	9.76	9.99
10.80%	9.48	9.68	9.90	10.13	10.37
10.60%	9.81	10.03	10.27	10.52	10.79
10.40%	10.17	10.41	10.66	10.94	11.23
10.20%	10.55	10.81	11.09	11.39	11.72

资料来源：海通证券研究所测算

注：我们假设公司未来三年的 EPS 为 1.31、1.45、1.60 元，第四年至第十年的净利润增速为 10%、分红比例为 30%；永续阶段净利润增速为 5%、分红比例为 30%，风险折现率为 10.60%。

## 财务报表分析和预测

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
<b>估值指标 (倍):</b>					<b>利润表 (百万元):</b>				
PE	5.19	4.52	4.09	3.68	利息收入	43453	48197	53815	60214
PB	0.56	0.50	0.44	0.40	利息支出	-22699	-25276	-28230	-31542
P/B (扣除商誉)	0.57	0.51	0.45	0.40	净利息收入	20754	22921	25585	28672
<b>每股指标 (元):</b>					<b>资产负债表 (百万元):</b>				
EPS	1.14	1.31	1.45	1.60	手续费净收入	2156	1717	1906	2105
BVPS	10.56	11.87	13.31	14.92	营业收入	25627	27356	30208	33494
BVPS (扣除商誉)	10.31	11.62	13.06	14.67	业务及管理费	-7799	-7933	-8760	-9713
每股拨备前利润	1.82	1.98	2.19	2.42	拨备前利润	17538	19085	21075	23368
<b>驱动性因素:</b>					<b>资产质量:</b>				
生息资产增长	10.76%	11.49%	11.85%	11.87%	拨备	-3869	-3743	-4177	-4665
贷款增长	9.30%	12.00%	12.00%	12.00%	税前利润	13669	15342	16899	18704
存款增长	10.30%	12.00%	12.00%	12.00%	税后利润	11393	13041	14364	15898
贷款收益率	4.62%	4.53%	4.64%	4.69%	归属母公司净利	10974	12622	13945	15479
生息资产收益率	3.74%	3.71%	3.70%	3.71%	<b>资产质量:</b>				
存款付息率	1.96%	1.89%	1.89%	1.89%	贷款总额	670623	751098	841230	942177
计息负债付息率	2.08%	2.06%	2.06%	2.06%	贷款减值准备	-27925	-30817	-33722	-36969
净息差	1.79%	1.76%	1.76%	1.76%	贷款净额	643951	720281	807507	905208
风险成本	0.50%	0.53%	0.52%	0.52%	债券投资	403635	443804	499067	561422
净手续费增速	-0.49%	-20.33%	10.98%	10.42%	存放央行	70252	86139	96475	108052
成本收入比	30.43%	29.00%	29.00%	29.00%	同业资产	112134	121104	130793	141256
所得税税率	16.65%	15.00%	15.00%	15.00%	其他资产	51427	57139	63910	71497
<b>盈利及杜邦分析:</b>					<b>资本状况:</b>				
ROAA	0.90%	0.93%	0.92%	0.91%	生息资产	1229972	1371328	1533842	1715939
ROAE	11.22%	11.67%	11.48%	11.37%	资产总额	1281399	1428466	1597752	1787437
净利息收入	1.70%	1.69%	1.69%	1.69%	存款	961370	1076734	1205942	1350655
非净利息收入	0.40%	0.33%	0.31%	0.28%	同业负债	107173	123249	141737	162997
营业收入	2.10%	2.02%	2.00%	1.98%	发行债券	87226	92459	98007	103887
营业支出	0.66%	0.61%	0.60%	0.60%	计息负债	1155768	1292442	1445685	1617539
拨备前利润	1.44%	1.41%	1.39%	1.38%	负债总额	1175683	1310129	1465469	1639675
拨备	0.32%	0.28%	0.28%	0.28%	股本	9644	9644	9644	9644
税前利润	1.12%	1.13%	1.12%	1.11%	资本公积	16495	16495	16495	16495
税收	0.19%	0.17%	0.17%	0.17%	盈余公积	24278	28014	30754	32344
<b>业绩年增长率:</b>					<b>一般风险准备</b>				
净利息收入					未分配利润	11910	12785	12785	12785
净利息收入	7.14%	10.44%	11.62%	12.06%	未分配利润	29809	33279	57106	70995
营业收入	6.05%	6.74%	10.43%	10.88%	股东权益	105716	118338	132283	147762
拨备前利润	5.18%	8.82%	10.43%	10.88%	负债和所有者权益合计	1281399	1428466	1597752	1787437
归属母公司利润	13.16%	15.01%	10.48%	11.00%	<b>资本充足率:</b>				
<b>资产质量:</b>					<b>资本充足率:</b>				
不良率	0.94%	0.94%	0.94%	0.93%	资本充足率	15.46%	14.94%	14.51%	14.37%
拨备覆盖率	445.32%	436.38%	427.93%	420.03%	核心资本充足率	12.99%	12.72%	12.52%	12.59%
拨贷比	4.21%	4.10%	4.01%	3.92%	杠杆率	12.12	12.07	12.08	12.10
不良净生成率	0.22%	0.24%	0.24%	0.24%	RORWA	1.38%	1.43%	1.41%	1.40%
					<b>风险加权系数</b>				
					62.08%				

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

注: 收盘价为 04 月 28 日价格, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

# 信息披露

## 分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业  
林加力 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。