

# 沪农商行（601825.SH）

## 参股杭州联合银行，进一步布局长三角

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 王剑 021-60875165  
证券分析师： 田维韦 021-60875161  
证券分析师： 陈俊良 021-60933163

### ◆ 银行 · 农商行 II

wangjian@guosen.com.cn  
tianweiwei@guosen.com.cn  
chenjunliang@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：增持（维持评级）

执证编码：S0980518070002  
执证编码：S0980520030002  
执证编码：S0980519010001

### 事项：

2023年3月16日沪农商行公告称，近日本公司收到《上海银保监局关于同意上海农村商业银行股份有限公司投资参股杭州联合农村商业银行股份有限公司的批复》，同意本公司投资参股杭州联合农村商业银行股份有限公司（简称杭州联合银行），参股数量 8721.8 万股，占该行股份总额的 4%。

**国信银行观点：**沪农商行作为唯一一家深耕于上海的上市农商行，区位优势明显，为其坚守普惠金融、开展特色鲜明小微科创业务打下坚实基础。杭州市同样区位优势得天独厚，小微科创金融发达，沪农商行参股杭州联合银行后，长三角布局空间进一步打开。维持沪农商行“增持”评级。

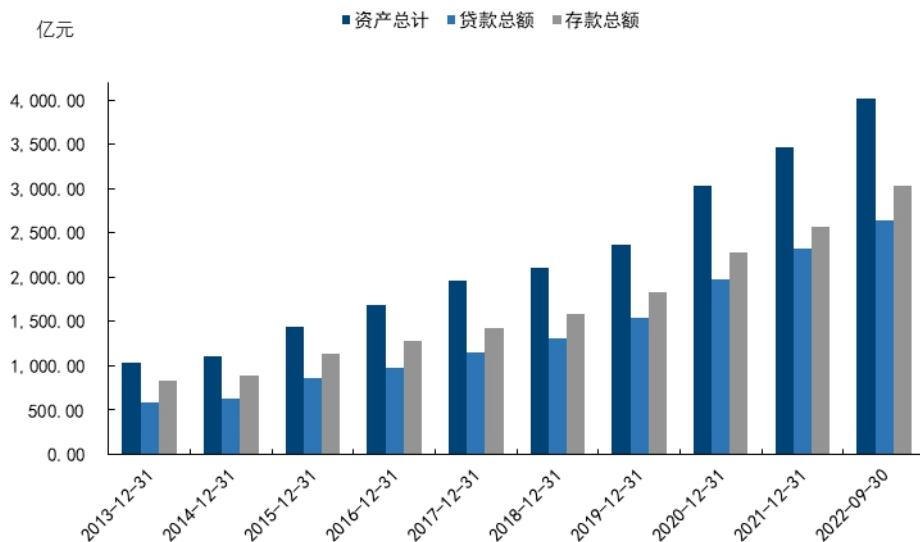
### 评论：

#### ◆ 杭州联合银行简介

杭州联合银行由杭州联合农村合作银行整体改制而来，创立于 2011 年 1 月，于 2011 年 3 月正式挂牌开业，总行设在浙江省杭州市。公司始终以服务市民、小微企业、经济组织和地方经济发展为己任，截止 2022 年 9 月末，公司总资产 4015 亿元，贷款总额（不含应计利息）2640 亿元，存款总额（不含应计利息）3033 亿元，存贷款规模在杭州市排名前列。

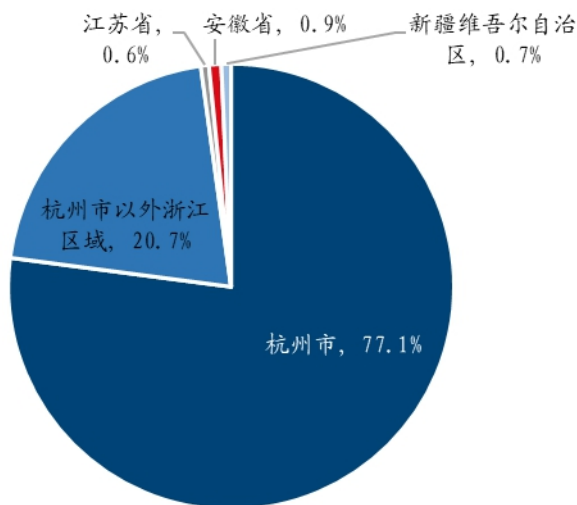
杭州联合银行经营主要集中在杭州地区，同时在新疆阿克苏设有 1 家异地分行、省内海宁和安吉设有 2 家异地支行，并在浙江省内及江苏省、安徽省发起设立村镇银行。截止 2021 年末，公司贷款有 77.07%来自于杭州市，有 20.7%来自于杭州市以外的浙江省其他区域，有 2.2%来自于浙江省以外区域。

图1：杭州联合银行资产规模超过 4000 亿元



资料来源：wind，国信证券经济研究生整理

图2：杭州联合银行贷款主要投向杭州市

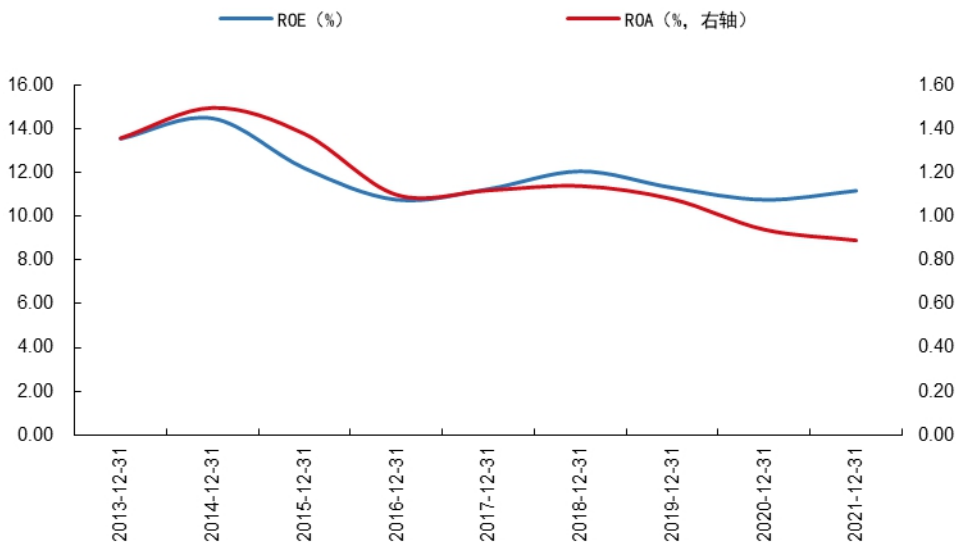


资料来源：wind，国信证券经济研究生整理

#### ◆ 疫情以来公司业绩实现较好增长，盈利能力较强

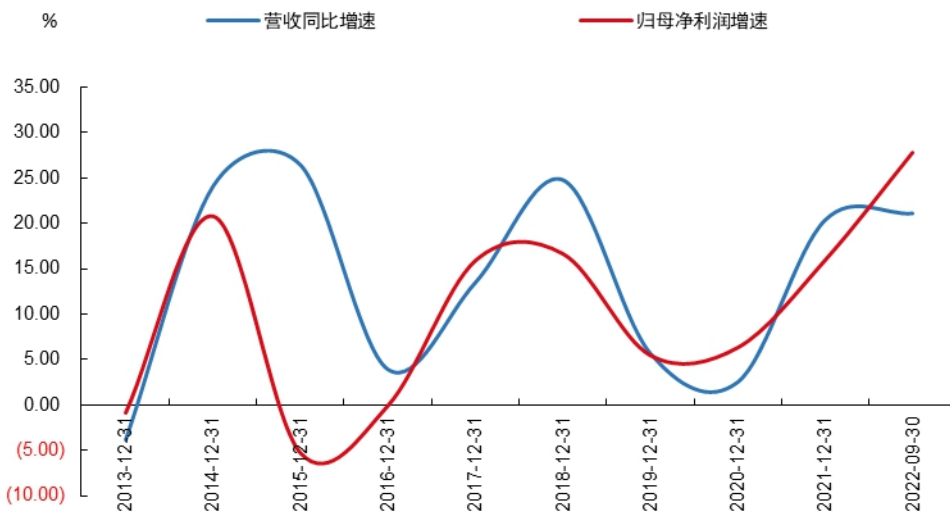
2020 年以来受前期减费让利政策及同业竞争加剧影响，公司净息差大幅回落，但受益于规模大幅扩张，公司业绩持续高增。2021 年公司实现营收 96.64 亿元，归母净利润 26.42 亿元，同比分别增长了 20.39%和 15.92%。2021 年公司加权平均 ROE 为 11.2%，平均 ROA 为 0.89%。

图3: 杭州联合银行 ROA 与 ROE



资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

图4: 杭州联合银行营收和归母净利润增速

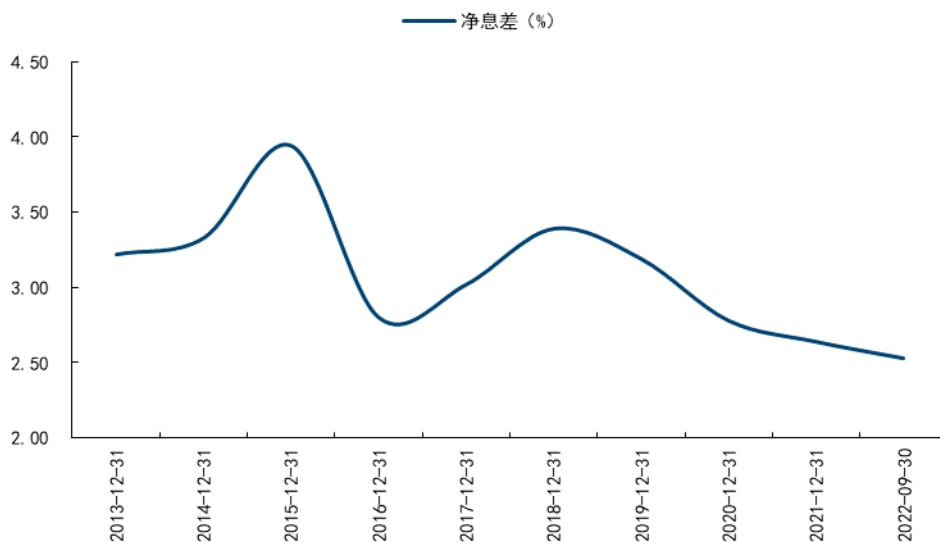


资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

#### ◆ 疫情以来净息差大幅下行, 但处在较高水平

杭州联合银行专注与服务市民和小微企业, 因此贷款溢价水平较高, 带来净息差处在同业较好水平。2020年以来受前期减费让利政策及同业竞争加剧影响, 公司净息差大幅回落。2022年前三季度公司净息差为2.53%, 较2019年收窄了66bps。

图5: 疫情以来杭州联合银行净息差大幅收窄

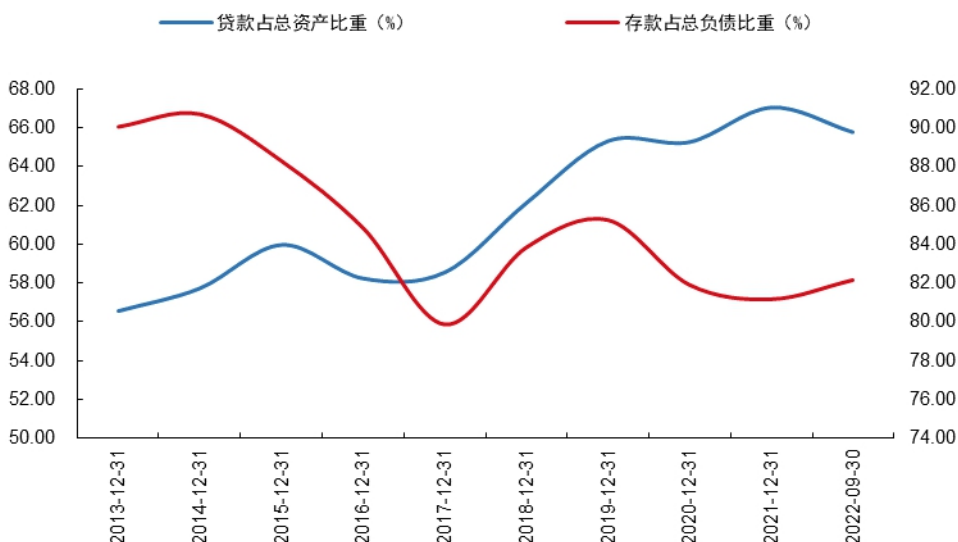


资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

◆ 公司专注传统存贷业务，净利息收入占比处在高位

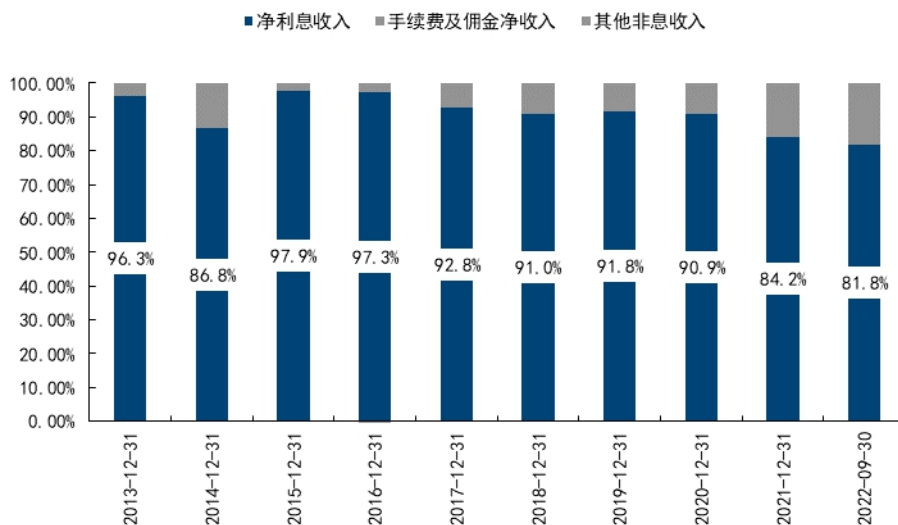
2022年9月末，公司贷款占总资产比重为65.75%，存款占负债总额的比重为82.18%。公司净利息收入持续处在90%以上，疫情以来由于资金面偏宽松，公司投资收益大幅增加，其他非息收入占比有所提升，带来净利息收入比重有所下降。公司手续费及佣金收入比重一直处在5%以下的低位。2022年前三季度，公司营收结构为：净利息收入占81.8%，手续费及佣金净收入占2.7%，其他非息收入占15.5%。

图6: 杭州联合银行存贷款占比处在高位



资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

图7：杭州联合银行净利息收入占比处在高位

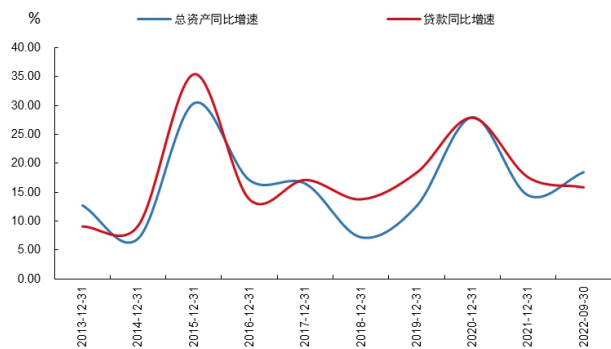


资料来源：wind，国信证券经济研究生整理

#### ◆ 规模高增，坚持做小做散战略

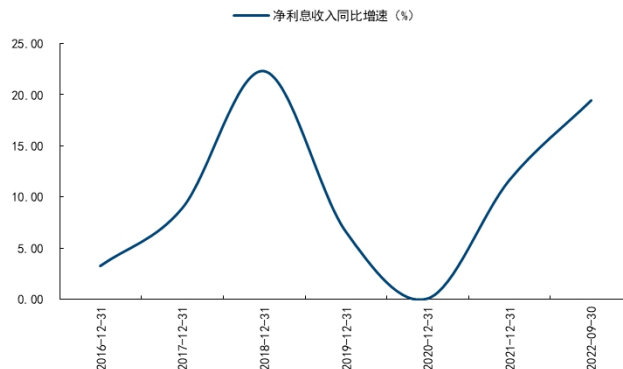
受疫情冲击，杭州联合银行净息差虽然大幅下行，但宽松的信用环境带来公司规模高增，公司净利息收入实现了较好增长。2020年以来公司总资产年均复合增速达21.2%，贷款总额年均复合增速达21.5%。

图8：杭州联合银行规模高增



资料来源：wind，国信证券经济研究生整理

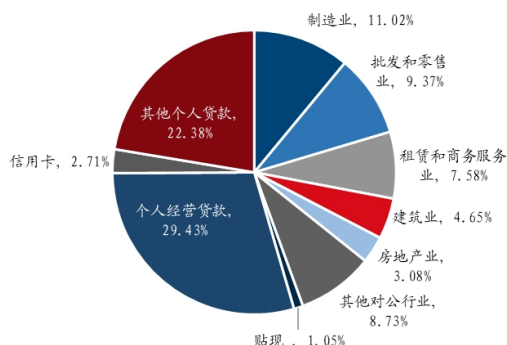
图9：2021年以来杭州联合银行净利息收入高增



资料来源：wind，东方金诚，国信证券经济研究生整理

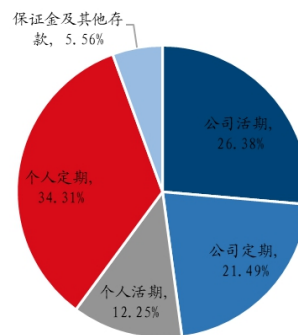
公司专注于服务小微企业和居民。2021年末，个人贷款比重达到54.52%，其中个人经营性贷款比重为29.43%。对公贷款（不含贴现）比重为44.43%，其中制造业和批发零售业比重分别为11.02%和9.37%。

图10: 2021 年末公司贷款结构



资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

图11: 2021 年末公司存款结构

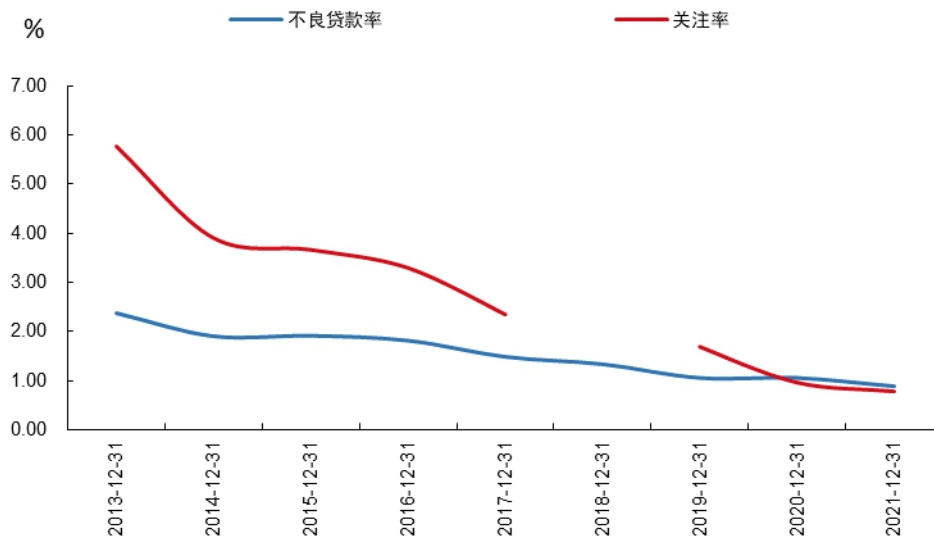


资料来源: wind, 东方金诚, 国信证券经济研究生整理

### ◆ 资产质量优异，拨备覆盖率处在高位

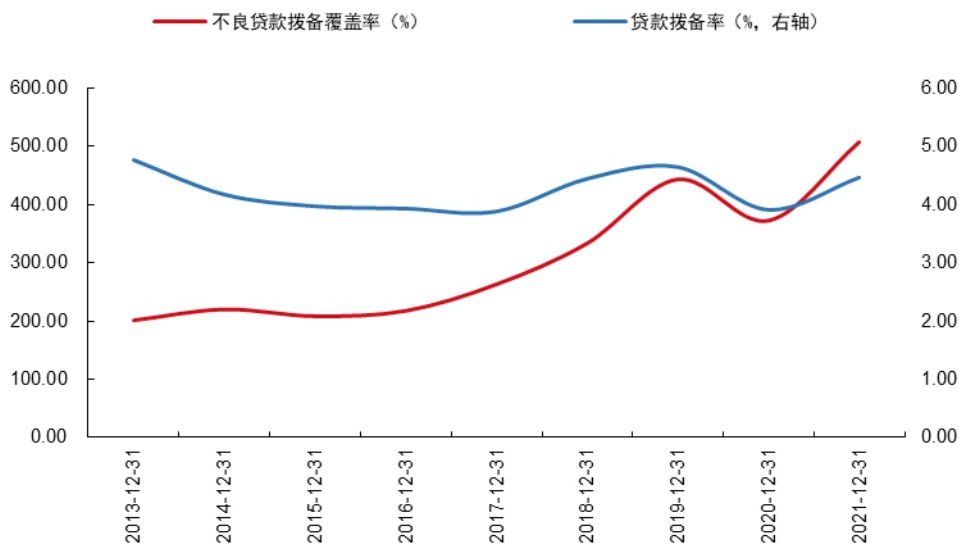
杭州联合银行不良认定严格，资产质量优异。截止 2021 年末，不良率 0.88%，关注率 0.77%，“不良/逾期贷款”比值为 101.64%。2021 年末公司拨备覆盖率 508.07%，拨备安全垫充足。

图12: 杭州联合银行不良率处在低位



资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

图13: 杭州联合银行拨备覆盖率处在高位

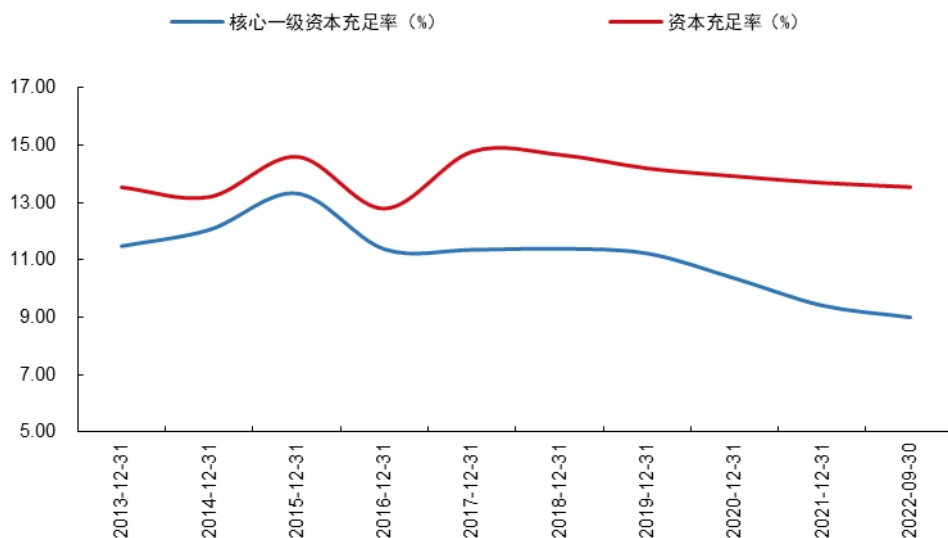


资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

◆ 规模快速扩张加大资本消耗，核心一级资本持续下降

2022年9月末杭州联合银行资本充足率为13.54%，核心一级资本充足率为9.00%，核心一级资本充足率持续下降，主要是近年来随着业务规模快速扩张。资本充足率稳定主要是公司通过发行永续债等方式补充二级资本。

图14: 杭州联合银行核心一级资本持续下降



资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

投资建议

维持沪农商行“增持”评级。沪农商行作为唯一一家深耕于上海的上市农商行，区位优势明显，为其坚守普惠金融开展特色鲜明小微科创业务打下坚实基础。杭州市同样区位优势得天独厚，科创金融发达，沪农商行参股杭州联合银行后，长三角布局空间进一步打开。

## 风险提示

稳增长政策不及预期带来经济复苏不及预期，可能会对银行资产质量产生不利影响。农商行异地业务开展等监管政策变动的风险。

## 相关研究报告：

《沪农商行（601825.SH）2022年业绩快报点评-存款增长优异，资产质量稳定》——2023-01-20

《沪农商行（601825.SH）-业绩稳定增长，科创金融进一步发展》——2022-10-30

《沪农商行（601825.SH）-科创金融特色鲜明》——2022-09-08

《沪农商行（601825.SH）-资产稳健增长，净息差同比上升》——2022-08-19

《沪农商行（601825.SH）-存款优势凸显，资产质量向好》——2022-05-01



## 财务预测与估值

每股指标 (元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (十亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.94	1.01	1.15	1.29	1.43	营业收入	22	24	25	27	29
BVPS	8.90	9.72	10.31	11.26	12.30	其中: 利息净收入	18	19	20	22	24
DPS	0.00	0.56	0.35	0.39	0.43	手续费净收入	2	2	2	3	3
						其他非息收入	2	3	3	3	3
<b>资产负债表 (十亿元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业支出	12	12	12	12	12
总资产	1,057	1,158	1,263	1,364	1,459	其中: 业务及管理费	6	7	8	8	9
其中: 贷款	510	589	660	732	805	资产减值损失	6	4	4	3	3
非信贷资产	547	569	603	631	654	其他支出	0	0	0	0	0
总负债	977	1,061	1,159	1,251	166	营业利润	10	12	14	16	17
其中: 存款	764	855	958	1,063	1,170	其中: 拨备前利润	15	17	18	19	20
非存款负债	213	206	201	187	166	营业外净收入	0	0	0	0	0
所有者权益	80	97	103	113	124	利润总额	10	12	14	16	17
其中: 总股本	9	10	10	10	10	减: 所得税	1	2	2	3	3
普通股净资产	77	94	99	109	119	净利润	8	10	11	13	14
						归母净利润	8	10	11	12	14
总资产同比	13.7%	9.6%	9.0%	8.0%	7.0%	其中: 普通股净利润	8	10	11	12	14
贷款同比	13.4%	15.5%	12.0%	11.0%	10.0%	分红总额	0	5	3	4	4
存款同比	10.3%	12.0%	12.0%	11.0%	10.0%						
贷存比	67%	69%	69%	69%	69%	营业收入同比	3.6%	9.6%	5.5%	7.8%	7.0%
非存款负债/负债	22%	19%	17%	15%	12%	其中: 利息净收入同比	16.4%	8.4%	5.2%	8.5%	7.5%
权益乘数	13.1	11.9	12.2	12.1	11.8	手续费净收入同比	-5.5%	-7.1%	15.0%	10.0%	10.0%
						归母净利润同比	-7.7%	18.8%	14.4%	12.3%	10.9%
<b>资产质量指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>业绩增长归因</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
不良贷款率	0.99%	0.95%	0.94%	0.94%	0.94%	生息资产规模	11.0%	10.5%	9.2%	9.4%	7.5%
信用成本率	1.25%	0.88%	0.62%	0.50%	0.40%	净息差 (广义)	5.4%	-2.1%	-4.0%	-0.9%	0.0%
拨备覆盖率	419%	442%	424%	403%	380%	手续费净收入	-3.0%	-1.8%	1.0%	0.2%	0.3%
						其他非息收入	-9.8%	3.0%	-0.7%	-0.9%	-0.7%
<b>资本与盈利指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	业务及管理费	2.2%	-1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	1.41%	0.91%	0.96%	0.98%	1.01%	资产减值损失	-13.3%	15.4%	8.8%	4.5%	3.8%
ROE	18.9%	11.8%	11.9%	12.4%	12.6%	其他因素	-0.3%	-4.5%	0.1%	0.1%	0.1%
核心一级资本充足率	11.67%	13.06%	12.71%	12.85%	13.12%	归母净利润同比	-7.7%	18.8%	14.4%	12.3%	10.9%
一级资本充足率	11.70%	13.10%	12.75%	12.89%	13.16%						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032