

营收增长提速，资产质量稳定

——沪农商行 2022 年&1Q2023 业绩点评

核心观点

- **非息表现较好，营收增长提速。**沪农商行 22 年及 23Q1 营收分别同比 +6.1%/+7.5%，拆分来看，公司 23Q1 营收增速逆势提升主要归因于非息收入的较快增长，其中手续费净收入同比增长 9.1%，增速较 22 年由负转正，预计主要和代理类业务表现较好有关；其他非息收入在较低基数上实现高增，同比+35.2%；23Q1 净利息收入同比+3.8%，增速较 22 年下降 3.4pct，主要是受到息差收窄影响。成本方面，23Q1 信用减值损失同比-26.6%（vs-14.1%，22A），拨备适度释放支撑盈利增速保持平稳，23Q1 归母净利润同比增长 12.4%（vs13.2%，22A）。
- **按揭重定价拖累息差，资产负债稳步增长。**公司 22 年息差同比-3BP 至 1.83%，与行业趋势相符，主要是资产端贷款利率下行影响。23Q1 息差（期初期末口径）环比-8BP，预计主要受到年初重定价影响，随着信贷需求的改善，我们预计公司后续息差表现有望逐步企稳。规模方面，公司资产负债稳步扩张，23Q1 总资产、负债分别同比 +11.8%/+12.1%（vs+10.6%/+10.8%，22A），其中贷款同比+8.6%（vs+9.3%，22A），增速小幅放缓主要归因于零售相对疲弱，对公投放积极，23Q1 新增 149.64 亿，同比多增 41.44 亿，我们预计科创金融、绿色金融是主要贡献。
- **资产质量整体稳定，地产风险可控。**截至 1 季度末，公司不良率环比+3BP 至 0.97%，前瞻性指标方面，关注率为 0.57%，环比下降 17BP，整体来看，公司资产质量压力边际有所缓释，随着疫情影响的消退，后续资产质量表现有望延续改善。拨备方面，截至 1 季度末。公司拨备覆盖率为 422.66%，环比下降 22.66pct，拨贷比为 4.10%，环比下降 11BP，拨备适度反哺利润的同时，继续维持着充裕水平。对于市场关注度较高的涉房类贷款方面，截至 22 年末，公司开发贷占总贷款比重为 15.0%，较 22 年中下降 1.2pct，不良率 1.39%，较年中上行 7BP，逐步压降房地产敞口的同时，资产质量压力整体可控。

盈利预测与投资建议

- 结合公司 22 年报和 23 年 1 季报数据，我们调低了对公司未来净息差、资产规模的假设，预测公司 23-25 年 BVPS 分别为 11.30/12.34/13.51 元（原预测值 23-24 年为 11.10/12.25 元）。参考可比公司给予公司 23 年 PB 估值 0.61 倍，对应目标价 6.87 元，维持买入评级。

风险提示

- 经济下行超预期；房地产流动性风险蔓延；零售复苏不及预期。

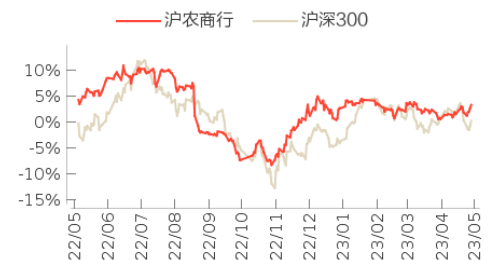
公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,170	25,612	27,430	29,843	32,308
同比增长(%)	9.1%	6.0%	7.1%	8.8%	8.3%
营业利润(百万元)	12,188	13,675	15,695	17,797	20,002
同比增长(%)	22.2%	12.2%	14.8%	13.4%	12.4%
归属母公司净利润(百万元)	9,698	10,974	12,600	14,288	16,059
同比增长(%)	18.8%	13.2%	14.8%	13.4%	12.4%
每股收益(元)	1.01	1.14	1.31	1.48	1.67
总资产收益率(%)	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
平均净资产收益率(%)	11.3%	11.2%	12.0%	12.5%	12.9%
市盈率	5.88	5.19	4.52	3.99	3.55
市净率	0.61	0.56	0.52	0.48	0.44
P/POP	3.42	3.25	3.02	2.77	2.56

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月28日）	5.91 元
目标价格	6.87 元
52 周最高价/最低价	6.45/5.24 元
总股本/流通 A 股（万股）	964,444/462,176
A 股市值（百万元）	56,999
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.42	2.06	-0.92	5.41
相对表现	1.51	1.32	2.73	2.66
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

武凯祥 wukaixiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522040001

相关报告

盈利增速提升，资产质量压力减轻：—— 2022-10-31
沪农商行 3 季报点评
息差韧性良好，资产质量扰动因素可控： 2022-08-21
——沪农商行 2022 年中报点评
深耕上海郊区，持续聚焦零售和小微主航 2022-08-16
道：——沪农商行首次覆盖报告

表 1：公司盈利预测结果与目标价

单位：元	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.14	1.31	1.48	1.67
BVPS	10.56	11.30	12.34	13.51
收盘价	5.91			
收盘价对应 PE	5.19 倍	4.52 倍	3.99 倍	3.55 倍
收盘价对应 PB	0.56 倍	0.52 倍	0.48 倍	0.44 倍
每股股利	0.34	0.39	0.44	0.50
股息率	5.79%	6.63%	7.52%	8.45%
目标价-相对估值	6.87			
目标价对应 PE	6.03 倍	5.26 倍	4.63 倍	4.12 倍
目标价对应 PB	0.65 倍	0.61 倍	0.56 倍	0.51 倍

数据来源：Wind，东方证券研究所，截至 2023 年 4 月 28 日收盘

表 2：可比公司估值表

	最新价格	每股净资产（元）			市净率		
	23/4/28	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002807.SZ 江阴银行	4.08	6.41	7.20	8.06	0.64	0.57	0.51
002839.SZ 张家港行	4.61	6.04	6.86	7.74	0.76	0.67	0.60
600908.SH 无锡银行	5.68	7.80	8.81	9.87	0.73	0.64	0.58
601077.SH 渝农商行	3.87	9.45	10.30	11.44	0.41	0.38	0.34
601128.SH 常熟银行	7.81	7.97	9.17	10.38	0.98	0.85	0.75
603323.SH 苏农银行	4.74	7.79	8.68	9.58	0.61	0.55	0.49
调整后平均					0.68	0.61	0.54

数据来源：Wind，东方证券研究所，截至 2023 年 4 月 28 日收盘

附表：财务报表预测与比率分析

利润表						重要财务指标					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
利息收入	41,075	43,453	46,183	50,320	54,933	核心假设					
利息支出	-21,705	-22,699	-24,125	-26,286	-28,696	贷款总额增速	15.48%	9.33%	12.19%	10.24%	10.29%
净利息收入	19,371	20,754	22,058	24,034	26,237	存款增速	12.02%	12.39%	11.00%	11.00%	11.00%
手续费和佣金净收入	2,166	2,156	2,372	2,609	2,870	计息负债增速	8.55%	0.00%	22.50%	11.22%	11.23%
营业收入	24,170	25,612	27,430	29,843	32,308	生息资产增速	9.82%	0.00%	22.23%	8.63%	8.71%
营业税金及附加	-264	-269	-300	-326	-353	净息差	1.86%	1.83%	1.77%	1.75%	1.74%
业务及管理费	-7,222	-7,799	-8,229	-8,953	-9,692	净利差	1.72%	1.75%	1.68%	1.62%	1.67%
资产减值损失	-4,495	-3,869	-3,206	-2,767	-2,261	手续费及佣金收入增速	-7.11%	-0.47%	10.00%	10.00%	10.00%
营业支出	-11,981	-11,937	-11,735	-12,046	-12,305	非息收入增速	34.32%	2.63%	11.03%	6.67%	0.03%
营业利润	12,188	13,675	15,695	17,797	20,002	费用增速	13.84%	8.00%	5.51%	8.80%	8.26%
利润总额	12,178	13,669	15,695	17,797	20,002	信用成本率(贷款)	0.78%	0.60%	0.45%	0.35%	0.26%
所得税	-2,131	-2,276	-2,613	-2,963	-3,331	有效税率	-17.50%	-16.65%	-16.65%	-16.65%	-16.65%
归属母公司股东净利润	9,698	10,974	12,600	14,288	16,059	每股拨备前利润	9.72	10.56	11.30	12.34	13.51
每股收益(元)	1.01	1.14	1.31	1.48	1.67	每股净利润	1.01	1.14	1.31	1.48	1.67
						每股净资产	9.72	10.56	11.30	12.34	13.51
资产负债表						CAMEL 分析					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及存放央行	70,276	70,252	87,673	97,317	108,022	C:核心资本充足率	13.06%	12.96%	12.55%	12.58%	12.64%
存放同业	21,178	32,366	35,603	39,163	43,079	C:一级资本充足率	13.10%	12.99%	12.58%	12.61%	12.67%
拆出资金	60,919	51,239	56,363	62,000	68,200	C:资本充足率	15.28%	15.46%	15.19%	15.45%	15.72%
买入返售金融资产	46,927	28,528	31,381	34,519	37,971	C:权益/贷款	15.92%	15.81%	15.09%	14.95%	14.83%
发放贷款和垫款	588,984	643,951	722,445	796,395	878,357	C:权益/资产	8.09%	7.95%	7.70%	7.74%	7.79%
交易性金融资产	72,420	44,080	46,284	48,598	51,028	C:财务杠杆率	12.35	12.58	12.99	12.92	12.83
债权投资	102,037	216,000	226,800	238,140	250,047	A:不良贷款比率	0.95%	0.94%	0.94%	0.92%	0.92%
其他债权投资	147,621	143,319	150,485	158,009	165,909	A:拨备覆盖率	443%	445%	429%	416%	389%
资产合计	1,158,376	1,281,399	1,415,832	1,538,004	1,672,032	A:拨贷比	4.20%	4.19%	4.04%	3.83%	3.57%
同业及其他金融机构存放	4,928	10,873	11,961	13,157	14,473	A:不良资产/(权益+拨备)	4.87%	4.87%	5.08%	5.05%	5.15%
拆入资金	34,902	28,924	31,816	34,998	38,498	E:ROA	0.84%	0.86%	0.89%	0.93%	0.96%
交易性金融负债	47	56	62	68	74	E:ROAA	0.97%	1.02%	1.05%	1.08%	101.08%
卖出回购	29,173	30,370	33,408	36,748	40,423	E:ROE(摊薄)	10.34%	10.78%	11.56%	12.00%	12.33%
客户存款	855,367	961,370	1,067,121	1,184,504	1,314,799	E:ROAE	15.36%	16.47%	17.00%	17.36%	17.36%
负债合计	1,061,045	1,175,683	1,302,646	1,414,435	1,536,793	E:RoRWA	1.45%	1.54%	1.58%	1.62%	1.62%
股本	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644	E:成本收入比	29.32%	29.32%	29.32%	29.32%	29.32%
资本公积	16,495	16,495	16,495	16,495	16,495	E:手续费和佣金收入占比	14.23%	14.71%	15.32%	16.05%	16.05%
盈余公积	24,278	28,014	29,274	30,703	32,309	E:股利分配比例	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
未分配利润	29,809	33,279	38,942	45,371	52,598	L:存贷比	72.85%	74.13%	75.44%	76.78%	76.78%
少数股东权益	3,563	3,882	4,156	4,538	4,966	L:贷款/生息资产	44.59%	45.94%	47.07%	48.16%	48.16%
股东权益合计	93,768	101,834	109,030	119,031	130,272	L:存款/计息负债	68.05%	68.82%	69.39%	69.96%	69.96%
负债合股东权益总计	1,158,376	1,281,399	1,415,832	1,538,004	1,672,032						

注：营业收入为剔除其他业务支出口径，营业支出为剔除其他业务支出口径；

资料来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。