

沪农商行
601825

增持 (维持)

营收逆势突围，资产质量稳定

——沪农商行 2022 年报&2023 一季报点评

2023 年 4 月 28 日

投资要点

分析师:

陈绍兴

SAC: S0190517070003

chenshaox@xyzq.com.cn

王尘

SAC: S0190520060001

wangchenyjy@xyzq.com.cn

曹欣童

SAC: S0190522060001

caoxintong@xyzq.com.cn

- **Q1 营收增长强劲，中收表现亮眼。**公司 2022 年营收同比+6.1%，归母净利润同比+13.2%，2023Q1 营收同比+7.5%，归母净利润同比+12.4%，Q1 营收实现强劲增长，主要驱动因素包括规模稳步扩张和减值节约，23 年一季度中收快速增长对营收形成有力支撑。**拆分来看：(1) 23Q1 净利息收入同比+3.8%**，息差受 LPR 重定价影响下行，生息资产规模同比+11.3%，带动净利息收入稳健增长。**(2) 23Q1 手续费净收入同比+9.1%**，表现好于同业，预计主要得益于代销保险业务增长较快。**(3) 23Q1 其他非息收入同比+35.2%**，主要是去年同期基数较低。**成本方面**，23Q1 成本收入比 26.4%，同比下降 0.2pcts；资产减值损失同比-26.6%，信用成本 0.29%，同比下降 0.14pcts。
- **规模稳步扩张，科技型企业贷款保持高增。资产方面**，2022、2023Q1 公司总资产同比分别+10.6%、+11.8%，贷款同比分别+9.3%、8.6%，22 年信贷增量中，对公贡献超过 70%，公司加大对制造业、科创金融、绿色金融等重点领域的信贷投放力度，制造业贷款同比增长 19%，科技型企业贷款同比增长 35.4%。23Q1 信贷增量绝大多数来自对公，公司持续打造以科创金融为特色的服务体系，科技型企业贷款较去年末大幅增长 7.2%；零售贷款余额较去年末小幅下降，其中按揭贷款较去年末下降 2.5%，预计与需求偏弱以及提前还贷有关。**负债方面**，2022、2023Q1 存款同比分别+12.4%、10.9%，一季度存款增量主要来自个人存款，对公存款较去年末小幅下降，预计与财政存款竞争加剧有关。
- **23Q1 息差受 LPR 重定价影响下行。**公司 2022 年息差同比-3bp，其中贷款收益率同比-12bp，主要受整体利率环境影响，存款成本率同比-5bp，负债成本改善主要得益于公司强化存款主动管理，优化存款结构。23Q1 息差（期初期末口径）环比-9bp，主要受 LPR 重定价影响，二季度后息差有望逐步企稳。
- **资产质量保持稳定。**2023 年一季度末，公司不良率环比上升 3bp 至 0.97%，关注率环比下降 17bp 至 0.57%，不良+关注总体呈现较好改善趋势。拨备覆盖率 2022 年同比小幅上升，但 23Q1 环比下降 23pcts 至 423%，拨贷比 23Q1 环比下降 11bp 至 4.1%。房地产方面，公司 2022 年对公房地产贷款余额逐步压降，年末房地产不良率 1.39%(同比上升 15bp，较上半年上升 7bp)，显著好于同业，地产风险相对较小。
- **我们小幅调整公司 2023、2024 年 EPS 至 1.30 元、1.50 元，预计 2023 年底每股净资产为 11.89 元。**以 2023 年 4 月 27 日收盘价计算，对应 2023 年末的 PB 为 0.49 倍。维持“增持”评级。

风险提示：资产质量超预期波动，监管政策超预期变化

报告正文

事件

沪农商行 4 月 27 日晚公布 2022 年度报告和 2023 年一季报。公司 2022 年实现营业收入 256 亿元，同比增长 6.1%，实现归属于母公司股东的净利润 109.7 亿元，同比增长 13.2%。2023 年一季度实现营业收入 68.3 亿元，同比增长 7.5%，实现归母净利润 35.0 亿元，同比增长 12.4%。

点评

- **Q1 营收增长强劲，中收表现亮眼。**公司 2022 年营收同比+6.1%，归母净利润同比+13.2%，2023Q1 营收同比+7.5%，归母净利润同比+12.4%，Q1 营收实现强劲增长，主要驱动因素包括规模稳步扩张和减值节约，23 年一季度中收较快增长对营收形成有力支撑。**拆分来看：(1)23Q1 净利息收入同比+3.8%**，息差受 LPR 重定价影响下行，生息资产规模同比+11.3%，带动净利息收入稳健增长。**(2) 23Q1 手续费净收入同比+9.1%**，表现好于同业，预计主要得益于代销保险业务增长较快。**(3) 23Q1 其他非息收入同比+35.2%**，主要是去年同期基数较低。**成本方面**，23Q1 成本收入比 26.4%，同比下降 0.2pcts；资产减值损失同比-26.6%，信用成本 0.29%，同比下降 0.14pcts。
- **规模稳步扩张，科技型企业贷款保持高增。****资产方面**，2022、2023Q1 公司总资产同比分别+10.6%、+11.8%，贷款同比分别+9.3%、8.6%，22 年信贷增量中，对公贡献超过 70%，公司加大对制造业、科创金融、绿色金融等重点领域的信贷投放力度，制造业贷款同比增长 19%，科技型企业贷款同比增长 35.4%。23Q1 信贷增量绝大多数来自对公，公司持续打造以科创金融为特色的服务体系，科技型企业贷款较去年末大幅增长 7.2%；零售贷款余额较去年末小幅下降，其中按揭贷款较去年末下降 2.5%，预计与需求偏弱以及提前还贷有关。**负债方面**，2022、2023Q1 存款同比分别+12.4%、10.9%，一季度存款增量主要来自个人存款，对公存款较去年末小幅下降，预计与财政存款竞争加剧有关。
- **23Q1 息差受 LPR 重定价影响下行。**公司 2022 年息差同比-3bp，其中贷款收益率同比-12bp，主要受整体利率环境影响，存款成本率同比-5bp，负债成本改善主要得益于公司强化存款主动管理，优化存款结构。23Q1 息差（期初期末口径）环比-9bp，主要受 LPR 重定价影响，二季度后息差有望逐步企稳。
- **资产质量保持稳定。**2023 年一季度末，公司不良率环比上升 3bp 至 0.97%，关注率环比下降 17bp 至 0.57%，不良+关注总体呈现较好改善趋势。拨备覆盖率 2022 年同比小幅上升，但 23Q1 环比下降 23pcts 至 423%，拨贷比 23Q1 环比下降 11bp 至 4.1%。房地产方面，公司 2022 年对公房地产贷款余额逐步压降，年末房地产不良率 1.39%(同比上升 15bp，较上半年上升 7bp)，显著好于同业，地产风险相对较小。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 资本方面，2023 年一季度末公司核心一级、一级及总资本充足率分别为 13.08%、13.11%和 15.55%，资本水平保持良好。
- 我们小幅调整公司 2023、2024 年 EPS 至 1.30 元、1.50 元，预计 2023 年底每股净资产为 11.89 元。以 2023 年 4 月 27 日收盘价计算，对应 2023 年末的 PB 为 0.49 倍。维持“增持”评级。

风险提示：资产质量超预期波动，监管政策超预期变化

数据列表

● 盈利预测 (单位: 百万元)

图表 1、资产负债表预测

年份	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	1,158,376	1,281,399	1,426,644	1,572,511	1,720,495
生息资产	1,143,446	1,263,934	1,389,643	1,520,849	1,664,662
贷款	588,984	643,951	701,878	774,705	855,088
占比	51.5%	50.9%	50.5%	50.9%	51.4%
现金和准备金	70,276	70,252	86,064	95,925	106,917
占比	6.1%	5.6%	6.2%	6.3%	6.4%
存放同业	129,024	112,134	97,257	104,245	111,734
占比	11.3%	8.9%	7.0%	6.9%	6.7%
债券投资	355,161	437,597	504,444	545,974	590,923
占比	31.1%	34.6%	36.3%	35.9%	35.5%
总负债	1,061,045	1,175,683	1,308,122	1,439,057	1,569,731
付息负债	1,050,315	1,157,072	1,263,645	1,390,129	1,516,360
同业存放	108,541	107,173	116,374	117,640	104,623
占比	10.3%	9.3%	9.2%	8.5%	6.9%
存款	855,367	961,370	1,049,560	1,169,820	1,303,860
占比	81.4%	83.1%	83.1%	84.2%	86.0%
应付债券	86,407	88,529	97,712	102,669	107,877
占比	8.2%	7.7%	7.7%	7.4%	7.1%
总权益	97,331	105,716	118,523	133,454	150,764
总母公司权益	93,768	101,834	114,688	129,619	146,929

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、利润表预测

年份	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,164	25,627	27,676	30,231	33,028
净利息收入	19,371	20,754	22,349	24,572	26,961
手续费净收入	2,166	2,156	2,342	2,530	2,783
其他收入	2,627	2,717	2,985	3,129	3,284
营业总支出	11,996	11,953	12,000	12,118	12,032
营业税金	264	269	330	360	393
业务及管理费	7,222	7,799	8,218	8,629	9,061
资产减值损失	4,495	3,869	3,428	3,103	2,551
营业利润	12,168	13,675	15,676	18,113	20,997
营业外收支合计	10	-6	-15	-15	-15
利润总额	12,178	13,669	15,661	18,098	20,982
所得税	2,131	2,276	2,809	3,167	3,672
净利润	10,047	11,393	12,851	14,931	17,310
归属母公司净利润	9,698	10,974	12,491	14,513	16,825
EPS (元)	1.08	1.14	1.30	1.50	1.74
BVPS (元)	9.72	10.56	11.89	13.44	15.23
ROAE	11.39%	11.22%	11.54%	11.88%	12.17%
ROAA	0.91%	0.93%	0.95%	1.00%	1.05%

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

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.xyzq.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@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn