

# 沪农商行 (601825)

证券研究报告  
2023年01月21日

## 资产质量稳中向好，疫后信贷放量可期

### 基本面保持韧性，营收和归母净利润增速较三季度放缓

公司披露 2022 年年度业绩快报，2022 年实现营收和归母净利润 256.27 亿元、109.74 亿元，同比分别增长 6.05%、13.16%，增速较 22 年前三季度 -1.58pct、-3.95pct。拉长时间维度来看，2022 年营收、归母净利润三年复合增速达 6.41%、7.45%，基本面保持韧性。我们判断，公司的业绩释放主要得益于资产端扩张及资产质量向优下拨备反哺效应提升。年化加权 ROE 为 11.22%，同比下降 0.17pct。

### 存款增速亮眼，疫后信贷放量可期

2022 年末公司总资产同比增长 10.62%，增速较 22Q3 提升 0.34pct。其中，贷款同比增长 9.30%，增速较 22Q3 微降 0.1pct。2022 年末，存款同比增长 12.57%，增速较 22Q3 提高 3.82pct，存款增速亮眼，将有效支撑其疫后信贷放量。我们判断，随着 22 年末以来疫情防控政策和宏观经济预期的边际改善，此前由于疫情影响而被压制的实体信贷需求有望持续释放，未来有望实现价稳量升的良好局面。沪农商行深耕小微及科创企业，下一阶段信贷投放有望维持高景气。

### 拨备安全垫厚，资产质量稳中向好

沪农商行将风险防控放在突出位置，持续加大风险资产处置力度，资产质量逐步夯实。2022 年末不良率和拨备覆盖率分别为 0.94%和 445.32%，较 22Q3 末分别下降 0.02pct 和上升 6.17pct。公司整体拨备水平在上市农商行中处于中游位置，但提升势头良好，目前已稳定在 400%以上的高位，带来较强的安全性。扎实的资产质量是公司扩张业务的底气所在，对拨备厚度的把控体现出公司对潜在风险的重视，持续增强的风险抵补能力也为拨备反哺留有空间。

### 投资建议：区位优势、禀赋强，小微科创开展有望打开新的增长空间

作为唯一一家深耕于上海的上市农商行，沪农商行坚守战略定位，得天独厚的区位优势为其坚守普惠金融，开展特色鲜明小微科创业务打下坚实基础。随着上海产业转型战略逐步发力，沪农商行在上海尤其在市郊地区广泛布局网点，通过持续完善“鑫科贷”产品体系精准服务科创企业，在小微科创业务领域发力为其打开新的增长空间。我们对公司业绩表现持乐观态度，预计 2022-2024 年归母净利润同比增速分别为 13.16%、15.92%、16.55%。目前公司股价对应 PB (MRQ) 为 0.57 倍。考虑到沪农商行业务有序开展、业绩增长趋好，给予公司 2023 年目标 PB 0.60 倍，对应目标价 6.91 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**有效信贷需求不足；小微科创业务开展情况不及预期；信用风险波动，资产质量恶化；业绩快报仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的年报为准

### 投资评级

行业	银行/农商行 II
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	5.97 元
目标价格	6.91 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,644.44
流通 A 股股本(百万股)	4,621.76
A 股总市值(百万元)	57,577.33
流通 A 股市值(百万元)	27,591.93
每股净资产(元)	10.42
资产负债率(%)	91.53
一年内最高/最低(元)	6.92/5.24

### 作者

<b>郭其伟</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030001	
guoqiwei@tfzq.com	
<b>谢文旭</b>	联系人
xiwenxu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《沪农商行-首次覆盖报告:借新兴产业东风，小微科创蓄势待发》  
2023-01-13

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	220.40	241.64	256.26	280.68	308.83
增长率(%)	3.61	9.64	6.05	9.53	10.03
归属母公司股东净利润(亿元)	81.61	96.98	109.74	127.21	148.27
增长率(%)	(7.74)	18.84	13.16	15.92	16.55
每股收益(元)	0.94	1.01	1.14	1.32	1.54
市盈率(P/E)	6.35	5.94	5.25	4.53	3.88
市净率(P/B)	0.75	0.61	0.56	0.52	0.48

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

人民币亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	179	194	208	231	257	净利润增速	-7.7%	18.8%	13.2%	15.9%	16.6%
手续费及佣金	23	22	20	19	19	拨备前利润增速	6.0%	7.5%	12.0%	8.3%	10.8%
其他收入	18	26	28	31	33	税前利润增速	-7.4%	23.0%	8.8%	12.8%	13.9%
营业收入	220	242	256	281	309	营业收入增速	3.6%	9.6%	6.1%	9.5%	10.0%
营业税及附加	2.42	2.64	2.77	2.91	3.06	净利息收入增速	16.4%	8.4%	7.4%	11.1%	11.1%
业务管理费	64	72	67	76	82	手续费及佣金增速	-5.5%	-7.1%	-8.4%	-5.0%	0.0%
拨备前利润	155	167	187	202	224	营业费用增速	-1.0%	13.6%	-7.1%	12.7%	8.1%
计提拨备	56	45	54	53	54	<b>规模增长</b>					
税前利润	99	122	132	149	170	生息资产增速	13.0%	9.8%	10.5%	10.5%	10.5%
所得税	15	21	20	21	20	贷款增速	13.4%	15.5%	9.4%	11.6%	12.6%
净利润	82	97	110	127	148	同业资产增速	29.6%	8.9%	18.9%	-2.8%	-9.6%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	14.0%	1.8%	10.4%	14.3%	14.2%
贷款总额	5307	6136	6739	7518	8457	其他资产增速	31.3%	4.5%	15.0%	15.0%	15.0%
同业资产	1185	1290	1534	1492	1348	计息负债增速	14.4%	8.6%	10.6%	10.7%	10.6%
证券投资	3166	3222	3559	4068	4645	存款增速	10.3%	12.0%	12.6%	9.3%	10.6%
生息资产	10111	11105	12271	13559	14983	同业负债增速	10.4%	-5.8%	6.9%	10.7%	10.6%
非生息资产	458	479	551	634	729	股东权益增速	8.4%	21.0%	9.5%	8.2%	8.8%
总资产	10570	11584	12822	14193	15711	<b>存款结构</b>					
客户存款	7636	8554	9630	10529	11642	活期	41.4%	37.4%	38.0%	39.0%	40.0%
其他计息负债	2029	1939	1972	2311	2556	定期	56.0%	56.8%	56.0%	55.0%	55.0%
非计息负债	100	118	154	200	260	其他	2.6%	5.8%	6.0%	6.0%	5.0%
总负债	9765	10610	11756	13040	14457	<b>贷款结构</b>					
股东权益	805	973	1066	1153	1254	企业贷款(不含贴现)	59.2%	57.0%	56.0%	55.0%	54.0%
<b>每股指标</b>						个人贷款	30.5%	32.4%	33.0%	34.0%	35.0%
每股净利润(元)	0.94	1.01	1.14	1.32	1.54	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	1.61	1.73	1.94	2.10	2.32	不良贷款率	0.99%	1.00%	0.95%	0.92%	0.90%
每股净资产(元)	8.01	9.72	10.65	11.51	12.52	正常	98.25%	98.58%			
每股总资产(元)	109.59	120.11	132.94	147.16	162.91	关注	0.76%	0.47%			
P/E	6.3	5.9	5.2	4.5	3.9	次级	0.47%	0.51%			
P/PPOP	3.7	3.5	3.1	2.8	2.6	可疑	0.34%	0.29%			
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	损失	0.17%	0.15%			
P/A	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	拨备覆盖率	419.17%	442.50%	445.32%	501.85%	503.19%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	1.91%	1.86%	1.78%	1.79%	1.80%	资本充足率	14.40%	15.28%	14.90%	14.60%	14.38%
净利差(Spread)	1.83%	1.77%	1.65%	1.67%	1.68%	核心资本充足率	11.67%	13.06%	12.71%	12.42%	12.20%
贷款利率	4.67%	4.65%	5.00%	5.10%	5.20%	资产负债率	92.39%	91.60%	91.69%	91.88%	92.02%
存款利率	2.05%	2.06%	1.93%	1.95%	1.97%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.96%	3.95%	3.95%	3.95%	3.95%	总股本(亿)	0.00	96.44	96.44	96.44	96.44
计息负债成本率	2.13%	2.18%	2.30%	2.28%	2.27%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.82%	0.88%	0.90%	0.94%	0.99%						
ROAE	11.00%	11.34%	11.17%	11.91%	12.80%						
拨备前利润率	1.56%	1.51%	1.53%	1.50%	1.50%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com