



商业银行

重庆农村商业银行 (3618)

零售转型可期，资产质量改善

——重庆农村商业银行首次覆盖报告

	张宇(分析师)	郭昶皓(分析师)
	021-38038184	021-38031652
	zhangyu023800@gtjas.com	guochanghao@gtjas.com
证书编号	S0880520120007	S0880520080005

本报告导读:

近年来渝农商行在“零售立行”战略指引下，业务布局逐渐优化，未来潜力可期。资产质量正在加速出清，有望贡献业绩弹性。

摘要:

- **投资建议:** 对重庆农村商业银行 2023-2025 年的净利润增速预测为 9.49%/12.40%/12.68%，对应 2023-2025 年 EPS0.99/1.11/1.25 元。首次覆盖给予目标价 4.45 港元，对应 2023 年 0.40 倍 PB，首次覆盖给予增持评级。
- **扎根重庆，在本地市场具有极强的竞争力。** 渝农商行是国内规模最大的农商行，网点布局优于同业，下沉的资源禀赋给其带来了良好的渠道基础，存贷款市占率领先。重庆市有良好的人口、产业基础，为渝农商行转型带来了优越的发展环境。
- **揽储能力出众，明确以大零售为核心竞争力的战略定位。** 渝农商行以零售业务为立行之本，负债端优势突出，存款量价均优；网点、队伍和政策三大优势助力渝农商行零售业务转型，加上 BBC 金融生态圈的持续建设，渝农商行有望逐步提升零售业务贡献度，并以此带动资产收益率提升，改善盈利水平。
- **对公不良明显夯实，零售不良也有望改善。** 历史上受本地经济结构调整及外部因素扰动影响，渝农商行的不良率略高于同业。不过，渝农商行通过调整信贷结构、加大核销力度等方式，使得对公贷款的资产质量明显夯实。零售方面，疫情的影响滞后体现导致不良有所暴露。但预计随着经济复苏，后续潜在改善空间很大。
- **兼具高股息率和高安全边际特征，投资性价比突出。** 渝农商行股息率处 H 股上市银行前列；在高股息率的银行中，渝农商行资产质量表现可圈可点，具有较高的安全边际。在市场波动、利率下行期，渝农商行的配置价值突出。

风险提示: 零售转型进度不及预期；区域经济波动导致资产质量恶化；化债带来的负面影响超预期。

评级: **增持**

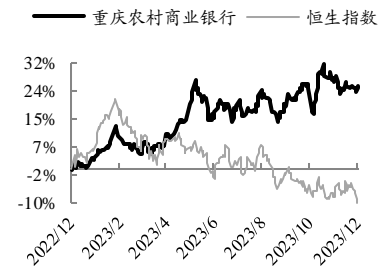
当前价格(港元): 2.91

2023.12.04

交易数据

52 周内股价区间(港元)	2.58-3.29
当前股本(百万股)	11,357
当前市值(百万港元)	33,049

52周内股价走势图



财务摘要(百万港元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26630	28186	30842	28991	29796	32455	35352
(+/-)%	1.97%	5.84%	9.42%	-6.00%	2.78%	8.92%	8.93%
净利润	9760	8401	9560	10276	11251	12645	14249
(+/-)%	7.75%	-13.92%	13.79%	7.49%	9.49%	12.40%	12.68%
PE	4.71	5.47	4.81	4.48	4.09	3.64	3.23
PB	0.52	0.49	0.46	0.43	0.40	0.37	0.34

注: 财务指标单位为人民币, 涉及股价、市值等市场指标单位为港币

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

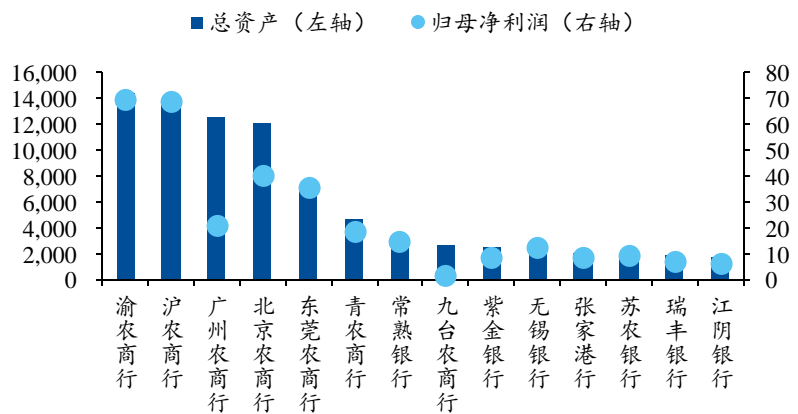
1. 基本情况：农商龙头，扎根巴渝	3
1.1. 历史沿革与公司概况	3
1.2. 区域分布	3
1.3. 市域经济	4
2. 业务经营：揽储能力优越，零售转型加速	4
2.1. 存款兼具量价优势	4
2.2. 零售战略提级加速，转型升级潜力可期	5
2.3. 资产端：贷款仍有较大投放空间	5
3. 盈利能力：息差稍弱，成本占优	6
3.1. 杜邦分析	6
4. 资产质量：账面情况好转，仍有改善潜力	8
4.1. 不良情况	8
4.2. 拨备情况	9
5. 估值水平：目标估值为 2023 年 0.45 倍 PB	10
5.1. 绝对估值	10
5.2. 相对估值	11
5.3. 小结	11
6. 投资建议	11
7. 风险提示	12

1. 基本情况：农商龙头，扎根巴渝

1.1. 历史沿革与公司概况

重庆农村商业银行（下简称“渝农商行”）是农信社改革的先行者，同时也是国内规模最大的农商行。渝农商行前身是成立于 1951 年的重庆市农村信用社，2008 年在重庆市联社及重庆市辖区内 39 个区县行社的基础上改制组建为重庆农村商业银行。2010 年，渝农商行成功在香港 H 股主板上市，成为全国首家上市农商行、西部首家上市银行。2019 年渝农商行在 A 股上市，成为全国首家 A+H 股上市农商行。截至 2023 年 9 月末，渝农商行总资产超过 1.4 万亿，存款和贷款分别达到了 9078、6503 亿元，不论从资产规模看还是盈利规模看，渝农商行均位列全国农商行之首。

图 1：渝农商行总资产和归母净利润均居农商行首位



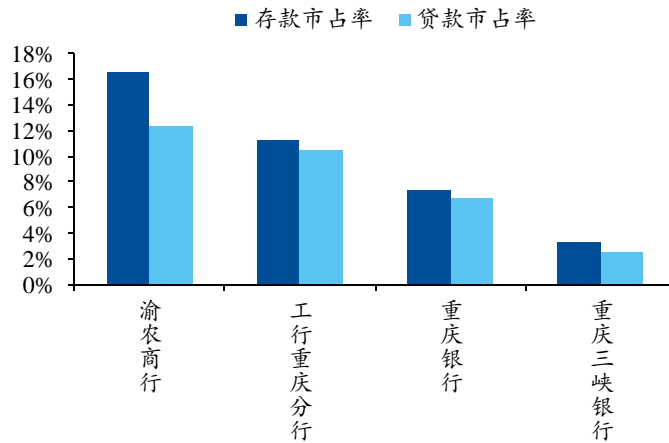
数据来源：wind，公司财报，国泰君安证券研究。数据来源于 2023 年半年报，单位为亿元。

1.2. 区域分布

渝农商行深耕县域，在重庆具有极强的竞争力。县域网点是渝农商行业务的主阵地。重庆下辖 38 个行政区县（含 29 个县域），县域市场广阔。截至 2023 年 6 月末，渝农商行在渝共有 1754 个分支机构，设置在重庆县域的网点共有 1447 个，覆盖重庆全部行政区县。

客群基础扎实，市场占有率领先。截至 2023 年 6 月末，渝农商行累计发行了 2864.89 万张借记卡，在渝客群数量庞大。2021 年年末公司存款和贷款市占率分别达到了 16.54%、12.41%，在本地的竞争中居首位。

图 2：渝农商行在当地的市占率领先同业



数据来源: wind, 公司财报, 工行重庆分行官网, 国泰君安证券研究。时间为 2021 年末。

1.3. 市域经济

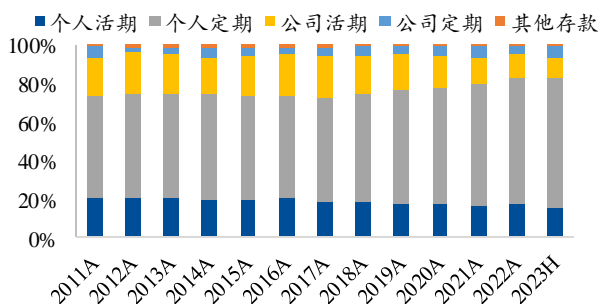
区域战略下重庆地区具备消费发展潜力，成渝双城经济圈战略加码带来新动能。重庆市人口数量为一二线城市之最，庞大的人口基数奠定了良好的消费基础，也带来了丰富的零售客群资源，伴随成渝地区经济发展、居民可支配收入提升，规模庞大的零售客群在消费贷款、财富管理方面逐步释放潜能。另外，“成渝双城经济圈”概念提出后，川渝两地相关投资项目持续加码，未来几年基建投资仍然是重庆地区发展的重头戏。渝农商行作为本土银行，有望积极参与基建投资项目，享受区域经济红利。

2. 业务经营：揽储能力优越，零售转型加速

2.1. 存款兼具量价优势

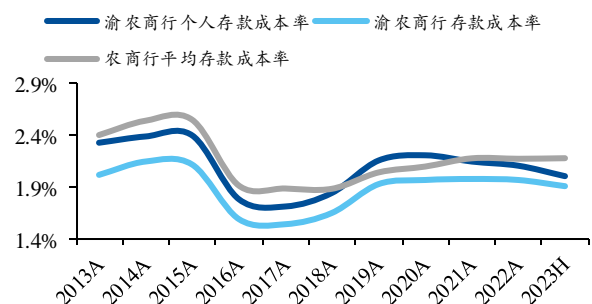
渝农商行负债端拥有出色揽储能力，也有较强的个人存款议价能力。高度下沉网点覆盖了全重庆所有的行政区县，带动其存款市场份额稳居龙头地位。另外，渝农商行存款成本率相比同业低约 20bp，且还在积极优化存款结构，压降结构性存款等高成本存款产品，成本管控卓有成效。

图 3：渝农商行个人存款占比很高



数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

图 4：渝农商行存款定价优势较明显

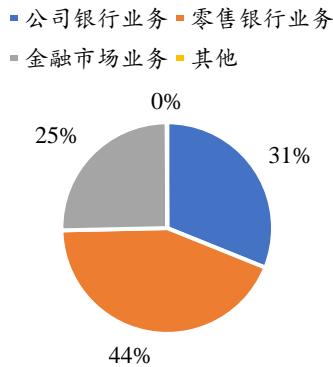


数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

2.2. 零售战略提级加速，转型升级潜力可期

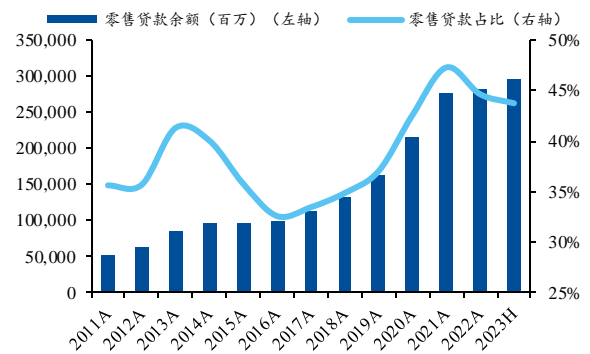
近年来渝农商行提出了“零售立行”战略，坚持将零售业务作为全行发展之基和立行之本。从对公、零售、资金三大条线的视角来看，渝农商行当前营收中零售业务占比最高。随着“零售立行”战略推进，零售资产也在加大投放力度，未来零售业务贡献度也将逐步提高。

图 5：渝农商行分部营收占比



数据来源：wind，国泰君安证券研究。时间为 2023H。

图 6：渝农商行零售贷款占比显著提高



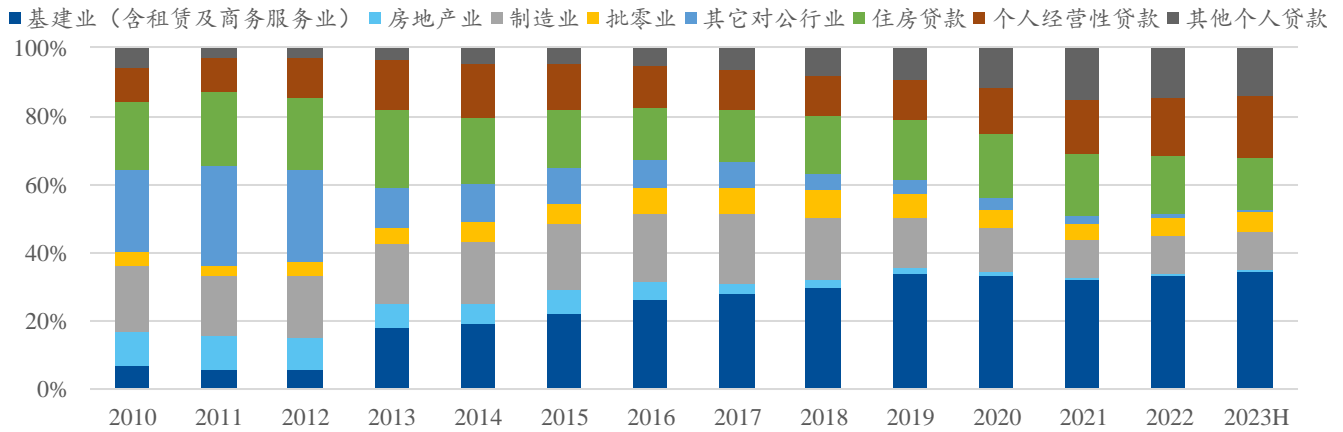
数据来源：wind，国泰君安证券研究。

三大突出优势助力渝农商行推进零售战略。①网点布局纵深，渠道优势显著；②人员队伍熟悉当地环境，提供快捷、细致的金融服务；③作为地方法人银行，渝农商行对本地客群更为熟悉。

2.3. 资产端：贷款仍有较大投放空间

负债端的优势有望在资产端得到释放。截至 2023Q3 渝农商行贷款在总资产中的占比仅为 44.93%，贷款投放仍有较大的增长潜力。同时，根据推动成渝地区双城经济圈建设联合办公室印发的《共建成渝地区双城经济圈 2023 年重大项目清单》，成渝双城经济圈 2023 年重大项目达 248 个，计划基建投资 2.38 万亿，而渝农商行在基础设施建设方面有着丰富的贷款经验，有望持续以基建贷款为落脚点，进一步提升高收益贷款在资产中的占比，从而补齐在生息资产方面的短板。

图 7：渝农商行贷款结构



数据来源: wind, 国泰君安证券研究。2023 年数据为中报数据

3. 盈利能力: 息差稍弱, 成本占优

3.1. 杜邦分析

从杜邦分析结果可以看出, 目前渝农商行与同业水平基本相当, 但部分项目上有差异。其中, 优于同业的项目有: 更高的手续费收入、更低的管理费用、更低的信用成本。劣于同业的项目有: 更低的息差水平和更低的权益乘数。

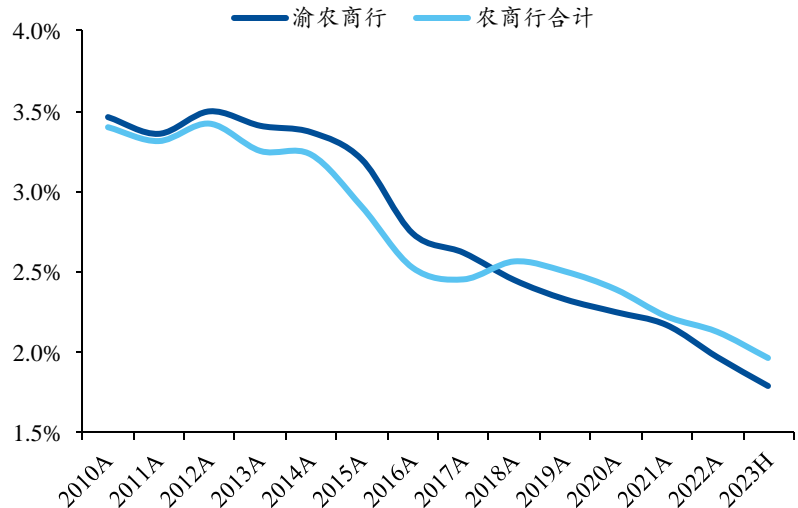
表 4: 渝农商行杜邦分析结果

2023 前三季度	渝农商行	其它上市农商行平均
利息收入	3.60%	3.87%
利息支出	1.89%	2.05%
净利息收入	1.71%	1.83%
净手续费收入	0.13%	0.07%
其他非息收入	0.24%	0.41%
净非利息收入	0.38%	0.49%
营业收入	2.09%	2.31%
管理费用	0.65%	0.73%
拨备前利润	1.42%	1.58%
减值损失计提	0.32%	0.51%
税前利润	1.10%	1.08%
所得税	0.13%	0.10%
净利润	0.97%	0.97%
ROA	0.95%	0.95%
权益乘数	12.0	12.3
ROE	11.70%	11.84%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

可以看到，近几年渝农商行的净息差低于同业平均水平，我们对其进行拆解分析。从历史趋势来看，2018年前渝农商行净息差高于同业平均。从2018年开始，渝农商行的净息差走势弱于同业。

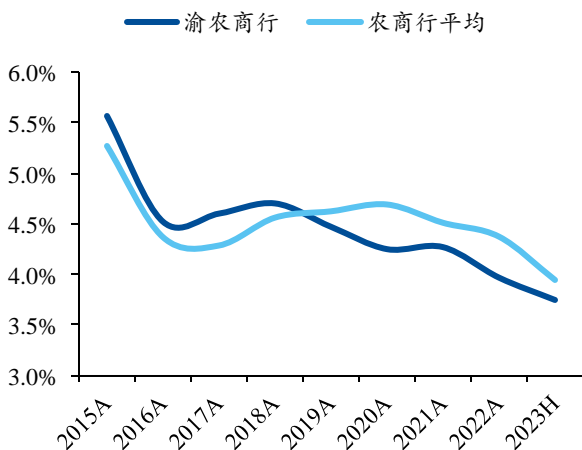
图 8：渝农商行 2019 年以来净息差低于同业平均水平



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

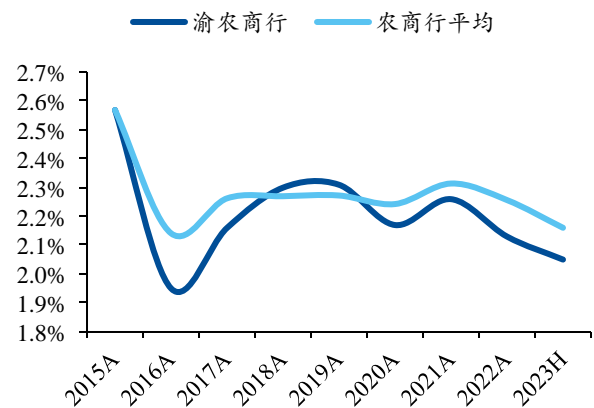
从资产负债两端来看：①资产收益率方面，渝农商行和同业平均相比约有 30-40bp 的差距，主要与渝农商行的资产结构相关，渝农商行资产中高收益的贷款占比不高，金融投资占比较高且大多投向了收益较低政府债等。但值得注意的是，渝农商行近几年一直在优化资产结构，不断提高贷款占比，且加大了收益更高的零售贷款投放，资产收益率下行趋势放缓；②负债成本率方面，可以看到渝农商行大多数时间都低于同业平均水平，2018 年和 2019 年负债成本率较高的主要原因是存款竞争加剧，吸纳了较多高成本的定期存款。可见，生息资产收益率的下行是渝农商行净息差表现较弱的最主要原因。

图 9：渝农商行生息资产收益率



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 10：渝农商行计息负债成本率



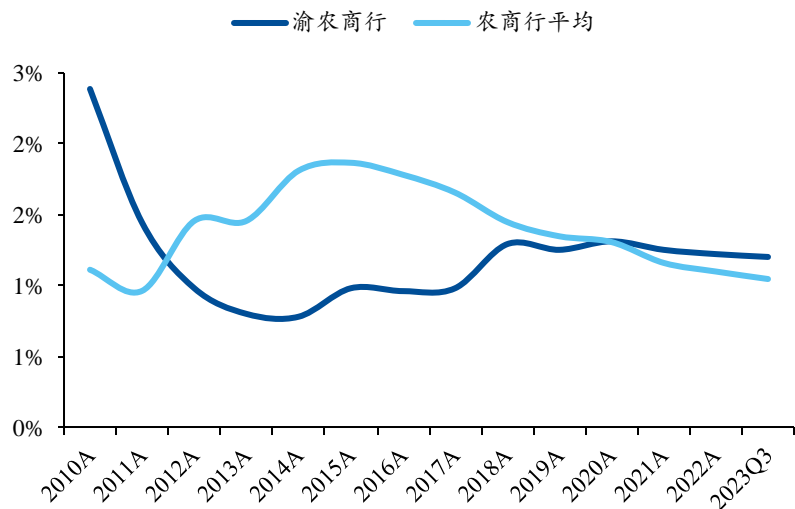
数据来源：wind，国泰君安证券研究。

4. 资产质量：账面情况好转，仍有改善潜力

4.1. 不良情况

2018 年开始，渝农商行的不良率走势与可比同业相悖，主要有三个因素：①2018-2019 年重庆区域经济结构调整升级，部分对公客群受到影响出现流动性困境，风险有所抬升；②同期渝农商行处置核销策略比同业较保守，客观上导致不良贷款有所积累；③受疫情影响租赁及商业服务业和批零售业风险暴露，零售客户面临困难，不良率有所上升。

图 11：渝农商行不良率略高于同业平均



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

对于第一点原因，从行业不良率对比上可以看到，2018 年制造业不良率为 3.44%，制造业不良贷款余额占全部不良贷款余额的 44.41%，明显拖累了资产质量表现。随后渝农商行开始着手调整信贷结构，压降了风险较高的制造业贷款占比，截至 2023 年 6 月末，制造业贷款不良率降至 0.99%，风险化解成效显著。

表 5：渝农商行不良贷款行业情况对比

行业	2023H		2018A	
	贷款占比 (%)	不良率 (%)	贷款占比 (%)	不良率 (%)
公司类贷款和垫款	48.44	1.54	59.74	1.59
制造业	9.56	0.99	16.67	3.44
电力及水的生产和供应业	3.94	2.19	3.90	-
房地产业	0.74	9.1	2.17	0.71
租赁及商业服务业	11.66	0.2	9.80	0.02
水利、环境和公共设施				
管理业	11.35	1.04	11.15	-
建筑业	1.42	1.19	2.08	2.14
批发和零售业	2.46	4.23	4.99	4.27
其他	1.51	1.87	8.98	1.12

零售贷款和垫款	43.8	1.34	34.96	0.98
票据贴现	7.76	-	5.30	-
总计	100	1.21	100	1.29

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

对于第二点原因，渝农商行在 2020 年前核销转出率较低，2020 年开始大力处置不良贷款，核销转出率显著提升，不良率指标边际好转。

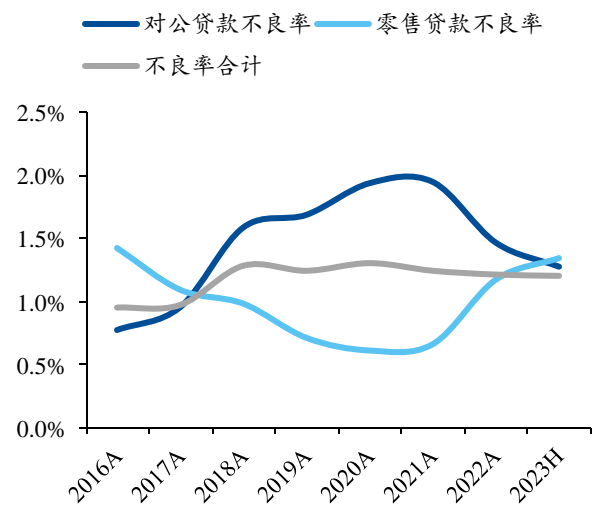
对于第三点原因，预计在经济企稳复苏后，受疫情压制的客户逐步恢复常态，资产质量尤其是零售层面的相关数据有望改善。

图 12：渝农商行近两年提高了核销转出率



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 13：渝农商行对公贷款不良率下行，零售贷款不良率有一定上升

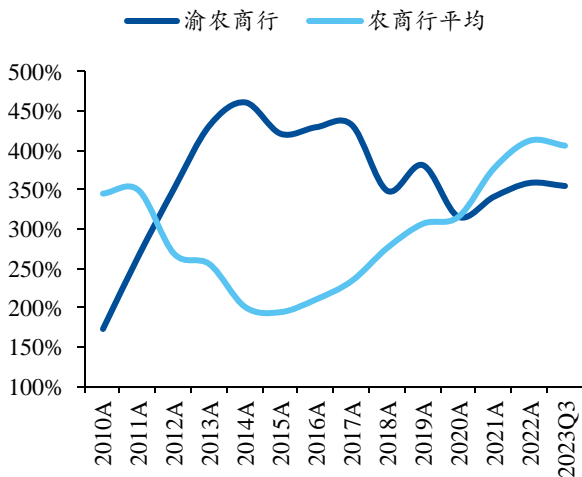


数据来源：wind，国泰君安证券研究。

4.2. 拨备情况

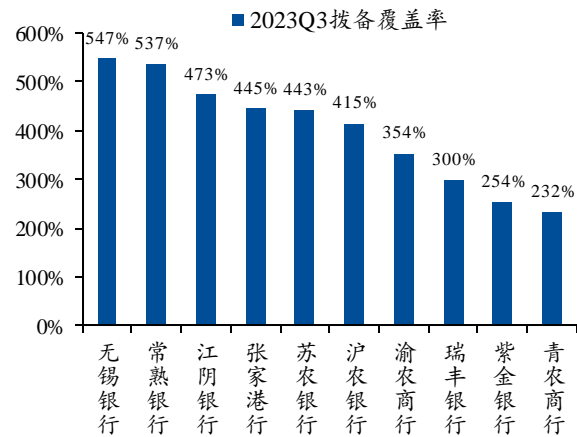
拨备方面，渝农商行继续保持着超过 300% 的较高水平。自 2020 年以来渝农商行拨备水平持续回升，截至 2023 年 9 月末已达到 354%，风险抵补能力进一步增强。横向对比看，渝农商行拨备水平略低于同业水平，在上市农商行中排名第七，但考虑到上市农商行属于同行业中的佼佼者，加上普遍拥有较高的拨备水平，渝农商行的拨备表现仍然是可圈可点的。

图 14：渝农商行拨备覆盖率略低于同业平均



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 15：渝农商行拨备覆盖率为上市农商行第七



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

5. 估值水平：目标估值为 2023 年 0.45 倍 PB

5.1. 绝对估值

绝对估值基于以下核心假设：

折现率为 7.57%，其中：

- (1) 无风险利率参考 10 年期国债到期收益率以及美国国债收益率的中间值：3.40%；
- (2) 市场要求回报率为最近一年恒生指数 PE 的倒数：11.11%；
- (3) 渝农商行的 β 系数为 0.54；

按银行绝对估值以三阶段 DDM 模型计算，基本面相关假设详见表格。

DDM 模型估值结果为对应 2023 年 0.49 倍 PB。

表 7：渝农商行三阶段 DDM 估值假设与结果表

	详细预测期 2023-2025	过渡增长期 2026-2035	永续增长期 2036 及以后
净息差	1.79%	1.60%	1.20%
生息资产/总资产	100.70%	95.00%	93.00%
贷款总额/生息资产	48.72%	50.00%	60.00%
净非利息收入/营业收入	12.13%	18.00%	25.00%
成本收入比(含营业税)	26.44%	24.00%	20.00%
PPOP ROAA	1.51%	1.41%	1.19%
信用成本	1.23%	1.20%	1.20%
有效税率	9.36%	12.00%	12.00%
ROAA	0.82%	0.74%	0.46%
权益乘数	13.09	11.50	10.00
ROAE	10.74%	8.49%	4.58%

股利支付率	30.69%	35.00%	70.00%
增长率 g	7.45%	5.52%	1.37%
初始平均股东权益	10.65	9.83	10.60
阶段现金流折现	0.85	2.00	2.13
每股公允价值	4.98		
隐含 PB(对应 2023 年)	0.49		

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

5.2. 相对估值

我们在 H 股市场, 选取了总资产在 5000-16000 亿之间的城商行和农商行, 与渝农商行一起进行相对估值分析。在可比同业中, 渝农商行 ROE 为第四高, 不良率为第三低, 拨备覆盖率为第三高, 可见整体业绩表现属于一梯队水平。此外, 渝农商行股息率也为第二高, 投资性价比非常突出。

可比同业中, 综合基本面最突出的为东莞农商银行, PB 估值为 0.82 倍。与渝农商行基本面表现接近的青岛银行, PB 估值为 0.34 倍。我们综合对比后认为, 渝农商行的合理估值在 2023 年 0.3-0.4 倍 PB 之间。

表 8: 渝农商行与可比同业主要指标及估值水平对比

	净息差	ROE(年化)	不良率	拨备覆盖率	静态股息率	PB 估值(MRQ)
重庆农村商业银行	1.79%	12.04%	1.21%	351%	10.41%	0.26
渤海银行	1.21%	7.31%	1.84%	144%		0.20
徽商银行	2.00%	13.13%	1.32%	275%	5.89%	0.26
中原银行	1.70%	4.43%	2.19%	151%		0.15
广州农商银行	1.49%	5.16%	2.25%	158%	6.15%	0.27
盛京银行	1.22%	1.82%	3.17%	143%		0.14
天津银行	1.75%	2.76%	2.21%	153%		0.17
哈尔滨银行	1.36%	1.92%	2.92%	187%		0.05
重庆银行	1.63%	11.50%	1.21%	252%	10.94%	0.24
东莞农商银行	1.73%	13.79%	0.86%	398%	4.61%	0.82
郑州银行	2.13%	7.89%	1.87%	167%		0.16
贵州银行	2.07%	10.40%	1.38%	368%	4.36%	0.48
青岛银行	1.85%	12.67%	1.14%	237%	8.82%	0.34
江西银行	1.82%	5.16%	2.17%	189%	7.02%	0.11

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。财务数据根据港股披露特点选取了 2023 年中报。

5.3. 小结

综合绝对估值和相对估值的部分, 我们认为渝农商行的合理估值为 2023 年 0.40 倍 PB, 据此给予目标价 4.45 港元。

6. 投资建议

对重庆农村商业银行 2023-2025 年的净利润增速预测为 9.49%/12.40%/12.68%，对应 2023-2025 年 EPS0.99/1.11/1.25 元。首次覆盖给予目标价 4.45 港元，对应 2023 年 0.40 倍 PB，首次覆盖给予增持评级。

7. 风险提示

零售转型进度不及预期；区域经济波动导致资产质量恶化；化债带来的负面影响超预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	增持	相对当地市场指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的当地市场指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	谨慎增持
		相对当地市场指数涨幅介于 5%~15%之间
		中性
		相对当地市场指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对当地市场指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于当地市场指数
	中性	基本与当地市场指数持平
	减持	明显弱于当地市场指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

附：海外当地市场指数

亚洲指数名称	美洲指数名称	欧洲指数名称	澳洲指数名称
沪深 300	标普 500	希腊雅典 ASE	澳大利亚标普 200
恒生指数	加拿大 S&P/TSX	奥地利 ATX	新西兰 50
日经 225	墨西哥 BOLSA	冰岛 ICEX	
韩国 KOSPI	巴西 BOVESPA	挪威 OSEBX	
富时新加坡海峡时报		布拉格指数	
台湾加权		西班牙 IBEX35	
印度孟买 SENSEX		俄罗斯 RTS	
印尼雅加达综合		富时意大利 MIB	
越南胡志明		波兰 WIG	
富时马来西亚 KLCI		比利时 BFX	
泰国 SET		英国富时 100	
巴基斯坦卡拉奇		德国 DAX30	
斯里兰卡科伦坡		葡萄牙 PSI20	
		芬兰赫尔辛基	
		瑞士 SMI	
		法国 CAC40	
		英国富时 250	
		欧洲斯托克 50	
		OMX 哥本哈根 20	
		瑞典 OMXSPI	
		爱尔兰综合	
		荷兰 AEX	
		富时 AIM 全股	