

不良出清，区域赋能，股息丰厚

2024年03月25日

➤ **重庆经济增长提速，公司深耕本地充分受益。** 23年初，新一届重庆市委确立“新重庆”作为未来五年发展主线，并提出“27年GDP迈上4万亿元台阶”等目标。政策引领下，23年重庆主要经济指标增速超过国内平均水平，当地经济发展潜力足。渝农商行在重庆根基深厚：市内资产规模最大的银行、市内网点数居全市银行首位、十大股东中有五家隶属重庆国资委或财政局。未来，公司有望把握区域经济红利，实现资产规模的稳步扩张。

➤ **历史大额坏帐出清，利润压制因素消退。** 20-22年，渝农商行大力核销过往因区域经济震荡、大股东违约产生的不良贷款，减值准备显著多提，拖累盈利表现。现阶段，存量不良基本出清，区域化债背景下新增不良也相对可控，不良净生成率能够保持在较低水平，大幅计提拨备的必要性降低，有释放利润的空间。23H1渝农商行信用成本已降至0.42%，较21年高点下降1.61pct。

➤ **息差表现或超预期。** **资产端：**一是结构上改善空间大，23H1末贷款占生息资产49%，为上市农商行最低。二是受化债、存量按揭利率调降的影响较小，23H1末化债涉及敞口、个人按揭贷占生息资产比重分别为20%、7%，在上市银行中处于较低水平。**负债端：**一是县域存款占比高，带来了稳定、低成本的存款。二是定期存款占比计息负债49%，在上市行中处于靠前水平，预计存款挂牌利率调降对成本的节约效果较强。

➤ **区域战略加持+普惠金融优势，信贷投放有抓手。** 成渝经济圈建设规划期长、投资需求大，23年以来重大项目投资进度明显加快，渝农商行有望把握机遇，加大对基建、制造业等重点领域的信贷投放。普惠业务上，渝农商行基于自身网点优势，发力下沉市场，普惠小微贷量价兼备，市占率常年保持重庆市首位，定价也高于市内主要城商行。

➤ **高股息+低估值特征明显。** 公司2024年3月22日A股PB(LF)仅0.4倍，PB-ROE角度下存在一定低估。近三年分红比例稳定在30%的较高水平，基于2024年3月22日收盘价测算23E股息率达6.51%，不输国有大行，在上市银行排名4/42。

➤ **投资建议：存量风险出清，区域发展提速**

渝农商行根植重庆，“新重庆”建设、成渝经济圈等战略加持下区域潜力巨大，赋予公司高成长性，高股息率赋予公司高安全性；资负两端结构优支撑公司后续息差表现或超预期；存量不良出清，新增不良可控，信用成本保持较低水平，也为利润释放打开空间。预计23-25年EPS分别为0.95、0.99和1.04元，2024年3月22日收盘价对应0.4倍24年PB，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**区域信用风险暴露；宏观经济波动超预期；转型进度不及预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 29,025 | 29,245 | 30,199 | 31,979 |
| 增长率(%) | -6.0 | 0.8 | 3.3 | 5.9 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 10,276 | 10,741 | 11,271 | 11,805 |
| 增长率(%) | 7.5 | 4.5 | 4.9 | 4.7 |
| 每股收益(元) | 0.90 | 0.95 | 0.99 | 1.04 |
| PE | 5 | 5 | 5 | 4 |
| PB | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年3月22日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

4.49元



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

目录

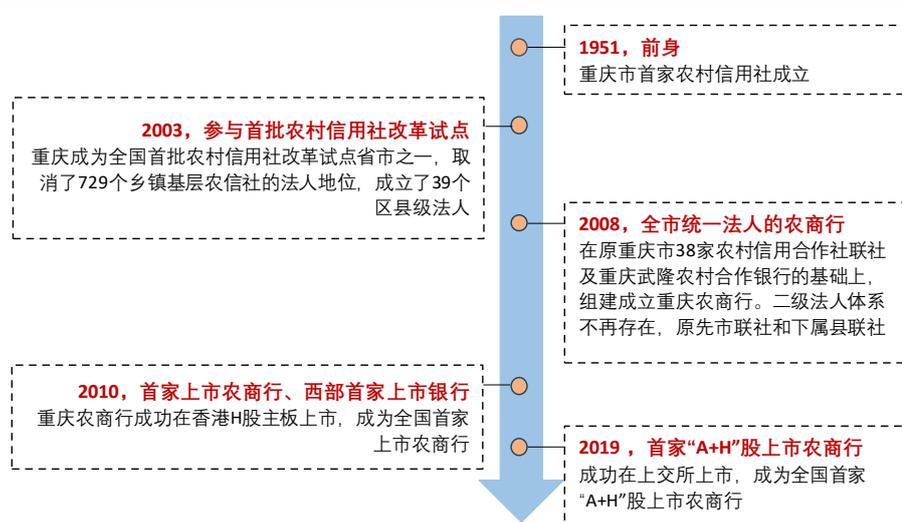
| | |
|--------------------------------|-----------|
| 1 立足重庆、扎根县域，当地规模最大的法人银行 | 3 |
| 1.1 农信社合并而来，本地优势显著 | 3 |
| 1.2 主要股东多具国有背景，管理层战略坚定 | 5 |
| 1.3 区域发展提速：新班子、新重庆、新气象 | 7 |
| 2 不良出清，息差韧性足，盈利修复可期 | 9 |
| 2.1 资产质量优化，信用成本显著走低 | 9 |
| 2.2 净息差处同业中游，资负两端均具优化潜力 | 12 |
| 2.3 压制因素趋弱，ROE 步入改善通道 | 15 |
| 3 贷款投放有望提速，中收亦有提升空间 | 18 |
| 3.1 成渝经济圈建设提速，基建投放持续加码 | 18 |
| 3.2 零售转型稳步推进，普惠金融优势稳固 | 20 |
| 3.3 卡业务或进一步激发中收潜力 | 23 |
| 4 低估值高股息，投资安全性高 | 26 |
| 5 盈利预测与投资建议 | 28 |
| 5.1 盈利预测假设与业务拆分 | 28 |
| 5.2 估值分析与投资建议 | 28 |
| 6 风险提示 | 30 |
| 插图目录 | 32 |
| 表格目录 | 33 |

1 立足重庆、扎根县域，当地规模最大的法人银行

1.1 农信社合并而来，本地优势显著

历史悠久，国内首家 A+H 股上市农商行。渝农商行的前身重庆市农信社早在 1951 年就已成立。2003 年，重庆成为国内农信社改革首批试点省市之一，率先将 700 余个乡镇基层农信社合并成 39 个区县级联社。2008 年，渝农商行在重庆 39 家农信联社及武隆农合行基础上组建成立，是全国第三家省级农村商业银行。之后，公司先后在 2010 年、2019 年实现了港股主板上市、A 股主板上市，是国内首家上市农商行、西部首家上市银行。

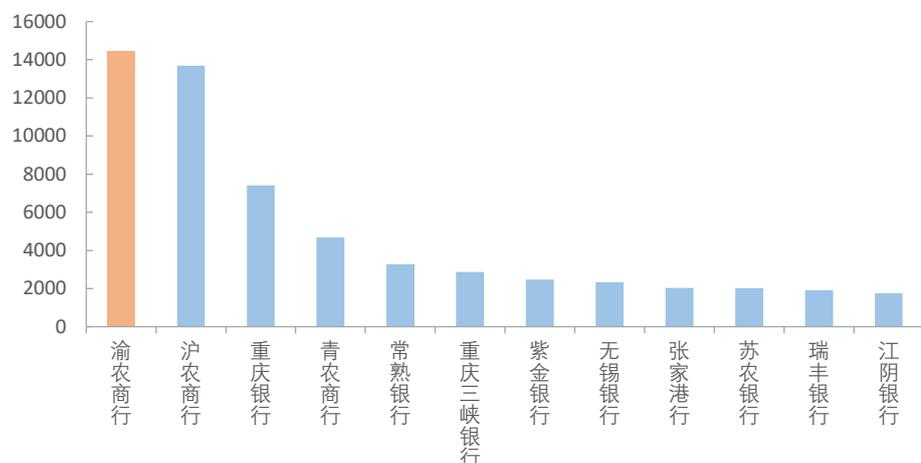
图1：渝农商行发展历程示意图



资料来源：公司官网，招股说明书，《省级农村信用社联合社改革模式的选择与分析》（王宏吉 吴明），民生证券研究院绘制

资产规模达万亿级，领跑上市农商行及当地银行同业。23Q3 末，渝农商行总资产为 1.45 万亿元，资产规模位居上市农商行首位，并领跑重庆当地法人银行机构。公司作为重庆重要的地方金融机构，积极服务当地的金融需求，近年来资产规模保持稳健增长。

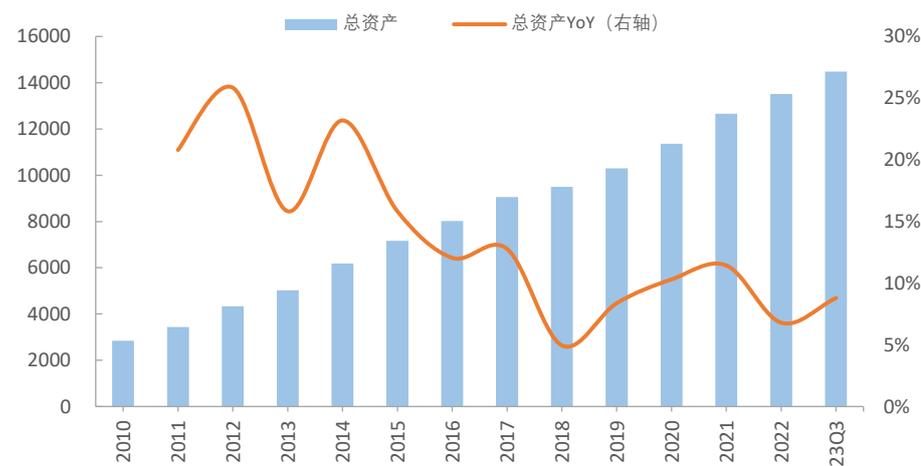
图2: 23Q3 末渝农商行资产规模 (亿元) vs 可比同业



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

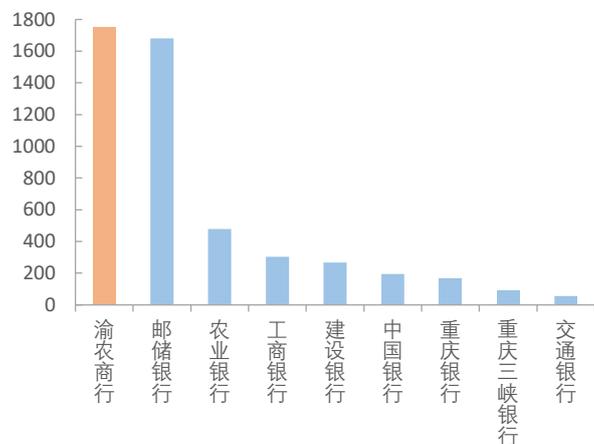
注: 可比同业选取上市农商行和重庆市主要法人银行机构

图3: 渝农商行资产规模 (亿元) 及增速



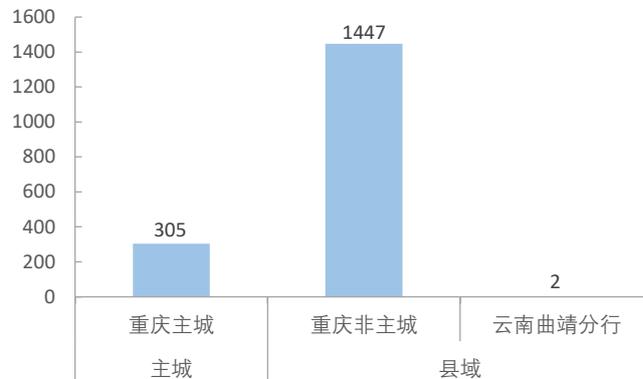
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

网点数领跑重庆市银行机构, 结构上深耕县域。 23H1 末, 渝农商行共设有 1754 个网点, 其中 1752 个位于重庆, 覆盖了重庆市内全部行政区县。网点布局上, 渝农商行县域地区网点占比超 80%。近年来, 县域地区对渝农商行存贷款规模的贡献度稳步提升, 23H1 末, 渝农商行在县域地区的存款、贷款分别占总存款、总贷款的 72%、50%。横向来看, 截至 2024 年 3 月 18 日, 渝农商行在重庆的网点数多于国有行重庆分行和当地主要城商行, 网点覆盖度在本地具有较强优势。

图4：渝农商行重庆市内网点数 vs 可比同业


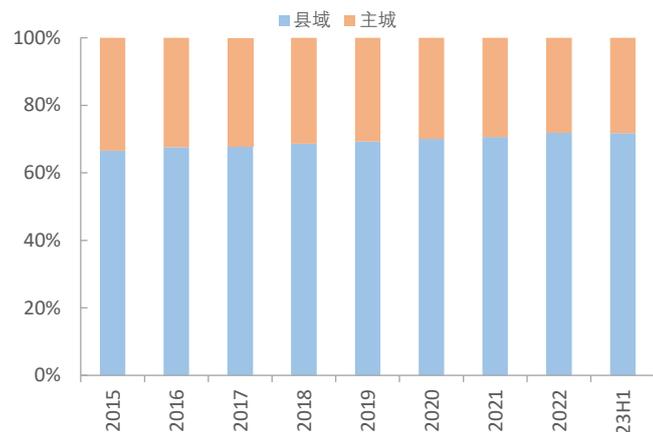
资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

注：可比同业选取国有行重庆分行和重庆市主要法人银行，数据截至2024年3月18日

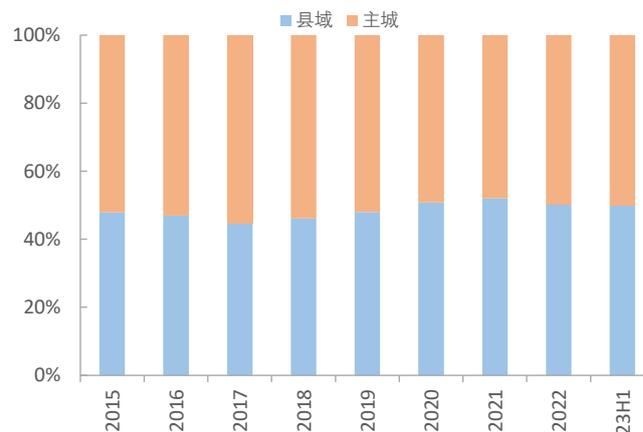
图5：23H1 末渝农商行网点分布结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：主城指重庆渝中区、大渡口区、江北区、沙坪坝区、九龙坡区、南岸区、北碚区、渝北区、巴南区，县域指除主城以外其他地区，下同

图6：渝农商行存款结构-分地区


资料来源：公司公告，民生证券研究院

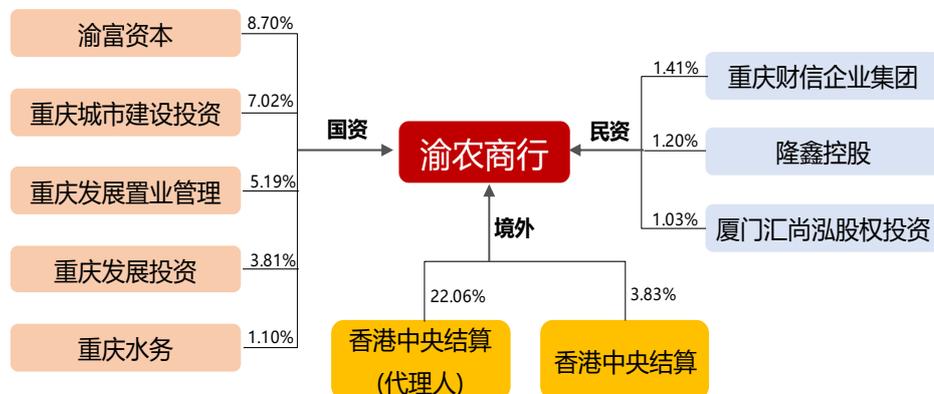
图7：渝农商行贷款结构-分地区


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 主要股东多具国有背景，管理层战略坚定

前十大股东中当地国资持股比例较高，利于银行承接本地项目需求。渝农商行股权整体较为分散，23Q3 末，公司尚无控股股东或实控人。前十大股东合计持股比例 55%，其中，重庆国资委通过旗下的渝富资本、重庆城投和重庆水务合计持有公司 17%的股权。重庆财政局通过重庆发展投资和重庆发展置业管理合计持有公司 9%的股权。

图8: 23Q3 末渝农商行前十名股东持股比例情况示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院绘制

控股、参股多家金融机构, 业务布局多元。23H1 末, 渝农商行合计控股了 12 家异地村镇银行, 公司的业务范围得以从重庆市向外拓展至江苏、四川、云南、福建和广西省。另外, 渝农商行牌照资源较为丰富, 是农商行中唯一拥有理财牌照的银行, 23H1 末, 渝农商行旗下有理财子公司、金融租赁子公司, 并参股了重庆小米消费金融公司。

表1: 23H1 末渝农商行主要控股公司

| 被控股、参股公司名称 | 持股比例 | 总资产 (亿元) | 经营情况 |
|---------------|------|----------|------------------------|
| 渝农商金融租赁 | 80% | 66.21 | 净利润 6.34 亿元 |
| 渝农商理财 | 100% | 28.64 | 净利润 0.76 亿元 |
| 江苏张家港渝农商村镇银行 | 59% | | |
| 四川大竹渝农商村镇银行 | 81% | | |
| 云南大理渝农商村镇银行 | 90% | | |
| 云南祥云渝农商村镇银行 | 100% | | |
| 云南鹤庆渝农商村镇银行 | 81% | | |
| 云南香格里拉渝农商村镇银行 | 82% | 50.96 | 净利润 0.28 亿元, 不良率 1.19% |
| 福建平潭渝农商村镇银行 | 59% | | |
| 福建沙县渝农商村镇银行 | 93% | | |
| 福建福安渝农商村镇银行 | 85% | | |
| 广西鹿寨渝农商村镇银行 | 90% | | |
| 福建石狮渝农商村镇银行 | 51% | | |
| 云南西山渝农商村镇银行 | 90% | | |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

管理层长期深耕本地、年富力强。渝农商行现任管理层中, 多位高管曾任职于重庆银行以及国有行或股份行的重庆分行, 对当地市场理解较为深刻, 利于银行因地制宜, 制定战略决策。高管团队整体较为年轻, 董事长为内部提拔, 也利于战略的稳定推进, 现任董事长谢文辉先生自 2014 年起担任渝农商行总行行长, 在公司内部有较长期的领导经验。

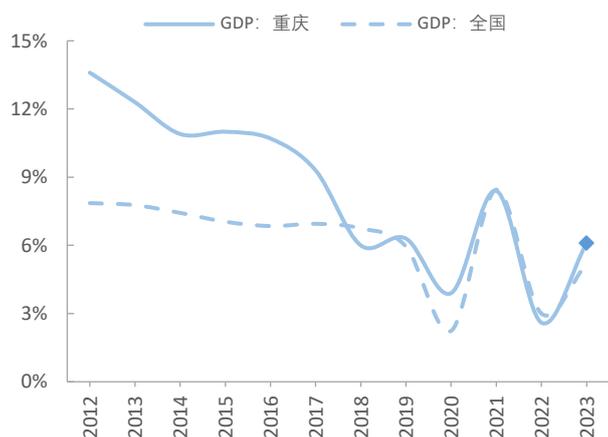
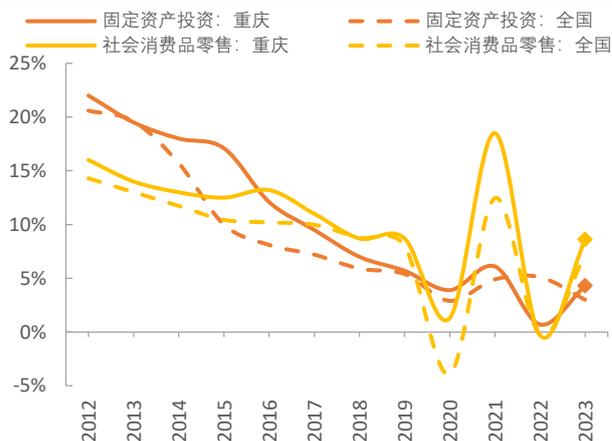
表2：渝农商行现任管理层简历

| 姓名 | 职务 | 出生年份 | 履历 |
|-----|-----|------|--|
| 谢文辉 | 董事长 | 1972 | 曾任 工行重庆市分行 任科技处副科长，重庆市农村信用联社科技处总经理助理、副总经理，改制后陆续出任重庆农商行科技部总经理、总行副行长、行长。 |
| 隋军 | 行长 | 1968 | 曾任 建行南充分行 营业部总经理，重庆市江津区农信联社理事长，重庆农村商业银行江津支行行长、总行营业部总经理、总行副行长， 重庆汽车金融有限公司 董事长。 |
| 张培宗 | 副行长 | 1974 | 曾任 重庆市农村信用社 联合社理事会秘书、重庆农村商业银行发展规划部总经理、铜梁支行、北碚支行行长，渝农商金融租赁有限责任公司党委书记及董事长。 |
| 舒静 | 副行长 | 1970 | 曾任 光大银行重庆分行 高新技术开发区支行副行长， 建行重庆市分行 北碚支行营业部经理及副经理（主持工作）。 |
| 周国华 | 副行长 | 1965 | 曾任 重庆市商业银行 监事会办公室负责人，重庆银行高新区支行行长、大礼堂支行行长， 重庆银行 首席运营业务执行官、党委委员、副行长。23年11月起任重庆农商行副行长。 |
| 谭彬 | 副行长 | 1975 | 曾任重庆农商行万州支行副行长，个人业务部总经理， 小微金融 业务部总经理兼村镇银行管理部总经理， 三农业 管理部总经理， 乡村振兴 金融部总经理。24年1月起任重庆农商行副行长。 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 区域发展提速：新班子、新重庆、新气象

新政府班子提出新发展思路，首年取得亮眼成效。2023年初，重庆市政府完成新一轮换届工作，新领导班子在2023年政府工作报告中提出“新时代、新征程、新重庆”作为重庆市未来的发展主题，并提出“六个显著提升”作为之后五年工作重点。“新重庆”建设首年，当地经济已显现修复态势，2023年重庆市GDP、投资、社零增速均高于全国平均水平。

图9：GDP增速：重庆 vs 全国

图10：固定资产投资、社零增速：重庆 vs 全国


资料来源：iFinD，民生证券研究院

资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：固定资产投资为不含农户口径

重庆经济有望继续保持较高增速。中长期来看，重庆市提出到 2027 年，实现 GDP 迈上 4 万亿元台阶的目标，以 2023 年 GDP 计算，未来四年重庆市 GDP 复合增速需达到 7.33%。短期来看，2024 年重庆市 GDP 预期增长目标设定在 6%左右，在 31 省中处于靠前位置，同时，市委经济工作会议也确定了 24 年经济工作十大任务，经济发展重点明确。

表3：2024 年国内 31 省市 GDP 增长目标

| 省(市) | 增长目标 |
|--------------------------|--------|
| 海南、西藏 | 8%左右 |
| 新疆 | 6.5%左右 |
| 内蒙古 | 6%以上 |
| 重庆、宁夏、四川、湖南、安徽、湖北、吉林、甘肃 | 6% |
| 河南、浙江、福建、河北、陕西、辽宁、贵州、黑龙江 | 5.5%左右 |
| 江苏、山东、广西 | 5%以上 |
| 广东 | 5%左右 |
| 上海、北京、江西、云南、山西、青海 | 5% |
| 天津 | 4.5%左右 |

资料来源：人民网，民生证券研究院

表4：2024 年重庆市十方面重点工作

| 目标 | 具体内容 |
|---------------------------------------|--|
| 一 纵深推进成渝地区双城经济圈建设，合力打造带动全国高质量发展的重要增长极 | ①强化双核联动建设；②成渝中部地区高质量一体化发展；③“一县一策”推动山区库区高质量发展 |
| 二 坚持以科技创新推动产业创新，加快构建现代化产业体系 | ①壮大制造业集群；②深化科技赋能；③发展现代服务业；④推进数字化转型发展 |
| 三 多措并举稳投资促消费，充分激发需求潜力和经济活力 | ①持续扩大有效投资；②促进消费扩容提质 |
| 四 加快推动数字重庆建设面上突破，引领带动全面深化改革纵深发展 | ①迭代升级数字化改革；②推动“三攻坚一盘活”改革突破；③促进民营经济发展壮大；④持续优化营商环境 |
| 五 高水平建设西部陆海新通道，打造内陆开放高地 | ①增强开放道路带动力；②增强开放平台集聚力；③增强开放型经济竞争力 |
| 六 深入推进以人为本的新型城镇化，提高城市综合承载能力 | ①优化城镇体系布局；②提升城市功能品质；③增强城市治理能力 |
| 七 有效推进乡村全面振兴，加快建设巴渝和美乡村 | ①坚决守牢底线红线；②大力发展乡村产业；③全面提升乡村建设治理水平；④深化强村富民综合改革 |
| 八 全面融入长江经济带高质量发展战略，扎实推进美丽重庆建设 | ①深入打好污染防治攻坚战；②打强生态系统保护修复；③实施绿色低碳转型行动 |
| 九 加快打造新时代文化强市，增强城市文化软实力 | ①巩固壮大主流思想舆论；②繁荣发展文化事业和文化产业；③扩大对外文化传播 |
| 十 更大力度保障和改善民生，提升人民生活品质 | ①加强就业服务和社会保障；②推进教育强市建设；③优化卫生健康服务体系；④建设更高水平的平安重庆 |

资料来源：重庆市人民政府官网，民生证券研究院

2 不良出清，息差韧性足，盈利修复可期

2.1 资产质量优化，信用成本显著走低

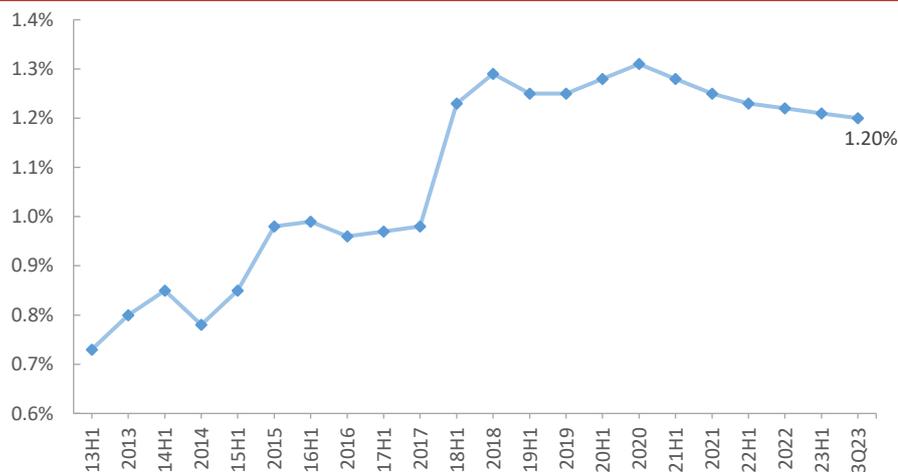
区域经济震荡调整、大股东违约背景下，不良曾承压。渝农商行主要在重庆本地展业，资产质量与区域经济发展联系密切。

1) **2013-2017 年**，重庆市电子信息、汽车摩托车两大支柱产业蓬勃发展，渝农商行不良率保持在 1%以下。

2) **2018 年**，重庆市两大支柱产业接近饱和，当地经济震荡调整，制造业、批零、建筑业等亲周期行业企业偿债能力下降，出现贷款违约现象，渝农商行不良率明显上升。

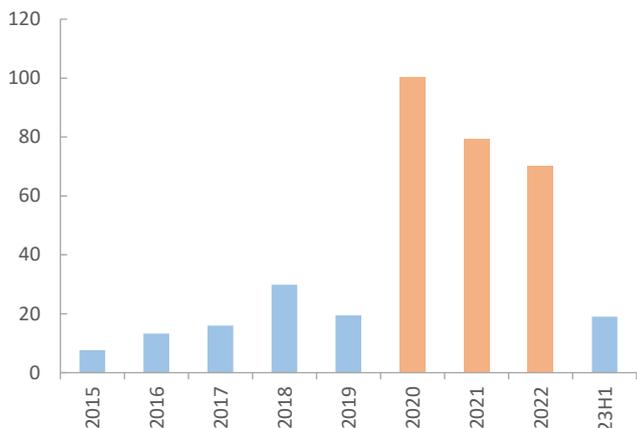
3) **2019 年**，大股东隆鑫控股由于欠款无法收回等原因，出现贷款逾期现象，而更是渝农商行当年最大单一借款人，相关贷款在总贷款占比达 1.25%，对公司资产质量也有一定拖累。

图11：渝农商行不良率走势

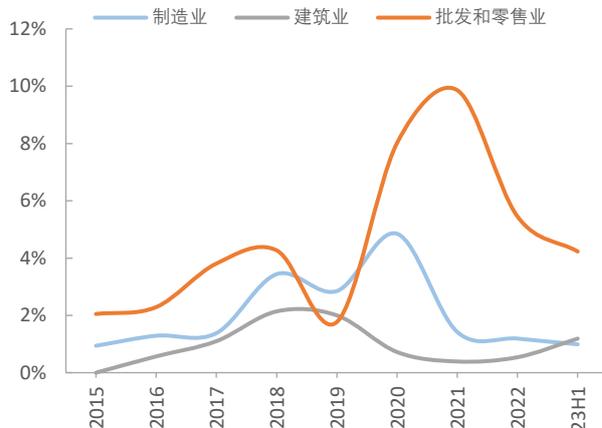


资料来源：公司公告，民生证券研究院

历时三年的加速出清后，渝农商行存量不良资产基本核销，出险行业不良率也恢复至较低水平。20-22 年，渝农商行显著加大核销力度，对隆鑫系不良资产也采取展期、计提减值准备等手段积极处置，三年间核销转出金额显著增加。23H1 末，渝农商行的制造业、批发与零售业、建筑业不良率分别为 0.99%、4.23%、1.19%，较 20 年高点均有明显下降，隆鑫系不良资产也已核销完成。

图12: 渝农商行核销及转出金额 (亿元)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: 渝农商行制造业、批发零售业、建筑业不良率


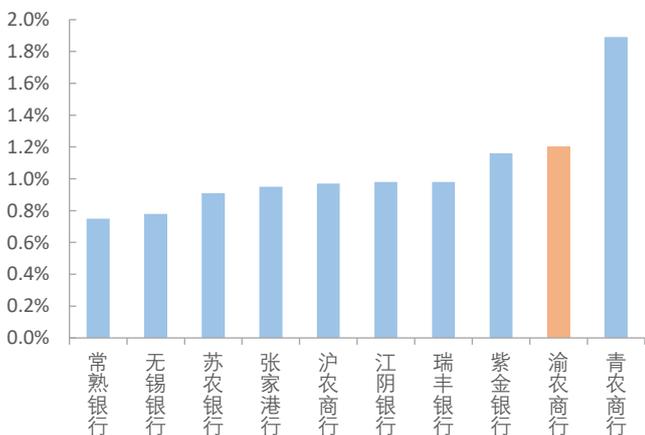
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表5: 隆鑫系不良资产处置进程

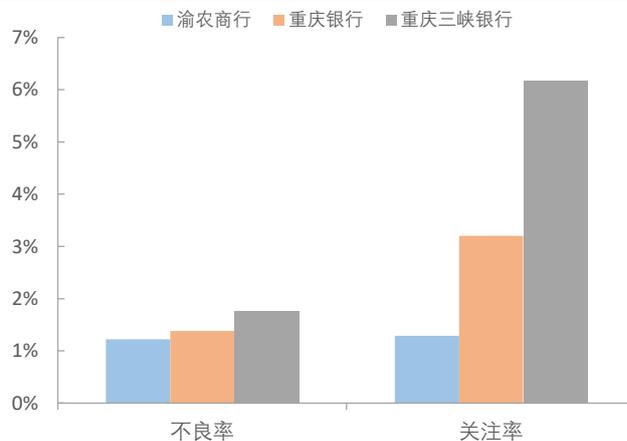
| 时间 | 不良资产处置情况 |
|------|---|
| | 渝农商行将发放给隆鑫控股的 5 笔贷款期限调整至 2021 年, 合计金额 9.97 亿元。 |
| 2020 | 核销隆鑫控股贷款本金 38.06 亿元; 2020 年末隆鑫控股贷款余额 15.35 亿元, 计提减值准备 13.01 亿元。 |
| 2021 | 核销隆鑫控股贷款本金 13.92 亿元, 隆鑫控股贷款余额为 0。 |
| 2022 | 隆鑫集团有限公司等十三家公司预重整实质合并重组方案通过, 渝农商行合并申报债权金额 72.62 亿元。 |
| 2023 | 隆鑫控股在渝农商行的贷款已完成核销, 公司暂未获得偿债资源。按照重整计划, 渝农商行可获得现金、上市公司股票以及信托受益权份额的清偿。 |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

不良率在上市农商行中处于靠后水平, 但优于市内银行同业。20 年起, 渝农商行显著加大不良核销力度, 推动不良率逐年下降, 23Q3 末不良率已降至 1.2%, 但距农商行同业仍有一定差距。和市内主要银行相比, 渝农商行资产质量相对较优, 不良率、关注率均较低。

图14: 23Q3 末上市农商行不良率


资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图15: 22 年末渝农商行不良率、关注率 vs 市内银行


资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

贷款投向结构为渝农商行资产质量提供一定支撑。23H1 末，渝农商行房地产开发贷在总贷款中仅占 0.5%，资产质量受地产风险的影响较为可控。同时，33%的贷款投向租赁商务服务业、水利环境公管业和制造业，这三个行业的不良率均在 1%左右，为渝农商行整体资产质量奠定较好基础。

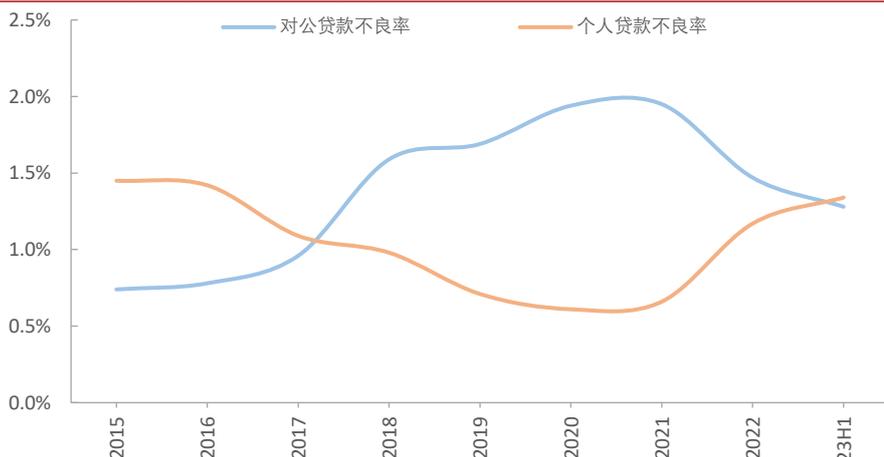
图16：23H1 末渝农商行各项贷款占比及不良率

| | 贷款占比 | 不良率 |
|---------------|---------------|--------------|
| 对公贷款 | 48.44% | 1.28% |
| 租赁和商务服务业 | 12.27% | 0.20% |
| 水利、环境和公共设施管理业 | 11.35% | 1.04% |
| 制造业 | 9.56% | 0.99% |
| 电力、燃气及水生产和供应业 | 3.94% | 2.19% |
| 批发和零售业 | 2.46% | 4.23% |
| 建筑业 | 1.42% | 1.19% |
| 房地产业 | 0.52% | 9.10% |
| 其他对公贷款 | 6.92% | 1.87% |
| 个人贷款 | 43.80% | 1.34% |
| 个人按揭贷 | 14.08% | 1.01% |
| 个人经营及再就业贷款 | 16.68% | 1.75% |
| 其他个人贷款 | 13.04% | 1.18% |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

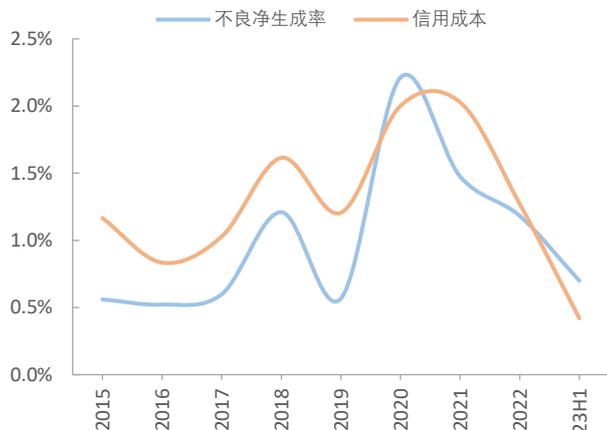
展望来看，渝农商行对公和个人贷款不良率均有优化空间。作为化债重点省市，重庆将有力推动地方平台债务风险缓释，利好当地银行的资产质量。近年渝农商行的个人贷款不良率有所上升，主要是个人经营性贷款违约增加，后续随着个体工商户经营收入恢复，该部分资产质量也将趋于稳定。

图17：渝农商行对公、个人贷款不良率走势

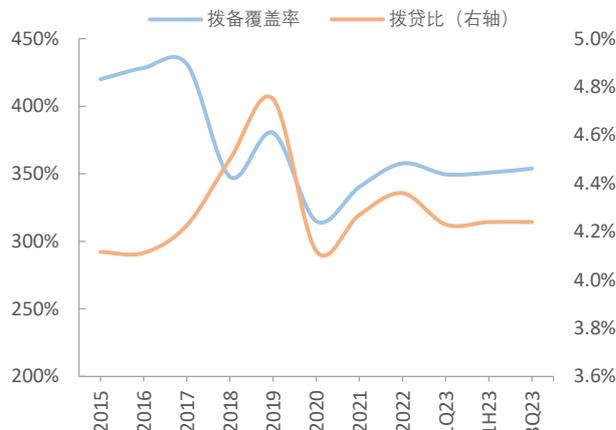


资料来源：公司公告，民生证券研究院

不良净生成率低、拨备充裕，助力信用成本的节约。一方面，渝农商行存量不良基本出清，区域化债背景下新增不良也相对可控，不良净生成率能够保持在较低水平，后续拨备计提压力不大。另一方面，渝农商行的拨备较为充裕。展望来看，后续渝农商行减值准备有望少提，信用成本得以节约，有释放利润的空间。

图18: 渝农商行不良净生成率与信用成本


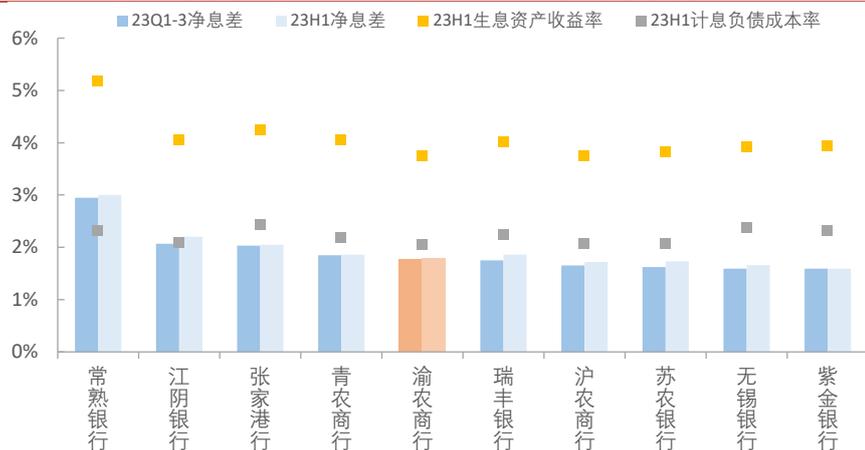
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 渝农商行拨备覆盖率和拨贷比


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2 净息差处同业中游, 资负两端均具优化潜力

净息差处同业中游, 资产端表现一般, 负债成本优势较大。23Q3 末, 渝农商行净息差为 1.77%, 在上市农商行中处于中间位置。资负两端来看, 负债端成本优势明显, 23H1 末计息负债成本率为 2.05%, 为上市农商行最低; 资产端生息资产收益率为 3.75%, 而净息差高于渝农商行的常熟、江阴、张家港、青农商银行的资产收益率都在 4%以上。

图20: 上市农商行净息差、生息资产收益率、计息负债成本率


资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

渝农商行贷款占生息资产比重较低, 结构优化空间大。23H1 末渝农商行贷款在生息资产中占比 49%, 在上市农商行中最低, 是拖累公司生息资产收益率的重要因素。后续渝农商行有望通过加速投放基建类、普惠小微贷款, 推动贷款在生息资产中占比不断提升, 从结构上改善资产端收益率。

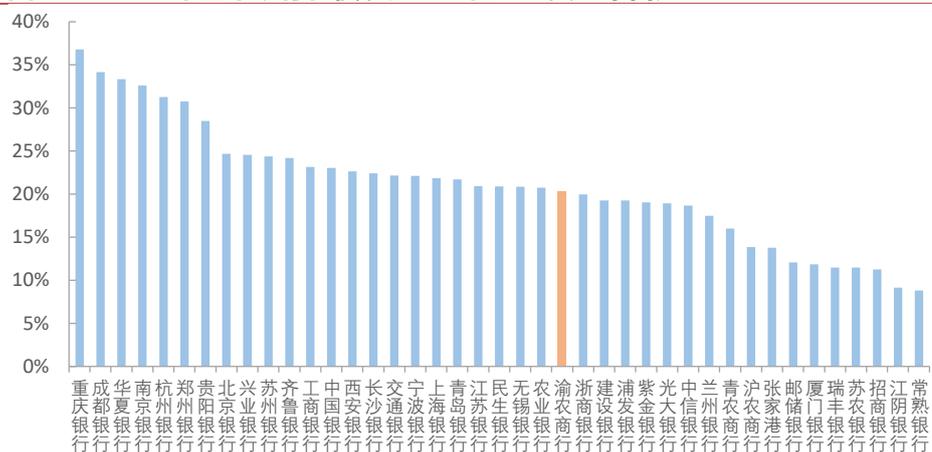
图21：23H1 渝农商行生息资产结构及定价 vs 可比同业

| | 渝农商行 | 沪农商行 | 青农商行 | 常熟银行 | 紫金银行 | 无锡银行 | 张家港行 | 苏农银行 | 瑞丰银行 | 江阴银行 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 平均余额占生息资产 | 发放贷款 | 49% | 54% | 59% | 70% | 71% | 63% | 62% | 63% | 62% |
| | 金融投资 | 38% | 27% | 28% | 23% | 22% | 29% | 27% | 28% | 33% |
| | 同业资产 | 10% | 11% | 9% | 3% | 1% | 2% | 6% | 4% | 5% |
| | 存放央行 | 4% | 5% | 4% | 5% | 5% | 5% | 0% | 5% | 5% |
| | 其他资产 | 0% | 3% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 收益率 | 发放贷款 | 4.50% | 4.38% | 4.82% | 6.08% | 4.58% | 4.53% | 5.31% | 4.46% | 4.91% |
| | 金融投资 | 3.38% | 3.19% | 3.43% | 3.55% | 2.62% | 3.14% | 2.66% | 3.00% | 2.82% |
| | 同业资产 | 2.32% | 2.35% | 2.26% | 2.49% | 0.66% | 1.82% | 1.71% | 1.94% | 1.15% |
| | 存放央行 | 1.54% | 1.48% | 1.53% | 1.51% | 1.58% | 1.58% | 1.47% | 1.55% | 1.47% |
| | 其他资产 | | 6.08% | | | | | | | |

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：颜色越深代表数值越大

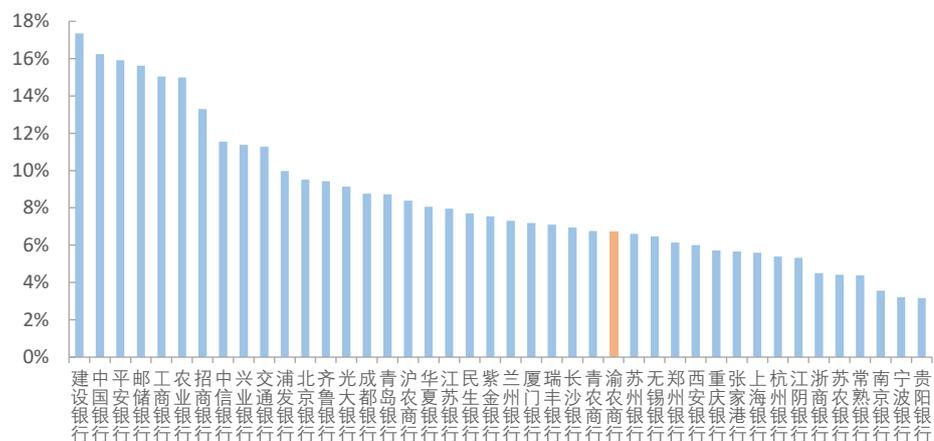
从资产端冲击因素来看，渝农商行化债压力相对较小，受按揭利率调降的负面影响也不大。重庆是国内 12 个重点化债省市，市场可能较为担心化债对渝农商行资产端收益率的冲击，我们粗略地以四个对公行业贷款+企业债+非标资产作为化债涉及敞口，敞口内局部资产可能面临收益率下降。测算得 23H1 末渝农商行化债涉及敞口在生息资产中占比为 20%，在上市银行中降序排名 24/42。另外，23H1 末渝农商行按揭贷款在生息资产中占比 7%，在上市银行中降序排名 27/42，预计存量按揭利率调降对公司资产收益率的影响也相对可控。

图22：23H1 末上市银行化债涉及敞口在生息资产中占比


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：化债涉及敞口=租赁和商务服务业贷款+水利、环境和公共设施管理业贷款+电力、热力、燃气及水生产和供应业贷款+交通运输、仓储和邮政业贷款+企业债+非标资产

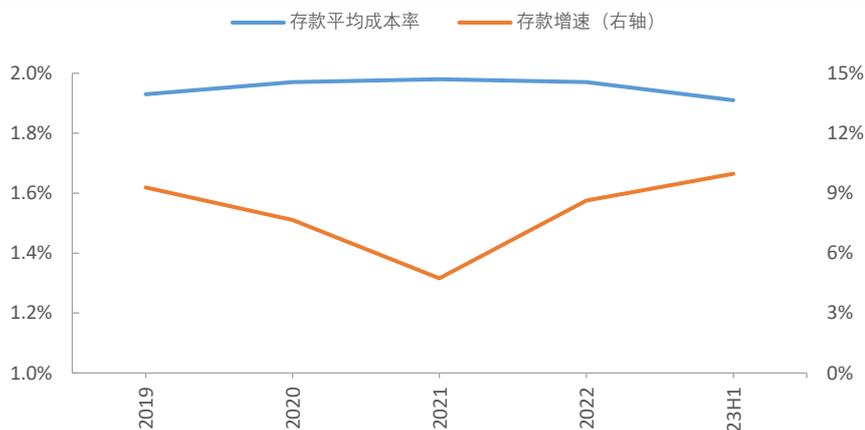
图23：23H1 末上市银行个人按揭贷款在生息资产中占比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

深耕县域，存款成本优势凸显。得益于在本地，尤其是在县域地区的深厚根基，渝农商行县域存款占比高，带来了稳定、低成本的存款，近年渝农商行存款平均成本率呈现下降趋势，但存款增速依然较为稳定，23H1 末渝农商行存款的平均成本率为 1.91%，为上市农商行最低。另外，渝农商行其他计息负债在成本上也有一定优势，23H1 末渝农商行发债平均成本率为 2.52%，仅高于沪农商行，同业负债成本率为 2.18%，仅高于苏农、瑞丰银行。

图24：渝农商行吸收存款平均成本率与存款增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

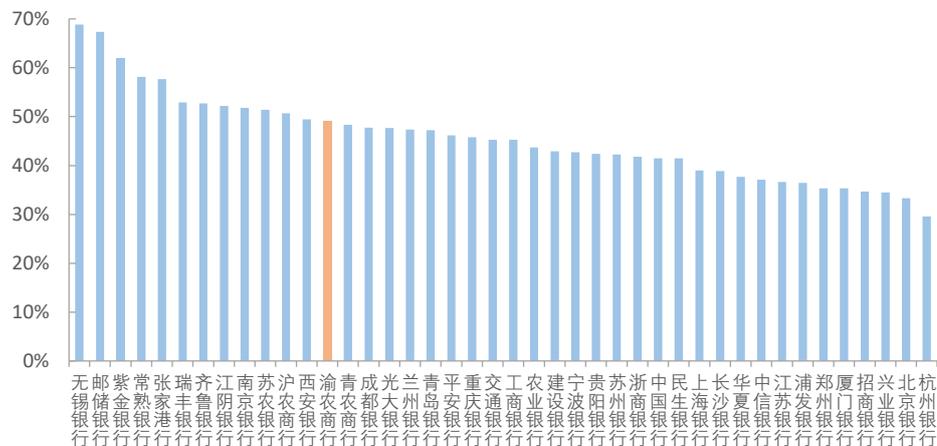
图25：23H1 渝农商行计息负债结构及定价 vs 可比同业

| | 渝农商行 | 沪农商行 | 青农商行 | 常熟银行 | 紫金银行 | 无锡银行 | 张家港行 | 苏农银行 | 瑞丰银行 | 江阴银行 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 平均余额占计息负债 | 吸收存款 | 68% | 79% | 70% | 86% | 92% | 97% | 86% | 85% | 84% |
| | 发行债券 | 12% | 8% | 20% | 5% | 6% | 2% | 0% | 6% | 5% |
| | 同业负债 | 13% | 10% | 9% | 7% | 2% | 1% | 14% | 7% | 7% |
| | 央行借款 | 7% | 3% | 1% | 3% | 0% | 0% | 0% | 1% | 5% |
| | 其他负债 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 成本率 | 吸收存款 | 1.91% | 1.98% | 2.07% | 2.28% | 2.26% | 2.33% | 2.33% | 2.02% | 2.30% |
| | 发行债券 | 2.52% | 2.59% | 2.54% | 2.82% | 3.22% | 4.77% | | 2.79% | 2.58% |
| | 同业负债 | 2.18% | 2.26% | 2.34% | 2.64% | 2.36% | 2.22% | 3.10% | 2.34% | 1.46% |
| | 央行借款 | 2.40% | 2.30% | 2.02% | 1.97% | | | | | 2.04% |

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：颜色越深代表数值越大

定期存款占比高，更受益于存款挂牌利率调降。22年以来，商业银行存款挂牌利率已经历四次下调，其中定期存款利率下调的频次和幅度都高于活期。23H1末渝农商行定期存款占计息负债的比重为49%，水平在上市行中较为靠前，预计挂牌利率调降对其负债成本的节约效果较佳。

图26：23H1末上市行定期存款占比计息负债


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2.3 压制因素趋弱，ROE 步入改善通道

净利息收入、减值损失是近年拖累渝农商行 ROE 表现的主要因素。2020年，渝农商行 ROE 出现明显下滑，考虑两方面原因：1) 减值准备计提力度加大，主要是为了核销先前区域经济震荡、大股东违约遗留的不良包袱；2) 净利息收入贡献度下降，主要由于银行业整体处于息差收窄环境。

图27: 渝农商行杜邦分析

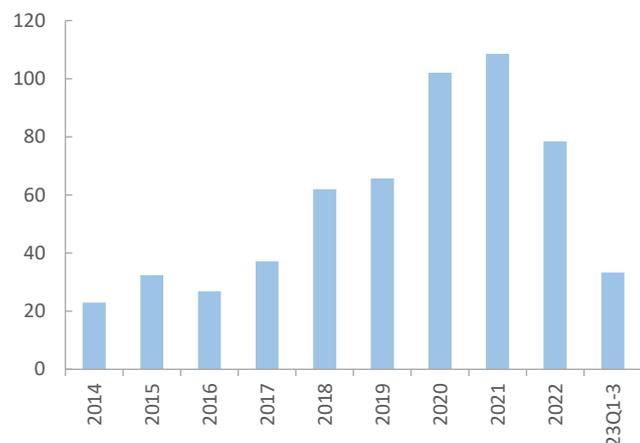
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2.86% | 2.81% | 2.82% | 2.69% | 2.60% | 2.57% | 2.21% |
| 利息净收入 | 2.55% | 2.52% | 2.16% | 2.35% | 2.24% | 2.18% | 1.94% |
| 利息收入 | 4.33% | 4.60% | 4.28% | 4.55% | 4.23% | 4.31% | 3.92% |
| 利息支出 | 1.77% | 2.08% | 2.12% | 2.20% | 2.00% | 2.12% | 1.98% |
| 手续费及佣金净收入 | 0.28% | 0.27% | 0.22% | 0.23% | 0.27% | 0.23% | 0.15% |
| 净其他非息收入 | 0.02% | 0.02% | 0.44% | 0.10% | 0.10% | 0.16% | 0.13% |
| 税金及附加 | 0.09% | 0.02% | 0.03% | 0.02% | 0.03% | 0.02% | 0.02% |
| 管理费用 | 1.03% | 0.95% | 0.85% | 0.77% | 0.71% | 0.71% | 0.71% |
| PPOP (拨备前利润) | 1.75% | 1.83% | 1.94% | 1.90% | 1.87% | 1.84% | 1.48% |
| 减值损失 | 0.35% | 0.43% | 0.67% | 0.66% | 0.94% | 0.90% | 0.60% |
| 税前利润 | 1.40% | 1.40% | 1.27% | 1.24% | 0.93% | 0.93% | 0.88% |
| 所得税 | 0.35% | 0.35% | 0.28% | 0.23% | 0.14% | 0.12% | 0.08% |
| ROAA | 1.05% | 1.05% | 0.98% | 0.99% | 0.78% | 0.80% | 0.79% |
| 权益乘数 | 15.43 | 14.80 | 13.89 | 12.52 | 11.97 | 12.15 | 12.02 |
| ROAE | 16.14% | 15.49% | 13.56% | 12.35% | 9.28% | 9.67% | 9.44% |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 图中黑色横线以上百分比为年末利润表各项目/年初年末总资产均值

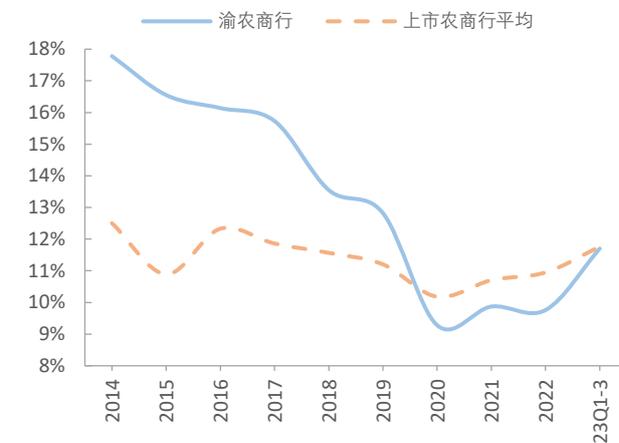
22 年以来, 减值损失对渝农商行 ROE 的负面贡献度逐步降低。主要是三年加速核销后, 存量不良已基本出清, 拨备计提压力有所减小, 推动减值损失下行, 支撑公司盈利表现。23 年前三季度, 渝农商行 ROE 已呈现恢复迹象。

图28: 渝农商行信用减值损失 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

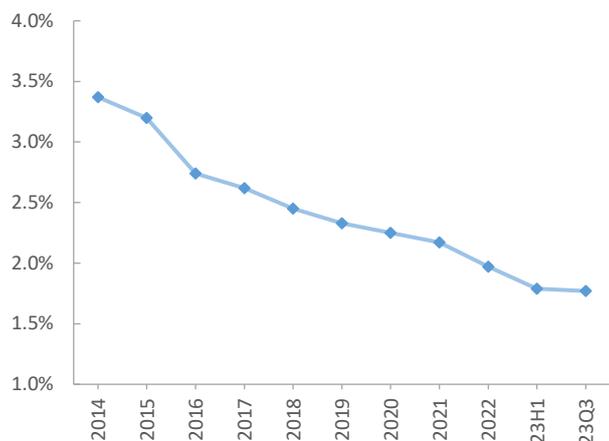
图29: 渝农商行 ROE (年化) vs 上市农商行平均



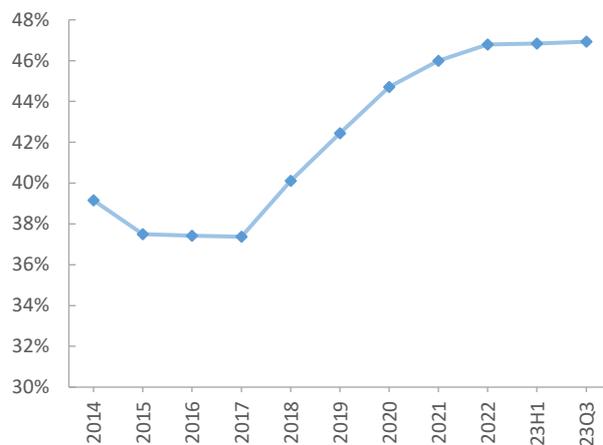
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 上市农商行平均为算数平均值

后续, 渝农商行净利息收入也有望回升。一是息差有望企稳, 负债端, 县域存款占比高, 成本优势稳固, 且后续存款挂牌利率下调的效果将持续显现, 资产端, 贷款占比低, 结构上优化空间大, 近年来渝农商行贷款在资产占比稳步提升; 二是信贷增量有抓手, 成渝双城经济圈建设等区域战略带动下, 基建类、产业类投资需求旺盛, 相应领域贷款有望保持较快增长。

图30：渝农商行净息差走势


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：渝农商行贷款在总资产中占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 贷款投放有望提速，中收亦有提升空间

3.1 成渝经济圈建设提速，基建投放持续加码

成渝经济圈建设有望长期支撑当地投资需求。一是计划周期长，《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》中提出到 2025 年，成渝地区双城经济圈经济实力、发展活力、国际影响力大幅提升，到 2035 年建成实力雄厚、特色鲜明的双城经济圈。二是投资需求大，成渝双城经济圈重大项目不断扩容，总资金需求持续增长，截至 2024 年，重大项目计划投资总额为 3.6 万亿元，而 2020-2023 实际投入资金合计约 0.9 万亿元，预计后续资金需求强劲。

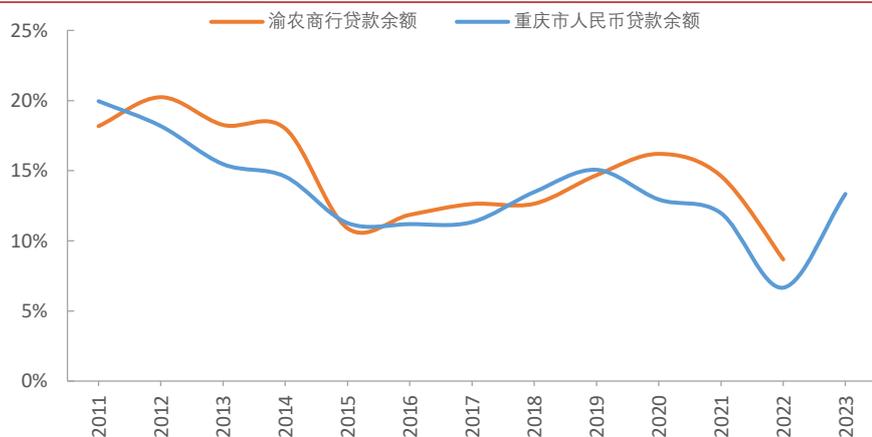
表6：成渝双城经济圈重大项目的投资情况

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------|
| 项目数 (个) | 31 | 67 | 160 | 248 | 300 |
| 项目总计划投资 (亿元) | 5563 | 15700 | 20367 | 32500 | 36000 |
| 当年实际完成投资额 (亿元) | 354 | 2154 | 2336 | 4138 | 4221 (计划) |

资料来源：四川省人民政府官网，重庆市人民政府官网，民生证券研究院

23 年以来，成渝经济圈建设的投资节奏明显加快。23 年成渝经济圈重大项目实际完成投资达 4138 亿元，24 年计划完成投资 4221 亿元，投资力度较前几年明显提升。区域行的业务发展与当地经济具有一定相关性，23 年重庆市人民币贷款同比增速已经明显回升，伴随成渝经济圈建设持续推进，当地经济发展势头良好，有望对渝农商行贷款投放形成较好支撑。

图32：渝农商行贷款增速 vs 重庆金融机构贷款增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

区域内基建和产业项目储备充裕，是渝农商行对公业务重点发力方向。从《共建成渝地区双城经济圈 2023 年重大项目清单》来看，基础设施网络项目、

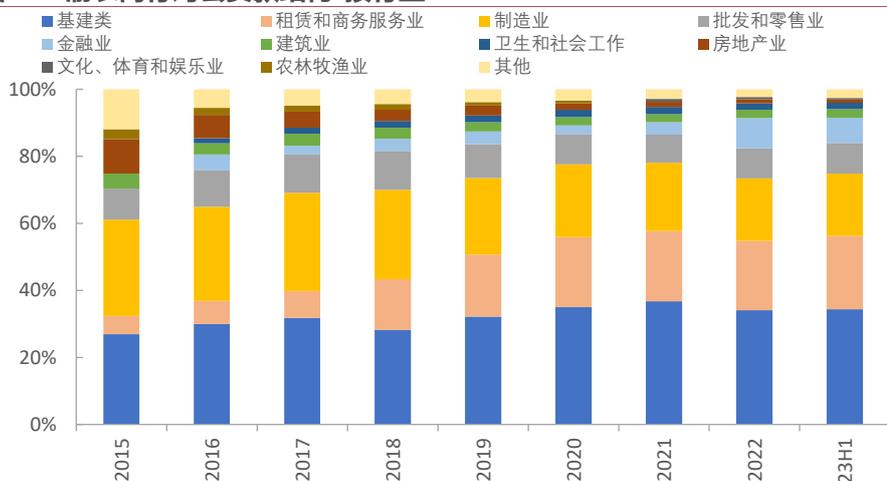
现代产业项目的总投资额合计占重点项目总投资的 91%。近年来，渝农商行对公贷款主要投向基建（水利+交运仓储+电热供应，下同）、租赁商务服务和制造三大领域，三领域贷款在渝农商行对公贷款占比稳定在 70%以上。

表7：2023 年成渝双城经济圈重大项目分类情况

| 领域 | 项目数 (个) | 总投资 (亿元) | 具体项目 |
|----------|---------|----------|------------------------------|
| 现代基础设施网络 | 90 | 23800 | 机场、铁路、高速公路、航运枢纽、客运枢纽、能源工程等 |
| 现代产业 | 81 | 5862 | 制造业项目、数字经济项目、现代服务业项目、高效特色农业等 |
| 科技创新 | 27 | 672 | 科技基础设施项目、西部科学城、产业创新平台等 |
| 文化旅游 | 21 | 1053 | 文化产业园、旅游度假区、公园等 |
| 生态屏障 | 13 | 340 | 循环园区、生态修复项目、水环境治理等 |
| 对外开放 | 6 | 229 | 跨境公路运输平台、保税区、综合服务区等 |
| 公共服务 | 10 | 567 | 职业教育园区、应急救援中心等 |

资料来源：四川省人民政府官网，民生证券研究院

图33：渝农商行对公贷款结构-按行业



资料来源：公司公告，民生证券研究院

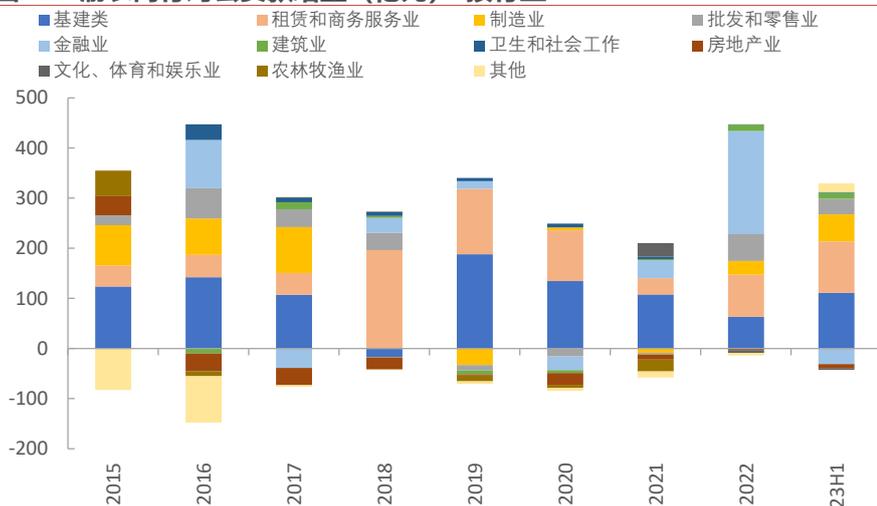
注：基建类包括水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业和电力、热力、燃气及水生产和供应业，下同

丰富的项目经验也助力渝农商行承接当地项目融资需求。渝农商行深耕重庆本土业务，23H1 末已支持成渝地区双城经济圈重大项目及市级重点项目 141 个、授信金额 1084 亿元、贷款余额 217 亿元。23 年上半年，渝农商行对公贷款余额新增 287 亿元，三领域合计贡献 93%的增量，展望来看，成渝双城经济圈建设有望继续对渝农商行在基建、租赁商务服务和制造业领域的信贷投放形成有力支撑。

表8：渝农商行参与的部分基础设施建设项目

| 支持领域 | 具体内容 |
|------|--|
| 物流 | 服务重庆港务物流、重庆公路物流基地、国际枢纽物流园等园区 通道口岸建设 ；支持 港口建设 ，与重庆港务物流集团有限公司积极对接果园作业区集装箱堆场扩能工程项目，为其授信 9.35 亿元，已发放贷款超过 4 亿元。 |
| 立体交通 | 积极开辟绿色通道、单列信贷计划，量身定制“一揽子”金融服务方案，支持综合 立体交通走廊建设 贷款超过 200 亿元。 |
| 铁路 | 参与市郊铁路璧山至铜梁线工程 PPP 项目，助力打造 轨道上都市圈 ，累计授信超 18 亿元。 |
| 高速 | 为武两高速、大内高速、遂资高速、铜安高速、渝遂高速等项目授信。 |
| 绿色升级 | 为秀山支行投放 4.45 亿元流动资金贷款用于秀山县“ 海绵城市 ”项目建设，包括屋顶绿化、雨水断接、生物滞留带、雨水花园、硅沙蓄水池建设等。 |

资料来源：公司公告，重庆日报，渝小金，民生证券研究院整理

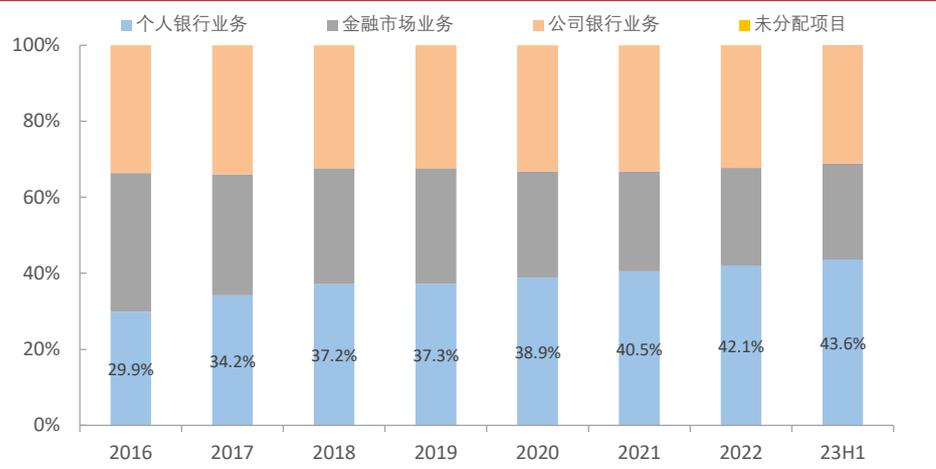
图34：渝农商行对公贷款增量（亿元）-按行业


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 零售转型稳步推进，普惠金融优势稳固

零售战略有定力、有打法，业务贡献度持续提升。公司早在 2010 年年报中就提出“打造当地最大最优的零售银行”，后在 2019 年年报中将“零售立行、科技兴行、人才强行，以大零售业务为核心竞争力”作为全行发展战略，2021 年年报提出“三转新零售思维”和“五心新零售策略”，进一步为全行零售业务发展指明方向。在不断更新的战略引领下，渝农商行个人银行业务占营收的比重逐年上升，23H1 末达 44%。

图35：渝农商行营业收入分部拆分



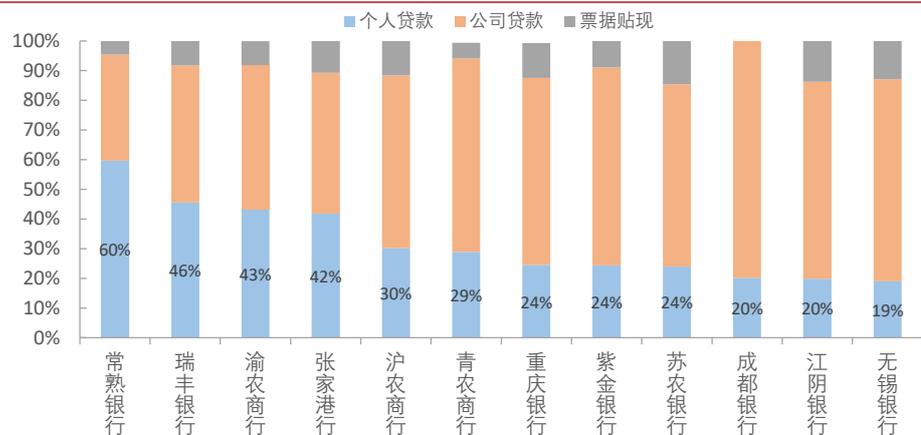
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图36：23H1 末渝农商行零售业务思路



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

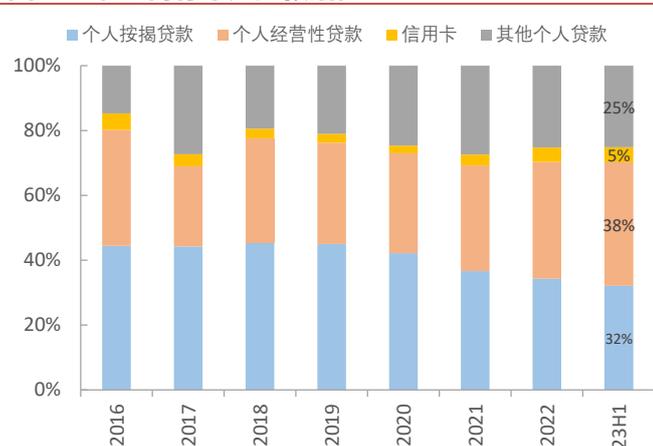
零售贷款占比领先同业。随着“零售立行”战略的持续推进，渝农商行零售贷款规模逐年提升，在总贷款中占比也呈现上升趋势，全行的贷款结构更加均衡。23Q3 末，渝农商行零售存款在总贷款中占比达 43%，在上市农商行中处于靠前水平，也高于重庆市内主要城商行。

图37：23Q3 末渝农商行零售贷款占比 vs 可比同业


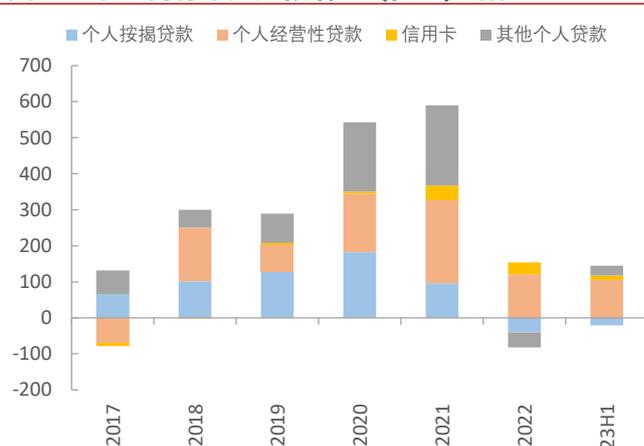
资料来源：各公司公告，民生证券研究院；

注：可比同业选取上市农商行和重庆市主要法人银行机构，青农商行采用最新披露数据（23H1 末）

现阶段，个人经营贷是渝农商行个人贷款增长的主要动力。渝农商行个人贷款结构一直较为均衡，因而在 2021 年住房信贷环境收紧、消费需求偏弱的背景下，个人贷款增速受到的影响相对较小。另外，公司作为扎根重庆的大型地方银行，本地网点众多且多分布于县域地区，发展普惠业务具备先天优势，个人经营贷增势稳定，对个人贷款增速也能形成一定支撑。23H1 渝农商行个人贷款同比增速为 7.9%，较 22 年已有所回升。

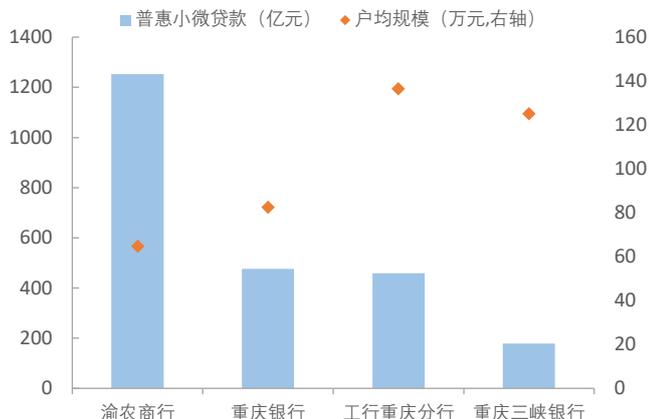
图38：渝农商行个人贷款结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

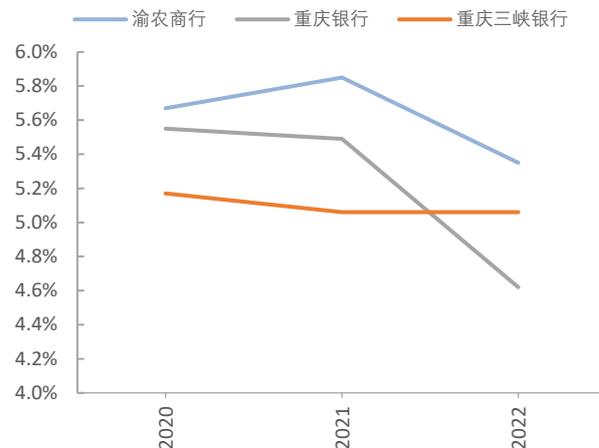
图39：渝农商行个人贷款增量（亿元）结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

深耕下沉市场，普惠小微贷款兼具量价优势。23H1 末渝农商行普惠小微贷款规模达 1252 亿元，位居全市银行机构首位，主要是公司基于自身网点优势，重点发力下沉市场，普惠小微贷户均规模虽低，但服务户数显著多于市内同业银行机构。同时，服务下沉也为定价打开空间，2022 年渝农商行普惠小微贷平均利率为 5.35%，相比重庆银行、重庆三峡银行更高。

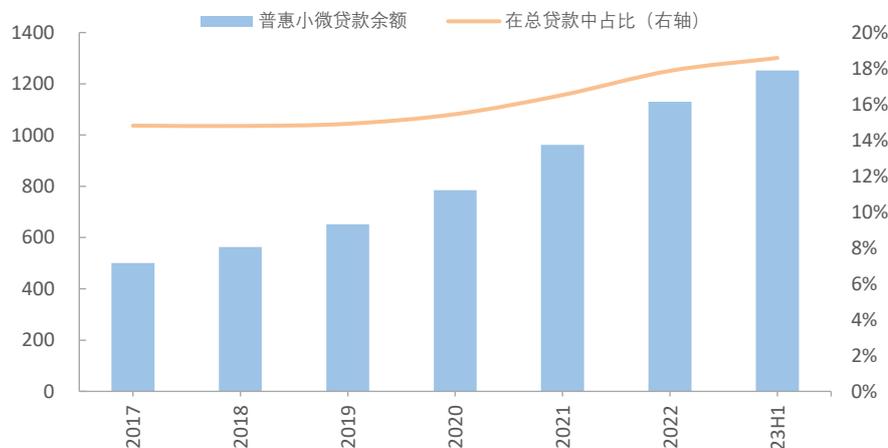
图40：渝农商行普惠小微贷余额及户均规模 vs 可比同业


资料来源：各公司公告，人民网，民生证券研究院

图41：渝农商行普惠小微贷款利率 vs 可比同业


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

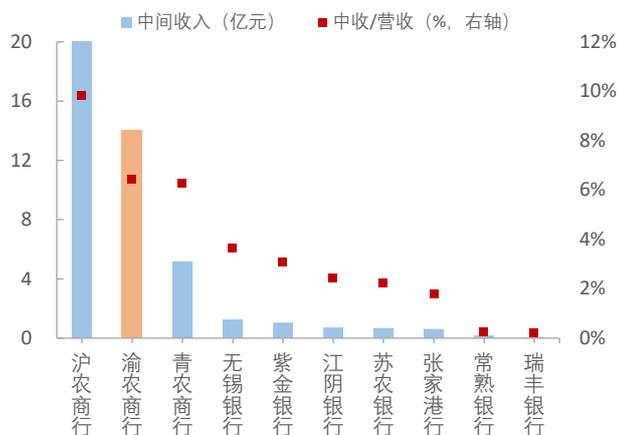
普惠小微贷占比有望进一步提升。近年重庆市持续推进普惠小微金融港湾建设工作，港湾主要布局在市场主体附近的街道、商圈、园区等区域，以打通普惠小微“最后一公里”。23H1 末渝农商行已建成港湾 77 个，数量居全市银行机构首位，有助于公司进一步挖掘市场需求。

图42：渝农商行普惠小微贷规模（亿元）及在总贷款中占比


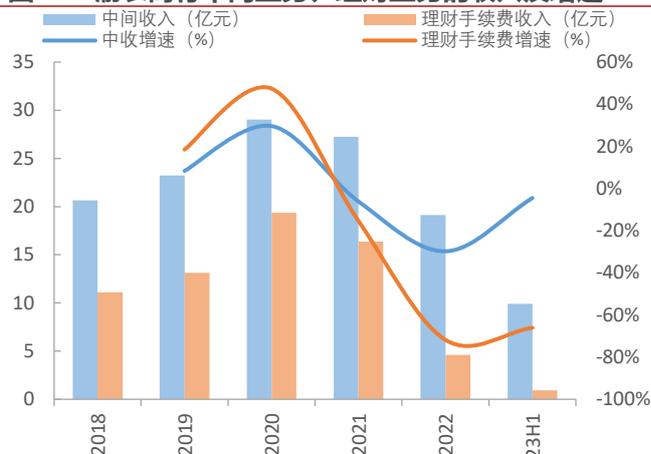
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 卡业务或进一步激发中收潜力

渝农商行中间业务在上市农商行中处于领先地位。23Q3 末，从中收规模和占营收的比重来看，渝农商行的中收业务在上市农商行仅次于沪农。动态来看，渝农商行中收在 21-22 年有所下滑，主要是投资市场收益率下降导致当年理财业务收入明显下滑。

图43：23Q3 末上市农商行中间业务收入及占比营收


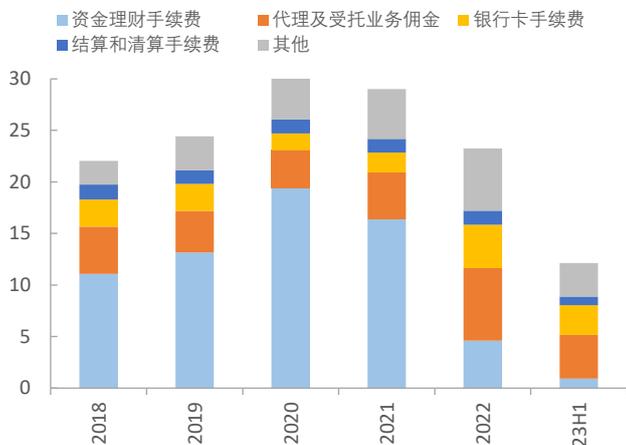
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图44：渝农商行中间业务、理财业务的收入及增速


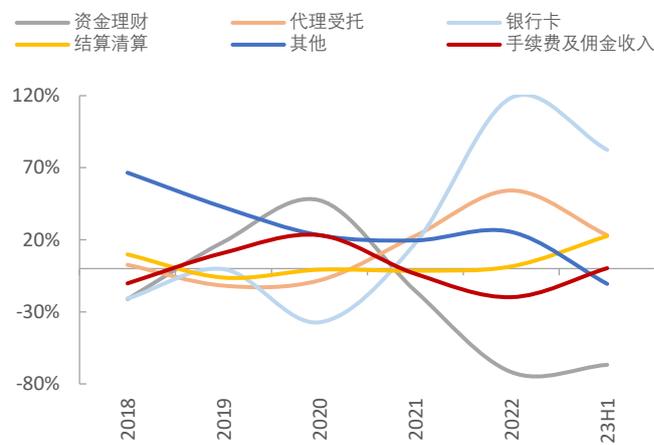
资料来源：公司公告，民生证券研究院

银行卡业务、代理业务收入增长较快，已成为渝农商行中收的主要贡献力量。

渝农商行代销产品种类丰富，包括保险、信托、贵金属等，为公司开展代理业务提供较好抓手。23H1 渝农商行实现手续费及佣金收入 12 亿元，同比增长 0.3%，其中代理业务收入 4 亿元，同比增长 23%，银行卡手续费收入 3 亿元，同比增长 82%。

图45：渝农商行中间业务分项收入（亿元）


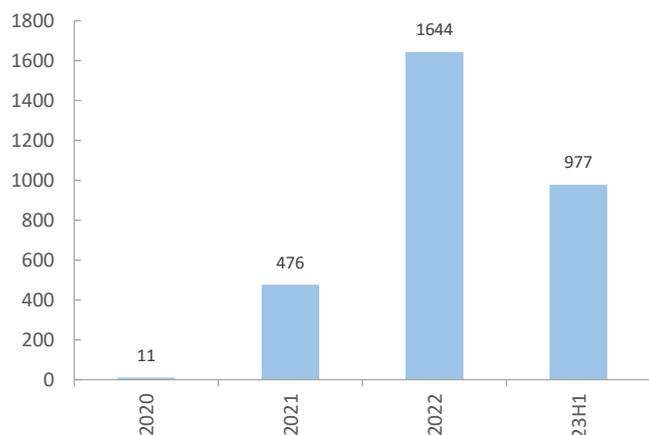
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图46：渝农商行中间业务分项增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

持续强化商户服务，银行卡手续费收入有望保持较高增速。一方面，渝农商行可持续拓展“渝快付”商户，通过提供收单服务融入商户经营，归集商户存款。另一方面，不断完善自身的“渝快生活”品牌，与餐饮、购车、家装商户合作，从消费场景端切入商户经营，推动商户交易金额保持较快增长，为公司银行卡手续费收入增速提供支撑。

图47：渝农商行商户交易金额（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图48：“渝快生活”合作商户示例



使用规则

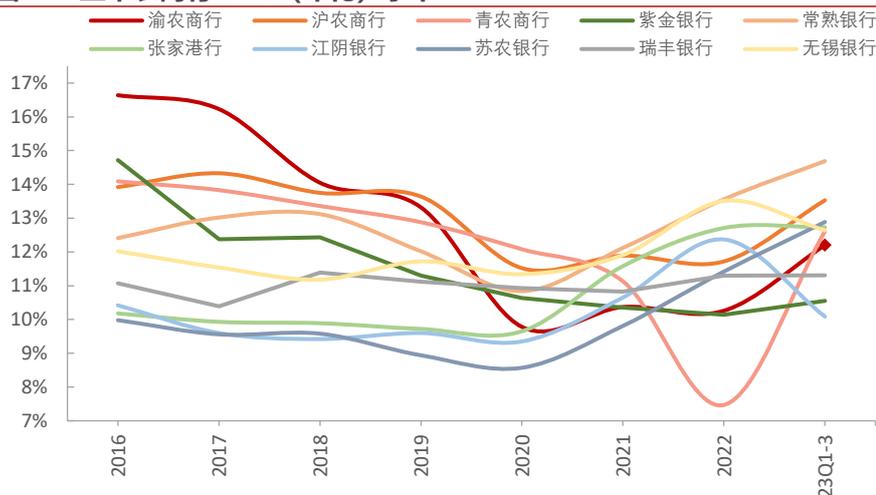
- 满5元可用
- 该券通过重庆农商行APP在商家线下门店扫“渝快付”二维码支付使用，或在商家线上店支付订单时使用。
- 使用该券购买商品或服务，暂不支持线上退货退款。若有疑问，请与商户协商。

资料来源：重庆农商行手机银行 APP，民生证券研究院

4 低估值高股息，投资安全性高

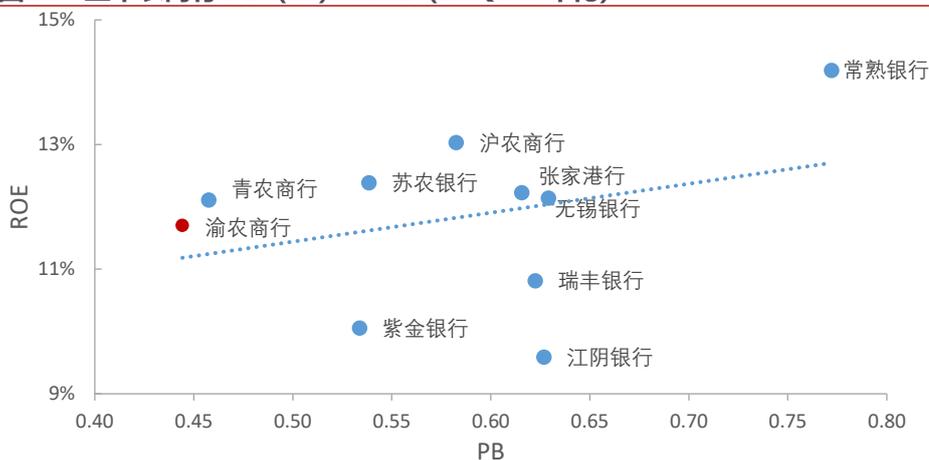
现阶段渝农商行 PB 或存在一定低估。截至 2024 年 3 月 22 日，公司 A 股 PB (LF) 仅 0.44 倍，在上市农商行中排名 10/10，23 年前三季度年化 ROE 在上市农商行中排名 7/10，从 PB 与 ROE 匹配的角度看，渝农商行的估值仍有一定提升空间。

图49：上市农商行 ROE (年化) 水平



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图50：上市农商行 PB (LF) -ROE (23Q1-3 年化)



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：PB (LF) 为 2024 年 3 月 22 日数据

较低的估值、较高的现金分红比例，造就亮眼股息率。渝农商行近三年的现金分红比例稳定在 30%，领先于农商行同业，与国有大行相当。使用 2024 年 3 月 22 日收盘价测算，公司 23E 股息率为 6.51%，在农商行中排名 1/10，在上市银行中排名 4/42。

图51：上市银行股息率及近三年现金分红比例（降序，按股息率）

| 银行 | 现金分红比例 | | | 23E股息率 |
|------|--------|------|------|--------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | |
| 成都银行 | 28% | 29% | 29% | 7.13% |
| 江苏银行 | 31% | 30% | 30% | 6.76% |
| 兴业银行 | 25% | 26% | 27% | 6.61% |
| 渝农商行 | 30% | 30% | 30% | 6.51% |
| 华夏银行 | 22% | 22% | 24% | 6.37% |
| 厦门银行 | 26% | 30% | 31% | 6.37% |
| 上海银行 | 27% | 26% | 26% | 6.09% |
| 浙商银行 | 28% | 未分红 | 33% | 6.09% |
| 交通银行 | 30% | 30% | 30% | 6.09% |
| 南京银行 | 30% | 30% | 30% | 6.12% |
| 沪农商行 | 未分红 | 30% | 30% | 5.96% |
| 光大银行 | 30% | 25% | 25% | 5.97% |
| 建设银行 | 30% | 30% | 30% | 5.85% |
| 招商银行 | 32% | 32% | 32% | 5.93% |
| 工商银行 | 30% | 30% | 30% | 5.83% |
| 北京银行 | 30% | 29% | 26% | 5.73% |
| 苏州银行 | 31% | 30% | 31% | 5.79% |
| 青岛银行 | 34% | 29% | 30% | 5.72% |
| 中信银行 | 25% | 27% | 26% | 5.86% |
| 农业银行 | 30% | 30% | 30% | 5.58% |
| 邮储银行 | 30% | 30% | 30% | 5.57% |
| 张家港行 | 29% | 22% | 26% | 5.55% |
| 重庆银行 | 29% | 29% | 28% | 5.52% |
| 中国银行 | 30% | 30% | 30% | 5.37% |
| 贵阳银行 | 19% | 18% | 18% | 5.43% |
| 民生银行 | 27% | 27% | 27% | 5.37% |
| 兰州银行 | 未分红 | 36% | 39% | 5.18% |
| 西安银行 | 31% | 30% | 30% | 5.12% |
| 长沙银行 | 24% | 22% | 21% | 4.99% |
| 江阴银行 | 37% | 31% | 24% | 4.97% |
| 齐鲁银行 | 33% | 28% | 24% | 4.82% |
| 杭州银行 | 29% | 22% | 20% | 4.66% |
| 无锡银行 | 26% | 21% | 21% | 4.46% |
| 常熟银行 | 30% | 25% | 25% | 4.47% |
| 苏农银行 | 28% | 25% | 20% | 4.37% |
| 紫金银行 | 25% | 24% | 23% | 4.12% |
| 浦发银行 | 24% | 23% | 18% | 3.14% |
| 平安银行 | 12% | 12% | 12% | 2.97% |
| 宁波银行 | 20% | 17% | 14% | 2.71% |
| 瑞丰银行 | 未分红 | 21% | 15% | 2.68% |
| 郑州银行 | 未分红 | 未分红 | 未分红 | 0.00% |
| 青农商行 | 28% | 18% | 未分红 | 0.00% |

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：23E股息率=（22年每股分红/收盘价）*23年归母净利润增速，收盘价截至2024年3月22日

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1、规模增速：渝农商行作为深耕重庆的地方大型银行机构，受益于区域经济发展提速，信贷及资产扩张能力均较为强劲。我们预测 23-25 年贷款同比增速为 8.0%、10.0%、10.0%，总资产同比增速为 9.0%、9.1%、9.2%。

2、净息差：资产端仍有定价下行压力，但负债端成本优化仍对净息差形成一定正向支撑。我们预测 23-25 年净息差为 1.79%、1.69%、1.63%。

3、非息收入：渝农商行中间业务在农商行中处于领先地位，未来公司将继续挖掘银行卡业务潜力，同时积极拓展代销业务，预计可对非息收入形成支撑。我们预测 23-25 年非息收入同比增速为 5%、5%、10%，净手续费收入同比增速为-5%、5%、7%。

4、资产质量：渝农商行历史不良包袱基本出清，当前信贷重点投放领域不良率较低，受益于区域化债，后续公司资产质量指标有望持续稳健向好。我们预测 23-25 年不良贷款率为 1.19%、1.14%、1.10%，拨备覆盖率 349%、331%、312%。

根据以上假设，我们预计 23-25 年公司营收为 292、302、320 亿元，增速分别为 0.8%、3.3%、5.9%；23-25 年公司归母净利润为 107、113、118 亿元，增速分别为 4.5%、4.9%、4.7%。

5.2 估值分析与投资建议

上市银行中，我们选取和渝农商行规模相近的沪农商行，同处中西部地区的成都银行、重庆银行，重庆市内网点铺设亦较为广泛的邮储银行作为可比公司。

渝农商行根植重庆，“新重庆”建设、成渝经济圈等战略加持下区域潜力巨大，赋予公司高成长性，高股息率赋予公司高安全性；资负两端结构优支撑公司后续息差表现或超预期；存量不良出清，新增不良可控，信用成本保持较低水平，也为利润释放打开空间。预计 23-25 年 EPS 分别为 0.95、0.99 和 1.04 元，2024 年 3 月 22 日收盘价对应 0.4 倍 24 年 PB，给予“推荐”评级。

表9: 可比公司 PB 数据对比

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PB (倍) | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 601825.SH | 沪农商行 | 6.65 | 1.30 | 1.47 | 1.65 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 601838.SH | 成都银行 | 13.01 | 3.24 | 3.86 | 4.62 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 601963.SH | 重庆银行 | 7.2 | 1.41 | 1.41 | 1.48 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 601658.SH | 邮储银行 | 4.74 | 0.89 | 0.96 | 1.05 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| | 均值 | | 1.71 | 1.93 | 2.20 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| | 中位数 | | 1.36 | 1.44 | 1.57 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 601077.SH | 渝农商行 | 4.49 | 0.95 | 0.99 | 1.04 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测; 注: 股价时间为 2024 年 3 月 22 日, 沪农商行、重庆银行 23E、24E、25E 数据采用 iFinD 一致预期

6 风险提示

1) 区域信用风险暴露：若特定行业或领域信用风险加速暴露，可能对银行资产质量产生冲击，进而影响利润增速。

2) 宏观经济波动超预期：受外部环境及内需影响，经济增速面临一定下行压力，居民、企业信贷需求走弱，行业扩张放缓。

3) 转型进度不及预期：受经济发展变化、客户需求改变等影响，银行转型可能面临波折。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (亿元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利息收入 | 254 | 254 | 262 | 276 |
| 手续费及佣金 | 19 | 18 | 19 | 20 |
| 其他收入 | 17 | 20 | 21 | 23 |
| 营业收入 | 290 | 292 | 302 | 320 |
| 营业税及附加 | -3 | -4 | -4 | -4 |
| 业务管理费 | -92 | -100 | -104 | -109 |
| 拨备前利润 | 195 | 189 | 194 | 207 |
| 计提拨备 | -78 | -60 | -59 | -65 |
| 税前利润 | 116 | 129 | 135 | 142 |
| 所得税 | -11 | -19 | -20 | -21 |
| 归母净利润 | 103 | 107 | 113 | 118 |

| 资产负债表 (亿元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 贷款总额 | 6,327 | 6,833 | 7,516 | 8,268 |
| 同业资产 | 1,031 | 1,083 | 1,169 | 1,228 |
| 证券投资 | 5,730 | 6,372 | 6,932 | 7,570 |
| 生息资产 | 13,586 | 14,810 | 16,167 | 17,642 |
| 非生息资产 | 209 | 213 | 204 | 210 |
| 总资产 | 13,519 | 14,740 | 16,087 | 17,570 |
| 客户存款 | 8,249 | 8,992 | 9,801 | 10,683 |
| 其他计息负债 | 3,071 | 3,395 | 3,762 | 4,176 |
| 非计息负债 | 1,048 | 1,132 | 1,234 | 1,358 |
| 总负债 | 12,368 | 13,519 | 14,797 | 16,217 |
| 股东权益 | 1,150 | 1,221 | 1,290 | 1,353 |

| 每股指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 每股净利润(元) | 0.90 | 0.95 | 0.99 | 1.04 |
| 每股拨备前利润(元) | 1.72 | 1.66 | 1.71 | 1.82 |
| 每股净资产(元) | 9.45 | 10.05 | 10.64 | 11.16 |
| 每股总资产(元) | 119.03 | 129.79 | 141.65 | 154.70 |
| P/E | 5 | 5 | 5 | 4 |
| P/PPOP | 3 | 3 | 3 | 3 |
| P/B | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| P/A | 0.04 | 0.04 | 0.03 | 0.03 |

| 利率指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净息差(NIM) | 1.93% | 1.79% | 1.69% | 1.63% |
| 净利差(Spread) | 1.84% | 1.62% | 1.59% | 1.55% |
| 贷款利率 | 4.82% | 4.50% | 4.45% | 4.40% |
| 存款利率 | 1.97% | 1.89% | 1.84% | 1.79% |
| 生息资产收益率 | 3.97% | 3.67% | 3.61% | 3.55% |
| 计息负债成本率 | 2.13% | 2.05% | 2.02% | 2.00% |

| 盈利能力 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|-------|-------|-------|-------|
| ROAA | 0.80% | 0.78% | 0.75% | 0.72% |
| ROAE | 9.89% | 9.70% | 9.60% | 9.54% |

| 收入增长 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 归母净利润增速 | 7.5% | 4.5% | 4.9% | 4.7% |
| 拨备前利润增速 | -11.7% | -3.0% | 2.9% | 6.4% |
| 税前利润增速 | 3.3% | 11.2% | 5.0% | 4.8% |
| 营业收入增速 | -6.0% | 0.8% | 3.3% | 5.9% |
| 净利息收入增速 | -3.2% | 0.2% | 3.0% | 5.3% |
| 手续费及佣金增速 | -29.8% | -5.0% | 5.0% | 7.0% |
| 营业费用增速 | 8.8% | 8.0% | 4.0% | 5.0% |

| 规模增长 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|--------|-------|-------|-------|
| 生息资产增速 | 6.9% | 9.0% | 9.2% | 9.1% |
| 贷款增速 | 8.7% | 8.0% | 10.0% | 10.0% |
| 同业资产增速 | -5.5% | 5.0% | 8.0% | 5.0% |
| 证券投资增速 | 9.9% | 11.2% | 8.8% | 9.2% |
| 其他资产增速 | 7.6% | 1.9% | -3.9% | 3.0% |
| 计息负债增速 | 7.8% | 9.4% | 9.5% | 9.6% |
| 存款增速 | 8.6% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| 同业负债增速 | 108.2% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 股东权益增速 | 8.5% | 6.1% | 5.7% | 4.9% |

| 存款结构 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 活期 | 30.4% | 30.9% | 31.4% | 31.9% |
| 定期 | 68.8% | 68.3% | 67.8% | 67.3% |
| 其他 | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |

| 贷款结构 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 企业贷款(不含贴现) | 47.2% | 47.2% | 47.2% | 47.2% |
| 个人贷款 | 44.7% | 44.7% | 44.7% | 44.7% |
| 票据贴现 | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% |

| 资产质量 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 不良贷款率 | 1.22% | 1.19% | 1.14% | 1.10% |
| 正常 | 97.49% | 97.54% | 97.60% | 97.66% |
| 关注 | 1.29% | 1.27% | 1.25% | 1.24% |
| 次级 | 0.70% | 0.69% | 0.68% | 0.67% |
| 可疑 | 0.47% | 0.46% | 0.45% | 0.44% |
| 损失 | 0.05% | 0.04% | 0.02% | -0.01% |
| 拨备覆盖率 | 358% | 349% | 331% | 312% |

| 资本状况 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 资本充足率 | 15.62% | 15.03% | 14.72% | 14.41% |
| 核心资本充足率 | 13.10% | 12.74% | 12.60% | 12.45% |
| 资产负债率 | 91.49% | 91.72% | 91.98% | 92.30% |

| 其他数据 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 总股本(亿元) | 113.6 | 113.6 | 113.6 | 113.6 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；注：利润表负值表示对营收、利润负向影响

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 渝农商行发展历程示意图..... | 3 |
| 图 2: 23Q3 末渝农商行资产规模 (亿元) vs 可比同业..... | 4 |
| 图 3: 渝农商行资产规模 (亿元) 及增速..... | 4 |
| 图 4: 渝农商行重庆市内网点数 vs 可比同业..... | 5 |
| 图 5: 23H1 末渝农商行网点分布结构..... | 5 |
| 图 6: 渝农商行存款结构-分地区..... | 5 |
| 图 7: 渝农商行贷款结构-分地区..... | 5 |
| 图 8: 23Q3 末渝农商行前十名股东持股比例情况示意图..... | 6 |
| 图 9: GDP 增速: 重庆 vs 全国..... | 7 |
| 图 10: 固定资产投资、社零增速: 重庆 vs 全国..... | 7 |
| 图 11: 渝农商行不良率走势..... | 9 |
| 图 12: 渝农商行核销及转出金额 (亿元)..... | 10 |
| 图 13: 渝农商行制造业、批发零售业、建筑业不良率..... | 10 |
| 图 14: 23Q3 末上市农商行不良率..... | 10 |
| 图 15: 22 年末渝农商行不良率、关注率 vs 市内银行..... | 10 |
| 图 16: 23H1 末渝农商行各项贷款占比及不良率..... | 11 |
| 图 17: 渝农商行对公、个人贷款不良率走势..... | 11 |
| 图 18: 渝农商行不良净生成率与信用成本..... | 12 |
| 图 19: 渝农商行拨备覆盖率和拨贷比..... | 12 |
| 图 20: 上市农商行净息差、生息资产收益率、计息负债成本率..... | 12 |
| 图 21: 23H1 渝农商行生息资产结构及定价 vs 可比同业..... | 13 |
| 图 22: 23H1 末上市银行化债涉及敞口在生息资产中占比..... | 13 |
| 图 23: 23H1 末上市银行个人按揭贷款在生息资产中占比..... | 14 |
| 图 24: 渝农商行吸收存款平均成本率与存款增速..... | 14 |
| 图 25: 23H1 渝农商行计息负债结构及定价 vs 可比同业..... | 15 |
| 图 26: 23H1 末上市行定期存款占比计息负债..... | 15 |
| 图 27: 渝农商行杜邦分析..... | 16 |
| 图 28: 渝农商行信用减值损失 (亿元)..... | 16 |
| 图 29: 渝农商行 ROE (年化) vs 上市农商行平均..... | 16 |
| 图 30: 渝农商行净息差走势..... | 17 |
| 图 31: 渝农商行贷款在总资产中占比..... | 17 |
| 图 32: 渝农商行贷款增速 vs 重庆金融机构贷款增速..... | 18 |
| 图 33: 渝农商行对公贷款结构-按行业..... | 19 |
| 图 34: 渝农商行对公贷款增量 (亿元) -按行业..... | 20 |
| 图 35: 渝农商行营业收入分部拆分..... | 21 |
| 图 36: 23H1 末渝农商行零售业务思路..... | 21 |
| 图 37: 23Q3 末渝农商行零售贷款占比 vs 可比同业..... | 22 |
| 图 38: 渝农商行个人贷款结构..... | 22 |
| 图 39: 渝农商行个人贷款增量 (亿元) 结构..... | 22 |
| 图 40: 渝农商行普惠小微贷余额及户均规模 vs 可比同业..... | 23 |
| 图 41: 渝农商行普惠小微贷款利率 vs 可比同业..... | 23 |
| 图 42: 渝农商行普惠小微贷规模 (亿元) 及在总贷款中占比..... | 23 |
| 图 43: 23Q3 末上市农商行中间业务收入及占比营收..... | 24 |
| 图 44: 渝农商行中间业务、理财业务的收入及增速..... | 24 |
| 图 45: 渝农商行中间业务分项收入 (亿元)..... | 24 |
| 图 46: 渝农商行中间业务分项增速..... | 24 |
| 图 47: 渝农商行商户交易金额 (亿元)..... | 25 |
| 图 48: “渝快生活”合作商户示例..... | 25 |
| 图 49: 上市农商行 ROE (年化) 水平..... | 26 |
| 图 50: 上市农商行 PB (LF) -ROE (23Q1-3 年化)..... | 26 |
| 图 51: 上市银行股息率及近三年现金分红比例 (降序, 按股息率)..... | 27 |

表格目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 | 1 |
| 表 1: 23H1 末渝农商行主要控股公司 | 6 |
| 表 2: 渝农商行现任管理层简历 | 7 |
| 表 3: 2024 年国内 31 省市 GDP 增长目标 | 8 |
| 表 4: 2024 年重庆市十方面重点工作 | 8 |
| 表 5: 隆鑫系不良资产处置进程 | 10 |
| 表 6: 成渝双城经济圈重大项目的投资情况 | 18 |
| 表 7: 2023 年成渝双城经济圈重大项目分类情况 | 19 |
| 表 8: 渝农商行参与的部分基础设施建设项目 | 20 |
| 表 9: 可比公司 PB 数据对比 | 29 |
| 公司财务报表数据预测汇总 | 31 |

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

| 投资建议评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026