

## 历史包袱出清，区域红利释放

### ——渝农商行首次覆盖报告

#### 核心观点

- 扎根重庆县域，区域发展红利持续释放。**重庆新领导班子积极有为，2023 年 GDP 增速回升 3.5pct，目标 2027 年 GDP 总量突破 4 万亿元。成渝双城经济圈、西部陆海新通道等重大战略机遇加持，将持续拉动项目建设需求。新兴产能蓬勃发展，制造业优势有望不断夯实。“一区两群”协调发展，县域经济体量占比六成。渝农商行为资产规模最大的上市农商行，网点数量居全市银行首位且集中在县域地区，本地市占率较高，主要股东以地方国资为主，重庆市国资委增持彰显银政合作优势。
- 零售立行深入推进，对公立足区域禀赋。**截至 2023 年底，零售贷款占比超四成，普惠小微贷款规模稳居重庆第一，客群相对下沉带来较高收益且风险整体可控。存款超八成来自零售端，23H1 零售定期成本率为同业最低；伴随重大项目落地，对公贷款投放景气度较高，投向以基建、租赁和商务服务业、制造业为主，契合区域发展方向，中长期来看信贷增长动能有望保持；中收占比较高，代理业务稳步发展，23H1 理财产品余额大幅领先同业，银行卡手续费收入有望保持较快增长。
- 历史包袱出清，ROE 具备改善空间。**23 年业绩增速边际修复，ROE 具备较大改善潜力：1) **信用成本**：经过 20-22 年的大力核销，以及贷款投向的优化和风控的加强，存量大额风险已基本出清，不良净生成率持续下行，资产质量明显改善。重庆经济增长拐点已现、债务风险可控，信用成本有望保持低位，拨备反哺利润空间充足。2) **息差**：贷款占生息资产比重较低，资产结构的优化有助于延缓息差下行，负债成本优势突出并有望进一步压降。3) **规模增速**：国家战略、产业政策持续落地，信贷投放有望保持较高景气度。4) **中收**：代理、信用卡等业务稳步推进，中收预计保持高贡献度。当前位置兼具估值向上空间和高股息安全边际，配置性价比凸显。

#### 盈利预测与投资建议

- 预计公司 2024/25/26 年归母净利润同比增速分别为 6.87%/7.11%/8.31%，BVPS 分别为 10.96/11.77/12.67 元，当前 A 股股价对应 2024/25/26 年 PB 分别为 0.42/0.39/0.36 倍。采用可比公司估值法，可比公司 24 年 PB 调整平均值为 0.54 倍，对应目标价 5.89 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 风险提示

经济复苏不及预期；货币政策超预期收紧；资本市场波动超预期；房地产等重点领域风险蔓延；假设条件变化影响测算结果。

#### 公司主要财务信息

|               | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 28,991 | 27,956 | 28,043 | 28,637 | 29,723 |
| 同比增长(%)       | -6.0%  | -3.6%  | 0.3%   | 2.1%   | 3.8%   |
| 营业利润(百万元)     | 11,609 | 12,194 | 13,071 | 14,008 | 15,177 |
| 同比增长(%)       | 3.7%   | 5.0%   | 7.2%   | 7.2%   | 8.3%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 10,276 | 10,902 | 11,651 | 12,480 | 13,516 |
| 同比增长(%)       | 7.5%   | 6.1%   | 6.9%   | 7.1%   | 8.3%   |
| 每股收益(元)       | 0.89   | 0.94   | 1.00   | 1.08   | 1.17   |
| 每股净资产(元)      | 9.45   | 10.19  | 10.96  | 11.77  | 12.67  |
| 总资产收益率(%)     | 0.8%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.8%   |
| 平均净资产收益率(%)   | 9.8%   | 9.6%   | 9.5%   | 9.5%   | 9.6%   |
| 市盈率           | 5.17   | 4.89   | 4.58   | 4.27   | 3.93   |
| 市净率           | 0.49   | 0.45   | 0.42   | 0.39   | 0.36   |

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（首次）

|                      |                     |
|----------------------|---------------------|
| 股价（2024 年 04 月 11 日） | 4.6 元               |
| 目标价格                 | 5.89 元              |
| 52 周最高价/最低价          | 4.82/3.41 元         |
| 总股本/流通 A 股（万股）       | 1,135,700/1,134,941 |
| A 股市值（百万元）           | 52,242              |
| 国家/地区                | 中国                  |
| 行业                   | 银行                  |
| 报告发布日期               | 2024 年 04 月 12 日    |

#### 股价表现

|         | 1 周   | 1 月   | 3 月  | 12 月   |
|---------|-------|-------|------|--------|
| 绝对表现%   | -1.71 | -1.5  | 9    | 35.1   |
| 相对表现%   | 0.07  | 0.87  | 2.67 | 49.63  |
| 沪深 300% | -1.78 | -2.37 | 6.33 | -14.53 |



#### 证券分析师

|     |                                                    |
|-----|----------------------------------------------------|
| 屈俊  | qujun@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860523060001    |
| 于博文 | yubowen1@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860524020002 |

#### 联系人

|     |                               |
|-----|-------------------------------|
| 王霄鸿 | wangxiaohong@orientsec.com.cn |
|-----|-------------------------------|

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、扎根重庆县域，区域发展红利持续释放 .....           | 5  |
| 1.1 新班子开拓进取，国家战略、产业升级助推区域增速向好 ..... | 5  |
| 1.2 资产规模领跑上市农商行，扎根县域本地优势牢固 .....    | 9  |
| 1.3 地方国资增持彰显发展信心，管理层长期深耕本地市场 .....  | 10 |
| 二、零售立行深入推进，对公立足区域禀赋 .....           | 11 |
| 2.1 以大零售为主体，小微业务表现靓丽，零售存款量价齐优 ..... | 11 |
| 2.2 对公信贷投放积极，持续受益于区域发展红利 .....      | 14 |
| 2.3 中收占比领先同业，银行卡业务增长迅猛 .....        | 16 |
| 三、历史包袱出清，ROE 具备改善空间 .....           | 17 |
| 3.1 大额风险基本出清，资产质量迎来拐点 .....         | 17 |
| 3.2 负债成本优势牢固，资产结构优化有望助力息差企稳 .....   | 21 |
| 3.3 ROE 具备改善潜力，低估值、高股息性价比凸显 .....   | 24 |
| 四、盈利预测与投资建议 .....                   | 26 |
| 4.1 盈利预测 .....                      | 26 |
| 4.2 投资建议 .....                      | 27 |
| 五、风险提示 .....                        | 28 |

## 图表目录

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图 1：重庆和全国历年 GDP 同比增速 .....                            | 5  |
| 图 2：2022 年全国各省级单位人均 GDP .....                         | 5  |
| 图 3：2019-2024 年重庆市级重大项目计划情况 .....                     | 6  |
| 图 4：2022-2024 年成渝双城经济圈重大项目计划情况 .....                  | 6  |
| 图 5：2024 年成渝双城经济圈重大项目领域分布（按项目数量占比） .....              | 6  |
| 图 6：重庆整体及主要行业规模以上工业增加值同比增速 .....                      | 7  |
| 图 7：重庆汽车及新能源汽车产量 .....                                | 7  |
| 图 8：重庆“33618”现代制造业集群体系规划 .....                        | 8  |
| 图 9：重庆“一区两群”发展格局示意 .....                              | 9  |
| 图 10：重庆县域 GDP 占全市 GDP 比重 .....                        | 9  |
| 图 11：2023Q3 及 2023A 上市农商行资产规模 .....                   | 9  |
| 图 12：2023A 渝农商行网点、资产以及存贷款区域分布 .....                   | 10 |
| 图 13：渝农商行、大行及其他主要本地银行重庆网点数量 .....                     | 10 |
| 图 14：渝农商行贷款、存款在重庆的市占率 .....                           | 10 |
| 图 15：近年渝农商行零售战略重要变化 .....                             | 12 |
| 图 16：渝农商行以大零售业务为核心的“一体四驱”体系 .....                     | 12 |
| 图 17：渝农商行各业务分部营收占比 .....                              | 12 |
| 图 18：渝农商行各业务分部资产占比 .....                              | 12 |
| 图 19：2023Q3 及 2023A 上市农商行零售贷款占比 .....                 | 13 |
| 图 20：渝农商行零售贷款品种构成 .....                               | 13 |
| 图 21：渝农商行普惠小微贷款余额及客户数量 .....                          | 13 |
| 图 22：渝农商行、其他主要本地银行以及国有行普惠小微贷款户均规模、新发放利率和不良率（万元） ..... | 14 |
| 图 23：2023H1 及 2023A 上市农商行零售存款占比 .....                 | 14 |
| 图 24：2023H1 上市农商行零售活期和定期存款成本率 .....                   | 14 |
| 图 25：渝农商行对公贷款占比和同比增速 .....                            | 15 |
| 图 26：渝农商行对公贷款行业构成 .....                               | 15 |
| 图 27：渝农商行服务重大战略落地情况 .....                             | 16 |
| 图 28：2023Q1-3 及 2023A 上市农商行中收占比 .....                 | 16 |
| 图 29：2023 年渝农商行中收构成 .....                             | 16 |
| 图 30：2023H1 及 2023A 上市农商行理财产品余额 .....                 | 17 |
| 图 31：渝农商行银行卡手续费收入及同比增速 .....                          | 17 |
| 图 32：渝农商行商户交易金额、商户 AUM+LUM .....                      | 17 |
| 图 33：渝农商行及重庆商业银行整体不良率 .....                           | 18 |

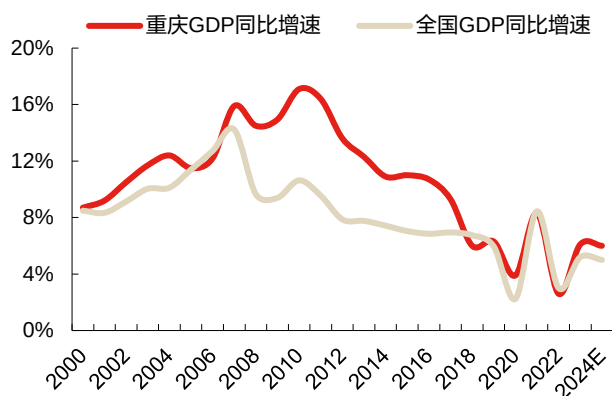
|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 34：渝农商行不良核销额及不良净生成率测算值 .....               | 18 |
| 图 35：渝农商行主要投放领域贷款余额占比和不良率 .....              | 19 |
| 图 36：渝农商行贷款集中度 .....                         | 19 |
| 图 37：渝农商行逾期 90 天以上贷款/不良贷款 .....              | 19 |
| 图 38：2023Q3 及 2023A 上市农商行和主要本地银行不良率 .....    | 20 |
| 图 39：渝农商行关注率和逾期率 .....                       | 20 |
| 图 40：2023 年 10 月以来各省份特殊再融资债发行规模 .....        | 20 |
| 图 41：重庆城投债发行规模和平均票面利率 .....                  | 20 |
| 图 42：重庆及全国居民人均可支配收入累计同比增速 .....              | 21 |
| 图 43：重庆及全国工业企业利润总额累计同比修复 .....               | 21 |
| 图 44：渝农商行历年资产减值损失及信用成本率测算值 .....             | 21 |
| 图 45：渝农商行拨备覆盖率 .....                         | 21 |
| 图 46：渝农商行净息差及上市农商行中位数 .....                  | 22 |
| 图 47：2023H1 及 2023A 上市农商行净息差 .....           | 22 |
| 图 48：渝农商行生息资产、贷款收益率及上市农商行中位数 .....           | 22 |
| 图 49：渝农商行生息资产构成 .....                        | 22 |
| 图 50：2023Q3 及 2023A 上市农商行贷款占生息资产比重 .....     | 23 |
| 图 51：2023H1 上市农商行零售贷款构成 .....                | 23 |
| 图 52：渝农商行计息负债、存款成本率及上市农商行中位数 .....           | 23 |
| 图 53：2023H1 上市农商行存款构成 .....                  | 23 |
| 图 54：渝农商行及上市农商行个人定期存款占存款比重 .....             | 24 |
| 图 55：渝农商行及上市农商行平均营收、拨备前利润、归母净利润同比增速 .....    | 24 |
| 图 56：上市农商行年化 ROE .....                       | 25 |
| 图 57：2023Q1-3 及 2023A 上市农商行年化 ROE 杜邦拆解 ..... | 25 |
| 图 58：上市农商行 PB（LF） .....                      | 26 |
| 图 59：2022 年及 2023 年上市农商行股息率 .....            | 26 |
| 图 60：渝农商行 PB(LF)-BAND .....                  | 28 |
| 表 1：“西部陆海新通道”和“成渝双城经济圈”主要相关文件 .....          | 5  |
| 表 2：2018 年以来重庆部分制造业相关产业政策 .....              | 7  |
| 表 3：2023A 渝农商行前十大股东 .....                    | 10 |
| 表 4：渝农商行主要管理层情况 .....                        | 11 |
| 表 5：隆鑫系破产重整以及渝农商行风险处置重要节点梳理 .....            | 18 |
| 表 6：渝农商行核心指标假设 .....                         | 26 |
| 表 7：渝农商行收入分类预测 .....                         | 27 |
| 表 8：可比公司估值表（截至 2024 年 4 月 11 日） .....        | 28 |

## 一、扎根重庆县域，区域发展红利持续释放

### 1.1 新班子开拓进取，国家战略、产业升级助推区域增速向好

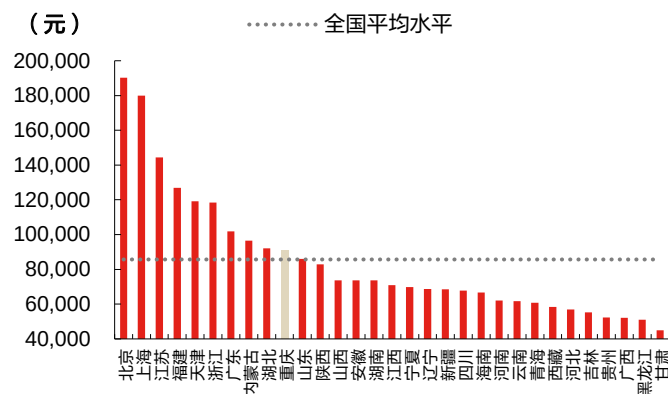
**新领导班子积极有为，经济增速逐步回升至全国领先水平。**重庆是中西部地区唯一的直辖市、国家重要中心城市。2016 年以来，受传统支柱性产业转型升级等因素影响，重庆经济增速有所下滑。伴随产业换挡升级的成效逐渐显现，叠加区域发展战略的持续推进，近年增速渐趋修复。2023 年初，重庆市政府新领导班子就位，提出未来五年“六个显著提升”目标，2023 年重庆 GDP 同比增速回升 3.5pct 至 6.1%，高于全国增速 0.9pct，人均 GDP 超 9 万亿元。2024 年重庆目标 GDP 增速继续定在 6% 的较高水平，并进一步提出到 2027 年 GDP 总量突破 4 万亿元，发展决心坚定，目标积极有为。

图 1：重庆和全国历年 GDP 同比增速



数据来源：Wind，政府工作报告，东方证券研究所 注：2024E 数值为政府工作报告目标增速

图 2：2022 年全国各省级单位人均 GDP



数据来源：Wind，东方证券研究所

**重大战略机遇加持，区域发展前景广阔。**2019 年 8 月，国家发改委印发《西部陆海新通道总体规划》，规划到 2025 年基本建成、2035 年全面建成包括铁路、公路、港口、物流等设施在内的西部陆海新通道，重庆为西部陆海新通道的运营中心。2021 年 10 月，《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》出台，明确“具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地”四大定位，成渝双城经济圈建设已上升至国家战略层面，政策红利有望在中长期内持续释放。

表 1：“西部陆海新通道”和“成渝双城经济圈”主要相关文件

| 时间      | 文件名称                              | 核心内容                                                                                                                                                                    |
|---------|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2019.08 | 西部陆海新通道总体规划                       | 到 2025 年，经济、高效、便捷、绿色、安全的西部陆海新通道基本建成。到 2035 年，西部陆海新通道全面建成，通道运输能力更强、枢纽布局更合理、多式联运更便捷，物流服务和通关效率达到国际一流水平，物流成本大幅下降，整体发展质量显著提升，为建设现代化经济体系提供有力支撑                                |
| 2023.05 | 重庆市加快建设西部陆海新通道五年行动方案（2023-2027 年） | 到 2027 年，重庆通道发展指数达到 170。重庆经西部陆海新通道运行的货运量、货值、与中欧班列和长江黄金水道的联运箱量均实现倍增，与东盟的进出口额占比稳定在 70% 以上。数字陆海新通道基本建成，通道综合物流成本下降 20%，全程物流运行时间压缩 30%。重庆在国家口岸综合绩效评估中排名中西部前列，跨境贸易便利化水平达到全国前列 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

|         |                                   |                                                                                                                                                                                  |
|---------|-----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021.10 | 成渝地区双城经济圈建设规划纲要                   | 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，一体化发展水平明显提高，区域特色进一步彰显，支撑全国高质量发展的作用显著增强。到 2035 年，建成实力雄厚、特色鲜明的双城经济圈，重庆、成都进入现代化国际都市行列，对全国高质量发展的支撑带动能力显著增强，成为具有国际影响力的活跃增长极和强劲动力源               |
| 2023.03 | 重庆市推动成渝地区双城经济圈建设行动方案（2023-2027 年） | 围绕实施提升主城都市区极核引领行动、实施建设现代基础设施网络行动等十方面任务，目标到 2027 年，主城区基本建成现代化国际大都市，发展能级和综合竞争力中西部领先，地区生产总值超过 3 万亿元，战略性新兴产业增加值占地区生产总值比重提高到 26%，服务业增加值占地区生产总值比重提高到 54%，常住人口达到 2200 万人，常住人口城镇化率超过 80% |

数据来源：国务院，国家发改委，重庆市人民政府，东方证券研究所

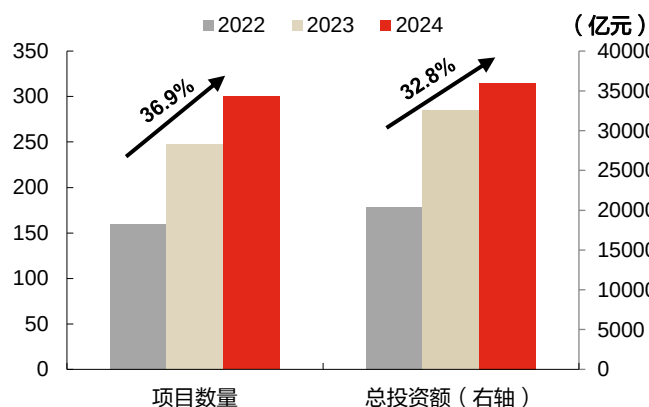
**重庆已出台五年期行动方案，将持续拉动区域项目建设需求。**重庆积极响应国家规划，于 2023 年出台西部陆海新通道、成渝双城经济圈五年行动方案，基建投入力度具备较高确定性。2024 年重庆计划实施重点建设项目 1174 个，总投资额、年度投资额分别达 28000、4397 亿元，保持在近年高位；2022-2024 年成渝双城经济圈重大项目投资额年均复合增长率超 30%，从领域上看主要投向基础设施和现代产业建设。重大项目建设带动下，区域需求有望向好。

图 3：2019-2024 年重庆市级重大项目计划情况

|      | 项目数量 | 总计划投资额（亿元） | 年度计划投资额（亿元） |
|------|------|------------|-------------|
| 2019 | 743  | 22000      | 3459        |
| 2020 | 924  | 27200      | 3445        |
| 2021 | 894  | 28000      | 3532        |
| 2022 | 877  | 26000      | 3600        |
| 2023 | 1156 | 30000      | 4300        |
| 2024 | 1174 | 28000      | 4397        |

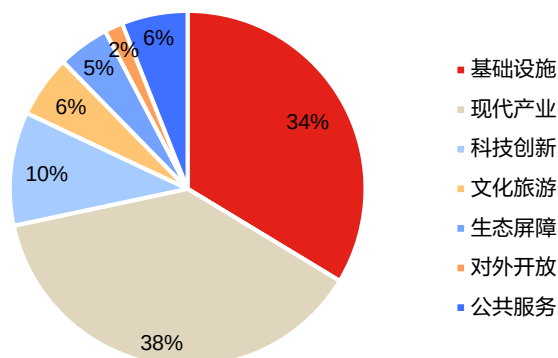
数据来源：重庆市人民政府，东方证券研究所

图 4：2022-2024 年成渝双城经济圈重大项目计划情况



数据来源：四川省人民政府，东方证券研究所

图 5：2024 年成渝双城经济圈重大项目领域分布（按项目数量占比）

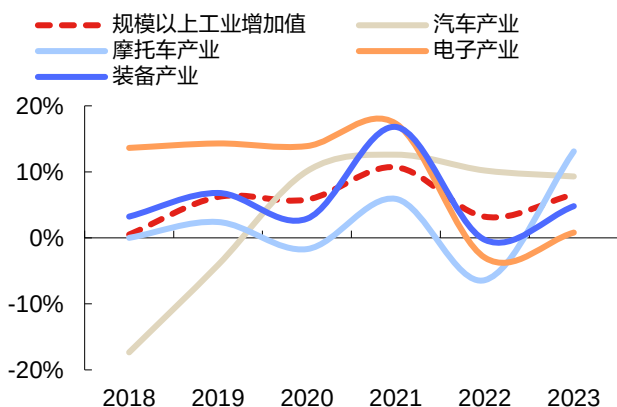


数据来源：四川省人民政府，东方证券研究所



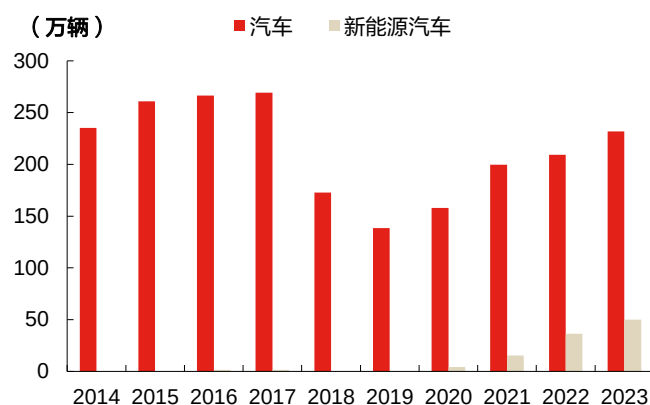
**支柱产业逐渐度过转型期，新兴产能蓬勃发展。**电子信息和汽车制造为重庆两大支柱产业，占工业总产值的比重长期稳定在四成左右。2016 年以来，传统产能陷入增长困境，尤其是力帆、隆鑫等重要车企出险，规上汽车产业增加值同比转负。面对行业变化，重庆市政府主动推行换挡升级，围绕核心制造业出台多项政策规划，重点发展新能源汽车及零部件、新一代电子信息、先进材料等新兴产业。2020 年起全市汽车产量持续回升，其中新能源汽车产量增长强劲，产业升级成效显著。伴随产能的修复升级，2023 年重庆规上工业增加值同比增速回升 3.4pct。

图 6：重庆整体及主要行业规模以上工业增加值同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：重庆汽车及新能源汽车产量



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：2018 年以来重庆部分制造业相关产业政策

| 时间      | 名称                                      | 核心内容                                                                                                                                                                                                              |
|---------|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2018.12 | 关于加强汽车产业转型升级的指导意见                       | 到 2020 年，重庆汽车产业转型升级初见成效，年产汽车超过 300 万辆，其中新能源汽车超过 20 万辆、智能网联汽车超过 80 万辆，实现产值超过 5400 亿元。到 2022 年，重庆年产汽车预计达到 320 万辆左右，占全国汽车年产量的 10%，实现产值约 6500 亿元，单车价值量实现大幅提升。其中，年产新能源汽车约 40 万辆、智能网联汽车约 120 万辆，成为全国重要的新能源和智能网联汽车研发制造基地 |
| 2018.12 | 加快新能源和智能网联汽车产业发展若干政策措施（2018-2022 年）     | 对新能源和智能网联汽车产业给予平台、研发、成本、人才支持                                                                                                                                                                                      |
| 2018.12 | 支持新能源汽车推广应用政策措施（2018-2022 年）            | 通过加快充电基础设施建设、优化使用环境、推动公共领域率先应用、落实推广应用地方配套补助政策等举措促进新能源汽车的推广应用                                                                                                                                                      |
| 2021.07 | 重庆市制造业高质量发展“十四五”规划（2021-2025 年）         | 实施战略性新兴产业集群发展工程和支柱产业提质工程，深化战略性新兴产业与支柱产业互动发展，培育打造万亿级电子信息、五千亿级汽车、三千亿级装备、六千亿级材料、五千亿级特色消费品、千亿级生物医药等产业集群                                                                                                               |
| 2022.03 | 重庆市战略性新兴产业发展“十四五”规划（2021-2025 年）        | 到 2025 年，战略性新兴产业规模迈上万亿台阶。全市战略性新兴产业增加值占地区生产总值比重达到 18% 以上，规模以上工业战略性新兴产业总产值占规模以上工业总产值比重提升至 35%。在新型智能终端、新型显示、软件和信息技术服务、先进材料、生物医药、新能源汽车和智能汽车、新兴服务业等领域形成若干千亿级的战略性新兴产业集群                                                 |
| 2022.08 | 重庆市建设世界级智能网联新能源汽车产业集群发展规划（2022-2030 年）  | 到 2025 年，初步形成世界级智能网联新能源汽车产业集群雏形，智能网联新能源汽车产销量占全国比重达到 10% 以上。到 2030 年，建成世界级智能网联新能源汽车产业集群，智能网联新能源汽车产销量在全国的占比进一步提升，产业规模达到全球一流水平                                                                                       |
| 2022.09 | 重庆市建设智能网联新能源汽车零部件供应链体系行动计划（2022-2025 年） | 到 2025 年，全市基本建成相对完整、重点突出、全国领先的智能网联新能源汽车零部件供应链体系，力争打造 1 家全国前 10、一批全国领先的零部件企业，引进 300 家智能网联新能源汽车零部件企业，推动 500 家传统零部件企业转型升级，零部件领域国家专精特新“小巨人”企业达到 100 家，全市智能网联新能源汽车零部件产业规模达到 2500 亿元                                    |

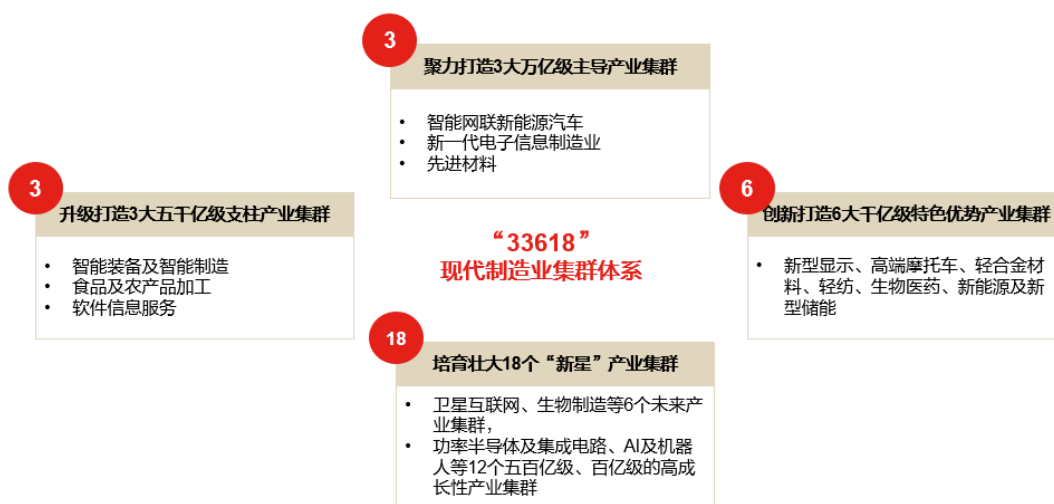
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

|         |                                        |                                                                                                                                                                               |
|---------|----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023.07 | 重庆市先进制造业发展“渝西跨越计划”（2023-2027年）         | 到2027年渝西地区先进制造业发展取得显著进展，规模以上工业企业实现营业收入1.4万亿元，占全市规模以上工业企业营业收入的比重提高至35%左右。打造世界级智能网联新能源汽车零部件产业基地、培育一批千百亿级产业集群。到2027年，渝西地区智能网联新能源汽车零部件产业集群实现营业收入4000亿元，新一代电子信息制造业产业集群实现营业收入2000亿元 |
| 2023.11 | 重庆智能网联新能源汽车零部件产业集群提升专项行动方案（2023-2027年） | 到2027年，全市智能网联新能源汽车零部件产业营业收入达到7000亿元，累计新增新型智能网联新能源汽车零部件企业800家                                                                                                                  |

数据来源：重庆市人民政府，东方证券研究所

**着力打造“33618”现代制造业集群体系，产业发展有望再上台阶。**2023年9月，市政府印发《深入推进新时代新征程新重庆制造业高质量发展行动方案（2023—2027年）》，目标到2027年初步形成“33618”产业体系，在进一步做强汽车、电子信息、材料等优势产业的基础上培育多个新兴产业，形成集群效应。随着产业结构的持续优化升级，重庆制造业优势有望不断夯实。

图8：重庆“33618”现代制造业集群体系规划



数据来源：重庆市人民政府，东方证券研究所

**“一区两群”协调发展，县域经济体量占比六成。**近年重庆着力构建“一区两群”的空间格局，其中“一区”为主城都市区，包括9个中心城区以及12个新区，承担科技创新、先进制造、现代服务以及交通、市政等功能；渝东北三峡库区城镇群包括11个区县，主要发展绿色工农业、商贸物流等；渝东南武陵山区城镇群包括6个区县，聚焦文旅融合发展。中心城区以外的县域地区在重庆的经济和城镇化发展中扮演重要角色，GDP占比稳定在六成水平。2023年9月，市政府印发《重庆市推进以区县为重要载体的城镇化建设实施方案》，各区县的差异化发展路径进一步明确，有望培育特色优势，并实现协调互补。

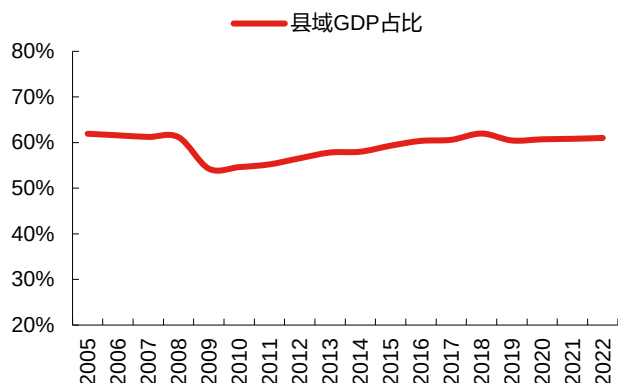


图 9：重庆“一区两群”发展格局示意



数据来源：重庆市人民政府，东方证券研究所

图 10：重庆县域 GDP 占全市 GDP 比重

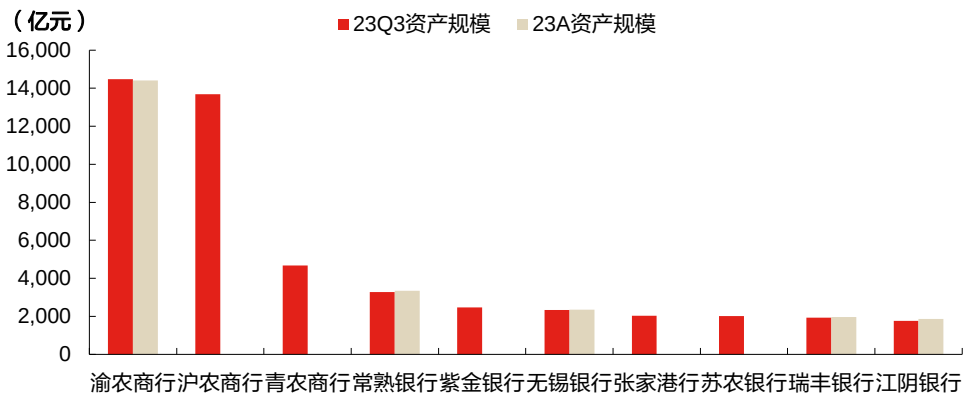


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2 资产规模领跑上市农商行，扎根县域本地优势牢固

**全国首家 A+H 股上市农商行，资产规模领跑同业。**渝农商行前身为重庆市农村信用社，2008 年改制重组为全市统一法人的农村商业银行，2010 年、2019 年分别于香港 H 股和上海证券交易所主板挂牌上市，成为全国首家 A+H 股上市农商行、西部首家 A+H 股上市银行。截至 2023Q3，公司资产规模突破 1.4 万亿元，保持上市农商行首位。

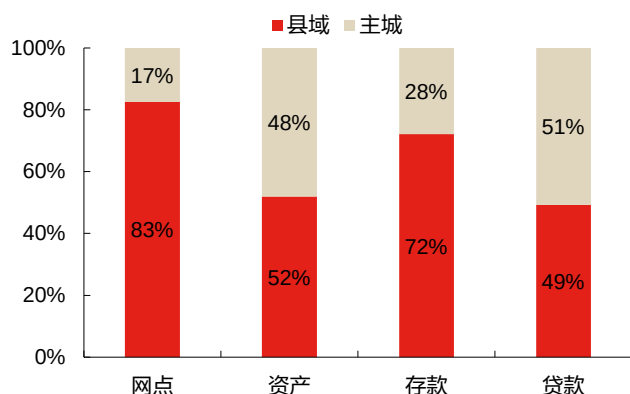
图 11：2023Q3 及 2023A 上市农商行资产规模



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至 4 月 11 日，沪农商行、青农商行、紫金银行、张家港行和苏农银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

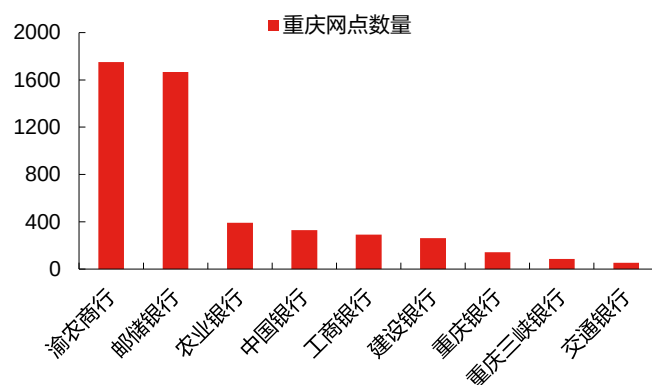
**扎根重庆，服务县域，本地市占率稳中有升。**截至 2023 年底，渝农商行在重庆拥有 1749 家经营网点，数量显著高于大行以及其他本地银行，存贷款市占率分别达 17.0%、12.1%，本地竞争优势牢固。从网点分布来看，渝农商行立足“服务三农、服务中小企业、服务县域经济”的市场定位，县域网点占比达 83%，县域地区总资产、存款、贷款占比分别为 52%、72%和 49%。

图 12：2023A 渝农商行网点、资产以及存贷款区域分布



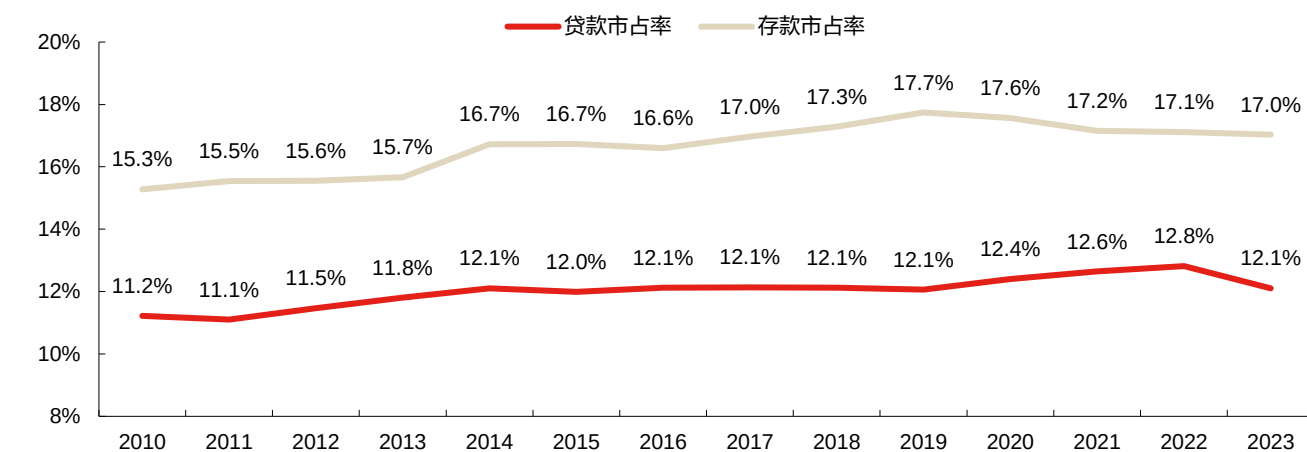
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：渝农商行、大行及其他主要本地银行重庆网点数量



数据来源：公司官网，东方证券研究所 注：数据截至 2024 年 3 月 27 日

图 14：渝农商行贷款、存款在重庆的市占率



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 1.3 地方国资增持彰显发展信心，管理层长期深耕本地市场

前十大股东以当地国资为主，重庆市国资委增持彰显地方支持。截至 2023 年底，渝农商行前十大股东合计持股 59.02%，其中，市国资委控股的水利投资集团持股比例增至 4.99%，进入十大股东之列，市国资委通过下属企业合计持股比例提升至 21.81%，市财政局合计持股 9.21%。地方国资主导的股权结构，为渝农商行对接涉农项目需求，以及配合政策导向支持实体经济发展奠定了良好的基础。

表 3：2023A 渝农商行前十大股东

| 股东名称              | 性质   | 持股数量 (股)      | 占总股本比例 (%) |
|-------------------|------|---------------|------------|
| 香港中央结算(代理人)有限公司   | 境外法人 | 2,501,166,691 | 22.02      |
| 重庆渝富资本运营集团有限公司    | 国有法人 | 988,000,000   | 8.70       |
| 重庆市城市建设投资(集团)有限公司 | 国有法人 | 797,087,430   | 7.02       |
| 重庆发展置业管理有限公司      | 国有法人 | 589,084,181   | 5.19       |
| 重庆市水利投资(集团)有限公司   | 国有法人 | 566,714,256   | 4.99       |
| 重庆发展投资有限公司        | 国有法人 | 457,035,289   | 4.02       |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

|              |         |                      |              |
|--------------|---------|----------------------|--------------|
| 香港中央结算有限公司   | 境外法人    | 382,403,968          | 3.37         |
| 重庆财信企业集团有限公司 | 境内非国有法人 | 160,000,000          | 1.41         |
| 隆鑫控股有限公司     | 境内非国有法人 | 136,778,711          | 1.20         |
| 重庆水务集团股份有限公司 | 国有法人    | 125,000,000          | 1.10         |
| <b>合计</b>    |         | <b>6,703,270,526</b> | <b>59.02</b> |

数据来源：Wind，东方证券研究所

**新管理层已就位，高管团队具备本地银行业多年从业经验。**董事长谢文辉先生自 2011 年加入渝农商行，2014-2022 年担任行长；行长隋军先生历任渝农商行支行行长、营业部总经理、副行长、董事会秘书等职，2023 年 7 月正式回归就任行长。其余高管均具备渝农商行或重庆其他银行的多年从业经历，对行内业务和本地发展状况较为熟悉，有利于战略的科学制定和稳步推行。

表 4：渝农商行主要管理层情况

| 姓名  | 职务        | 出生年份 | 任职时间    | 从业履历                                                                                                       |
|-----|-----------|------|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 谢文辉 | 董事长       | 1972 | 2022.08 | 曾任工商银行重庆市分行科技处副科长；重庆农村信用联社科技处总经理助理，副总经理；渝农商行科技部副总经理，科技部总经理，党委委员，副行长                                        |
| 隋军  | 行长        | 1968 | 2023.07 | 曾任江津市农村信用合作联社党委书记，理事长；渝农商行江津支行党委书记及行长，总行营业部总经理，总行党委委员，副行长，执行董事，董事会秘书；重庆汽车金融有限公司党委书记，董事长；重庆银行股份有限公司党委委员，副行长 |
| 张培宗 | 副行长、董事会秘书 | 1974 | 2017.01 | 曾任重庆市农村信用联社联合社理事会秘书，调查统计部总经理；渝农商行发展规划部总经理，发展研究部总经理，铜梁支行行长，北碚支行行长；渝农商金融租赁有限责任公司董事长                          |
| 周国华 | 副行长       | 1965 | 2023.12 | 曾任重庆市商业银行监事会办公室负责人，渝北支行副行长，重庆银行高新区支行行长，大礼堂支行行长，首席运营业务执行官，党委委员，副行长                                          |
| 谭彬  | 副行长       | 1975 | 2024.02 | 曾任渝农商行公司业务部副总经理，忠县支行行长，个人业务部总经理，小微金融业务部总经理兼任村镇银行管理部总经理，三农业务管理部总经理，乡村振兴金融部总经理                               |

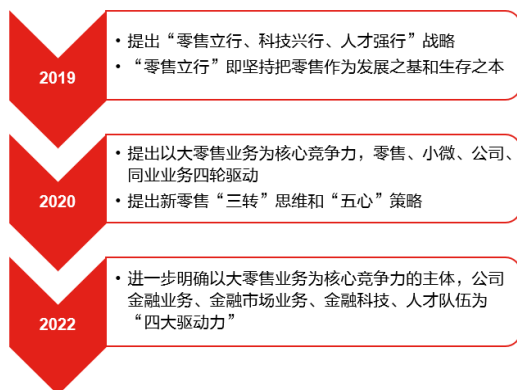
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、零售立行深入推进，对公立足区域禀赋

### 2.1 以大零售为主体，小微业务表现靓丽，零售存款量价齐优

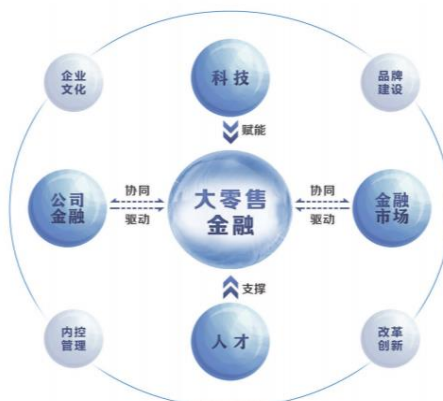
**将零售业务作为战略重点，构建差异化竞争优势。**渝农商行始终高度重视零售业务，2019 年正式提出“零售立行”战略，提出将零售作为发展之基和生存之本；2020 年以来进一步明确以大零售业务为核心竞争力的“一体四驱”体系。随着零售战略的持续推进，2018-2023 年间，零售银行板块整体的营收占比提升 6.9pct 至 44.1%，资产占比提升 5.7pct 至 19.3%。

图 15：近年渝农商行零售战略重要变化



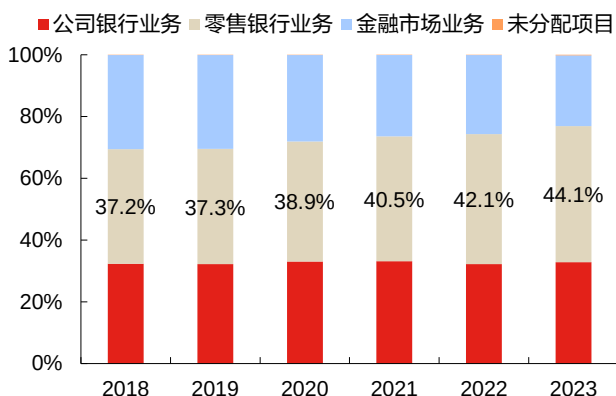
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 16：渝农商行以大零售业务为核心的“一体四驱”体系



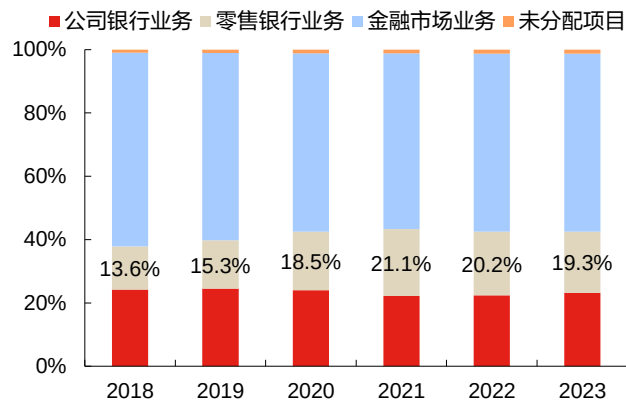
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：渝农商行各业务分部营收占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

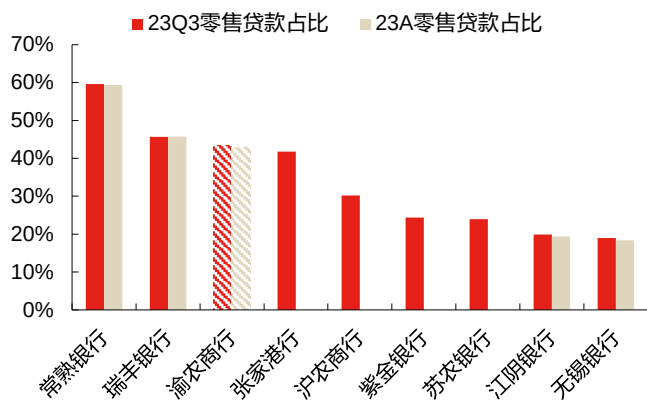
图 18：渝农商行各业务分部资产占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

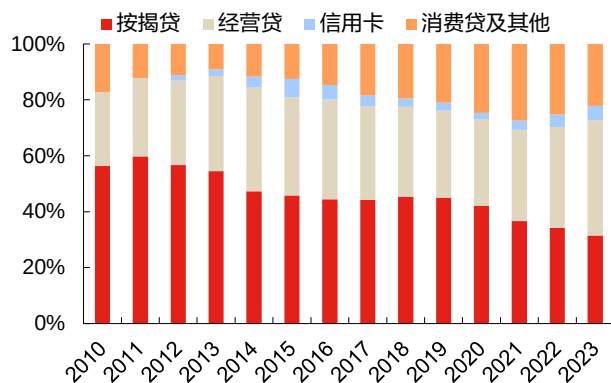
**零售贷款占比领先同业，个人经营贷增长亮眼。**零售立行战略指引下，渝农商行零售贷款占比逐步提升至四成以上，位于同业前列，差异化竞争优势凸显。结构上，各品种占比相对均衡，但受房地产市场景气度下行影响，按揭贷增长边际承压，个人经营贷、消费及信用卡贷款占比相应提升，特别是个人经营贷近年增长较为迅猛，2019-2023 年年均复合增长率达 24.2%，已成为第一大个贷品种，拉动个贷整体规模保持增长。

图 19：2023Q3 及 2023A 上市农商行零售贷款占比



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至 4 月 11 日，沪农商行、紫金银行、张家港行和苏农银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

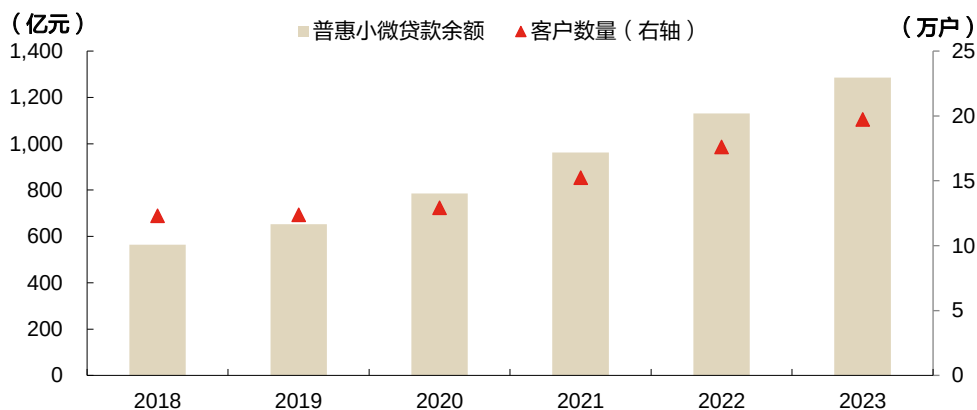
图 20：渝农商行零售贷款品种构成



数据来源：Wind，东方证券研究所

**扎根县域奠定普惠小微业务基因，贷款规模稳居重庆第一。**渝农商行坚守支农支小主业，本地网点数量众多且超八成分布在县域，奠定了开拓普惠小微业务的先发优势。近年来渝农商行持续丰富小微金融产品，已形成“经典易贷-信用易贷-特色易贷-线上易贷”产品体系，覆盖科技型企业、医疗机构、农村产业、个人创业等多种场景，助推普惠小微贷款增量扩面。截至 2023 年底，普惠小微贷款户数达 19.7 万户，贷款余额 1285 亿元，均保持重庆第一，显著领先其余本地银行。

图 21：渝农商行普惠小微贷款余额及客户数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**小微客群相对下沉带来较高收益，且风险整体可控。**依托网点优势以及对本地市场的深入了解，渝农商行普惠小微客户群体相对下沉，户均贷款规模明显小于其他本地银行以及国有大行，渝农商行的议价能力更强，有效增厚了收益，贷款利率长期领先同业，2023 年新发放贷款利率为 4.75%，居可比同业最高水平。在深耕下沉市场的同时，渝农商行对于风险的把控也较为有效，普惠小微贷款不良率持续低于本地可比银行。



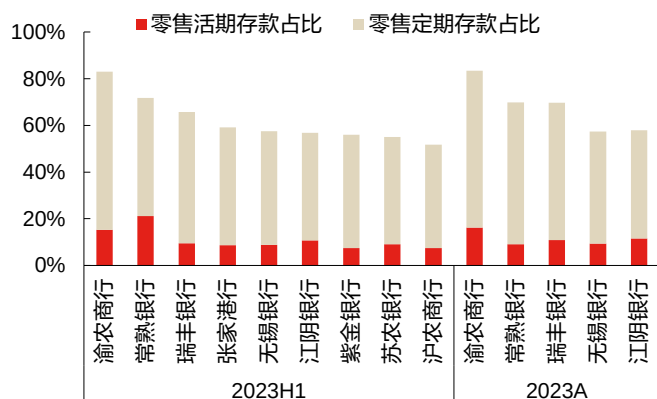
图 22：渝农商行、其他主要本地银行以及国有行普惠小微贷款户均规模、新发放利率和不良率（万元）

| 公司简称   | 户均贷款规模 |      |      |      |      | 新发放贷款利率 |       |       |       |       | 不良率   |       |       |       |       |
|--------|--------|------|------|------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        | 2019   | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2019    | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
| 渝农商行   | 53     | 61   | 63   | 64   | 65   | 6.20%   | 5.67% | 5.85% | 5.35% | 4.75% | 0.87% | 0.82% | 0.89% | 1.49% | 2.05% |
| 重庆银行   |        |      | 74   | 80   | 87   |         |       | 5.49% | 4.62% | 4.26% |       |       | 3.34% | 2.26% |       |
| 重庆三峡银行 | 106    | 98   | 110  | 125  |      | 6.51%   | 5.17% | 5.13% | 5.06% |       |       |       |       |       |       |
| 工商银行   | 111    | 123  | 138  | 153  | 152  | 4.52%   | 4.13% |       | 3.84% | 3.55% |       |       |       |       |       |
| 中国银行   | 103    | 127  | 142  | 164  | 164  | 4.30%   | 3.93% | 3.96% | 3.81% | 3.54% |       |       |       |       |       |
| 农业银行   | 53     | 61   | 69   | 70   | 69   | 4.66%   | 4.18% | 4.10% | 3.90% | 3.67% | 1.37% | 0.94% |       |       |       |
| 建设银行   | 73     | 85   | 97   | 93   | 96   | 4.95%   | 4.31% | 4.16% | 4.00% | 3.75% |       |       |       |       |       |
| 交通银行   | 157    | 165  | 160  | 156  | 173  |         | 4.08% | 4.00% | 3.75% | 3.43% | 3.22% | 1.91% | 1.16% | 0.81% | 0.70% |
| 邮储银行   | 43     | 50   | 56   | 61   | 67   | 6.18%   | 5.46% | 5.19% | 4.85% | 4.61% | 2.51% | 2.01% | 1.66% |       |       |

数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：渝农商行 2021 年披露了普惠小微贷款不良率，其余年份为个人经营性贷款不良率

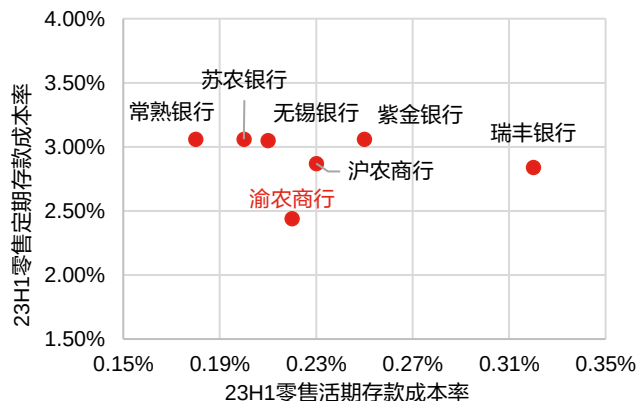
**零售存款量价齐优，零售定期存款成本率显著低于同业。**密集且下沉的网点也为渝农商行带来了大量的低成本零售存款来源，大零售战略指引下，渝农商行持续优化揽储能力，形成了以零售存款为主体的存款结构。截至 2023 年底，零售存款规模达 7472 亿元，存量、增量均为全市第一，占总存款比例达 83%，保持上市农商行最高水平。价格上看，渝农商行零售存款成本率整体优于同业，尤其是零售定期存款成本率 2023H1 仅为 2.44%，较同业偏低 40bp 以上，2023 年底进一步下降 5bp 至 2.39%，成本优势突出。

图 23：2023H1 及 2023A 上市农商行零售存款占比



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至 4 月 11 日，沪农商行、紫金银行、张家港行和苏农商行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

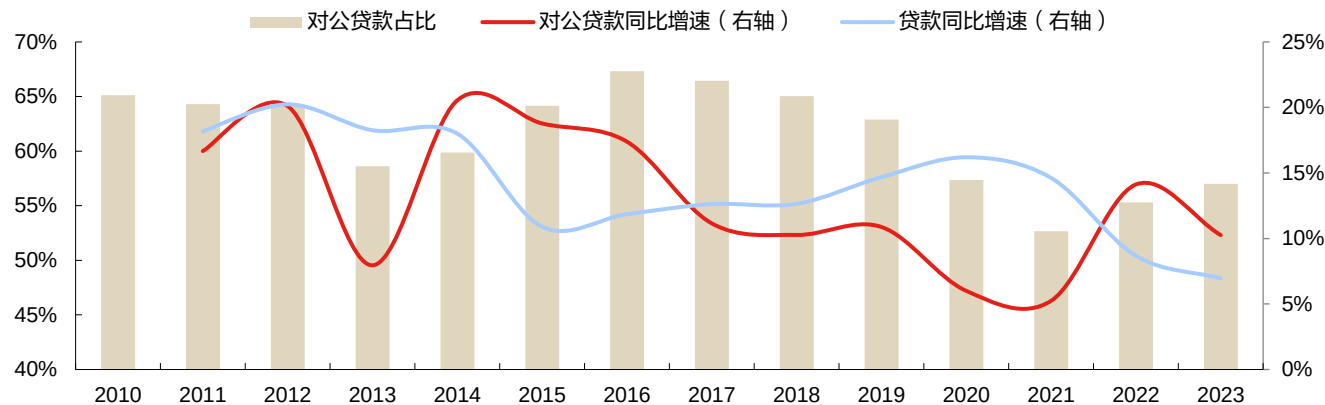
图 24：2023H1 上市农商行零售活期和定期存款成本率



数据来源：Wind，东方证券研究所

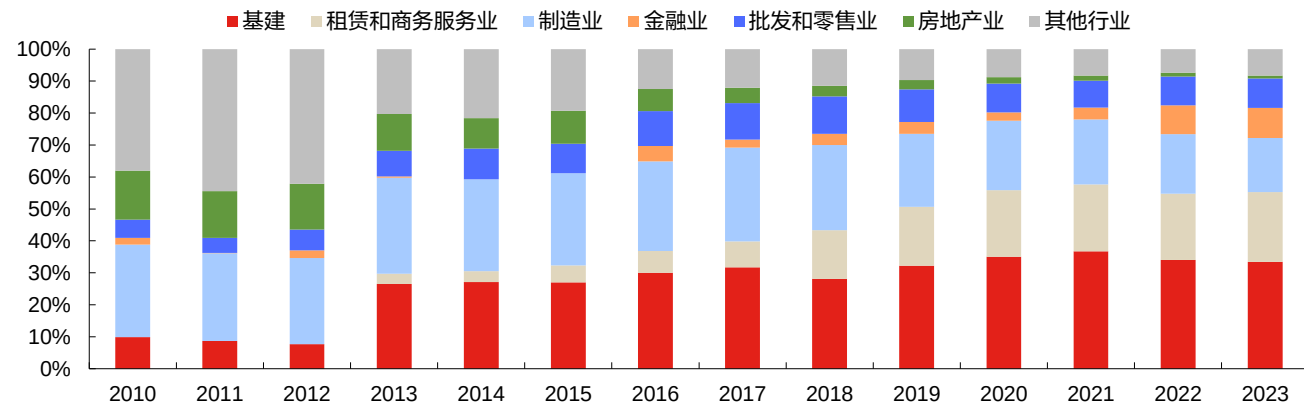
## 2.2 对公信贷投放积极，持续受益于区域发展红利

**服务重大战略落地，对公贷款投放景气度较高。**2022 年以来，伴随成渝双城经济圈、西部陆海新通道、“33618”制造业集群等政策的加速推进，渝农商行对公贷款投放明显提速，同比增速保持在 10% 以上，高于整体贷款增速。

**图 25：渝农商行对公贷款占比和同比增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

投向以基建、租赁和商务服务业、制造业为主，高度契合区域发展方向。制造业为渝农商行对公贷款的传统重点领域，同时自2013年起，渝农商行加大了对涉政类贷款的支持力度，基建行业、租赁和商务服务业贷款占比明显提升，逐渐成为首要投向。近年来基建、租赁和商务服务业、制造业贷款合计占比稳定在七成左右。

**图 26：渝农商行对公贷款行业构成**


数据来源：Wind，东方证券研究所

重大战略投资力度预计保持较高水平，有望持续带来信贷增长动能。中长期来看，成渝双城经济圈、西部陆海新通道均已于2023年出台五年期行动方案，制造业、战略性新兴产业以及新能源汽车等重点领域也已制定产业发展规划和目标，将持续带来信贷需求。截至2023年底，渝农商行对成渝双城经济圈和市级重大项目授信数量达157个，累计发放授信超1200亿元，对西部陆海新通道客户和项目总投放超1000亿元，已覆盖全市三分之二以上的专精特新企业，相关领域投放势头有望保持，支撑对公贷款以及整体资产规模的扩张。

图 27：渝农商行服务重大战略落地情况

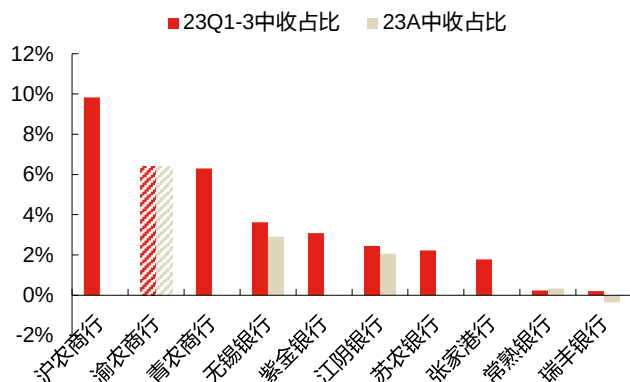


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.3 中收占比领先同业，银行卡业务增长迅猛

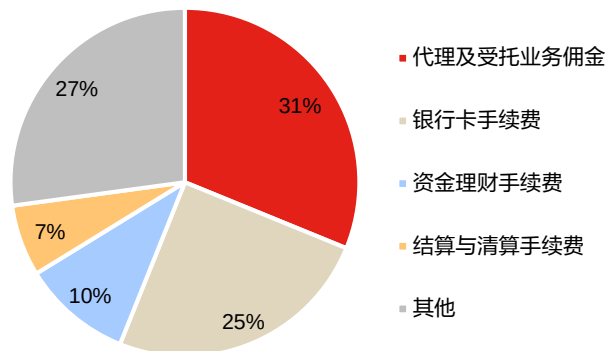
中收占比居同业较高水平，主要来自代理、银行卡和理财业务收入。2023 年前三季度，渝农商行中收占营收比重约 6.4%，居上市城商行第二位。拆分来看，2023 年渝农商行中收主要来自代理、银行卡和理财业务，合计占比近七成。

图 28：2023Q1-3 及 2023A 上市农商行中收占比



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至 4 月 11 日，沪农商行、青农商行、紫金银行、张家港行和苏农银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

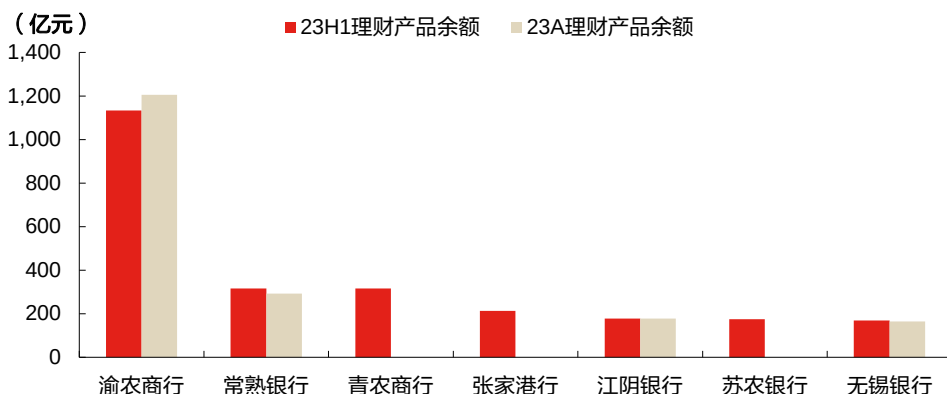
图 29：2023 年渝农商行中收构成



数据来源：公司公告，东方证券研究所

代销产品不断丰富，理财产品余额大幅领先同业。渝农理财代理业务稳步发展，产品上，不断丰富保险、基金、信托、资管等财富管理产品，并联合理财子公司推出“成渝宝”“稳健低波”等理财产品；渠道上，持续优化线上销售渠道，与头部券商公司开展外部合作。截至 2023 年底，财富理财业务收入突破 3 亿元，理财产品余额超 1200 亿元，大幅领先同业。

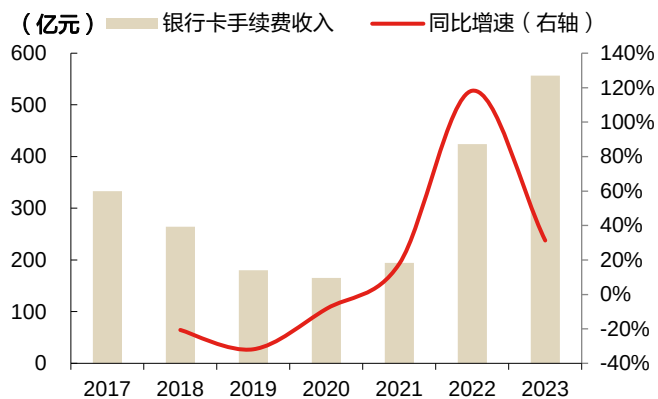
图 30：2023H1 及 2023A 上市农商行理财产品余额



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所 注：截至 4 月 11 日，青农商行、张家港行和苏农银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

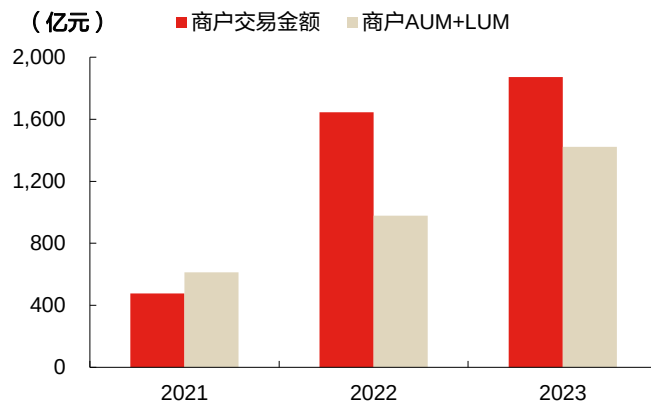
以商户业务为切入点，银行卡手续费收入有望保持较快增长。2022 年渝农商行银行卡手续费收入实现翻倍增长，2023 年同比增速也保持在 30% 以上，主要得益于发力商户业务，推广集收单、收银、营销功能于一体的支付产品“渝快付”，成功接入多行业场景，已形成品牌效应。2021-2023 年间，商户交易金额、AUM+LUM 复合增长率分别达到 98.3%、52.3%，银行卡手续费收入已成为中收的重要支撑。

图 31：渝农商行银行卡手续费收入及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 32：渝农商行商户交易金额、商户 AUM+LUM



数据来源：公司公告，东方证券研究所

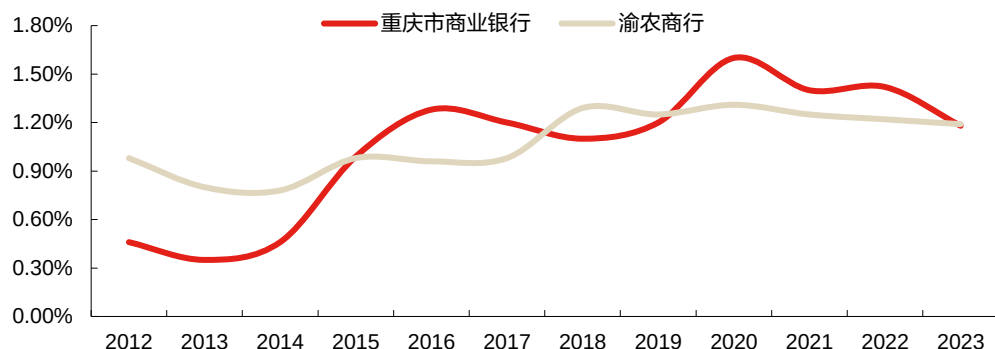
### 三、历史包袱出清，ROE 具备改善空间

#### 3.1 大额风险基本出清，资产质量迎来拐点

**逐步走出不良高峰。**2018 年以来，伴随重庆市支柱性产业增速进入低速区间，部分大额客户出现违约，渝农商行以及重庆商业银行整体不良率发生明显抬升。此后数年间，渝农商行加大力度处置不良资产、夯实风险管控，资产质量逐步改善，截至 2023 年底不良率为 1.19%，较 2020 年高点下降了 12bp。资产质量的好转得益于多方面举措。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

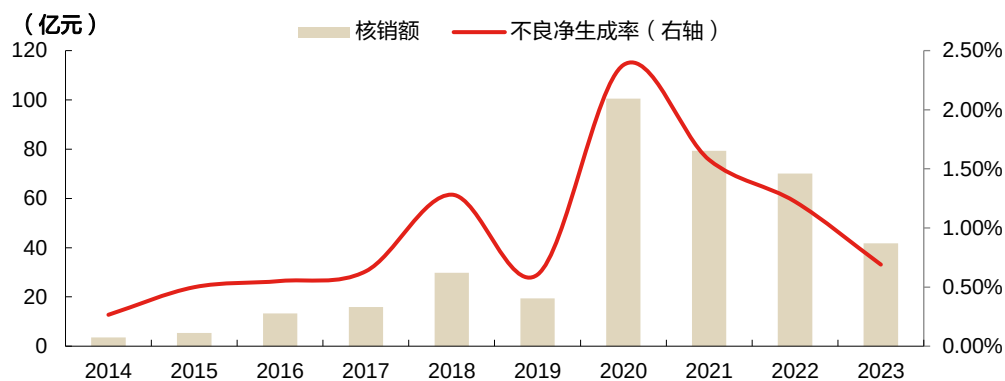
图 33：渝农商行及重庆市商业银行整体不良率



数据来源：Wind，东方证券研究所

- 1) **大力开展存量风险核销处置。**隆鑫控股为重庆摩托车巨头企业，是渝农商行前十大股东之一，2018 年起由于盈利下滑、融资受阻发生债务违约，截至 2019 年底，隆鑫控股为渝农商行单一最大借款人，贷款余额超 54 亿元。出险后渝农商行积极开展风险处置，2020 年核销贷款近 40 亿，2021 年上半年核销全部贷款。目前隆鑫系对渝农商行报表的负面影响已经出尽，且重整计划仍在执行当中，已核销债权具备获得清偿的可能性。2020-2022 年，渝农商行年不良核销额均超 70 亿元，存量大额不良基本核销完毕，2023 年核销额降至 42 亿元，我们测算年化不良净生成率为 0.69%，同比大幅下降 53bp。

图 34：渝农商行不良核销额及不良净生成率测算值



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

表 5：隆鑫系破产重整以及渝农商行风险处置重要节点梳理

| 时间         | 事件进展                                                                                                                     |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2018-2019  | 2018 年 6 月-9 月，隆鑫控股开始出现合计约 10 亿元左右的债务逾期。截至 2019 年底，隆鑫控股逾期负债为 24.89 亿元                                                    |
| 2020.04-10 | 2020 年 4 月、6 月，渝农商行将隆鑫控股的 9.97 亿元贷款延期到 2021 年，当年 8 月、10 月再次向隆鑫控股发放一年期授信 64.79 亿元                                         |
| 2020.12    | 2020 年全年，渝农商行核销隆鑫控股贷款金额达到 38.06 亿元；剩余贷款 15.35 亿元，计提减值准备达 13.01 亿元                                                        |
| 2021.06    | 渝农商行核销隆鑫控股贷款 13.92 亿元本金，这意味着其对隆鑫控股的贷款已经全部核销                                                                              |
| 2021.09    | 隆鑫系十三家企业向重庆破产法庭申请破产重整。渝农商行合计申报金额为 72.62 亿元的债权进行清偿，其中，隆鑫控股债权 60.17 亿元，渝商投资债权 6.1 亿元，渝商再生资源债权 0.94 亿元，隆鑫集团债权 5.41 亿元（担保债权） |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

|            |                                                                                                                                            |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2022.03    | 渝农商行披露，该行申报的 72.62 亿元债权将根据重组协议确定的清偿方案得到清偿。其中，担保债权将在担保财产的评估值范围内优先受偿，超出部分按普通债权清偿；普通债权则为两类，50 万元以下全额现金清偿，超出部分以获得上市公司股票+信托受益权份额的方式抵偿           |
| 2022.11-12 | 2022 年 11 月，重庆五中院作出“(2022)渝 05 破 76 号之四号”裁定，批准隆鑫系十三家公司实质合并重整计划。12 月，渝农商行公告称，隆鑫控股所持的 3.81% 股份被司法划转至重庆发展，本次司法划转后，隆鑫控股持股比例下降至 1.20%           |
| 2023.11    | 破产重整进展不达预期，经重整主体申请，法院裁定批准延长《重整计划》执行期限六个月（至 2024 年 5 月 21 日）。截至 2024 年 2 月 29 日，重整管理人账户累计完成现金清偿 16.33 亿元（主要用于清偿重庆国际信优先债权），占现金清偿债权总额的 16.59% |

数据来源：公司公告，中国经济网，澎湃新闻，新浪财经，东方证券研究所

**2) 优化贷款投向，适度降低风险偏好。**渝农商行持续调整贷款结构，2017 年以来，风险暴露较为明显的制造业、批发和零售业、对公房地产业贷款占比均有明显压降，并且除房地产业以外不良率已逐步回归正常水平；不良率偏低的基建、租赁和商务服务业以及零售贷款占比保持稳定或有所提升，尤其是基建、租赁和商务服务业贷款不良率近年稳定在 1% 以下，已成为资产质量的压舱石。

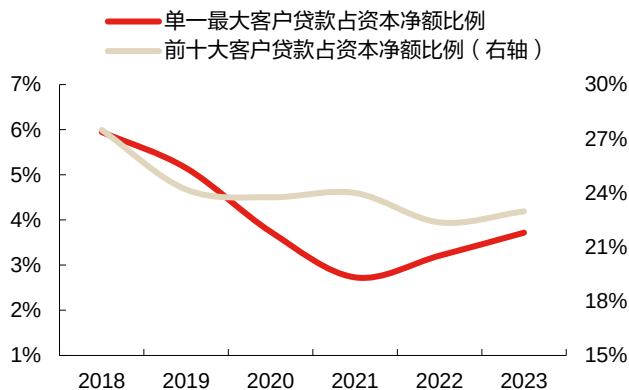
图 35：渝农商行主要投放领域贷款余额占比和不良率

| 贷款投向      | 贷款余额占比 |      |      |      |      |      |      | 不良率   |       |       |       |       |       |       |
|-----------|--------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2017   | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
| 租赁和商务服务业  | 5%     | 10%  | 12%  | 12%  | 11%  | 11%  | 12%  | 0.27% | 0.02% | 0.00% | 0.01% | 2.74% | 0.28% | 0.36% |
| 基建        | 21%    | 18%  | 20%  | 20%  | 19%  | 19%  | 19%  | 0.00% | 0.08% | 0.01% | 0.00% | 0.41% | 0.87% | 0.51% |
| 制造业       | 20%    | 17%  | 14%  | 12%  | 11%  | 10%  | 10%  | 1.38% | 3.44% | 2.85% | 4.85% | 1.42% | 1.13% | 0.90% |
| 批发和零售业    | 8%     | 8%   | 6%   | 5%   | 4%   | 5%   | 5%   | 3.81% | 4.27% | 1.77% | 8.02% | 9.86% | 2.62% | 2.89% |
| 房地产业      | 3%     | 2%   | 2%   | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   | 0.00% | 0.70% | 8.62% | 0.00% | 0.00% | 7.28% | 9.27% |
| 个人经营性贷款   | 11%    | 11%  | 12%  | 13%  | 15%  | 16%  | 18%  | 1.40% | 1.36% | 0.87% | 0.82% | 0.73% | 1.49% | 2.05% |
| 个人按揭贷款    | 15%    | 16%  | 17%  | 18%  | 17%  | 15%  | 14%  | 0.61% | 0.43% | 0.33% | 0.31% | 0.46% | 0.77% | 1.11% |
| 其他（消费贷为主） | 7%     | 8%   | 9%   | 12%  | 15%  | 13%  | 12%  | 1.56% | 1.55% | 1.23% | 0.86% | 0.83% | 1.25% | 1.49% |

数据来源：Wind，东方证券研究所

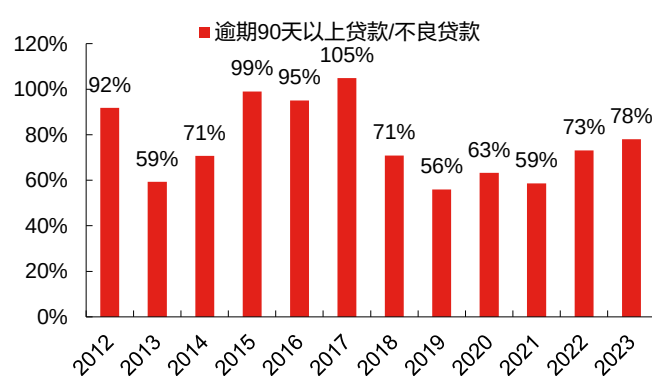
**3) 加强制度建设，严控新生成不良风险。**渝农商行吸取教训，不断优化授信审批和风险控制制度，一是降低贷款集中度，有效分散风险，截至 2023 年底，单一最大客户、前十大客户贷款占资本净额比例分别为 3.72%、22.98%，较 2018 年高点分别下降 2.23pct、4.51pct；二是从开展不良认定，识别潜在风险，逾期 90 天以上贷款占不良贷款的比重于 2018 年大幅下降 34pct 至 71%，2019-2023 年保持在 55%-80% 区间，不良认定较为严格。

图 36：渝农商行贷款集中度



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 37：渝农商行逾期 90 天以上贷款/不良贷款

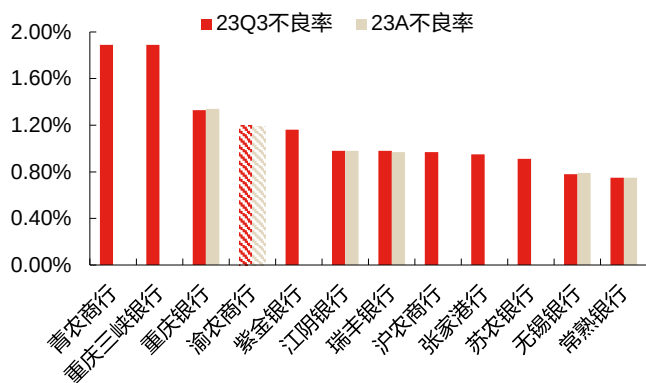


数据来源：Wind，东方证券研究所



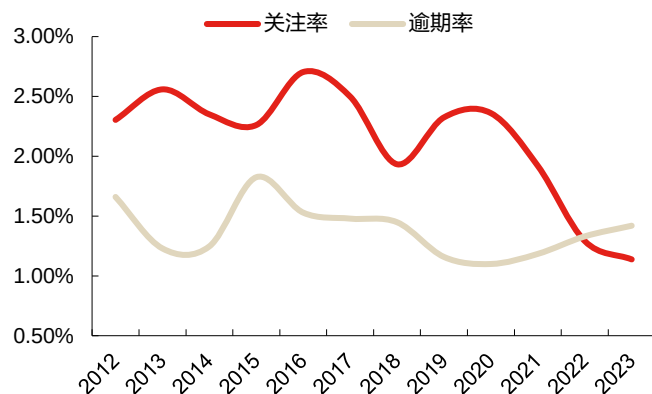
当前不良率优于本地同业，关注率持续走低。当前渝农商行不良率仍处于上市农商行偏高水平，但低于其他重庆区域性银行。从不良前瞻指标来看，关注率自 2021 年起持续走低，截至 2023 年底同比下降 15bp 至 1.14%，逾期率同比上升 9bp 至 1.42%，但仍处于可控水平。

图 38：2023Q3 及 2023A 上市农商行和主要本地银行不良率



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至 4 月 11 日，沪农商行、青农商行、紫金银行、张家港行、苏农商行和重庆三峡银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

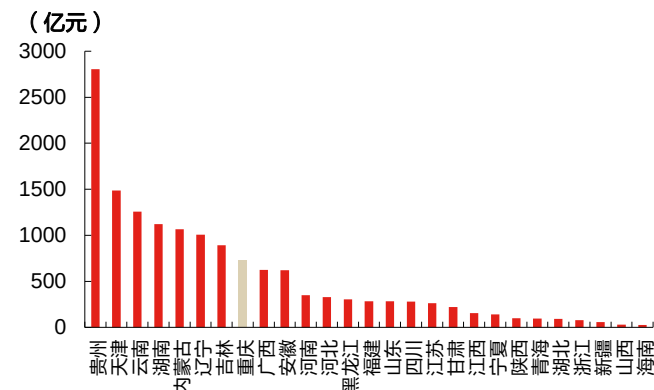
图 39：渝农商行关注率和逾期率



数据来源：Wind，东方证券研究所

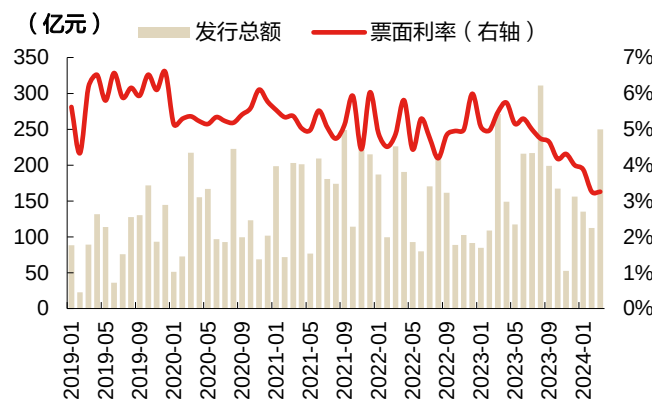
区域信用环境有望改善，助力资产质量向好。从重点风险领域的后续趋势来看，1）地方债务：重庆债务水平不低，但经济增速较快，且化债动作积极、债务管控能力较好，市政府在 2017 年即印发《关于加强融资平台管理的通知》，提出锁定融资平台公司目录名单，清理并分类处理融资平台公司债务。2023 年以来，重庆积极实施一揽子化债举措，截至 4 月 5 日，本轮特殊再融资债发行规模达 726 亿元，位居各省前列，且重庆城投债发行成本持续走低，债务滚续状况良好，整体债务风险可控。2）个人经营性贷款：2022 年以来不良率边际有所上行，短期来看存在一定的资产质量压力，但经营贷风险相对分散、抵押和担保相对充足，并且处置较为迅速，风险在可控范围内。长期来看，重庆居民收入、企业利润仍在修复过程中，资产质量压力有望逐渐减轻。

图 40：2023 年 10 月以来各省份特殊再融资债发行规模



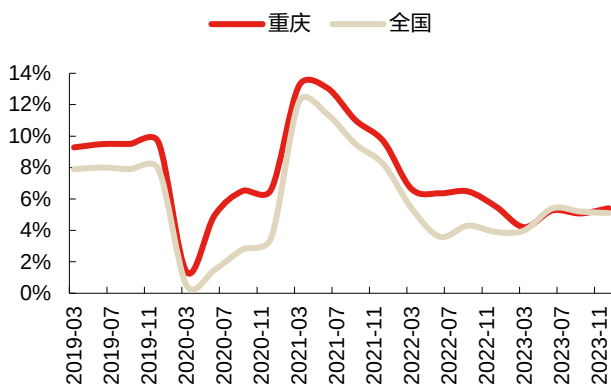
数据来源：Wind，东方证券研究所 注：数据截至 2024 年 4 月 5 日

图 41：重庆城投债发行规模和平均票面利率



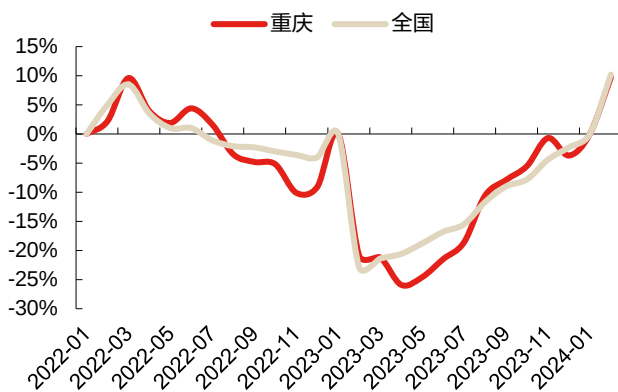
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 42：重庆及全国居民人均可支配收入累计同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

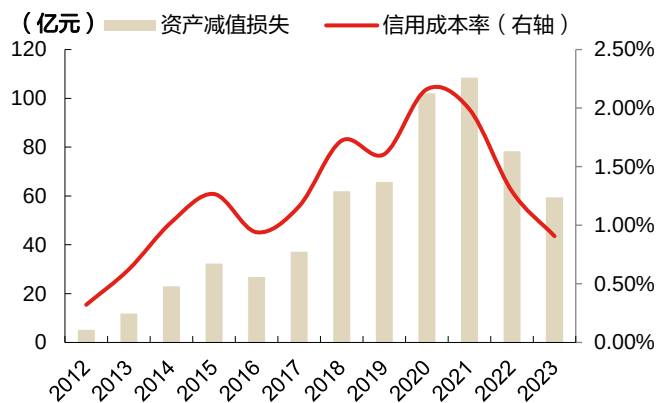
图 43：重庆及全国工业企业利润总额累计同比修复



数据来源：Wind，东方证券研究所

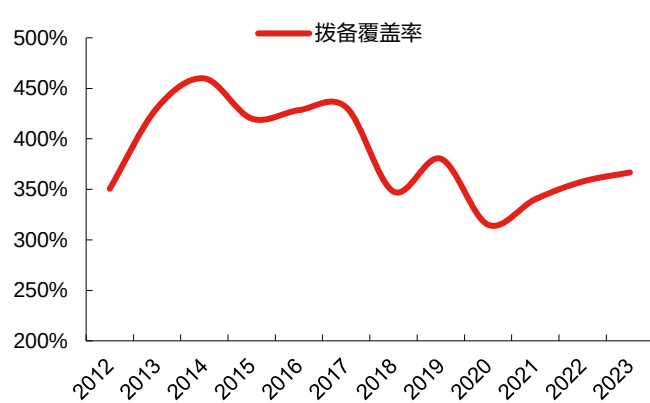
**信用成本持续降低，拨备反哺利润空间充足。**得益于存量风险的持续出清以及对新生不良的良好控制，测算渝农商行信用成本率近年来持续下降，截至 2023 年底为 0.91%，同比下降 38bp；拨备覆盖率同比提升 9.0pct 至 367%，反哺利润空间较足。

图 44：渝农商行历年资产减值损失及信用成本率测算值



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：渝农商行拨备覆盖率

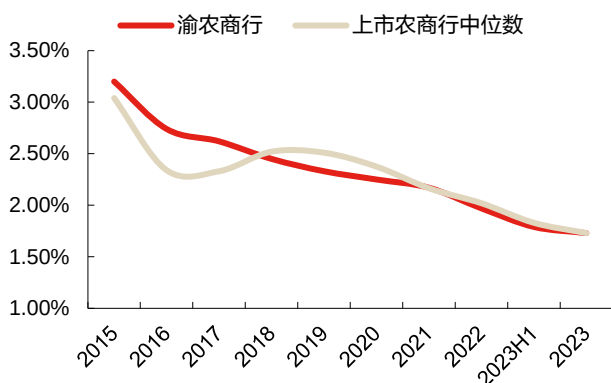


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2 负债成本优势牢固，资产结构优化有望助力息差企稳

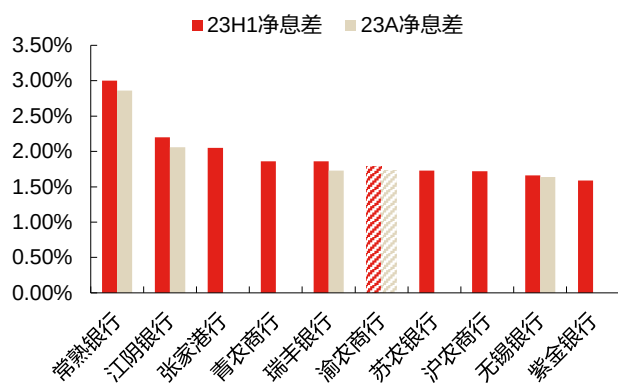
**息差处于上市农商行中游水平，下行幅度边际趋缓。**近年来伴随银行让利支持实体经济，渝农商行净息差持续收窄。截至 2023 年底，渝农商行净息差为 1.73%，较 2022 年底、2023H1 分别下降 24bp、6bp，息差下行速度明显放缓，绝对水平处于上市农商行中游。

图 46：渝农商行净息差及上市农商行中位数



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：2023A 中位数基于已披露年报的五家农商行计算，后同

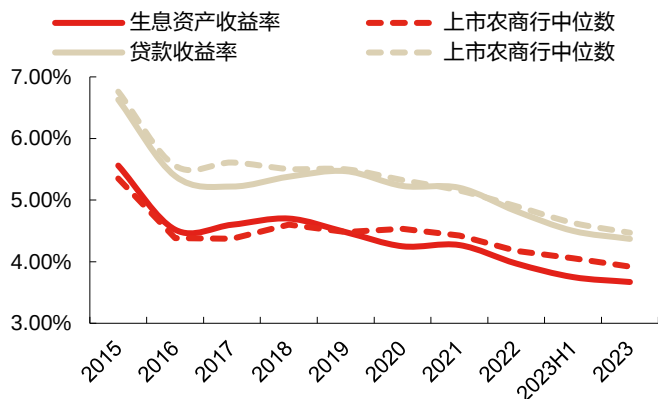
图 47：2023H1 及 2023A 上市农商行净息差



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至 4 月 11 日，沪农商行、青农商行、紫金银行、张家港行和苏农商行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

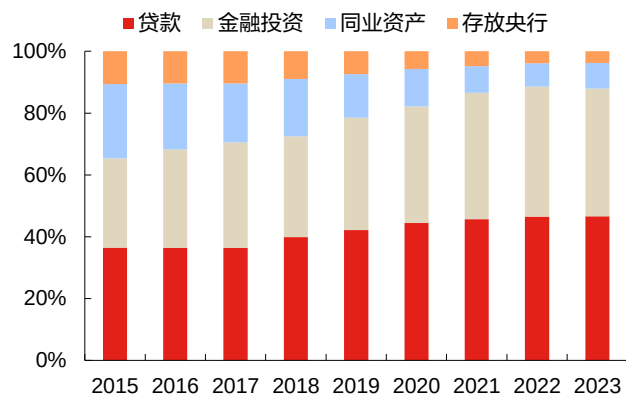
**成本收益双低，资产端收益率表现不及同业整体水平。**渝农商行息差两端呈成本收益双低的特点，负债成本优势使其无需过度追求高风险资产，便可保证一定的息差水平。价格上看，截至 2023 年底，贷款收益率下滑影响下，生息资产收益率同比下降 30bp 至 3.67%，不及同业中位水平；结构上看，贷款和金融投资为主要资产投向，贷款占比相对同业较低，但自 2018 年以来持续提升。

图 48：渝农商行生息资产、贷款收益率及上市农商行中位数



数据来源：Wind，东方证券研究所

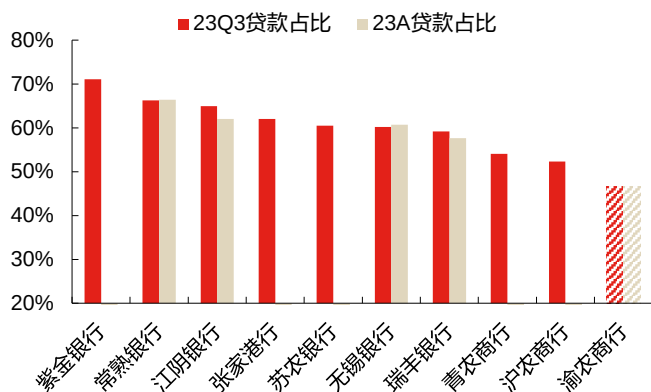
图 49：渝农商行生息资产构成



数据来源：Wind，东方证券研究所

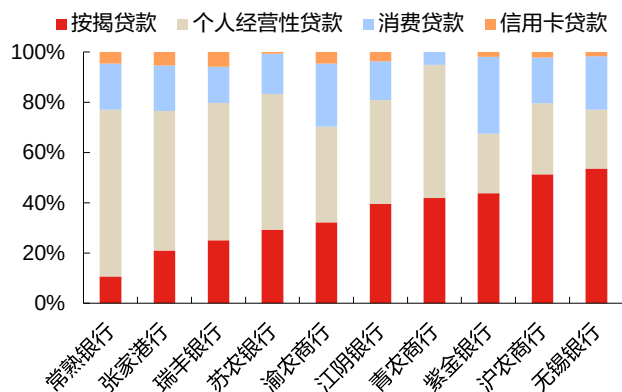
**资产结构的持续优化有望增厚收益，延缓息差下行。**一是贷款占生息资产的比重有望进一步提升，2017-2023 年贷款占比已累计提升 10.2pct，但截至 2023 年底贷款占比约 47%，仍为上市农商行最低水平，具备较大提升空间；二是贷款结构有望进一步优化，随着零售立行战略的持续推进，零售贷款占比有望进一步提升，并且从零售贷款内部结构来看，相对高收益的个人经营贷、消费贷投放景气度、资源倾斜力度相对较高，也有助于增厚收益。

图 50：2023Q3 及 2023A 上市农商行贷款占生息资产比重



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至4月11日，沪农商行、青农商行、紫金银行、张家港行和苏农银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

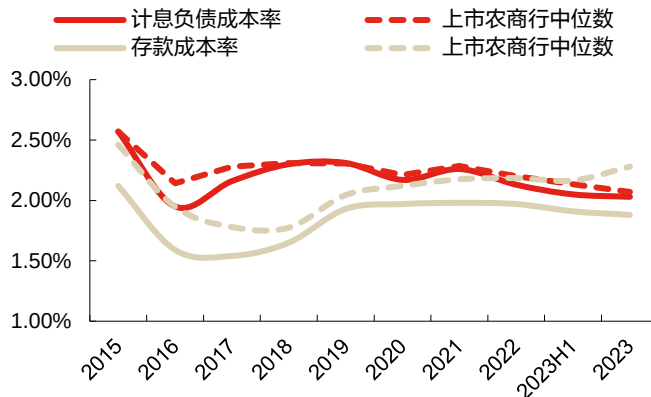
图 51：2023H1 上市农商行零售贷款构成



数据来源：Wind，东方证券研究所

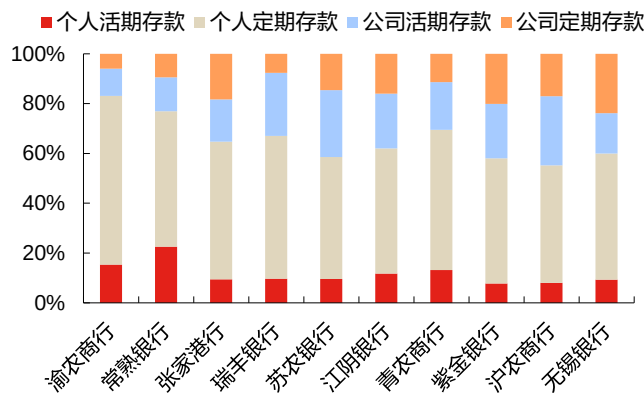
**负债成本优势突出。**渝农商行网点数量多、区域下沉、揽储能力强，零售存款占比显著领先同业，存款成本率自 2021 年以来保持上市农商行最低水平，截至 2023 年底为 1.88%，同比进一步下行 9bp，成本改善效果显著。

图 52：渝农商行计息负债、存款成本率及上市农商行中位数



数据来源：Wind，东方证券研究所

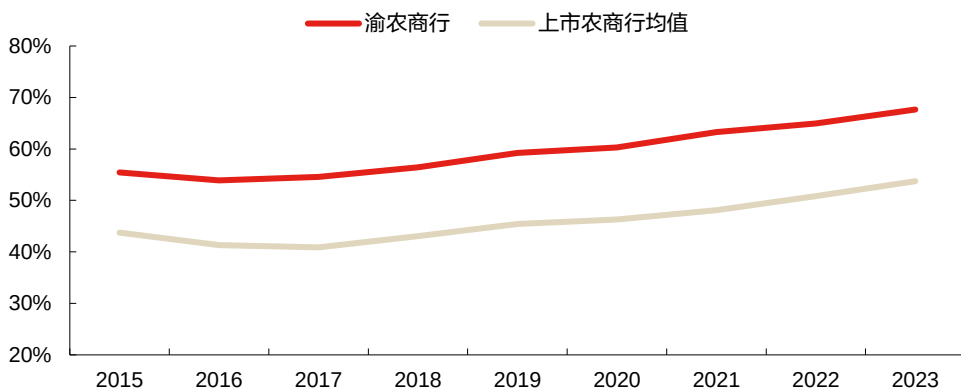
图 53：2023H1 上市农商行存款构成



数据来源：Wind，东方证券研究所

**后续来看，负债成本仍有进一步压降空间。**渝农商行个人定期存款占比明显高于同业，为负债成本的进一步改善提供了抓手，一是 2023 年存款挂牌利率三次下调，且长期限下调幅度更大，2024 年不排除继续下调的可能性，伴随存量定期存款的逐渐到期，负债成本的改善将持续显现。二是若渝农商行主动发力负债结构管理，加大高息负债管控力度，优化存款期限结构，也有助于巩固成本优势。

图 54：渝农商行及上市农商行个人定期存款占存款比重

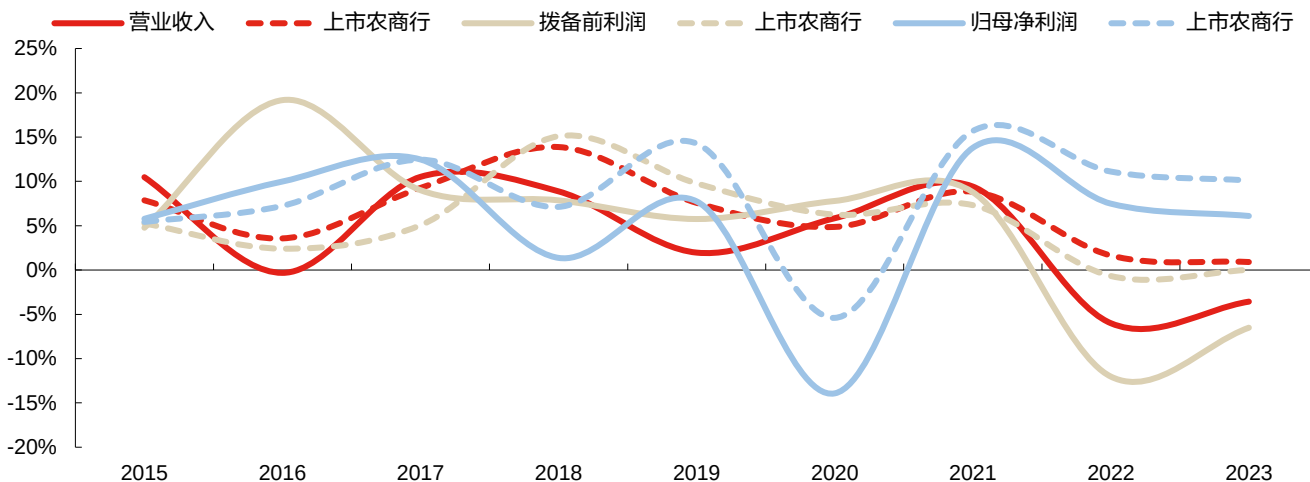


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.3 ROE 具备改善潜力，低估值、高股息性价比凸显

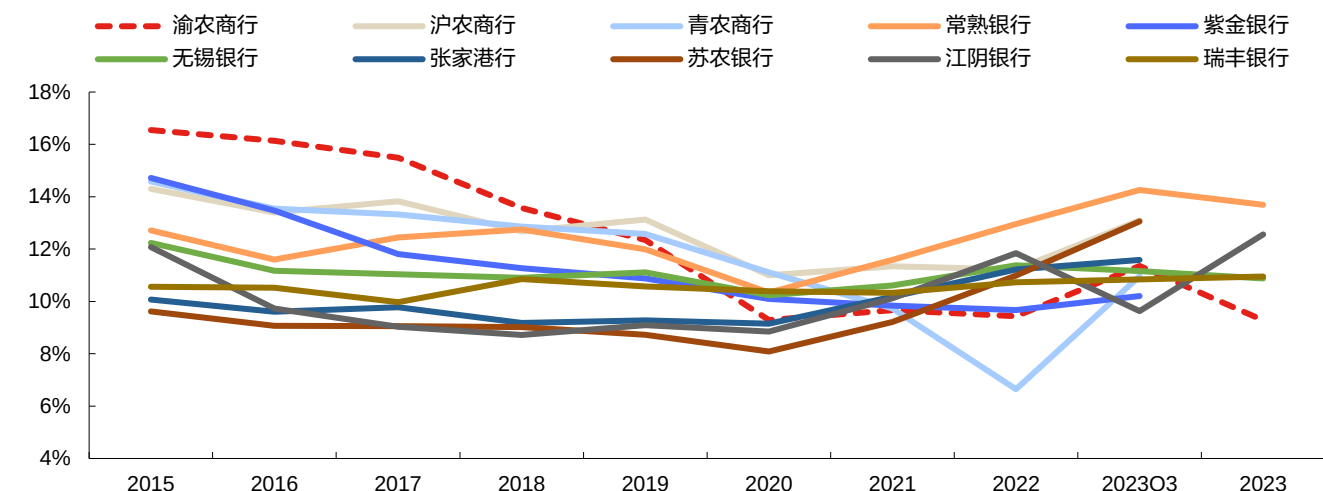
**业绩呈边际改善信号，ROE 相对同业偏低。**2020-2022 年，受区域经济增长放缓、个别大额客户出险影响，渝农商行计提减值损失较多，叠加息差收窄，营收、利润增速出现波动，不及上市农商行平均水平，也对 ROE 形成拖累。随着存量风险的逐步出清，渝农商行业绩边际修复，截至 2023 年末，营收、拨备前利润增速同比分别提升 2.4pct、5.5pct；ROE 同比小幅下降 0.16pct，相对同业偏低。

图 55：渝农商行及上市农商行平均营收、拨备前利润、归母净利润同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 56：上市农商行年化 ROE



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至 4 月 11 日，沪农商行、青农商行、紫金银行、张家港行和苏农银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

后续来看，ROE 具备较大改善潜力：1）规模增速：重庆增长目标相对积极，国家战略以及产业政策持续落地，项目投资力度高，信贷需求较为旺盛，利好渝农商行贷款投放；2）息差：负债成本优势牢固，伴随存款挂牌利率下调以及负债结构管理的效果显现，仍有进一步压降空间，资产结构优化也将助力延缓息差下行；3）中收：渝农商行中收占比相对较高，代理、信用卡等业务稳步推进，中收预计保持高贡献度；4）信用成本：存量风险基本出清，2023 年资产减值损失对 ROE 的负面作用程度已经处于同业较低水平，后续资产质量有望保持稳健，拨备反哺利润空间充足。

图 57：2023Q1-3 及 2023A 上市农商行年化 ROE 杜邦拆解

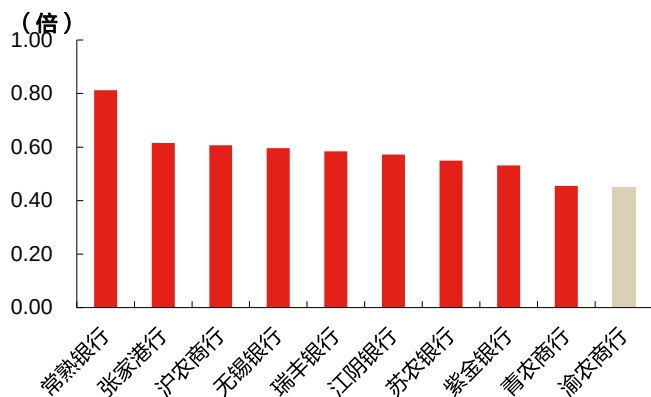
|           | 2023Q1-3 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 2023A  |        |        |        |        |        |
|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|           | 渝农       | 沪农     | 青农     | 常熟     | 紫金     | 无锡     | 张家港    | 苏农     | 江阴     | 瑞丰     | 均值     | 渝农     | 常熟     | 无锡     | 江阴     | 瑞丰     | 均值     |
| 营业收入      | 2.09%    | 2.05%  | 2.43%  | 3.25%  | 1.92%  | 2.09%  | 2.41%  | 2.15%  | 2.31%  | 2.20%  | 2.21%  | 2.00%  | 3.17%  | 2.03%  | 2.18%  | 2.13%  | 2.19%  |
| 利息净收入     | 1.71%    | 1.58%  | 1.69%  | 2.81%  | 1.69%  | 1.56%  | 2.00%  | 1.57%  | 1.77%  | 1.75%  | 1.75%  | 1.68%  | 2.73%  | 1.55%  | 1.68%  | 1.71%  | 1.81%  |
| 手续费及佣金净收入 | 0.13%    | 0.20%  | 0.15%  | 0.01%  | 0.06%  | 0.08%  | 0.04%  | 0.05%  | 0.06%  | 0.00%  | 0.13%  | 0.13%  | 0.01%  | 0.06%  | 0.05%  | -0.01% | 0.09%  |
| 净其他非息收入   | 0.24%    | 0.27%  | 0.59%  | 0.43%  | 0.17%  | 0.46%  | 0.37%  | 0.53%  | 0.48%  | 0.44%  | 0.34%  | 0.19%  | 0.43%  | 0.42%  | 0.45%  | 0.43%  | 0.29%  |
| 营业支出      | -0.99%   | -0.80% | -1.50% | -1.88% | -0.98% | -0.97% | -1.37% | -0.97% | -1.61% | -1.25% | -1.09% | -1.13% | -1.87% | -0.96% | -1.14% | -1.24% | -1.22% |
| 税金及附加     | -0.02%   | -0.02% | -0.03% | -0.02% | -0.03% | -0.02% | -0.02% | -0.03% | -0.02% | -0.02% | -0.02% | -0.02% | -0.02% | -0.02% | -0.02% | -0.02% | -0.02% |
| 管理费用      | -0.65%   | -0.58% | -0.61% | -1.28% | -0.65% | -0.62% | -0.80% | -0.70% | -0.67% | -0.67% | -0.68% | -0.68% | -1.17% | -0.65% | -0.67% | -0.74% | -0.75% |
| PPOP      | 1.42%    | 1.50%  | 1.79%  | 1.96%  | 1.24%  | 1.46%  | 1.60%  | 1.42%  | 1.72%  | 1.55%  | 1.53%  | 1.30%  | 1.98%  | 1.36%  | 1.61%  | 1.48%  | 1.44%  |
| 资产减值损失    | -0.32%   | -0.20% | -0.86% | -0.58% | -0.30% | -0.34% | -0.55% | -0.24% | -0.92% | -0.56% | -0.39% | -0.43% | -0.68% | -0.29% | -0.44% | -0.47% | -0.45% |
| 利润总额      | 1.10%    | 1.30%  | 0.93%  | 1.37%  | 0.94%  | 1.12%  | 1.05%  | 1.18%  | 0.80%  | 0.99%  | 1.14%  | 0.87%  | 1.30%  | 1.07%  | 1.17%  | 1.00%  | 0.98%  |
| 所得税       | -0.13%   | -0.22% | -0.03% | -0.20% | -0.18% | -0.11% | -0.08% | -0.16% | 0.07%  | -0.02% | -0.14% | -0.08% | -0.17% | -0.08% | -0.03% | -0.02% | -0.08% |
| ROAA      | 0.95%    | 1.05%  | 0.90%  | 1.09%  | 0.76%  | 1.00%  | 0.95%  | 1.01%  | 0.82%  | 0.95%  | 0.97%  | 0.78%  | 1.05%  | 0.99%  | 1.06%  | 0.97%  | 0.87%  |
| 权益乘数      | 11.97    | 12.51  | 12.18  | 13.09  | 13.35  | 11.11  | 12.14  | 12.88  | 11.78  | 11.37  | 12.24  | 11.88  | 12.98  | 11.04  | 11.80  | 11.30  | 11.88  |
| ROAE      | 11.35%   | 13.10% | 10.97% | 14.26% | 10.20% | 11.16% | 11.59% | 13.06% | 9.63%  | 10.84% | 11.90% | 9.28%  | 13.69% | 10.88% | 12.56% | 10.95% | 10.39% |

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：各科目百分比=各科目年化规模/总资产平均余额；截至 4 月 11 日，沪农商行、青农商行、紫金银行、张家港行和苏农银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

当前位置兼具估值向上空间和高股息安全边际。截至 2024 年 4 月 11 日，渝农商行 PB（LF）为 0.45 倍，处于同业最低水平，向上空间充足。偏低的估值叠加接近 30%的高现金分红比例，2022 年股息率 5.9%领跑上市农商行，2023 年股息率进一步提升至 6.3%，配置性价比凸显。

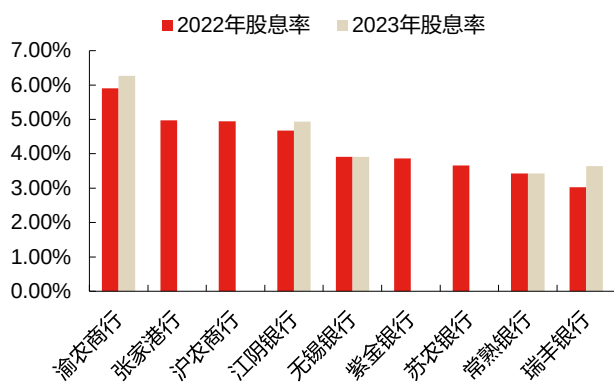


图 58：上市农商行 PB（LF）



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：数据截至 2024 年 4 月 11 日

图 59：2022 年及 2023 年上市农商行股息率



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：数据截至 2023 年 4 月 11 日；沪农商行、紫金银行、张家港行和苏农银行尚未披露 2023 年年报，因此暂无 23A 数据

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 规模增速**：资产端，经营区域发展红利有望不断释放，基建、制造业、小微等优势领域有望保持高景气度，预计 2024-2026 年贷款同比增速分别为 8.0%、7.0%、7.0%，生息资产同比增速分别为 6.4%、6.1%、6.1%；负债端，公司网点数量多，揽储能力强，预计 2024-2026 年存款同比增速分别为 9.0%、8.0%、8.0%，计息负债同比增速分别为 7.3%、6.3%、6.5%。
- 净息差**：资产结构优化有望在一定程度上对冲贷款价格下行，负债成本预计稳中有降，净息差或逐渐企稳，预计 2024-2026 年分别为 1.56%、1.49%、1.46%。
- 非息收入**：伴随资本市场回暖，中收有望逐渐修复，预计 2024-2026 年净手续费收入同比增速分别为 3%、5%、5%，净其他非息收入同比增速分别为 5%、5%、5%。
- 资产质量**：公司存量大额不良已基本出清，不良净生成率持续下行，资产质量有望保持稳中向好，拨备反哺利润能力较强，预计 2024-2026 年不良贷款净生成率分别为 0.68%、0.65%、0.62%，拨备支出/平均贷款分别为 0.85%、0.72%、0.62%。

表 6：渝农商行核心指标假设

|             | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>利息业务</b> |       |       |       |       |       |
| 贷款增速        | 8.68% | 6.96% | 8.00% | 7.00% | 7.00% |
| 存款增速        | 8.64% | 8.64% | 9.00% | 8.00% | 8.00% |
| 生息资产增速      | 6.87% | 6.59% | 6.40% | 6.06% | 6.07% |
| 计息负债增速      | 6.17% | 6.16% | 7.29% | 6.27% | 6.53% |
| 生息资产收益率-测算值 | 3.89% | 3.55% | 3.38% | 3.30% | 3.23% |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

|             |         |        |        |        |        |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 计息负债付息率-测算值 | 2.19%   | 2.10%  | 2.03%  | 2.01%  | 1.97%  |
| 净息差-测算值     | 1.93%   | 1.67%  | 1.56%  | 1.49%  | 1.46%  |
| 净利差-测算值     | 1.70%   | 1.45%  | 1.35%  | 1.29%  | 1.27%  |
| <b>非息业务</b> |         |        |        |        |        |
| 净手续费收入增速    | -29.77% | -6.37% | 3.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 净其他非息收入增速   | -11.13% | 59.65% | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| <b>资产质量</b> |         |        |        |        |        |
| 拨备支出/平均贷款   | 1.29%   | 0.91%  | 0.85%  | 0.72%  | 0.62%  |
| 不良贷款净生成率    | 1.22%   | 0.69%  | 0.68%  | 0.65%  | 0.62%  |
| <b>其他</b>   |         |        |        |        |        |
| 成本收入比       | 31.84%  | 33.94% | 31.00% | 31.00% | 31.00% |
| 实际所得税率      | 9.36%   | 8.78%  | 9.00%  | 9.00%  | 9.00%  |
| 风险资产增速      | 1.72%   | 4.45%  | 4.00%  | 4.00%  | 4.00%  |

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：生息资产收益率、计息负债付息率、净息差、净利差测算值分母为本年度与前一年度生息资产/计息负债余额的均值，后同

表 7：渝农商行收入分类预测

|                | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>规模（百万元）</b> |         |        |        |        |        |
| 净利息收入          | 25,404  | 23,493 | 23,394 | 23,754 | 24,596 |
| 利息收入           | 51,258  | 49,887 | 50,634 | 52,530 | 54,560 |
| 利息支出           | 25,854  | 26,394 | 27,241 | 28,776 | 29,963 |
| 手续费及佣金净收入      | 1,913   | 1,791  | 1,845  | 1,937  | 2,034  |
| 净其他非息收入        | 1,673   | 2,671  | 2,805  | 2,945  | 3,092  |
| 营业收入           | 28,991  | 27,956 | 28,043 | 28,637 | 29,723 |
| <b>同比增速</b>    |         |        |        |        |        |
| 净利息收入          | -3.17%  | -7.52% | -0.42% | 1.54%  | 3.55%  |
| 利息收入           | -0.95%  | -2.67% | 1.50%  | 3.74%  | 3.86%  |
| 利息支出           | 1.33%   | 2.09%  | 3.21%  | 5.64%  | 4.13%  |
| 手续费及佣金净收入      | -29.77% | -6.37% | 3.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 净其他非息收入        | -11.13% | 59.65% | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 营业收入           | -6.00%  | -3.57% | 0.31%  | 2.12%  | 3.79%  |
| <b>占营收比重</b>   |         |        |        |        |        |
| 净利息收入          | 87.63%  | 84.04% | 83.42% | 82.95% | 82.75% |
| 手续费及佣金净收入      | 6.60%   | 6.41%  | 6.58%  | 6.77%  | 6.84%  |
| 净其他非息收入        | 5.77%   | 9.56%  | 10.00% | 10.28% | 10.40% |

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 4.2 投资建议

渝农商行经营区域重大战略和产业政策持续推进，发展前景广阔，2023 年普惠小微贷款规模保持全市第一，对公贷款投向契合区域禀赋，中收占比较高，存量大额风险基本出清，信用成本率持续下行，资产质量有望保持稳中向好，拨备反哺利润空间充足，2023 年业绩增速边际修复，ROE 具备改善空间。预计公司 2024/25/26 年归母净利润同比增速分别为 6.87%/7.11%/8.31%，BVPS 分别为 10.96/11.77/12.67 元，当前 A 股股价对应 2024/25/26 年 PB 分别为 0.42/0.39/0.36 倍。当前 PB（LF）估值水平为上市农商行最低，向上空间较大，股息率继续领跑上市农商行，安全边际充足，配置价值凸显。

我们使用相对估值法对渝农商行进行估值，选取资产规模、业务模式相对接近的沪农商行、常熟银行、瑞丰银行、张家港行四家上市农商行，以及同一经营区域的上市区域性银行重庆银行作为

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

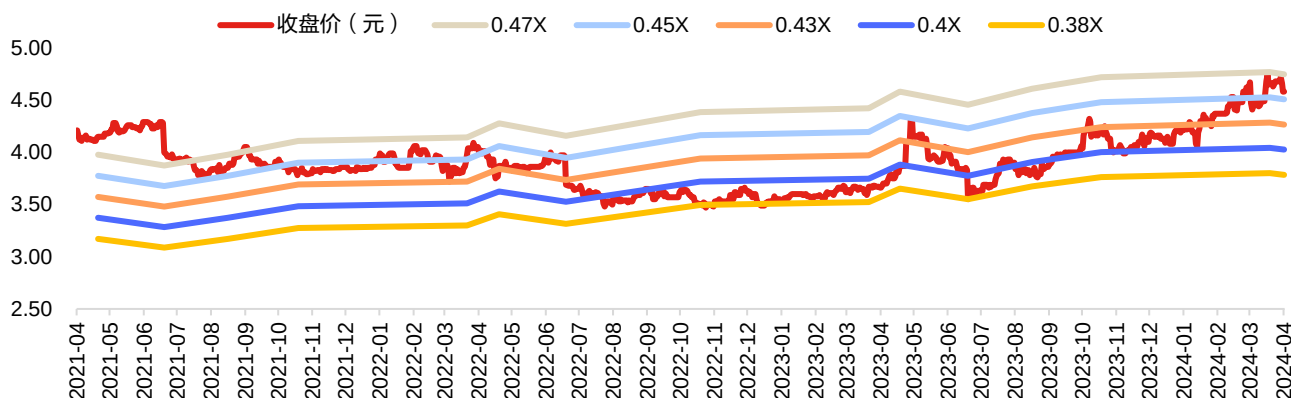
可比公司。截至 2024 年 4 月 11 日，可比公司 24 年一致预期 PB 调整平均值为 0.54 倍，对应目标价 5.89 元 / 股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值表（截至 2024 年 4 月 11 日）

| 公司简称 | 收盘价<br>(元) | PB (倍)  |       |       | 每股净资产 (元) |       |       | 净利润同比增速 |       | ROE   |       |
|------|------------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|      |            | 2023A/E | 2024E | 2025E | 2023A/E   | 2024E | 2025E | 2024E   | 2025E | 2024E | 2025E |
| 沪农商行 | 6.91       | 0.60    | 0.54  | 0.49  | 11.56     | 12.72 | 14.02 | 12.5%   | 13.0% | 12.6% | 12.9% |
| 常熟银行 | 7.30       | 0.81    | 0.71  | 0.63  | 8.99      | 10.25 | 11.63 | 18.7%   | 17.8% | 14.6% | 15.3% |
| 瑞丰银行 | 4.95       | 0.58    | 0.53  | 0.49  | 8.47      | 9.27  | 10.20 | 11.9%   | 12.4% | 11.1% | 11.3% |
| 张家港行 | 4.02       | 0.59    | 0.54  | 0.48  | 6.76      | 7.49  | 8.31  | 12.0%   | 13.5% | 12.1% | 12.5% |
| 重庆银行 | 7.43       | 0.53    | 0.47  | 0.43  | 14.06     | 15.96 | 17.09 | 2.1%    | 2.6%  | 9.0%  | 8.7%  |
| 调整平均 |            | 0.59    | 0.54  | 0.49  | 9.67      | 10.75 | 11.95 | 12.1%   | 12.9% | 11.9% | 12.2% |

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：沪农商行、张家港行尚未披露 2023 年年报，2023 年 PB 和每股净资产为 wind 一致预测值

图 60：渝农商行 PB(LF)-BAND



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 五、风险提示

**经济复苏不及预期。**如果经济复苏不及预期，实体信贷需求不足、企业风险暴露超预期可能对公司业绩增速和资产质量造成影响。

**货币政策超预期收紧。**当前我国货币环境相对宽松，若货币政策超预期收紧，公司资金成本可能抬升，对盈利能力造成一定压力，利率上行也将抑制企业和居民融资需求，使银行信贷投放承压。

**资本市场波动超预期。**若权益和债券市场出现较大幅度波动，投资收益和公允价值变动损益减少可能拖累营收，理财产品收益下降、市场风险偏好降低也会对中收带来一定扰动。

**房地产等重点领域风险蔓延。**若重点领域风险蔓延，资产减值损失增加，贷款投放受阻，可能对公司业绩形成拖累。

**假设条件变化影响测算结果。**报告测算以假设条件为前提，若假设条件发生变化，可能对测算结果产生一定影响。

附表：财务报表预测与比率分析

| 利润表    |        |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 净利息收入  | 25,404 | 23,493 | 23,394 | 23,754 | 24,596 |
| 利息收入   | 51,258 | 49,887 | 50,634 | 52,530 | 54,560 |
| 利息支出   | 25,854 | 26,394 | 27,241 | 28,776 | 29,963 |
| 净手续费收入 | 1,913  | 1,791  | 1,845  | 1,937  | 2,034  |
| 营业收入   | 28,991 | 27,956 | 28,043 | 28,637 | 29,723 |
| 营业支出   | 17,381 | 15,761 | 14,972 | 14,629 | 14,546 |
| 税金及附加  | 274    | 277    | 296    | 305    | 314    |
| 业务及管理费 | 9,232  | 9,489  | 8,693  | 8,877  | 9,214  |
| 资产减值损失 | 7,841  | 5,941  | 5,982  | 5,446  | 5,018  |
| 营业利润   | 11,609 | 12,194 | 13,071 | 14,008 | 15,177 |
| 利润总额   | 11,560 | 12,196 | 13,073 | 14,010 | 15,179 |
| 所得税    | 1,082  | 1,071  | 1,177  | 1,261  | 1,366  |
| 净利润    | 10,478 | 11,125 | 11,897 | 12,749 | 13,813 |
| 归母净利润  | 10,276 | 10,902 | 11,651 | 12,480 | 13,516 |

| 资产负债表     |           |           |           |           |           |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 单位:百万元    | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
| 贷款总额      | 632,677   | 676,711   | 730,847   | 782,007   | 836,747   |
| 贷款减值准备    | 27,592    | 29,434    | 31,538    | 32,744    | 33,267    |
| 贷款净额      | 605,085   | 647,277   | 699,310   | 749,263   | 803,481   |
| 投资类资产     | 572,983   | 598,783   | 628,722   | 660,158   | 693,166   |
| 存放央行      | 52,894    | 55,783    | 58,612    | 63,301    | 68,365    |
| 同业资产      | 103,124   | 120,098   | 126,103   | 132,408   | 139,028   |
| 其他资产      | 17,775    | 19,142    | 19,925    | 21,142    | 22,444    |
| 生息资产      | 1,361,678 | 1,451,374 | 1,544,284 | 1,637,873 | 1,737,306 |
| 资产合计      | 1,351,861 | 1,441,082 | 1,532,671 | 1,626,271 | 1,726,484 |
| 存款        | 824,947   | 896,202   | 976,860   | 1,055,009 | 1,139,410 |
| 向央行借款     | 86,393    | 107,162   | 107,162   | 107,162   | 107,162   |
| 同业负债      | 135,995   | 170,574   | 196,160   | 215,776   | 237,354   |
| 发行债券      | 171,069   | 119,579   | 107,621   | 96,859    | 87,173    |
| 计息负债      | 1,218,404 | 1,293,517 | 1,387,804 | 1,474,806 | 1,571,099 |
| 负债合计      | 1,236,845 | 1,317,580 | 1,400,400 | 1,484,596 | 1,574,583 |
| 股本        | 11,357    | 11,357    | 11,357    | 11,357    | 11,357    |
| 其他权益工具    | 5,998     | 5,998     | 5,998     | 5,998     | 5,998     |
| 资本公积      | 20,338    | 20,309    | 20,309    | 20,309    | 20,309    |
| 盈余公积      | 13,842    | 14,822    | 15,871    | 16,994    | 18,211    |
| 未分配利润     | 44,822    | 50,154    | 57,022    | 64,414    | 72,498    |
| 股东权益合计    | 115,016   | 123,502   | 132,271   | 141,675   | 151,900   |
| 负债和股东权益合计 | 1,351,861 | 1,441,082 | 1,532,671 | 1,626,271 | 1,726,484 |

| 主要财务指标      |         |        |        |        |        |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 核心假设        | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 贷款增速        | 8.68%   | 6.96%  | 8.00%  | 7.00%  | 7.00%  |
| 存款增速        | 8.64%   | 8.64%  | 9.00%  | 8.00%  | 8.00%  |
| 生息资产增速      | 6.87%   | 6.59%  | 6.40%  | 6.06%  | 6.07%  |
| 计息负债增速      | 6.17%   | 6.16%  | 7.29%  | 6.27%  | 6.53%  |
| 生息资产收益率-测算值 | 3.89%   | 3.55%  | 3.38%  | 3.30%  | 3.23%  |
| 计息负债付息率-测算值 | 2.19%   | 2.10%  | 2.03%  | 2.01%  | 1.97%  |
| 净息差-测算值     | 1.93%   | 1.67%  | 1.56%  | 1.49%  | 1.46%  |
| 净利差-测算值     | 1.70%   | 1.45%  | 1.35%  | 1.29%  | 1.27%  |
| 净手续费收入增速    | -29.77% | -6.37% | 3.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 净其他非息收入增速   | -11.13% | 59.65% | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 拨备支出/平均贷款   | 1.29%   | 0.91%  | 0.85%  | 0.72%  | 0.62%  |
| 不良贷款净生成率    | 1.22%   | 0.69%  | 0.68%  | 0.65%  | 0.62%  |
| 成本收入比       | 31.84%  | 33.94% | 31.00% | 31.00% | 31.00% |
| 实际所得税率      | 9.36%   | 8.78%  | 9.00%  | 9.00%  | 9.00%  |
| 风险资产增速      | 1.72%   | 4.45%  | 4.00%  | 4.00%  | 4.00%  |

|           | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 业绩增长率     |         |        |        |        |        |
| 净利息收入     | -3.17%  | -7.52% | -0.42% | 1.54%  | 3.55%  |
| 营业收入      | -6.00%  | -3.57% | 0.31%  | 2.12%  | 3.79%  |
| 拨备前利润     | -12.03% | -6.51% | 5.06%  | 2.11%  | 3.81%  |
| 归母净利润     | 7.49%   | 6.10%  | 6.87%  | 7.11%  | 8.31%  |
| 盈利能力      |         |        |        |        |        |
| ROAA      | 0.80%   | 0.80%  | 0.80%  | 0.81%  | 0.82%  |
| ROAE      | 9.76%   | 9.58%  | 9.51%  | 9.48%  | 9.57%  |
| RORWA     | 1.28%   | 1.32%  | 1.35%  | 1.40%  | 1.45%  |
| 资本状况      |         |        |        |        |        |
| 资本充足率     | 15.62%  | 15.99% | 16.41% | 16.84% | 17.30% |
| 一级资本充足率   | 13.84%  | 14.24% | 14.67% | 15.12% | 15.60% |
| 核心一级资本充足率 | 13.10%  | 13.53% | 13.99% | 14.46% | 14.96% |
| 资产质量      |         |        |        |        |        |
| 不良贷款率     | 1.17%   | 1.15%  | 1.16%  | 1.15%  | 1.12%  |
| 拨贷比       | 4.36%   | 4.35%  | 4.32%  | 4.19%  | 3.98%  |
| 拨备覆盖率     | 373%    | 379%   | 372%   | 364%   | 356%   |
| 估值和每股指标   |         |        |        |        |        |
| P/E (倍)   | 5.17    | 4.89   | 4.58   | 4.27   | 3.93   |
| P/B (倍)   | 0.49    | 0.45   | 0.42   | 0.39   | 0.36   |
| EPS (元)   | 0.89    | 0.94   | 1.00   | 1.08   | 1.17   |
| BVPS (元)  | 9.45    | 10.19  | 10.96  | 11.77  | 12.67  |

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 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](http://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。