

评级：增持(维持)

市场价格：4.55

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

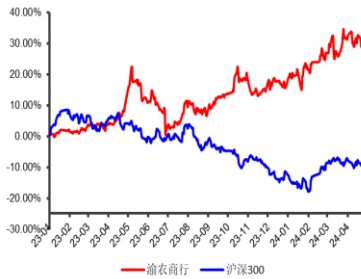
研究助理 乔丹

Email: qiaodan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11,357
流通股本(百万股)	11,349
市价(元)	4.55
市值(百万元)	47,745
流通市值(百万元)	40,204

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,956	27,902	27,058	26,788	26,788
增长率 yoy%	-6.0%	-3.6%	-3.0%	-1.0%	0.0%
净利润(百万元)	10,276	10,900	11,501	12,074	12,623
增长率 yoy%	7.5%	6.1%	5.5%	5.0%	4.5%
每股收益(元)	0.90	0.96	1.01	1.06	1.11
净资产收益率	9.44%	9.28%	9.36%	9.40%	9.18%
P/E	5.03	4.74	4.49	4.28	4.09
PEG					
P/B	0.46	0.42	0.42	0.39	0.36

备注：股价截止 2024/4/26

投资要点

- **一季报综述：公司加大成本管控力度，PPOP 同比增 5.4%，在去年同期大额清收造成的高基数影响下净利润负增，全年利润增速不受基数扰动。营收累计同比增速降幅较去年四季度也收窄 0.5 个百分点至 -3.1%，主要手续费增速由负转正贡献；另外 1 季度在负债端的缓释下息差仅环比降低 3bp，同时在债市走牛的情况下取得较高的投资收益。公司积极优化资源配置，多措并举降本增效，PPOP 同比增速由负转正，边际提高 11.9%至 5.4%。净利润方面，去年同期公司实现大额不良资产处置收回，因此本期信用减值损失较上年同期增加 12.03 亿元。在这种一次性因素造成的高基数影响下公司一季度净利润负增 10.8%。未来公司将在保持对资产审慎计提减值损失的基础上，持续加大对不良资产的清收力度，力争保持全年回款金额稳定，全年利润增速不受基数扰动。**
- **净利息收入：Q1 净利息收入环比-0.5%，单季年化息差仅下降 3bp，主要是负债端贡献。单季年化息差 1.62%，环比仅下行 3bp。资产端收益率 1 季度环比下行 10bp 至 3.5%，预计主要是受重定价以及 LPR 下降影响。负债端付息率环比下行 7bp 至 1.94%，一方面存款占比有所提升，另一方面存款利率下行开始逐步起效，负债端成本的下行对稳住息差起到了重要作用。**
- **资产负债增速及结构：信贷以对公为主，存款占比有所提高。1) 信贷：渝农商行一季度投放规模为 202.6 亿元，去年投放整体较为前置，今年一季度在去年同期形成的相对较高的基数上有所少增。其中对公/个人/票据贷款投放规模分别为 156.1/38.7/7.9 亿元，从结构来看以对公贷款为主，占整个一季度总投放规模的 77%。2) 存款：渝农商行一季度新增存款 553.6 亿，与贷款类似，在去年同期的高基数下有所少增，不过占比较 4 季度提高 1.7 个百分点至 71.0%。**
- **资产质量：不良率保持稳定，拨备进一步增厚。1、不良维度——不良率保持稳定。Q1 渝农商行不良率 1.19%，环比保持稳定，累计年化不良净生成率下降 38bp 至 0.34%。未来不良压力方面，关注类贷款占比 1.14%，与半年度持平。2、拨备维度——拨备进一步提高。拨备覆盖率环比提升 2.31 个百分点至 367.54%；拨贷比环比上行 1bp 至 4.36%，风险抵补进一步增厚。**
- **投资建议：公司 2024E、2025E PB 0.42X/0.39X；PE 4.49X/4.28X，公司深**

耕重庆，抓住重庆市打造 3 个万亿级产业群以及大力发展成渝双城经济圈的历史机遇大力拓展基建类贷款，同时依托重庆网点数量的绝对优势巩固小微零售基本盘，历史存量不良出清，信用成本少提，有释放利润的空间。历史分红稳定，股息率高。我们维持“增持”评级，建议积极关注。

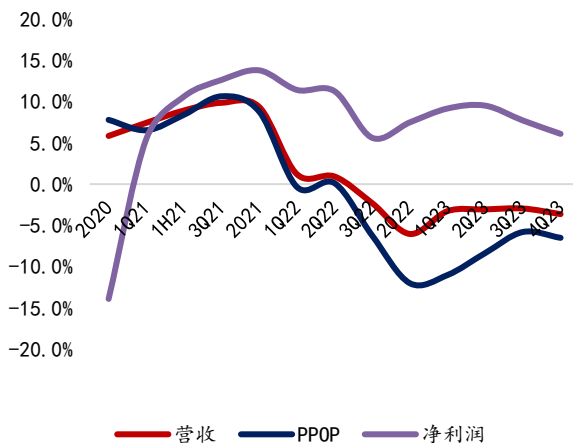
- **风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期、研报信息更新不及时。

图表目录

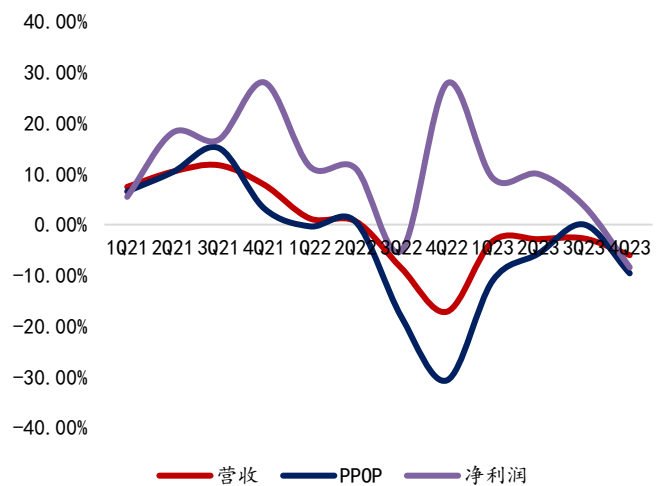
图表 1: 渝农商行业绩累积同比.....	- 4 -
图表 2: 渝农商行业绩单季同比.....	- 4 -
图表 3: 渝农商行业绩增长拆分 (累积同比)	- 4 -
图表 4: 渝农商行业绩增长拆分 (单季环比)	- 4 -
图表 5: 渝农商行单季年化净息差情况.....	- 5 -
图表 6: 渝农商行单季年化收益率/付息率.....	- 5 -
图表 7: 渝农商行资产负债增速和结构占比.....	- 6 -
图表 8: 渝农商行单季新增存贷款规模和结构情况.....	- 6 -
图表 9: 渝农商行资产质量	- 7 -
图表 10: 渝农商行盈利预测表.....	- 9 -

PPOP 同比增 5.4%，去年一次性因素影响下净利润负增

- 营收累计同比增速降幅较去年四季度也收窄 0.5 个百分点至-3.1%，主要手续费增速由负转正贡献；另外 1 季度在负债端的缓释下息差仅环比降低 3bp，同时在债市走牛的情况下取得较高的投资收益。公司积极优化资源配置，多措并举降本增效，PPOP 同比增速由负转正，边际提高 11.9%至 5.4%。**净利润方面，去年同期公司实现大额不良资产处置收回，因此本期信用减值损失较上年同期增加 12.03 亿元。在这种一次性因素造成的高基数影响下公司一季度净利润负增 10.8%。未来公司将在保持对资产审慎计提减值损失的基础上，持续加大对不良资产的清收力度，力争保持全年回款金额稳定，全年利润增速不受基数扰动。1Q23/1H23/3Q23/2023/1Q24 公司累积营收、PPOP、归母净利润分别同比增长 -3.3%/-3.1%/-3.0%/-3.6%/-3.1%； -11.0%/-8.4%/-5.8%/-6.5%/5.4%； 9.2%/9.5%/7.7%/6.1%/-10.8%。

图表 1：渝农商行业绩累积同比


来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 2：渝农商行业绩单季同比


来源：公司财报，中泰证券研究所

- 1Q24 业绩累积同比增长拆分：正向贡献业绩因子为规模、手续费、非息、成本、税收。负向贡献因子为净息差、拨备。细看各因子贡献变化情况，边际对业绩贡献改善的是：1、净手续费同比增速回正，对业绩贡献提升 0.6 个百分点。2、交易盘收入上升带动其他非息贡献提升 1.6 个百分点。3、公司加大成本管控力度，成本的贡献大幅提升 11.3 个百分点。4、税收对业绩的贡献边际提升 11.1 个百分点。边际贡献减弱的是：1、规模对业绩的正向贡献边际小幅降低 1.4 个百分点。2、净息差下降导致负向贡献扩大 0.3 个百分点。3、在去年同期高基数的影响下，拨备贡献下降 37.3 个百分点。**

图表 3：渝农商行业绩增长拆分（累积同比）

	1Q23	1H23	3Q23	2023	1Q24
营收	-3.3%	-3.1%	-3.0%	-3.6%	-3.1%
PPOP	-11.0%	-8.4%	-5.8%	-6.5%	5.4%
净利润	9.2%	9.5%	7.7%	6.1%	-10.8%

图表 4：渝农商行业绩增长拆分（单季环比）

	1Q23	1H23	3Q23	2023	1Q24
营收	9.2%	9.5%	7.7%	6.1%	-10.8%
PPOP	-11.0%	-8.4%	-5.8%	-6.5%	5.4%
净利润	9.2%	9.5%	7.7%	6.1%	-10.8%

规模增长	8.1%	8.0%	7.7%	6.7%	5.3%
净息差	-14.2%	-13.9%	-12.5%	-14.3%	-14.5%
手续费	1.8%	0.1%	0.0%	0.1%	0.7%
其他非息	1.0%	2.7%	1.8%	3.8%	5.4%
成本	-7.8%	-5.3%	-2.8%	-2.9%	8.4%
拨备	19.0%	20.0%	14.1%	12.0%	-25.3%
税收	1.4%	-2.0%	-0.6%	0.7%	11.1%
税后利润	9.3%	9.6%	7.7%	6.2%	-8.8%

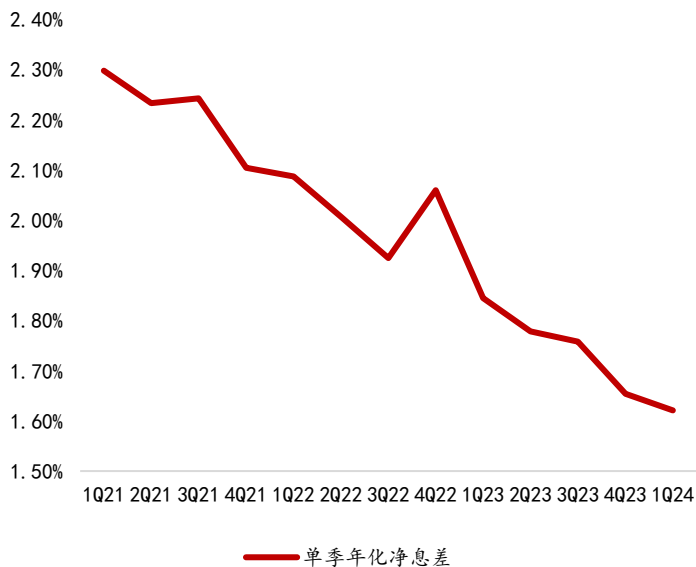
来源：公司财报，中泰证券研究所

规模增长	3.7%	3.1%	0.5%	0.1%	1.6%
净息差扩大	-11.1%	-4.9%	-1.5%	-6.1%	-2.1%
手续费	1.6%	-0.7%	-0.8%	-0.1%	2.4%
其他非息	19.8%	5.0%	-4.7%	-7.9%	15.9%
成本	20.3%	4.6%	-1.1%	-18.0%	39.0%
拨备	386.4%	-33.3%	2.8%	-48.2%	420.7%
税收	-141.8%	3.6%	2.1%	12.6%	-203.6%
税后利润	279.0%	-22.6%	-2.7%	-67.6%	273.9%

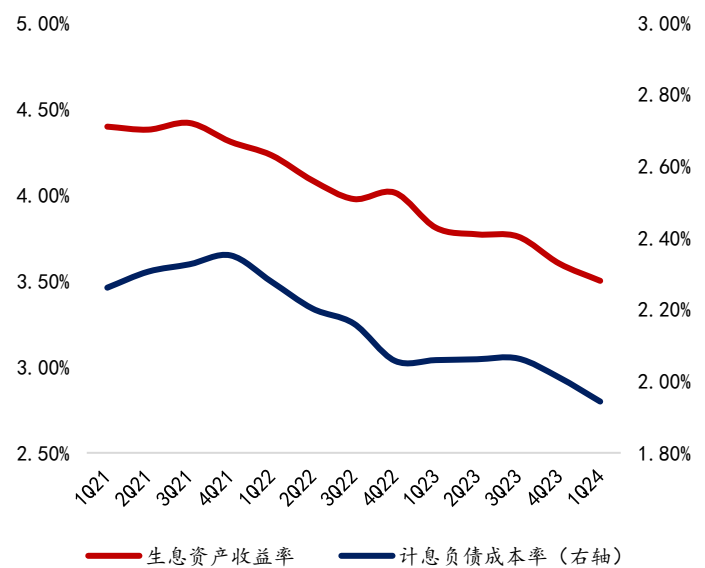
来源：公司财报，中泰证券研究所

净利息收入：Q1 环比-0.5%，单季年化息差仅下降 3bp，负债端贡献

- Q1 净利息收入环比-0.5%，单季年化息差仅下降 3bp，主要是负债端贡献。**单季年化息差 1.62%，环比仅下行 3bp。资产端收益率 1 季度环比下行 10bp 至 3.5%，预计主要是受重定价以及 LPR 下降影响。负债端付息率环比下行 7bp 至 1.94%，一方面存款占比有所提升，另一方面存款利率下行开始逐步起效，负债端成本的下行对稳住息差起到了重要作用。

图表 5：渝农商行单季年化净息差情况


来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 6：渝农商行单季年化收益率/付息率


来源：公司财报，中泰证券研究所

资产负债增速及结构：信贷以对公为主，存款占比有所提高

- 资产端：1 季度信贷投放以对公贷款为主。**1、**贷款：**渝农商行一季度投放规模为 202.6 亿元，去年投放整体较为前置，今年一季度在去年同期形成的相对较高的基数上有所少增。其中对公/个人/票据贷款投放规模分别为 156.1/38.7/7.9 亿元，从结构来看以对公贷款为主，占整个一季度总投放规模的 77%。2、**债券投资：**债券投资规模环比增加

1.6%，占比环比下降 0.7 个百分点至 40.6%。**3、存放央行和同业资产规模扩大：**环比分别增加 3.4%和 15.2%，合计占比提升 1 个百分点至 12.9%。

- **负债端：1 季度存款占计息负债比重上升。1、存款：**渝农商行一季度新增存款 553.6 亿，与贷款类似，在去年同期的高基数下有所少增，不过占比较 4 季度提高 1.7 个百分点至 71.0%。**2、主动负债：发债规模有所收缩，**1 季度发债和同业负债规模分别环比-19.6%和+5.6%，合计占比下降至 29.0%。

图表 7：渝农商行资产负债增速和结构占比

	环比增速					占比				
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
资产										
贷款	5.1%	1.4%	0.8%	-0.4%	3.0%	46.2%	46.6%	46.7%	46.7%	46.5%
--企业贷款	7.5%	1.7%	1.1%	-0.7%	4.8%	22.3%	22.6%	22.7%	22.6%	22.9%
--个人贷款	2.8%	1.5%	-0.3%	-1.1%	1.3%	20.2%	20.4%	20.2%	20.1%	19.7%
--票据	3.3%	-1.2%	5.4%	5.3%	1.4%	3.7%	3.6%	3.8%	4.0%	3.9%
债券投资	8.4%	-1.1%	-0.2%	-2.3%	1.6%	43.2%	42.5%	42.2%	41.3%	40.6%
存放央行	8.3%	0.2%	-6.0%	3.8%	3.4%	3.7%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%
同业资产	-4.1%	4.6%	6.9%	8.6%	15.2%	6.9%	7.2%	7.6%	8.3%	9.2%
生息资产合计	5.9%	0.5%	0.6%	-0.3%	3.5%					
负债										
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
存款	8.9%	0.4%	0.6%	-1.3%	6.2%	69.4%	69.5%	69.6%	69.3%	71.0%
发债	-9.1%	-6.5%	0.8%	-18.4%	-19.6%	12.0%	11.2%	11.2%	9.2%	7.2%
同业负债	8.4%	4.1%	-0.2%	11.0%	5.6%	18.6%	19.3%	19.2%	21.5%	21.9%
计息负债合计	6.3%	0.3%	0.5%	-0.8%	3.7%					

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 8：渝农商行单季新增存贷款规模和结构情况

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
单季新增贷款（亿元）	257.8	86.4	134.6	26.4	319.9	90.7	55.2	-25.5	202.6
对公贷款	115.3	32.4	4.6	31.8	223.8	53.2	35.9	-21.9	156.1
个人贷款	-11.6	-9.9	57.4	36.3	79.4	44.0	-9.1	-32.8	38.7
票据	154.1	63.9	72.7	-41.8	16.7	-6.4	28.4	29.2	7.9
对公占比	44.7%	37.5%	3.4%	120.7%	70.0%	58.6%	65.0%	85.9%	77.0%
个贷占比	-4.5%	-11.5%	42.6%	137.6%	24.8%	48.5%	-16.4%	128.8%	19.1%
票据占比	59.8%	74.0%	54.0%	-158.3%	5.2%	-7.1%	51.4%	-114.7%	3.9%
当季新增占比全年	51.0%	17.1%	26.6%	5.2%	72.6%	20.6%	12.5%	-5.8%	
单季新增存款（亿元）	600.3	12.8	29.7	13.2	738.1	37.2	53.5	-116.3	553.6
当季新增占比全年	91.5%	1.9%	4.5%	2.0%	103.6%	5.2%	7.5%	-16.3%	

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资产质量：不良率保持稳定，拨备进一步增厚

- **总体指标多维度看：1、不良维度——不良率保持稳定。**Q1 渝农商行不良率 1.19%，环比保持稳定，累计年化不良净生成率下降 38bp 至 0.34%。未来不良压力方面，关注类贷款占比 1.14%，与半年度持平。**2、拨备维度——拨备进一步提高。**拨备覆盖率环比提升 2.31 个百分点至 367.54%；

拨贷比环比上行 1bp 至 4.36%，风险抵补进一步增厚。

图表 9：渝农商行资产质量

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	同比变动	环比变动
不良维度								
不良率	1.22%	1.21%	1.21%	1.20%	1.19%	1.19%	-0.03%	0.00%
不良净生成率（单季年化）	1.94%	-0.09%	0.87%	0.68%	1.17%	0.34%	0.43%	-0.84%
不良净生成率（累计年化）	1.29%	(0.09%)	0.74%	0.74%	0.72%	0.34%	0.43%	-0.38%
不良核销转出率	96.77%	(26.06%)	49.94%	52.53%	54.55%	17.71%	43.77%	-36.85%
关注类占比	1.29%	N.A.	1.14%	N.A.	1.14%	N.A.		
(关注+不良)/贷款总额	2.51%	N.A.	2.35%	N.A.	2.33%	N.A.		
逾期维度	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	同比变动	环比变动
逾期率	1.33%		1.40%		1.42%			
逾期/不良	109.04%		115.86%		119.18%			
逾期90天以上/贷款总额	0.89%	N.A.	0.88%	N.A.	0.93%	N.A.		
逾期90天以上/不良贷款余额	73.03%	N.A.	72.50%	N.A.	78.07%	N.A.		
拨备维度	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	同比变动	环比变动
信用成本（累积）	1.27%	N.A.	0.42%	N.A.	0.65%	N.A.		
拨备覆盖率	357.55%	349.62%	350.66%	353.89%	365.23%	367.54%	17.92%	2.31%
拨备/贷款总额	4.36%	4.25%	4.24%	4.26%	4.35%	4.36%	0.12%	0.01%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

其他：

- **净非息收入同比增长 26.7%。**1、中收与 2023 年同期基本保持一致。
2、净其他非息收入同比增长 45.8%，主要是由于一季度债市走牛，投资收益较去年同期翻倍。
- **成本收入比同比下降。**公司积极优化资源配置，多措并举降本增。Q1 单季年化成本收入比 27.29%，同比下降 5.78%，其中 Q1 累积管理费同比下降 20.01%。
- **核心一级资本充足率环比提升。**1Q24 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 13.94%、14.65%、16.40%，环比均提升 41bp。
- **前十大股东变动：1、增加：**香港中央结算(代理人)有限公司新增 0.04%至 22.06%。香港中央结算有限公司新增 0.1%至 3.47%。
- **投资建议：**公司 2024E、2025E PB 0.42X/0.39X；PE 4.49X/4.28X，公司深耕重庆，抓住重庆市打造 3 个万亿级产业群以及大力发展成渝双城经济圈的历史机遇大力拓展基建类贷款，同时依托重庆网点数量的绝对优势巩固小微零售基本盘，历史存量不良出清，信用成本少提，有释放利润的空间。历史分红稳定，股息率高。我们维持“增持”评级，建议积极关注。
- **风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期、研报信息更新不及时。

图表 10：渝农商行盈利预测表

每股指标	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	4.74	4.49	4.28	4.09	净利息收入	23,493	22,333	21,720	21,562
PB	0.42	0.42	0.39	0.36	手续费净收入	1,791	1,845	1,900	1,900
EPS	0.96	1.01	1.06	1.11	营业收入	27,902	27,058	26,788	26,788
BVPS	10.72	10.92	11.70	12.52	业务及管理费	(9,490)	(9,484)	(8,827)	(8,586)
每股股利	0.29	0.31	0.33	0.34	拨备前利润	18,137	17,265	17,644	17,876
盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E	拨备	(5,943)	(3,764)	(3,456)	(3,026)
净息差	1.67%	1.48%	1.34%	1.24%	税前利润	12,194	13,501	14,188	14,850
贷款收益率	4.45%	4.20%	4.09%	4.00%	税后利润	11,123	11,746	12,344	12,920
生息资产收益率	3.55%	3.41%	3.31%	3.24%	归属母公司净利润	10,900	11,501	12,074	12,623
					资产负债表 (百万	2023A	2024E	2025E	2026E
					元)				
存款付息率	1.93%	1.95%	1.95%	1.95%	贷款总额	676,711	717,314	753,179	798,370
计息负债成本率	2.10%	2.15%	2.16%	2.13%	债券投资	598,783	658,661	724,527	796,980
ROAA	0.78%	0.77%	0.74%	0.70%	同业资产	120,098	124,902	129,898	135,094
ROAE	9.28%	9.36%	9.40%	9.18%	生息资产	1,448,288	1,567,375	1,675,575	1,799,825
成本收入比	34.01%	35.05%	32.95%	32.05%	资产总额	1,441,082	1,562,314	1,710,294	1,877,040
业绩与规模增长	2023A	2024E	2025E	2026E	存款	896,202	949,974	1,006,973	1,067,391
净利息收入	-7.52%	-4.94%	-2.75%	-0.73%	同业负债	277,736	333,283	399,940	479,928
营业收入	-3.64%	-3.03%	-1.00%	0.00%	发行债券	119,579	131,537	144,691	159,160
拨备前利润	-6.52%	-4.81%	2.20%	1.31%	归属母公司净利润	1,293,517	1,414,794	1,551,603	1,706,478
归属母公司净利润					计息负债				
润	6.07%	5.51%	4.99%	4.55%	负债总额	1,317,580	1,436,339	1,575,231	1,732,465
净手续费收入	-6.38%	3.00%	3.00%	0.00%	股本	11,357	11,357	11,357	11,357
贷款余额	6.96%	18.00%	10.90%	11.85%	归属母公司股东权	121,734	124,030	132,923	142,221
					益				
生息资产	6.60%	23.26%	16.11%	12.25%	所有者权益总额	123,502	125,974	135,063	144,574
存款余额	8.64%	17.78%	14.77%	10.20%	资本状况	2023A	2024E	2025E	2026E
计息负债	6.16%	24.20%	16.27%	12.22%	资本充足率	15.99%	15.07%	14.86%	14.64%
资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E	核心资本充足率	13.53%	12.79%	12.75%	12.68%
不良率	1.17%	1.23%	1.27%	1.27%	杠杆率	11.67	12.40	12.66	12.98
拨备覆盖率	372.91%	317.04%	269.70%	223.10%	RORWA	1.32%	1.31%	1.28%	1.24%
拨贷比	4.35%	3.91%	3.42%	2.83%	风险加权系数	59.74%	59.51%	58.71%	57.78%
不良净生成率	0.73%	0.90%	0.90%	0.90%					

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。