

评级：买入（上调）

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

公司盈利预测及估值

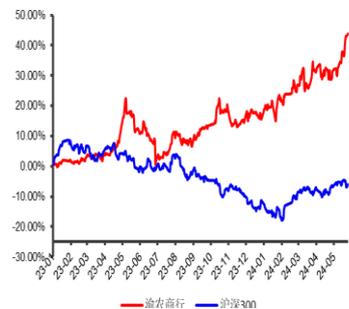
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	28,956	27,902	27,049	26,816	26,997
增长率 yoy%	-6.05%	-3.64%	-3.06%	-0.86%	0.68%
净利润 (百万元)	10,276	10,900	11,485	12,063	12,621
增长率 yoy%	7.49%	6.07%	5.37%	5.02%	4.63%
每股收益 (元)	0.90	0.96	1.01	1.06	1.11
净资产收益率	10.05%	10.21%	10.16%	9.82%	9.51%
P/E	5.59	5.27	5.00	4.76	4.55
PEG					
P/B	0.51	0.50	0.46	0.43	0.40

备注：股价截止 2024/05/28

基本状况

总股本(百万股)	11,357
流通股本(百万股)	11,349
市价(元)	5.06
市值(百万元)	53,530
流通市值(百万元)	44,711

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 核心投资逻辑：**1、渝农商行在负债端拥有低成本优势，2023年存款付息率1.88%，上市城农商行中最低，背后的原因：深耕重庆广大区域，规模优势和网点客群优势。2、低成本负债使其经营上风险偏好较低，对公客群以政信和产业类为主；零售端客群以小微类为主，抵质押充足。3、我们预计渝农商行资产质量能保持稳健，一方面具有重庆经济企稳向好的区域β，另一方面享有公司低风险偏好带来的个股α。4、稳健的资产质量，保障渝农商行中长期的高股息率的特质，我们重点推荐。
- 负债端成本优势显著。**渝农商行2023年存款付息率1.88%，上市城农商行中最低；结构上个人活期存款占比高，背后的原因：1、深耕重庆广大区域：重庆市面积广大，人口众多，不过内部的发展不平衡，层次落差大，需要有自己的为重庆城市以及乡村提供全面服务的金融机构；2、规模优势：公司是国内首家实现A+H上市的农商行，资产规模位居国内农商行第一，兼具体量规模优势和区位优势；3、网点和客群优势：公司的网点数量还是存贷市占率等在当地的明显优势（尤其是县域）。区域特点和自身经营特点为渝农带来了广大的零售客群和深度的客户触达。
- 资产端风险偏好整体较低。**1、渝农商行的低成本负债使其经营上形成较低风险偏好，一方面体现在较低的贷款收益率上，其贷款和资产收益率处于行业中低水平（2023年贷款收益率4.38%），另一方面体现在其对公和零售的客群上。2、对公客群：以政信和产业类为主，分别对应着重庆市的两大重点战略规划，这两大重点战略规划政策层级高，时间跨度长，投资规模大，发展前景有保证，风险相对较低。3、零售端客群：以小微类为主，抵质押充足；渝农在小微业务方面有自己独特的护城河规模和商业模式优势，选择风险相对较低、抵质押更为充足的项目，押品价值对贷款本金覆盖倍数为1.77倍。
- 资产质量预计稳健：**一方面具有重庆经济企稳向好的区域β，另一方面享有公司低风险偏好带来的个股α。1、公司不良历史包袱逐渐出清。渝农商行近年来加大核销力度，大额风险已经基本出清，不良和关注率持续下降，资产质量指标持续向好；2、重庆区域经济的再发展缓解压力；重庆的两大重点建设工程和“33618产业规划”，会从“政信”和“产业”两个维度助力重庆经济再上一个台阶；其经济已经走出低谷，预计企业经营情况也将逐步好转；3、公司低风险偏好的客群保障其资产质量：对于政信类贷款，渝农商行国资股东占比高，城投授信平台层级也相对较高，区县级平台授信相对分布在债务压力较低的区县，整体受到化债的压力较小；零售类贷款的客群较优质，贷款抵质押较为充足。
- 投资建议：高股息品种，重点推荐。**公司2024E、2025E、2026E PB 0.46X/0.43X/0.40X；PE 5.00X/4.76X/4.55X；股息率6.13%/6.44%/6.74%。渝农商行盈利能力开始企稳回

升，历史分红稳定，股息率高。具有高分红+高股息的特点，稳健的资产质量，保障渝农商行中长期的高股息率的特质。我们上调公司至“买入”评级，建议积极关注。

- **风险提示：**一是**经济下滑超预期风险：**银行经营与宏观经济高度相关，若经济下滑超预期，可能造成公司业绩不达预期。二是**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**研究报告部分资料来源于公司定期报告以及其他公开资料，使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。三是**测算偏差风险：**本报告涉及的规模增长、盈利预测等测算均含有一定前提假设，存在一定的测算偏差风险。

内容目录

一、负债端低成本优势显著	- 6 -
1.1 财务分析：存款付息率较低，个人活期占比高，定存成本控制强	- 7 -
1.2 地域分析：重庆市“大城市+大县域”，提供广阔发展空间	- 9 -
1.3 经营分析：规模与网点优势显著，覆盖广大零售客群	- 12 -
二、资产端低风险偏好	- 17 -
2.1 财务分析：低贷款收益率，对公政信+产业，零售小微突出	- 17 -
2.2 对公政信+产业客群：对应两大重点工程+33618 产业集群	- 22 -
2.2.1 政信端：成渝双城经济圈+西部陆海新通道	- 22 -
2.2.2 产业端：33618 产业集群	- 26 -
2.3 零售小微客群：渝农的护城河优势	- 36 -
三、不良历史包袱出清，未来风险可控	- 40 -
3.1 财务分析：大额风险出清，有望反哺利润	- 40 -
3.2 地域分析：重庆经济企稳向好带来区域 β	- 43 -
3.3 经营分析：低风险偏好资产带来个股 α	- 48 -
四、盈利能力向上，高分红+高股息	- 51 -
4.1 盈利能力：不良包袱出清，营业费用节约，ROE 水平企稳回升	- 52 -
4.2 分红与股息：分红率高而稳定，股息率排名上市银行第 3	- 53 -
五、盈利预测	- 55 -
5.1 各类贷款增速预测	- 55 -
5.2 其他主要假设	- 57 -
六、投资建议	- 60 -

图表目录

图表 1：全文逻辑框架	- 6 -
图表 2：渝农商行累计年化计息负债成本率 VS 上市城农商行	- 7 -
图表 3：渝农商行累计年化存款付息率 VS 上市城农商行	- 8 -
图表 4：渝农商行个人活期存款占比总存款	- 9 -
图表 5：渝农商行个人定期存款占比总存款	- 9 -
图表 6：2023 年末渝农商行定期存款付息率 VS 可比同业	- 9 -
图表 7：2022 年重庆市“一区两群”规划和 GDP 情况	- 10 -
图表 8：2022 年重庆市“一区两群”国民经济指标占全市比重	- 11 -
图表 9：2022 年全国 GDP 最高的十大城市人口与城镇化率	- 12 -
图表 10：渝农商行发展历史	- 13 -
图表 11：2023 年资产规模渝农商行 vs 可比同业（亿元）	- 13 -
图表 12：2023 年营收规模渝农商行 vs 可比同业（亿元）	- 13 -
图表 13：渝农商行各项指标占整个重庆银行业比重	- 14 -

图表 14: 2023 年重庆各银行网点数.....	- 14 -
图表 15: 2023 年渝农商行网点数量及分布情况	- 16 -
图表 16: 渝农商行县域与主城区存款占总存款比重	- 17 -
图表 17: 渝农商行累计年化生息资产收益率 vs 上市城农商行.....	- 18 -
图表 18: 渝农商行累计年化贷款收益率 vs 上市城农商行.....	- 19 -
图表 19: 渝农商行贷款结构.....	- 20 -
图表 20: 渝农商行累计年化金融投资收益率 vs 上市城农商行.....	- 21 -
图表 21: 渝农商行金融投资结构.....	- 21 -
图表 22: 成渝经济圈发展政策规划.....	- 23 -
图表 23: 共建成渝地区双城经济圈重大项目情况.....	- 23 -
图表 24: 2024 年共建成渝地区双城经济圈重大项目按数量分布.....	- 24 -
图表 25: 西部陆海新通道地理位置示意图 (全国)	- 25 -
图表 26: 西部陆海新通道地理位置示意图 (局部)	- 25 -
图表 27: 2023 年进出口商品主要国别 (地区) 总值表 (亿美元)	- 25 -
图表 28: 支持西部陆海新通道建设系列政策.....	- 26 -
图表 29: 重庆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目标.....	- 27 -
图表 30: 重庆“33618”现代制造业集群体系	- 27 -
图表 31: 重庆地票制度示意图.....	- 28 -
图表 32: 重庆成交建设用地面积 (万平方米)	- 29 -
图表 33: 主要城市土地成交均价 (元/平方米)	- 29 -
图表 34: 主要城市房屋平均价格 (元/平方米)	- 29 -
图表 35: 重庆常住人口与城镇化率.....	- 30 -
图表 36: 重庆人口外流数量及流失率.....	- 30 -
图表 37: 重庆微型电子计算机产量 (万台)	- 31 -
图表 38: 重庆汽车产量 (万辆)	- 31 -
图表 39: 重庆市近年来部分“33618”产业政策	- 32 -
图表 40: 2023 年重庆市部分招商引资活动.....	- 34 -
图表 41: 重庆《关于促进民营经济高质量发展的实施意见》设定目标.....	- 35 -
图表 42: 重庆 2023 年规模以上工业增加值同比 (%)	- 35 -
图表 43: 重庆 2023 年固定资产投资累计完成额同比 (%)	- 35 -
图表 44: 渝农商行普惠小微贷款余额及增速.....	- 36 -
图表 45: 渝农商行普惠小微贷款户数及增速.....	- 36 -
图表 46: 普惠小微情况渝农商行 vs 可比同业.....	- 36 -
图表 47: 渝农商行乡村振兴数字金融服务平台业务架构.....	- 38 -
图表 48: 渝农商行小微客户经理人均管户余额 (万元)	- 39 -

图表 49: 渝农商行小微客户经理人均管户数量 (户)	- 39 -
图表 50: 渝农商行有效商户数 (万户)	- 40 -
图表 51: 渝农商行各类零售贷款同比增速	- 40 -
图表 52: 渝农商行资产质量指标	- 40 -
图表 53: 渝农商行贷款核销规模 (亿元)	- 41 -
图表 54: 重庆燃气 1Q24 前十大股东	- 41 -
图表 55: 渝农商行按行业不良率	- 42 -
图表 56: 渝农商行不良率 vs 上市城农商行	- 42 -
图表 57: 渝农商行不良生成率 vs 上市城农商行	- 43 -
图表 58: 2023 年全国十大城市 GDP	- 44 -
图表 59: 重庆市与全国 GDP 累计同比增速 (%)	- 44 -
图表 60: 重庆市与全国第二产业固定资产投资完成额同比增速 (%)	- 45 -
图表 61: 重庆市与全国基础设施建设固定资产投资完成额同比增速 (%)	- 45 -
图表 62: 重庆市与全国规模以上工业企业增加值同比增速 (%)	- 45 -
图表 63: 重庆市与全国社会零售品消费总额同比增速 (%)	- 45 -
图表 64: 2022 年全国各省市债务负担情况	- 46 -
图表 65: 2023 年末全国各省市银行-城投债务覆盖率 (%)	- 47 -
图表 66: 重庆城投平台城投债新发放情况	- 48 -
图表 67: 重庆城投平台城投债存量利率 (%)	- 48 -
图表 68: 1Q24 渝农商行十大股东	- 48 -
图表 69: 2023 年末渝农商行城投授信额度按层级占比	- 49 -
图表 70: 2023 年末渝农商行城投授信额度按评级占比	- 49 -
图表 71: 2023 年末重庆市各区县负债情况以及渝农商行区县级平台授信金额 (亿元)	- 49 -
图表 72: 渝农商行贷款按抵押方式分类	- 50 -
图表 73: 渝农商行金融科技赋能零售风险管理	- 51 -
图表 74: 渝农商行历史杜邦分析	- 52 -
图表 75: 2023 渝农商行杜邦分析 vs 可比同业	- 52 -
图表 76: 渝农商行-可比同业杜邦分析	- 52 -
图表 77: 上市银行分红率、PB、股息率 (股价截止到 2024/05/28)	- 54 -
图表 78: 1Q24 上市银行机构持仓占比流通市值	- 55 -
图表 79: 渝农商行贷款端主要假设	- 57 -
图表 80: 重庆人民币各项存款同比增速 (%)	- 58 -
图表 81: 渝农商行营收和净利润测算 (百万元)	- 59 -
图表 82: 可比公司估值表 (截至 2024/05/28)	- 60 -
图表 83: 渝农商行盈利预测表	- 61 -

- 渝农商行投资逻辑：**
 - 1、负债端低成本优势：**作为四大直辖市之一，重庆市地域广阔，人口众多，渝农商行作为中国最大的农商行深耕重庆本土，全面覆盖重庆主城和县域地区，巨大的客群和深度的触达为其带来了负债端的低成本优势。
 - 2、资产端低风险偏好：**渝农商行的低成本负债也让其在资产端形成了较低的风险偏好，对公端重点投放的政信和产业类分别对应着重庆市的两大重点战略规划，即1、2号重点建设工程（成渝双城经济圈和西部陆海新通道）和“33618”现代制造业集群体系建设，这两大重点战略规划政策层级高，时间跨度长，投资规模大，发展前景有保证，风险相对较低。零售端的小微业务渝农有自己独特的护城河优势，因此可以选择风险相对较低、抵质押更为充足的项目进行投放。
 - 3、风险端资产质量改善：**近年来重庆地区经济已经走出低谷开启向上周期，地区债务虽高但整体可控，渝农商行历史不良包袱已经出清，政信合作平台层级高，小微抵质押充足，资产质量不断改善，未来风险预计不大。
 - 4、高股息高分红的投资标的：**以上这些都保证了其业绩的相对稳定，近年来渝农商行盈利能力开始企稳回升，历史分红率高且稳定，使得其股息率在上市银行中位居前列，比较适合作为高股息策略下稳定的投资标的。

图表 1：全文逻辑框架



资料来源：中泰证券研究所

一、负债端低成本优势显著

1.1 财务分析：存款付息率较低，个人活期占比高，定存成本控制强

- 渝农商行负债端的成本率较低，在上市城农商行中有较为明显的优势。1Q24 渝农商行计息负债成本率为 1.94%，在上市的 27 家城农商行中排名第 2，仅次于江阴银行，低于平均水平 34bp。2023 年末存款付息率为 1.88%，在上市城农商行中是最低的，低于平均水平 32bp。

图表 2：渝农商行累计年化计息负债成本率 VS 上市城农商行

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24
江阴银行	2.20%	2.40%	2.36%	2.32%	2.29%	2.28%	2.16%	2.07%	1.92%
渝农商行	1.93%	2.28%	2.37%	2.38%	2.22%	2.32%	2.18%	2.06%	1.94%
沪农商行	2.15%	2.20%	2.00%	2.09%	2.14%	2.19%	2.11%	2.07%	1.99%
苏农银行	1.65%	1.66%	1.99%	1.96%	1.94%	2.07%	2.09%	2.14%	2.07%
齐鲁银行	1.98%	2.35%	2.66%	2.30%	2.29%	2.30%	2.17%	2.11%	2.08%
宁波银行	2.27%	2.38%	2.52%	2.44%	2.25%	2.21%	2.09%	2.17%	2.12%
青农商行	2.04%	2.12%	2.22%	2.18%	2.08%	2.22%	2.20%	2.18%	2.12%
长沙银行	2.06%	2.08%	2.36%	2.45%	2.39%	2.40%	2.30%	2.25%	2.17%
上海银行	2.36%	2.55%	2.66%	2.52%	2.26%	2.26%	2.16%	2.21%	2.19%
北京银行	2.17%	2.52%	2.75%	2.55%	2.39%	2.32%	2.18%	2.21%	2.20%
杭州银行	2.32%	2.74%	2.89%	2.63%	2.38%	2.37%	2.32%	2.31%	2.22%
张家港行	2.41%	2.28%	2.14%	2.29%	2.26%	2.51%	2.46%	2.44%	2.23%
青岛银行	2.31%	2.65%	2.70%	2.48%	2.35%	2.35%	2.40%	2.30%	2.24%
苏州银行	2.52%	3.02%	3.05%	2.74%	2.49%	2.49%	2.36%	2.31%	2.26%
紫金银行	2.13%	2.59%	2.60%	2.26%	2.06%	2.28%	2.30%	2.34%	2.27%
瑞丰银行	2.44%	2.64%	3.01%	2.44%	2.33%	2.39%	2.35%	2.34%	2.27%
郑州银行	2.32%	2.77%	3.05%	2.86%	2.63%	2.69%	2.47%	2.36%	2.28%
无锡银行	2.41%	2.45%	2.40%	2.52%	2.43%	2.45%	2.38%	2.37%	2.32%
成都银行	1.71%	1.88%	2.09%	2.11%	2.11%	2.24%	2.26%	2.33%	2.33%
常熟银行	2.23%	2.42%	2.48%	2.37%	2.36%	2.34%	2.34%	2.36%	2.35%
厦门/银行	3.41%	3.25%	3.14%	2.79%	2.58%	2.53%	2.36%	2.44%	2.44%
江苏银行	2.55%	3.02%	3.32%	3.02%	2.75%	2.61%	2.49%	2.52%	2.47%
南京银行	2.42%	2.62%	2.94%	2.84%	2.64%	2.49%	2.43%	2.50%	2.47%
贵阳银行	1.75%	2.23%	3.31%	2.54%	2.74%	2.96%	2.69%	2.64%	2.60%
西安银行	2.12%	2.16%	2.38%	2.54%	2.65%	2.73%	2.58%	2.66%	2.61%
重庆银行	2.70%	2.93%	3.16%	3.08%	2.93%	2.95%	2.81%	2.71%	2.65%
兰州银行	3.24%	2.98%	2.88%	3.33%	3.37%	3.49%	3.33%	3.14%	2.73%
城农商行平均	2.29%	2.49%	2.65%	2.52%	2.42%	2.46%	2.37%	2.35%	2.28%
渝农商行-城农商行平均	-0.36%	-0.21%	-0.28%	-0.14%	-0.20%	-0.14%	-0.19%	-0.30%	-0.34%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

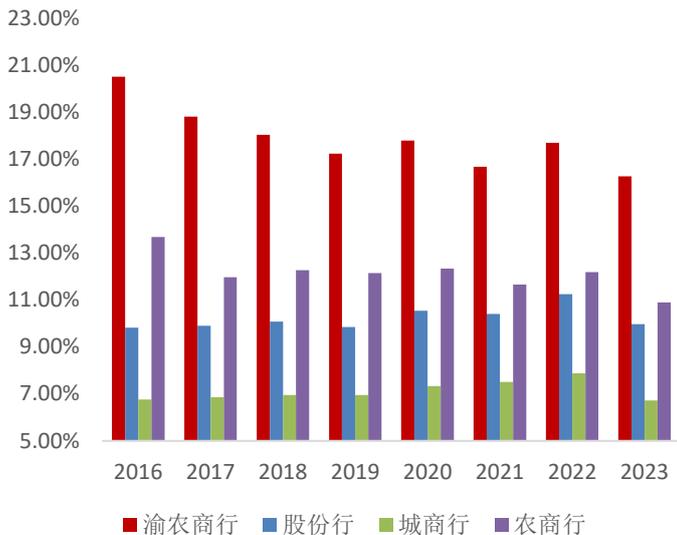
图表 3: 渝农商行累计年化存款付息率 VS 上市城农商行

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
渝农商行	1.60%	1.58%	1.68%	1.92%	1.95%	1.96%	1.95%	1.88%
沪农商行	1.86%	1.74%	1.67%	1.91%	1.96%	2.00%	1.98%	1.92%
北京银行	1.62%	1.59%	1.74%	1.90%	1.95%	1.93%	1.99%	1.94%
青农商行	1.88%	1.71%	1.64%	1.73%	1.79%	1.95%	2.02%	1.96%
江阴银行	2.16%	2.03%	2.00%	2.07%	2.23%	2.24%	2.12%	1.98%
长沙银行	1.61%	1.42%	1.64%	1.97%	2.13%	2.07%	2.09%	2.01%
宁波银行	1.78%	1.73%	1.82%	1.95%	1.98%	1.87%	1.76%	2.01%
上海银行	1.95%	1.83%	1.98%	2.17%	2.11%	2.04%	2.08%	2.07%
齐鲁银行	1.81%	1.74%	1.89%	2.11%	2.12%	2.17%	2.11%	2.07%
苏农银行	1.62%	1.54%	1.58%	1.77%	1.86%	1.98%	2.03%	2.08%
青岛银行	1.74%	1.70%	1.78%	1.79%	2.04%	2.07%	2.17%	2.20%
郑州银行	1.85%	1.96%	2.31%	2.54%	2.47%	2.45%	2.35%	2.21%
苏州银行	1.96%	2.14%	2.29%	2.37%	2.35%	2.25%	2.22%	2.21%
杭州银行	1.76%	1.88%	2.13%	2.30%	2.32%	2.24%	2.28%	2.22%
紫金银行	1.73%	1.70%	1.68%	1.82%	1.89%	2.05%	2.20%	2.22%
成都银行	1.52%	1.45%	1.54%	1.70%	1.88%	2.03%	2.11%	2.22%
张家港行	1.97%	1.93%	1.79%	2.05%	2.14%	2.28%	2.33%	2.28%
常熟银行	2.05%	1.93%	2.00%	2.26%	2.36%	2.26%	2.32%	2.29%
无锡银行	2.49%	2.39%	2.24%	2.33%	2.30%	2.34%	2.31%	2.30%
厦门/银行	2.32%	2.01%	2.37%	2.37%	2.40%	2.35%	2.30%	2.31%
江苏银行	1.96%	2.06%	2.46%	2.56%	2.49%	2.33%	2.34%	2.35%
瑞丰银行	2.40%	N.A.	2.19%	2.37%	2.21%	2.29%	2.33%	2.36%
南京银行	2.10%	2.07%	2.38%	2.59%	2.50%	2.34%	2.37%	2.47%
贵阳银行	1.36%	1.33%	1.65%	2.00%	2.44%	2.71%	2.53%	2.52%
西安银行	1.82%	1.71%	1.59%	2.06%	2.51%	2.65%	2.66%	2.74%
重庆银行	2.40%	2.27%	2.57%	2.90%	2.96%	2.84%	2.86%	2.78%
兰州银行	3.03%	2.77%	2.81%	3.13%	3.28%	3.08%	3.09%	2.90%
城农商行平均	1.94%	1.85%	1.98%	2.17%	2.24%	2.25%	2.26%	2.24%
渝农商行-城农商行平均	-0.08%	-0.11%	-0.30%	-0.27%	-0.28%	-0.25%	-0.28%	-0.32%

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

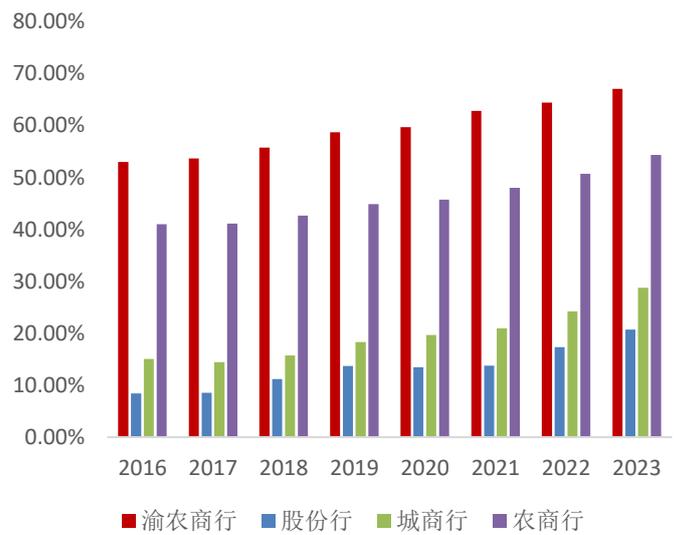
- 具体来看, 渝农的低负债成本主要是由于结构上其个人活期存款占比较高, 利率上其定存成本控制能力较强。从存款结构来看, 渝农商行呈现出明显的强零售属性, 2023 年末其个人活期存款占总存款的比重为 16.3%, 分别超过上市股份行/城商行/农商行 6.3/9.5/5.4 个百分点, 个人定期存款占总存款的比重为 67.1%, 分别超过上市股份行/城商行/农商行 46.4/38.3/12.7 个百分点。个人活期存款利率低有助于降低付息成本, 而渝农个人定期存款尽管占比高, 不过其定存的成本控制能力也较强, 极大的抵消了存款定期化的影响。2023 年末其个人定期存款成本仅为 2.39%, 在上市银行中排名第 2, 甚至低于四大行。

图表 4: 渝农商行个人活期存款占比总存款



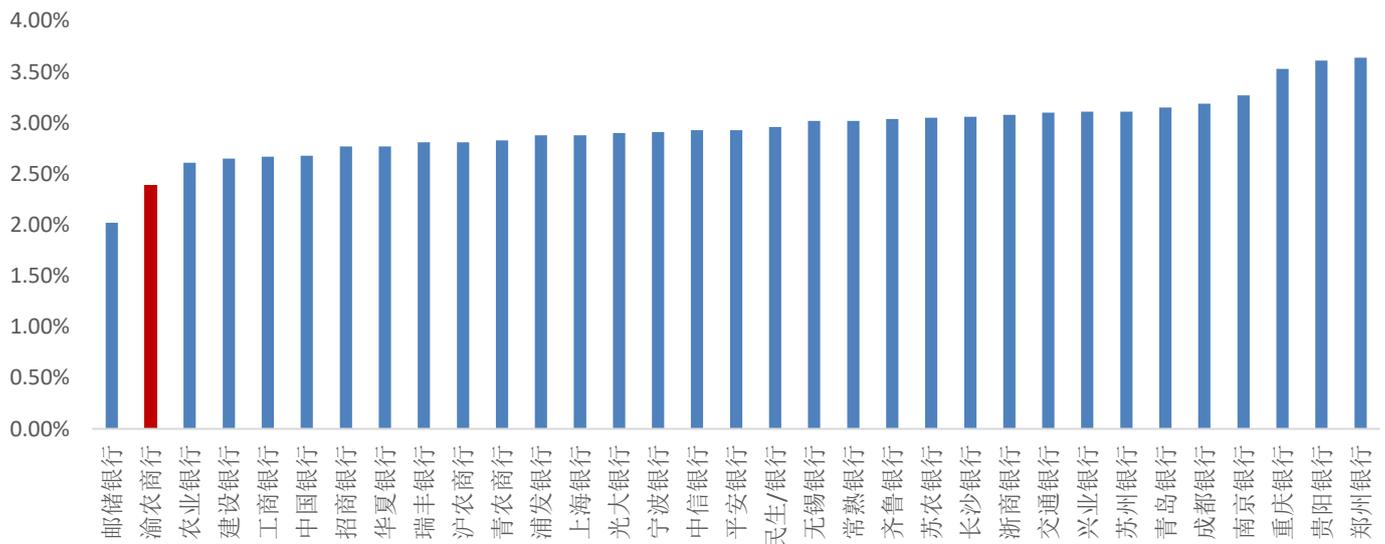
资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 渝农商行个人定期存款占比总存款



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 2023 年末渝农商行定期存款付息率 VS 可比同业



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 渝农在负债端的成本优势主要是来自于其广大的零售客群。一方面是由于其所在的重庆地区本身人口规模体量很大, 另一方面是由于其自身在重庆尤其是重庆县域地区有明显的规模和网点优势。因此下文主要从重庆市的地域特征和渝农的经营竞争优势来展开讨论。

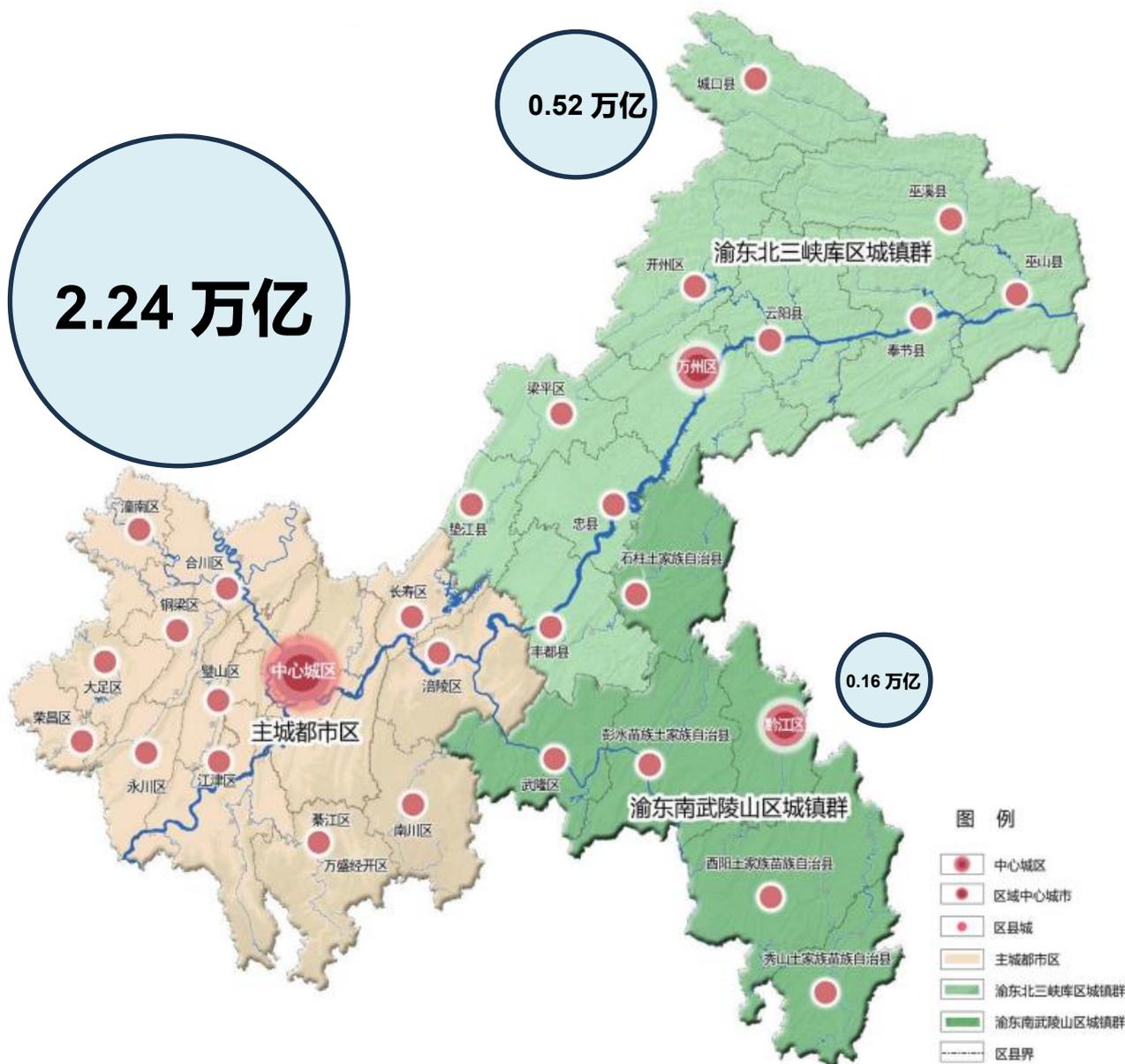
1.2 地域分析: 重庆市“大城市+大县域”, 提供广阔发展空间

- 从总量上来说, 重庆是一个典型的“大城市”。重庆是中国四大直辖市面积最大的一个, 面积为 8.24 万平方公里, 是北京、上海、天津面积之和的 2.4 倍, 几乎是整个浙江省面积的 80%。同时重庆市也是中国人

口最多的城市，2022 年常住人口达到了 3213.34 万人，超过排名第二的上海市 30%。

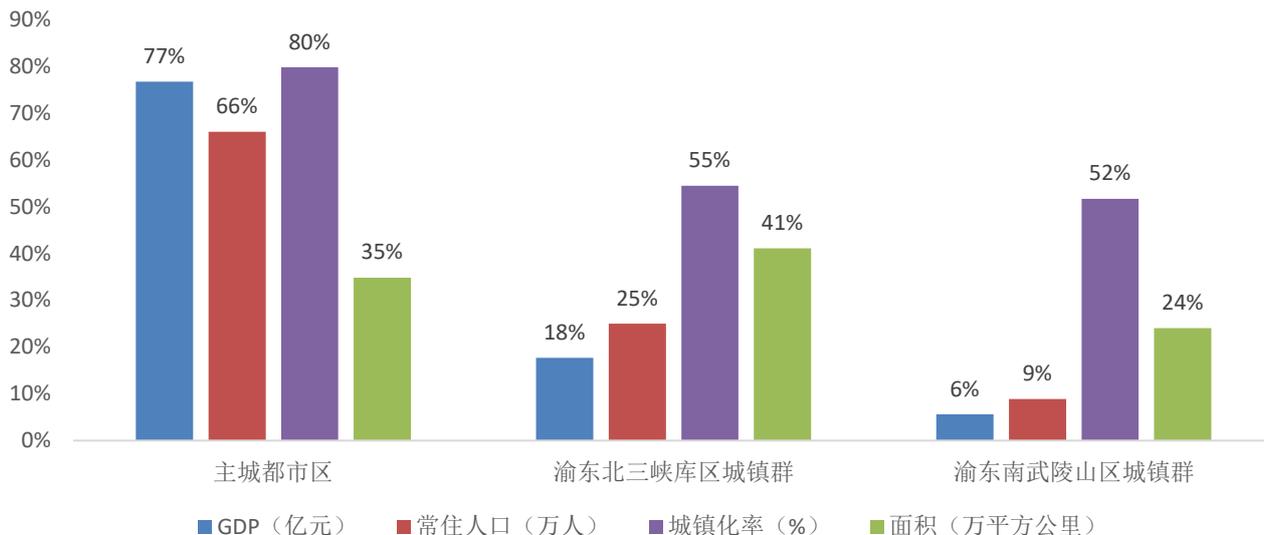
- 不过从重庆市内部不同区域之间的发展情况来看，重庆市内部的发展不平衡，主城区与县域地区落差比较大。重庆市下辖多达 38 个区县，根据《重庆市国土空间总体规划（2021—2035 年）》，重庆区县可以总体划分为“一区两群”：主城都市区（主城区），渝东北三峡库区城镇群（渝东北）和渝东南武陵山区城镇群（渝东南）。其中主城区 2022 年 GDP 高达 2.24 万亿，仅次于苏州市，超过了整个成都市，可以说是主城区本身就是大都市级别的，城镇化率接近 80%。而渝东北的 GDP 为 5152.87 亿元，超过了贵阳市，基本可以划分为二线城市，产业布局主要发挥三峡库区特色，以发展绿色轻工业和山地农业，以及康养、旅游、物流行业等为主。而渝东南 GDP 仅为 1628.68 亿，基本相当于一个四五线城市，地理条件对经济发展限制较大，主要发展文旅、山地农业等产业。渝东北和渝东南的城镇化率都只有 50%左右。

图表 7：2022 年重庆市“一区两群”规划和 GDP 情况



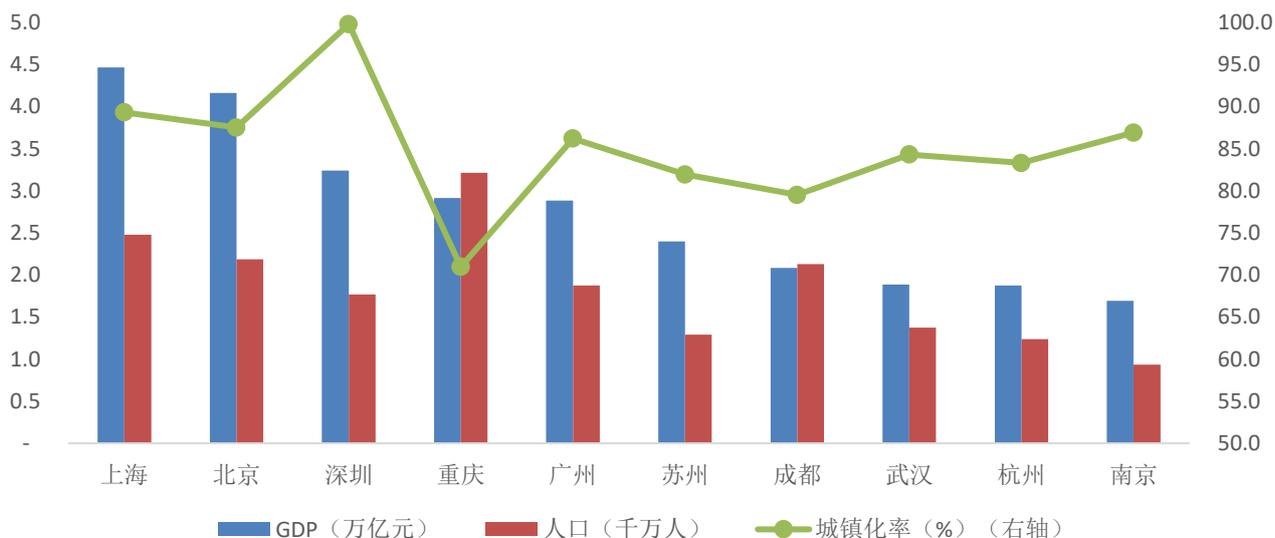
资料来源：重庆市规划和自然资源局，Wind，中泰证券研究所

图表 8：2022 年重庆市“一区两群”国民经济指标占全市比重



资料来源：Wind，重庆市统计局，中泰证券研究所

图表 9：2022 年全国 GDP 最高的十大城市人口与城镇化率



资料来源：Wind，中泰证券研究所

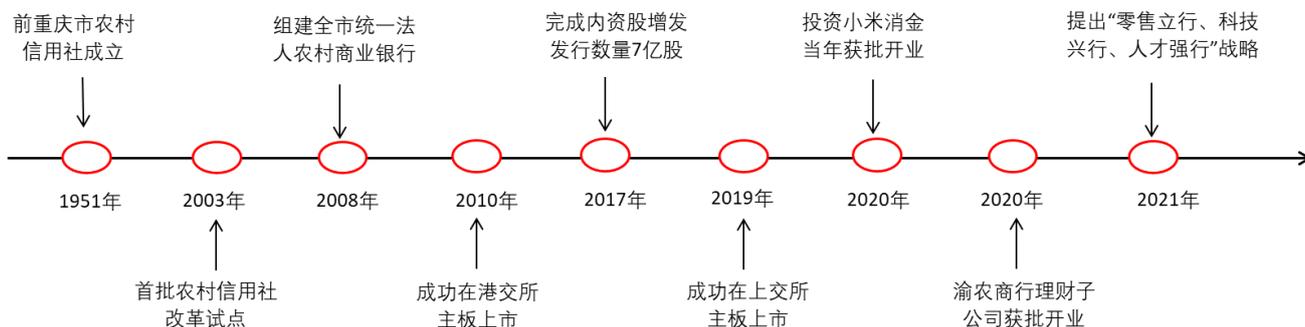
- 整体来看，重庆市规模体量巨大，但是区域之间落差大也为渝农商行的发展提供了机会。重庆有经济实力非常强的地区，但是也还是有相当大比例（30%）的农村人口，所以重庆市作为四大直辖市之一，需要有属于自己的能为重庆城市以及县域乡村提供全面服务的金融机构，这也为渝农商行成长为中国最大的农商行以及当地最具竞争优势的银行提供了肥沃的土壤。

1.3 经营分析：规模与网点优势显著，覆盖广大零售客群

- 1、从规模优势上来说，渝农商行是国内首家实现 A+H 上市的农商行，资

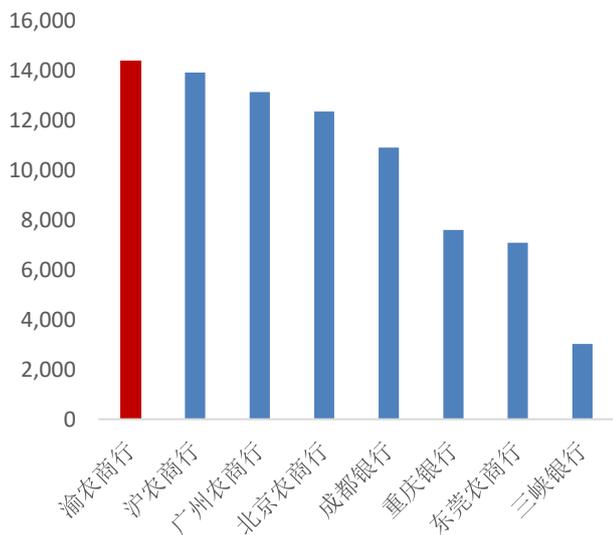
产位居国内农商行第一。渝农商行前身为重庆市农村信用社，成立于1951年，至今已有70余年历史。2003年，重庆成为全国首批农村信用社改革试点省市之一。2008年，重庆组建全市统一法人的农村商业银行。2010年，渝农商行成功在香港联交所主板上市，成为全国首家上市农商行、西部首家上市银行。2019年10月，成功在上海证券交易所主板挂牌上市，成为全国首家A+H股上市农商行、西部首家A+H股上市银行。近年来公司提出了“零售立行、科技兴行、人才强行”的战略，深入推进零售化转型。截至2023年末，渝农商行总资产达到1.44万亿元，规模超过了不少城商行，继续位列国内农商行之首。

图表 10: 渝农商行发展历史



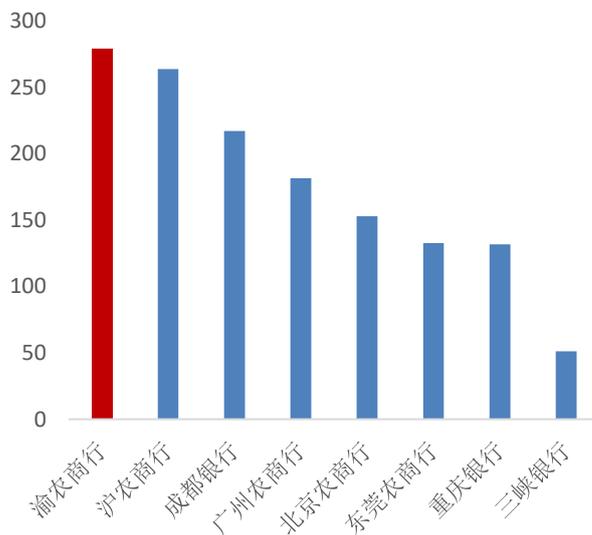
资料来源：公司招股说明书，公司官网，中泰证券研究所

图表 11: 2023 年资产规模渝农商行 vs 可比同业 (亿元)



资料来源：Wind，中泰证券研究所

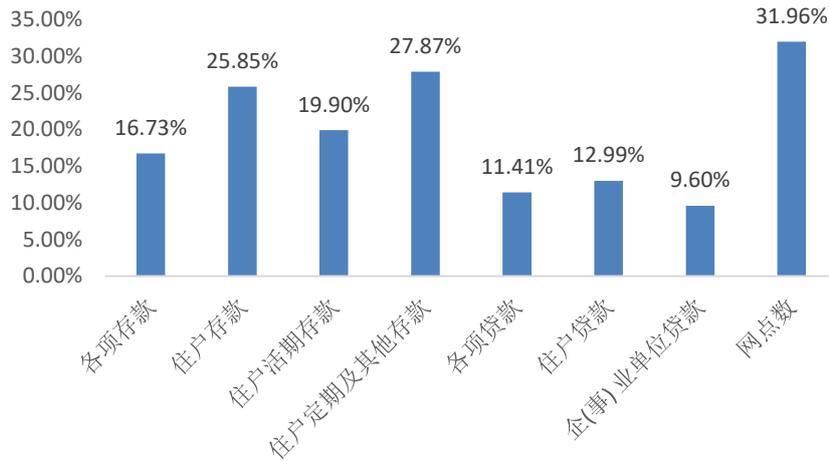
图表 12: 2023 年营收规模渝农商行 vs 可比同业 (亿元)



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 具体到重庆地区，渝农商行目前资产、存款、贷款规模均位居重庆第一，在本地竞争中优势十分明显。截止2023年末公司存款余额8962.02亿元，贷款余额6,472.77亿元，结合重庆市人民银行以及DM的数据可以计算出渝农商行存款、贷款市占率分别达16.73%和11.41%。

图表 13: 渝农商行各项指标占整个重庆银行业比重



资料来源: Wind, 中国人民银行重庆营业管理部, DM, 重庆市统计局, 中泰证券研究所

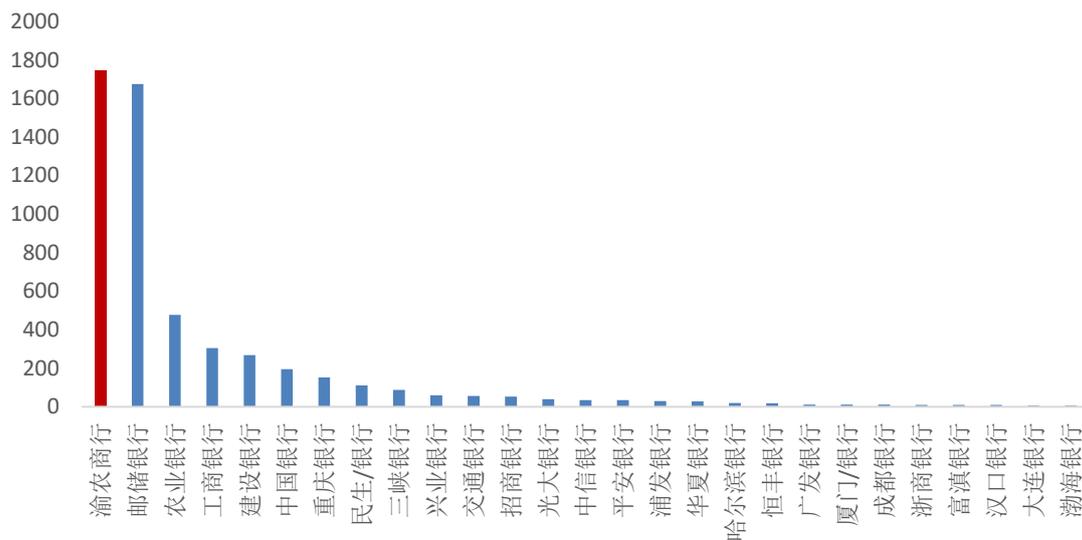
注: 员工人数为 2022 年数据

- 2、从网点优势上来说, 渝农商行兼具国股行的体量规模优势和城农商行的区位优势。网点数量不输大行且远超其他两家本土银行, 而且其超过 80% 的网点都分布在重庆市县域地区, 在县域地区的优势更为明显。

1) 在网点数量上, 除了邮储银行外其他银行均与渝农商行差距巨大。截至 2023 年末, 公司在重庆本地的分支机构数为 1749 个, 占整个重庆市的 32%, 除了邮储银行拥有 1675 个网点与渝农商行较为接近以外, 其余五大行网点数均未超过 500 个。而重庆另外两家本土金融机构重庆银行和重庆三峡银行网点数分别为 152 个和 88 个, 也和渝农商行差距巨大。而邮储的县域网点很多都是不能办理贷款业务的代理网点, 再加上大行在全国陆续关停网点, 渝农商行的网点优势预计会越来越明显。

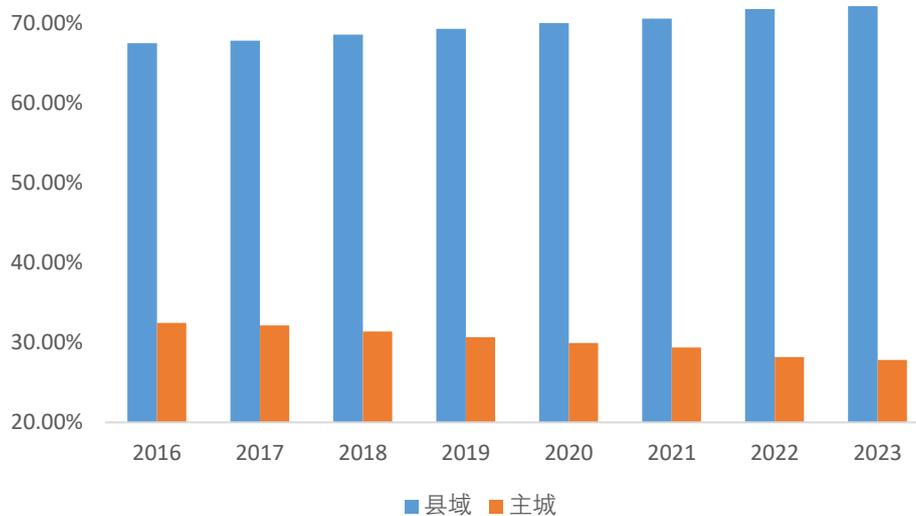
2) 在网点分布结构上, 渝农商行网点分布十分下沉, 超 80% 的网点都在县域地区。渝农商行县域地区网点数为 1445 个, 占总网点数比重为 82.6%, 可见渝农商行网点下沉度较深, 在其他银行难以触达的广大的重庆县域农村地区的竞争优势更为明显。

图表 14: 2023 年重庆各银行网点数



资料来源：公司公告，DM，中泰证券研究所

图表 16: 渝农商行县域与主城区存款占总存款比重



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

二、资产端低风险偏好

2.1 财务分析: 低贷款收益率, 对公政信+产业, 零售小微突出

- 渝农商行的低成本负债也让其在资产端形成了较低的风险偏好, 收益率处于行业中低水平。1Q24 其生息资产收益率为 3.5%, 在上市城农商行中第 5 低, 低于平均水平 39bp。2023 年末其贷款收益率为 4.38%, 在上市城农商行中第 9 低, 低于平均水平 47bp。

图表 17: 渝农商行累计年化生息资产收益率 vs 上市城农商行

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24
厦门/银行	5.95%	5.12%	4.81%	3.99%	4.32%	3.93%	3.70%	3.55%	3.38%
沪农商行	3.63%	3.68%	3.85%	3.74%	4.22%	4.11%	3.92%	3.62%	3.42%
上海银行	3.82%	3.44%	4.00%	3.78%	4.20%	4.11%	3.72%	3.61%	3.42%
苏农银行	4.35%	4.54%	4.42%	4.22%	4.25%	4.11%	3.91%	3.65%	3.47%
渝农商行	4.34%	4.64%	4.35%	4.48%	4.34%	4.39%	4.07%	3.75%	3.50%
紫金银行	4.62%	4.61%	4.48%	4.10%	3.77%	3.94%	3.92%	3.77%	3.54%
江阴银行	4.84%	4.14%	4.20%	4.08%	4.23%	4.20%	4.13%	3.84%	3.56%
齐鲁银行	4.39%	4.39%	4.55%	4.18%	4.41%	4.24%	4.06%	3.78%	3.58%
无锡银行	4.16%	4.32%	4.28%	4.14%	4.37%	4.20%	3.97%	3.77%	3.59%
北京银行	3.89%	4.07%	4.35%	4.19%	4.26%	4.09%	3.86%	3.73%	3.66%
瑞丰银行	4.36%	6.99%	6.29%	4.70%	4.72%	4.54%	4.39%	3.89%	3.67%
西安银行	3.75%	3.88%	4.31%	4.45%	4.67%	4.52%	4.09%	3.95%	3.74%
杭州银行	4.02%	4.08%	4.26%	4.05%	4.31%	4.20%	4.05%	3.88%	3.74%
重庆银行	5.14%	5.07%	4.60%	5.21%	5.04%	4.82%	4.38%	4.08%	3.82%
青农商行	4.79%	4.50%	4.41%	4.22%	4.64%	4.42%	4.25%	4.02%	3.83%
成都银行	3.79%	4.02%	4.02%	3.93%	4.43%	4.38%	4.20%	4.06%	3.93%
苏州银行	4.74%	5.08%	5.21%	4.60%	5.06%	4.70%	4.54%	4.22%	3.94%
张家港行	4.52%	4.32%	4.56%	4.72%	4.87%	4.79%	4.55%	4.30%	3.95%
宁波银行	4.25%	3.97%	4.16%	4.09%	4.82%	4.69%	4.27%	4.20%	4.11%
青岛银行	4.39%	4.17%	3.99%	4.38%	4.54%	4.25%	4.35%	4.24%	4.12%
南京银行	4.45%	4.26%	4.56%	4.25%	4.60%	4.53%	4.40%	4.27%	4.15%
兰州银行	5.46%	5.10%	4.93%	4.98%	4.95%	5.18%	4.86%	4.52%	4.22%
郑州银行	4.87%	5.39%	4.41%	4.59%	5.27%	5.25%	4.97%	4.65%	4.41%
江苏银行	4.14%	4.51%	4.51%	4.18%	4.81%	4.75%	4.71%	4.55%	4.43%
长沙银行	4.71%	5.65%	4.55%	4.57%	5.14%	4.89%	4.80%	4.64%	4.43%
贵阳银行	4.87%	4.88%	5.93%	4.65%	5.46%	5.40%	5.12%	4.88%	4.47%
常熟银行	5.37%	5.35%	5.48%	5.40%	5.33%	5.24%	5.13%	4.97%	4.92%
城农商行平均	4.50%	4.60%	4.57%	4.37%	4.63%	4.51%	4.31%	4.09%	3.89%
渝农商行-城农商行平均	-0.16%	0.04%	-0.22%	0.11%	-0.29%	-0.18%	-0.28%	-0.34%	-0.39%

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 渝农商行累计年化贷款收益率 vs 上市城农商行

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
沪农商行	4.84%	4.64%	4.64%	4.58%	4.67%	4.60%	4.42%	4.12%
北京银行	4.64%	4.48%	4.67%	4.81%	4.67%	4.50%	4.29%	4.18%
上海银行	4.41%	4.37%	5.19%	5.41%	4.99%	4.70%	4.41%	4.22%
苏农银行	5.72%	5.77%	5.85%	5.71%	5.35%	5.03%	4.70%	4.24%
厦门/银行	6.84%	5.63%	5.89%	5.93%	5.37%	5.01%	4.67%	4.26%
苏州银行	5.94%	5.59%	5.56%	5.91%	5.41%	4.90%	4.71%	4.30%
无锡银行	5.20%	5.02%	5.13%	5.06%	4.94%	4.80%	4.63%	4.31%
紫金银行	5.97%	5.37%	5.28%	5.31%	4.83%	4.76%	4.63%	4.32%
渝农商行	5.33%	5.22%	5.39%	5.44%	5.20%	5.22%	4.80%	4.38%
江阴银行	5.59%	5.71%	5.67%	5.43%	5.21%	5.12%	4.96%	4.44%
成都银行	5.11%	4.86%	4.98%	5.15%	5.11%	5.01%	4.88%	4.56%
青农商行	6.15%	5.68%	5.65%	5.88%	5.68%	5.24%	4.99%	4.59%
杭州银行	5.04%	4.80%	5.15%	5.47%	5.30%	5.05%	4.95%	4.60%
齐鲁银行	5.44%	5.33%	5.53%	5.44%	5.54%	5.31%	5.02%	4.62%
郑州银行	5.99%	5.62%	5.74%	5.81%	5.67%	5.45%	5.20%	4.73%
瑞丰银行	4.56%	5.14%	5.65%	6.03%	5.98%	5.70%	5.40%	4.73%
青岛银行	5.29%	4.78%	4.87%	5.16%	5.28%	5.02%	4.88%	4.74%
重庆银行	5.90%	5.73%	6.08%	6.14%	5.95%	5.56%	5.07%	4.74%
西安银行	4.73%	4.72%	5.13%	5.59%	5.59%	5.34%	4.96%	4.81%
江苏银行	4.82%	4.78%	5.00%	5.28%	5.35%	5.30%	5.28%	5.14%
南京银行	5.66%	5.11%	5.08%	5.63%	5.45%	5.35%	5.28%	5.14%
张家港行	6.14%	5.59%	5.88%	6.18%	6.06%	5.84%	5.57%	5.16%
宁波银行	5.44%	5.26%	5.47%	6.09%	6.04%	5.79%	5.38%	5.17%
贵阳银行	6.51%	6.07%	6.09%	5.14%	5.85%	5.70%	5.36%	5.31%
兰州银行	7.30%	6.73%	6.32%	6.64%	6.02%	6.36%	5.92%	5.42%
长沙银行	6.33%	5.83%	5.73%	6.40%	6.26%	5.97%	5.93%	5.77%
常熟银行	6.91%	6.90%	7.08%	7.01%	6.50%	6.25%	6.11%	5.83%
城农商行平均	5.62%	5.36%	5.51%	5.65%	5.49%	5.29%	5.05%	4.73%
渝农商行-城农商行平均	1.22%	0.27%	0.38%	0.28%	-0.12%	-0.28%	-0.38%	-0.47%

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 从具体贷款投向来看, 对公端以政信和产业类为主, 近年来占比还在不断提升; 零售端以经营贷和按揭为主, 非按揭类贷款占比不断上升, 尤其是体现其小微优势的个人经营贷。截止到 2023 年末, 在对公端, 政信类贷款占比为 31.5%, (租赁商贸 12.5%+水利环境 11%+交运仓储 4%+电力燃气 4%), 产业类贷款占比为 12.3% (制造业 9.7%+批零售业 2.6%), 而房地产类贷款较低、仅为 1.9% (开发贷 0.5%, 建筑业 1.4%)。在零售端, 个人经营贷/按揭/消费贷/信用卡贷款占比为 17.8%/13.5%/9.5%/2.2%。从占比变化趋势来看, 政信、经营贷、消费类贷款 (消费贷+信用卡) 的占比不断提升, 从 2018 年到 2023 年分别提升 3.3/6.5/3.9 个百分点, 经营贷占比提升最快, 而产业类贷款从 2023 年重庆提出“33618”产业政策之后也在逐步企稳回升, 当年占比提升 12bp。

图表 19: 渝农商行贷款结构

	2018	1H19	2019	1H20	2020	1H21	2021	1H22	2022	1H23	2023
对公贷款	65.04%	65.58%	62.88%	62.55%	53.88%	54.65%	48.15%	55.66%	47.21%	48.44%	48.44%
政信类	28.19%	31.90%	31.87%	31.96%	31.85%	31.98%	30.20%	30.39%	30.21%	31.55%	31.49%
租赁和商务服务业	9.89%	11.41%	11.62%	12.38%	11.91%	11.77%	10.99%	11.69%	11.45%	12.27%	12.45%
水利、环境和公共设施管理业	11.15%	13.34%	13.62%	13.06%	12.58%	12.45%	11.44%	10.96%	11.23%	11.35%	11.02%
交通运输、仓储和邮政业	3.24%	3.37%	2.83%	2.85%	3.58%	3.88%	3.79%	4.00%	4.03%	3.99%	4.03%
电力、燃气及水的生产和供应企业	3.90%	3.79%	3.79%	3.67%	3.79%	3.89%	3.98%	3.74%	3.50%	3.94%	3.98%
产业类	24.92%	23.12%	20.73%	20.48%	15.55%	16.14%	12.60%	15.94%	12.13%	12.02%	12.25%
制造业	17.31%	15.90%	14.34%	14.01%	12.01%	11.48%	9.75%	11.20%	9.75%	9.56%	9.70%
批发和零售业	7.60%	7.22%	6.38%	6.47%	3.54%	4.66%	2.85%	4.73%	2.39%	2.46%	2.55%
房地产类	4.38%	4.08%	3.59%	3.28%	2.42%	2.13%	2.04%	2.05%	2.02%	1.94%	1.91%
房地产业	2.17%	2.16%	1.84%	1.52%	1.12%	0.98%	0.81%	0.74%	0.70%	0.52%	0.51%
建筑业	2.21%	1.92%	1.75%	1.76%	1.30%	1.16%	1.23%	1.32%	1.32%	1.42%	1.40%
其他类	7.56%	6.48%	6.70%	6.82%	4.06%	4.40%	3.31%	7.28%	2.84%	2.93%	2.79%
个人贷款	34.96%	34.42%	37.12%	37.45%	42.64%	45.35%	47.33%	44.34%	44.69%	43.80%	42.99%
经营性贷款	11.28%	11.13%	11.56%	11.66%	13.15%	14.18%	15.42%	15.36%	16.10%	16.68%	17.75%
个人按揭贷款	15.84%	15.80%	16.72%	16.91%	17.98%	17.66%	17.35%	16.11%	15.33%	14.08%	13.52%
消费贷款	6.80%	6.52%	7.81%	7.91%	10.51%	12.30%	12.99%	11.05%	11.30%	11.01%	9.50%
信用卡	1.04%	0.97%	1.03%	0.97%	0.99%	1.21%	1.57%	1.83%	1.97%	2.03%	2.22%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

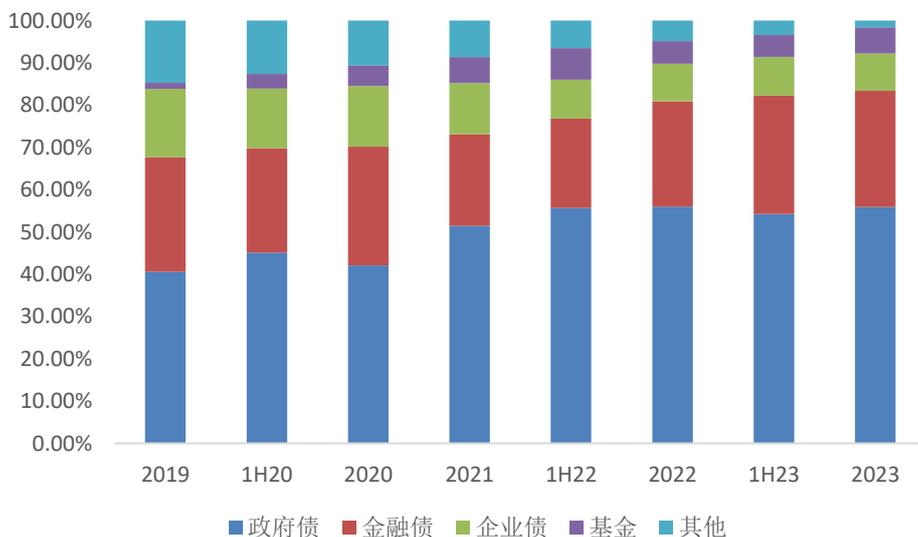
- 从金融投资来说, 渝农商行近年来投资收益率下降较快, 目前处于上市城农商行中游水平。2023 年渝农商行的投资收益率为 3.34%, 在上市城农商行中位于第 15 位, 低于平均水平 33bp。具体来看, 渝农商行的金融投资以政府债和金融债为主, 信用债和非标占比在不断压降, 也体现了其风险偏好的降低。截止到 2023 年末, 公司政府债/金融债/企业债/基金/其他类资产的占比分别为 55.9%/27.5%/8.8%/6.2%/1.6%, 相比与 2019 年分别变化 15.3%/0.4%/-7.3%/4.7%/-13.1%, 整体上来说低风险利率债占比在提升, 而相对来说风险较高的信用债和非标占比在不断下降。

图表 20: 渝农商行累计年化金融投资收益率 vs 上市城农商行

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
张家港行	3.17%	3.48%	3.36%	3.46%	3.38%	3.24%	2.81%	2.69%
紫金银行	3.76%	4.44%	4.15%	3.77%	3.04%	3.08%	2.76%	2.72%
瑞丰银行	N.A.	N.A.	4.59%	3.66%	3.51%	3.39%	2.90%	2.86%
无锡银行	4.31%	4.58%	4.41%	4.09%	3.91%	3.62%	3.18%	2.98%
厦门/银行	4.77%	4.87%	4.76%	3.78%	3.23%	3.23%	3.06%	2.99%
苏农银行	3.62%	3.85%	2.99%	3.76%	3.50%	3.74%	3.10%	2.99%
齐鲁银行	4.47%	4.39%	4.39%	4.16%	3.82%	3.54%	3.34%	3.14%
沪农商行	3.77%	3.74%	3.92%	3.83%	3.61%	3.51%	3.35%	3.17%
上海银行	4.46%	4.05%	4.16%	3.89%	3.80%	3.66%	3.30%	3.21%
江阴银行	3.39%	3.66%	4.26%	3.80%	3.26%	3.07%	3.04%	3.24%
贵阳银行	4.18%	4.73%	4.07%	4.91%	5.12%	4.95%	4.52%	3.25%
北京银行	4.30%	4.46%	4.80%	4.52%	4.19%	4.04%	3.70%	3.31%
江苏银行	3.88%	4.40%	4.50%	4.28%	4.15%	3.97%	3.66%	3.32%
青农商行	4.21%	4.21%	4.06%	4.38%	3.82%	3.67%	3.55%	3.34%
渝农商行	4.76%	4.98%	4.73%	4.34%	4.08%	3.87%	3.62%	3.34%
青岛银行	4.54%	4.51%	4.57%	4.56%	4.16%	3.85%	3.64%	3.35%
宁波银行	3.94%	4.66%	4.64%	4.44%	4.03%	3.83%	3.46%	3.36%
西安银行	4.02%	4.28%	4.54%	4.03%	3.98%	3.84%	3.65%	3.43%
南京银行	4.42%	4.50%	4.80%	4.71%	4.35%	4.00%	3.82%	3.49%
长沙银行	3.52%	3.68%	3.96%	3.98%	3.95%	3.79%	3.68%	3.51%
常熟银行	3.97%	4.66%	4.57%	4.28%	3.92%	3.77%	3.57%	3.52%
杭州银行	4.12%	4.36%	4.66%	4.50%	4.24%	4.02%	3.69%	3.58%
苏州银行	4.37%	4.66%	4.69%	4.60%	4.19%	4.02%	3.77%	3.67%
郑州银行	5.08%	5.03%	4.92%	5.23%	4.93%	4.60%	4.10%	3.72%
兰州银行	N.A.	N.A.	4.35%	4.00%	4.34%	3.83%	3.91%	3.73%
成都银行	4.84%	4.53%	4.02%	4.42%	4.71%	4.70%	4.37%	3.86%
重庆银行	6.21%	5.42%	5.10%	5.51%	5.57%	5.22%	4.58%	3.96%
城农商行平均	4.24%	4.41%	4.37%	4.26%	4.03%	3.85%	3.56%	3.32%
渝农商行-城农商行平均	0.53%	0.46%	0.39%	-0.48%	-0.80%	-0.62%	-0.50%	-0.33%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 渝农商行金融投资结构



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

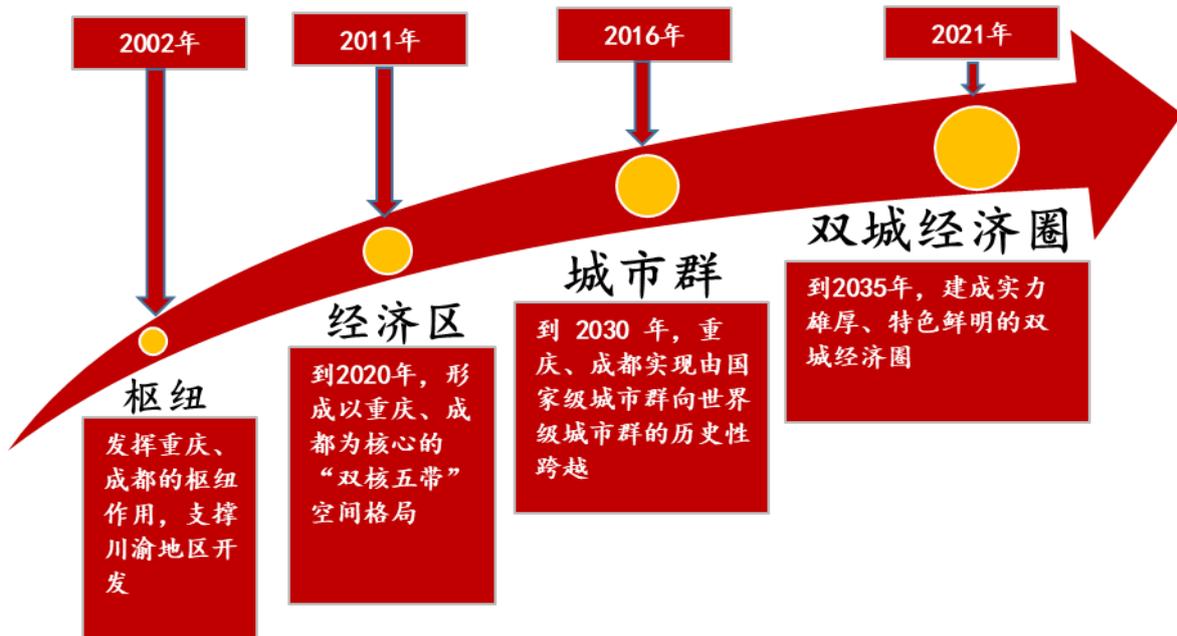
- 渝农商行在资产端的低风险偏好分别体现在: 1) 对公端重点投放的政信和产业类分别对应着重庆市的两大重点战略规划, 即 1、2 号重点建设工程(成渝双城经济圈和西部陆海新通道)和“33618”现代制造业集群体系建设, 这两大重点战略规划政策层级高, 时间跨度长, 投资规模大, 发展前景有保证, 风险相对较低。2) 零售端的小微业务渝农有自己独特的护城河优势, 因此可以选择风险相对较低、抵质押更为充足的项目进行投放。因此下文主要从重庆市的发展规划和渝农的小微优势来展开讨论。

2.2 对公政信+产业客群: 对应两大重点工程+33618 产业集群

2.2.1 政信端: 成渝双城经济圈+西部陆海新通道

- 1、成渝双城经济圈: 从 2002 年提出的成渝枢纽和 2011 年的成渝经济区(发改委地区级规划), 再到 2016 年提出的成渝城市群和 2021 年的成渝双城经济圈(中共中央国家级规划), 出台政策的力度、密度和行政层级的不断提升凸显了国家对成渝地区的重视和支持。根据中共中央和国务院在 2021 年 10 月 21 日发布的《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》, 到 2035 年, 要建成实力雄厚、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, 大中小城市协同发展的城镇体系更加完善, 基础设施互联互通基本实现, 具有全国影响力的科技创新中心基本建成, 世界级先进制造业集群优势全面形成, 现代产业体系趋于成熟, 融入全球的开放型经济体系基本建成, 人民生活品质大幅提升, 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。成渝地区已经成为了京津冀、长三角、珠三角之后中国经济发展的第四极。

图表 22：成渝经济圈发展政策规划



资料来源：发改委，中国政府网，中泰证券研究所

- 2023年1月28日，重庆市提出要把成渝地区双城经济圈建设作为市委“一号工程”和全市工作总抓手总牵引来抓，战略地位显著提升。从2021年以来，成渝双城经济圈重大建设项目无论是数量还是投资额都在持续大幅提升，项目数量从2021年的67个提升到2024年的300个，总投资额从1.57万亿元提升到3.6万亿元。而且成渝双城经济圈建设不仅计划投资高，实际落地的投资规模还更大，从2021年开始每年的年度投资完成率都在120%以上。而重庆市将双城经济圈列为“1号工程”也体现出重庆更加重视把握这项国家政策带来的机会，未来的投资空间有望进一步打开。

图表 23：共建成渝地区双城经济圈重大项目情况

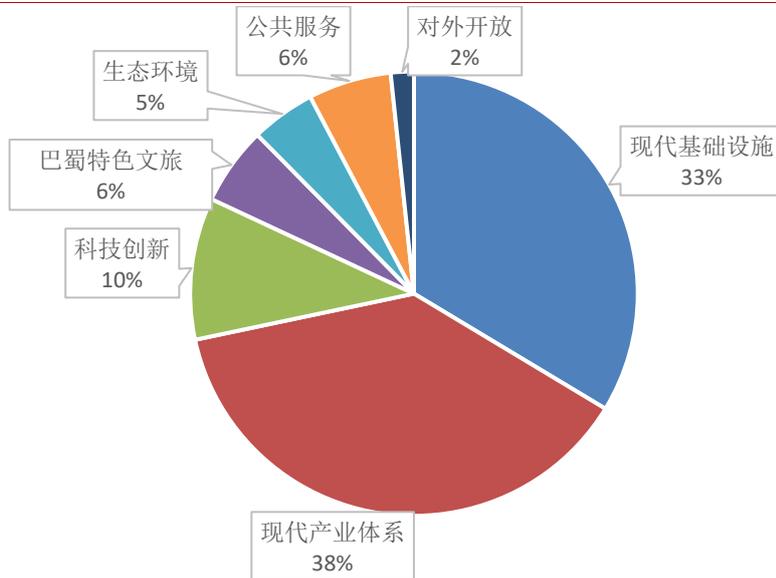
	项目数量（个）	项目投资额（万亿元）	年度计划投资（亿元）	年度完成投资（亿元）	年度投资完成率
2021	67	1.57	1,015.70	2,154.00	212.1%
2022	160	2.04	1,835.00	2,336.00	127.3%
2023	248	3.25	3,445.80	4,138.40	120.1%
2024	300	3.60	4,221.10		

资料来源：重庆市政府，四川省政府，中泰证券研究所

- 而从具体项目来看，基建和先进产业是重点建设领域。以2024年为例，300个项目涵盖基础设施、现代产业、科技创新、文化旅游、生态环保、对外开放、公共服务等七大重点领域，其中现代基础设施项目101个，占比达三成以上，交通建设是主要组成部分；现代产业体系项目数量最多，达114个、占比38%。其中主要包括电子信息、装备制造、汽车、特色消费品等世界级产业集群，以及机器人、智能网联汽车等战略性新兴产业

产业，鲜明体现两地对协同建设现代化产业集群以及提升制造业能级的重视程度。

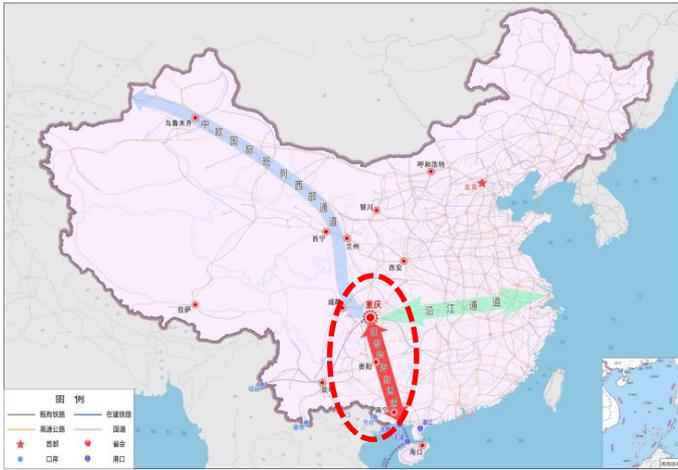
图表 24：2024 年共建成渝地区双城经济圈重大项目按数量分布



资料来源：重庆市政府，四川省政府，中泰证券研究所

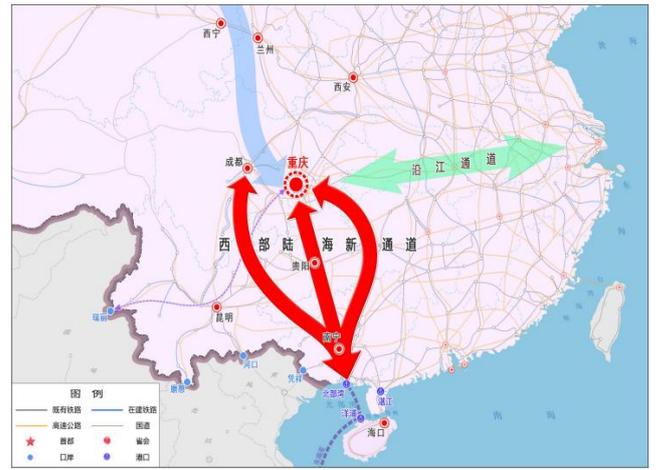
- 2、西部陆海新通道：**西部陆海新通道是沟通中国西部和北部湾出海口的**重要通道**，其中两条主通道的起点都在重庆，考虑到东南亚在我国的出口占比不断提升，重庆的战略地位有望进一步提升。西部陆海新通道位于我国西部地区腹地，北接丝绸之路经济带，南连 21 世纪海上丝绸之路，协同衔接长江经济带，在区域协调发展格局中具有重要战略地位。而这几大通路的交点正是重庆。而且根据 2019 年 8 月 2 日国家发展改革委印发的《西部陆海新通道总体规划》，西部陆海新通道的主通道有三条：自重庆经贵阳、南宁至北部湾出海口（北部湾港、洋浦港），自重庆经怀化、柳州至北部湾出海口，以及自成都经泸州（宜宾）、百色至北部湾出海口三条通路，其中两条的起点都是重庆，也明确重庆为通道物流和运营组织中心，牵头建立省际协商合作机制。而且从我国的主要地区来看，2023 年我国对东盟地区出口金额为 5237 亿美元，占总出口额的 15.5%，东盟已经超过了欧盟，美国等传统地区，成为了我国第一大对外出口地区。西部陆海新通道的建设有望进一步提升重庆的战略地位，让重庆抓住更多中西部与东南亚之间进出口的机会。

图表 25: 西部陆海新通道地理位置示意图 (全国)



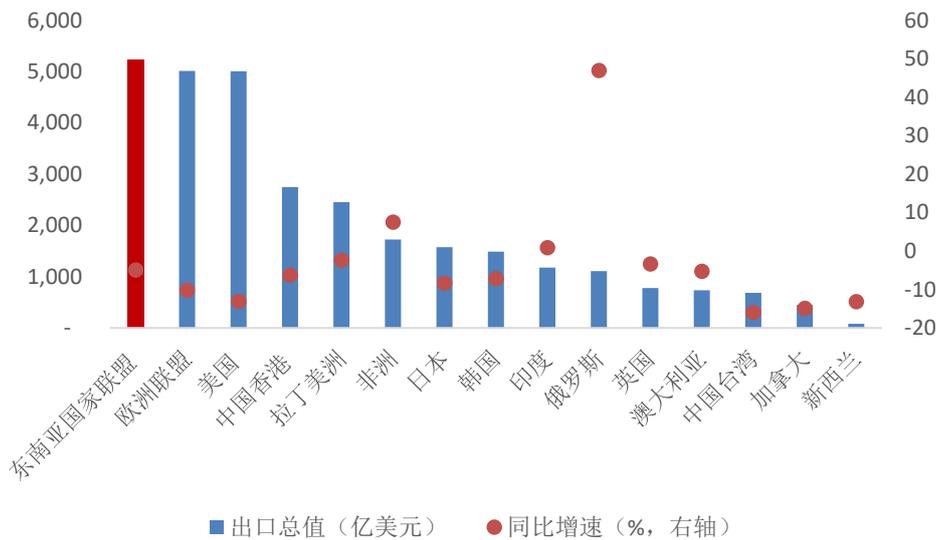
资料来源: 发改委, 中泰证券研究所

图表 26: 西部陆海新通道地理位置示意图 (局部)



资料来源: 发改委, 中泰证券研究所

图表 27: 2023 年进出口商品主要国别 (地区) 总值表 (亿美元)



资料来源: 海关总署, 中泰证券研究所

- 重庆市作为牵头单位也推出了一系列政策支持西部陆海新通道的建设。在 2023 年 9 月 26 日召开的市六届人大常委会第四次会议上, 重庆市政府表示, 根据《重庆市加快建设西部陆海新通道五年行动方案 (2023—2027 年)》, 拟实施的交通重点项目达 21 个、总投资达 4025.8 亿元, 2023 年, 重庆全市银行支持通道基建项目、通道交通物流和生产商贸企业新增融资 1965.2 亿元, 2023 年末融资余额 4459.5 亿元, 同比增长 15.8%, 高于全市贷款增速 6.0 个百分点。

图表 28：支持西部陆海新通道建设系列政策

政策文件	颁布时间	颁发部门	主要内容
《西部陆海新通道总体规划》	2019/8/2	发改委	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。
《重庆市推进西部陆海新通道建设实施方案》	2020/4/7	重庆市政府	到2025年，基本建成经济高效、智能便捷的西部陆海新通道，与中欧班列(渝新欧)和长江黄金水道高效联动，与“一带一路”和长江经济带有机衔接，物流效率和通关便利化水平大幅提升，引领区域协调发展和对外开放作用逐步显现。重庆至北部湾出海口两条主通道集装箱运量达到30万标箱;铁海联运班列、国际铁路联运班列、跨境公路班车开行数年均增长超过15%;通道沿线国家(地区)客货运航线达到50条;建成与东盟国家产业合作示范区3个。
《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》	2021/8/17	发改委	加快提升自重庆经贵阳、南宁至北部湾出海口（北部湾港、洋浦港）中通路运输能力，加快建设重庆至黔江高铁，释放既有干线铁路货运能力。按照渝怀铁路双线运输能力要求，加快沿线站点扩能改造，促进点线衔接协调。建设果园港物流园区、重庆国际物流枢纽园、江津珞璜港物流园区。推动东盟国际物流园、秀山物流园区和万州、涪陵、长寿铁路货场提档升级。
《重庆市加快建设西部陆海新通道五年行动方案(2023-2027年)》	2023/3/26	重庆市政府	织密通道综合立体交通网络。加快推进西部陆海新通道“七大交通走廊”建设。重庆—北部湾走廊，建成渝湘高铁重庆至黔江段，力争开工黔江至吉首高铁，加快推动渝贵高铁前期工作，开工秀山至印江高速公路重庆段等项目。重庆—滇中走廊，建成渝昆高铁、重庆至赤水至叙永高速公路重庆段等项目。重庆—成都—拉萨走廊，建成成渝中线高铁，拓宽成渝高速公路，改扩建渝遂高速公路铜梁至潼南段等项目。重庆—兰西—天山北坡走廊，建成渝武高速公路扩能北碚至合川段等项目。重庆—宁夏沿黄交通走廊，建成城开高速公路城口至渝陕界段等项目，加快建设渝西高铁。重庆沿长江交通走廊，建成渝万高铁，完成长江涪陵至朝天门段航道整治，开工渝宜高铁重庆段。空中走廊，建成投用江北国际机场T3B航站楼及第四跑道工程、万州机场T2航站楼扩建工程。
六届人大常委会第四次会议	2023/9/26	重庆市政府	拟实施的交通重点项目达21个、总投资达4025.8亿元。推进渝湘高铁重庆至黔江段建设，力争实现2025年通车。推动黔江至吉首高铁尽快启动建设。加快推进渝湘复线高速公路建设；畅通中线通道。争取国家支持启动渝贵高铁前期工作。加速推进江沪北线、渝赤叙等高速公路建设。积极争取启动成渝、渝遂高速公路扩能项目；补强西线通道。提速乌江彭水船闸改扩建工程前期工作；拓展通道航线。新开并加密既有国际航线，增开面向东盟和RCEP国家航线，实现对东盟国家全覆盖。
《金融支持加快建设西部陆海新通道行动方案》	2023/10/20	人民银行重庆市分行等	统筹运用好政策性贷款、项目贷款、仓单质押贷款、应收账款质押贷款等多样化金融产品，满足不同类型企业和项目运营主体、不同阶段合理的资金需求。同时,依托“长江渝融通”大数据平台完善银企线上、线下供需对接机制,引导金融机构量身定制融资方案。

资料来源：重庆市政府，发改委等，中泰证券研究所

2.2.2 产业端：33618 产业集群

- 重庆市两大重点工程主要是响应国家战略，顺应时代潮流，从政信端着手发展经济。而重庆市市级层面的另外一大发展目标就是建立起现代化的工业体系，实现制造业高质量发展。2023年6月20日，重庆第11次常务会议审议《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）》，提出到2027年规模以上工业企业营业收入迈上4万亿元台阶等一系列具体目标，为接下来重庆产业的五年发展规划设定好了目标。2022年重庆市规模以上工业企业营收为2.8万亿，按照这个目标未来5年工业企业营收年均复合增长率将达到7.4%，可见重庆市发展制造业的雄心。

图表 29: 重庆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目标

发展方向	具体目标
规模能级实现新突破	规模以上工业企业营业收入迈上4万亿元台阶，制造业增加值占地区生产总值的比重提高至28%，数字经济增加值占地区生产总值的比重超过50%。
创新赋能实现新突破。	规模以上工业企业研发投入超800亿元，投入强度提高至2%，有研发机构、有研发活动的企业占比分别提高至40%、60%，全员劳动生产率提高至50万元/人，制造业质量竞争力指数提高至92以上。
结构优化实现新突破。	“33618”现代制造业集群体系初步形成，战略性新兴产业、高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重分别提高至36%、22%，技术改造投资占工业投资的比重提高至40%。
绿色低碳转型实现新突破。	规模以上工业单位增加值能耗较2022年累计下降13%，二氧化碳排放的下降幅度大于全社会下降幅度。
空间布局实现新突破。	全市制造业协同联动发展格局基本形成，渝西地区成为全市先进制造业发展新高地。产业园区经济发展主战场地位更加巩固，园区规模以上工业企业营业收入占全市的比重提高至90%，单位工业用地产出提高至75亿元/平方公里。
企业主体升级实现新突破。	年营业收入超千亿元、过百亿元和上市工业企业分别增加至5家、50家和100家，实现制造业单项冠军、专精特新“小巨人”企业、高新技术企业和科技型企业四个“倍增”，四类企业分别增加至30家、500家、1.27万家和8.6万家。

资料来源：重庆市政府，中泰证券研究所

- 重庆市发展工业产业的抓手就是“33618”现代制造业集群体系。2023年6月5日，重庆市委、市政府召开推动制造业高质量发展大会，提出要构建“33618”现代制造业集群体系，从这些产业集群可以看出首先重庆市对落后产业不是简单的淘汰，而是在其原有的基础上进行升级，而且力度非常大。例如汽车产业2022年总产值为4514.6亿元，万亿的目标是这个数据的一倍之多，可见这是一份长期且目标远大的发展规划，其次重庆市对新兴产业也十分重视，采取的是类似PE/VC式的广撒网发展模式，紧跟时代发展潮流，积极把握时代发展的机会。

图表 30: 重庆“33618”现代制造业集群体系

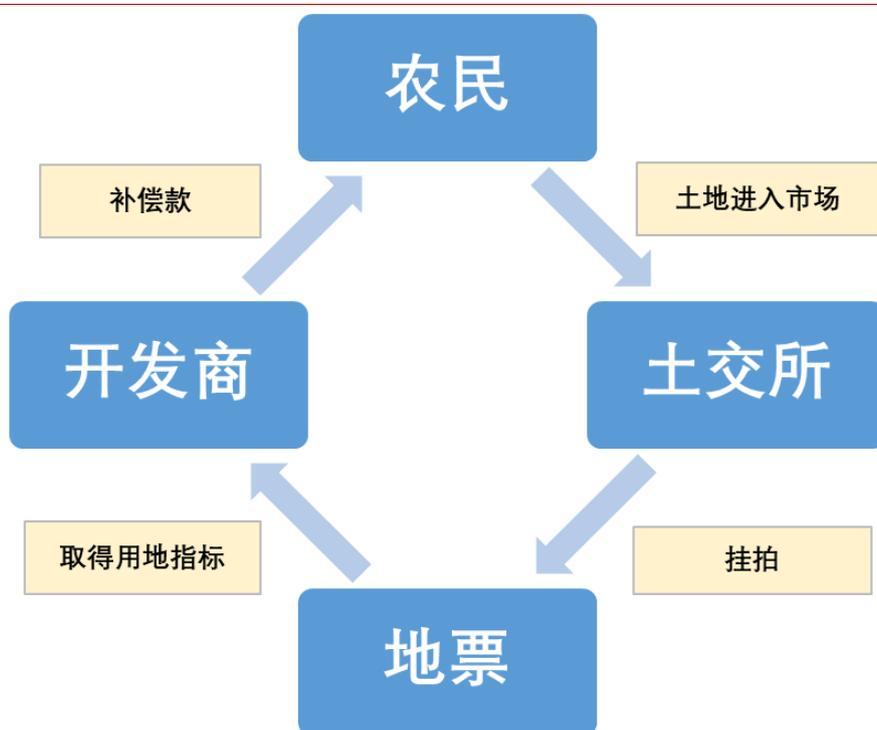
聚力打造3大万亿级主导产业集群	升级打造3大五千亿级支柱产业集群	创新打造6大千亿级特色优势产业集群	培育壮大18个“新星”产业集群
智能网联新能源汽车	智能装备及智能制造	新型显示	6个未来产业集群：卫星互联网、生物制造、生命科学、元宇宙前沿新材料、未来能源
新一代电子信息制造业	食品及农产品加工	高端摩托车	
先进材料	软件信息服务	轻合金材料	12个高成长性产业集群：动力装备功率半导体及集成电路；AI及机器人；服务器；智能家居；传感器及仪器仪表；智能制造装备；农机装备；纤维及复合材料；合成材料；现代中药；医疗器械
		轻纺	
		生物医药	
		新能源及新型储能	

资料来源：重庆市政府，中泰证券研究所

- 发展制造业需要“土地”“人口”“产业基础”“政策”“资金”，五者缺一不可。而且发展制造业不能只靠政府和地方国企推动，还需要民营企业参与其中，充分发挥市场的活力。而我们接下来就将从这六方面论证重庆打造现金产业集群的可行性以及2023年取得的成效。

- 1、土地：地票制度下的长期土地供应。重庆市政府 2008 年成立了我国第一家农村土地交易所，通过创新“地票”交易的市场化机制，将农村空余的宅基地置换为了城市紧缺的建设用地，有效解决了城市化、工业化用地指标，也增加了农民和政府的收入，保证了长期的用地需求。大量农民进城务工导致了农村的宅基地闲置，而城市建设征用土地只能依靠国家下达的有限指标，所以在耕地红线不能动的情况下就出现了“农村地多而浪费”和“城市地少而紧缺”问题。而重庆根据自身大城市+大县域的特点因地制宜的创造了“地票”制度，农民把宅基地复垦成耕地来换取地票并出售给城市的企业，企业通过购买地票来拿到城市建设用地指标，而建设用地的出让和开发则为政府带来财政收入，为农民提供征地补偿款。截至 2022 年底，重庆土交所公司累计交易地票 36.9 万亩、724.42 亿元，累计组织农村实物产权流转交易 112.77 万亩、40.85 亿元。

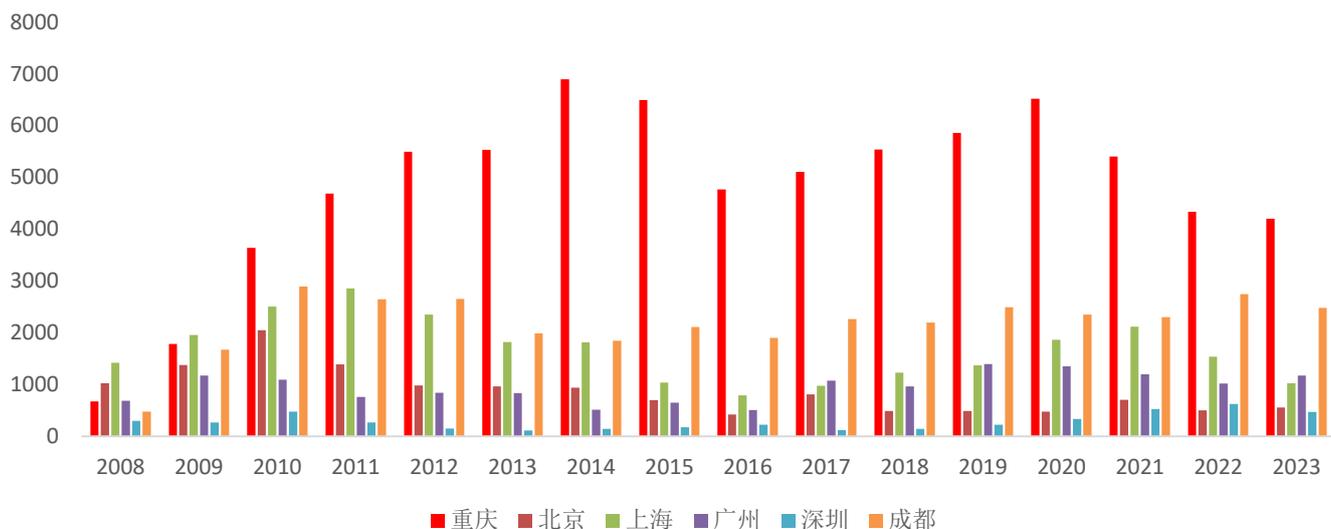
图表 31：重庆地票制度示意图



资料来源：重庆土地交易所，中泰证券研究所

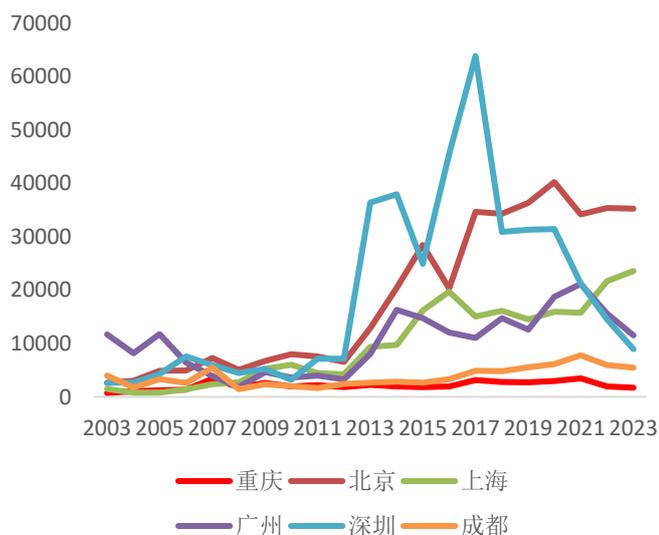
- 这一举措从根本制度上保证了未来长时间内重庆充足的土地供应和城镇化的可持续性。而且重庆通过控制地票交易量也使得重庆的地价房价没有像其他一线城市那样飞涨，为企业的落地创造了良好的条件，保持房价稳定的同时也避免了泡沫的产生，也是吸引人口回流有利因素。

图表 32: 重庆成交建设用地面积 (万平方米)



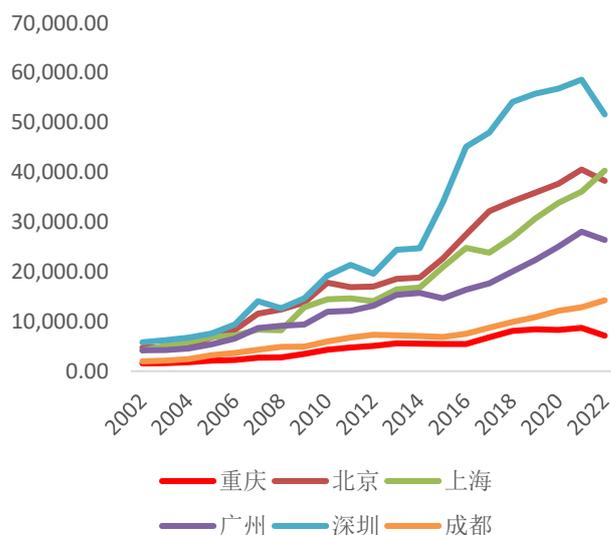
资料来源: iFind, 中泰证券研究所

图表 33: 主要城市土地成交均价 (元/平方米)



资料来源: iFind, 中泰证券研究所

图表 34: 主要城市房屋平均价格 (元/平方米)

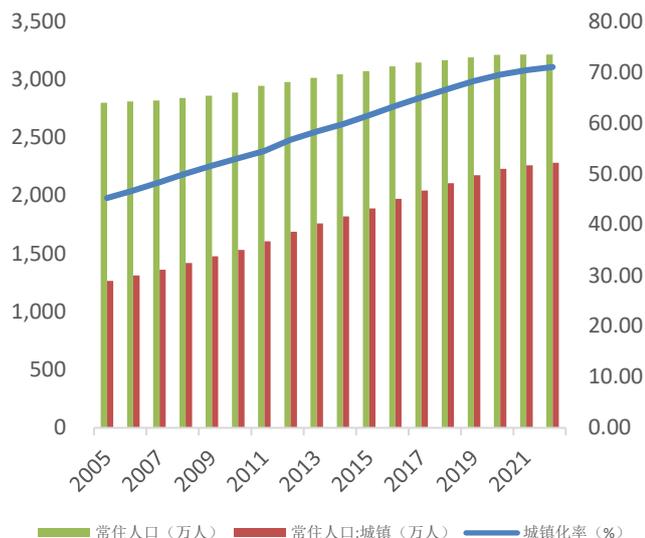


资料来源: iFind, 中泰证券研究所

- 2、人口：户籍制度改革下人口外流持续改善。重庆市政府 2010 年开始率先在全国范围内正式施行户籍制度改革，推出了两年 300 万、十年 1000 万的农民进城计划，为重庆市的城镇化提供了充足的人口保障，近年来人口外流情况也在持续改善。这场改革的核心还是用“土地换社保”，即农村居民整户转为城镇居民后，自愿退出宅基地并可参加社保，参保所需资金由退出宅基地的补偿费代缴。而农民转户后可享受城镇就业、社保、住房、教育、医疗政策，与城镇居民享有同等待遇，相对而言保证了农民的未来权益，也让农民更愿意留在重庆市。
- 我们通过计算重庆户籍人口减去常驻人口的差值来估算其外流人口，可

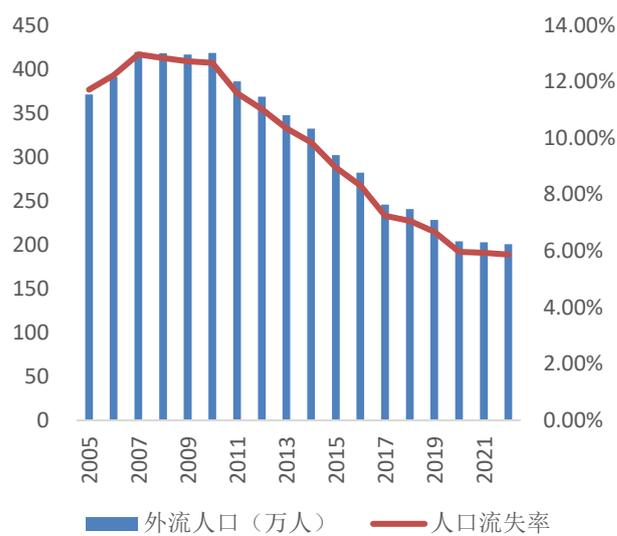
以发现重庆近年来人口外流问题在持续改善。其差值从2010年的418万人持续下降到了2022年的200万人，差值除以户籍人口得出的人口流失率也从12%下降到了不到6%，下降了一半多。而官方公布的《2022年重庆人口发展概况》也佐证了这一点，其中提到流出市外人口规模自2013年以来连续9年保持减少态势，2022年全市人口净流出规模由2021年的189.79万人下降到了2022年的182.08万人，减少7.71万人，人口净流出状况不断改善。

图表 35: 重庆常住人口与城镇化率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

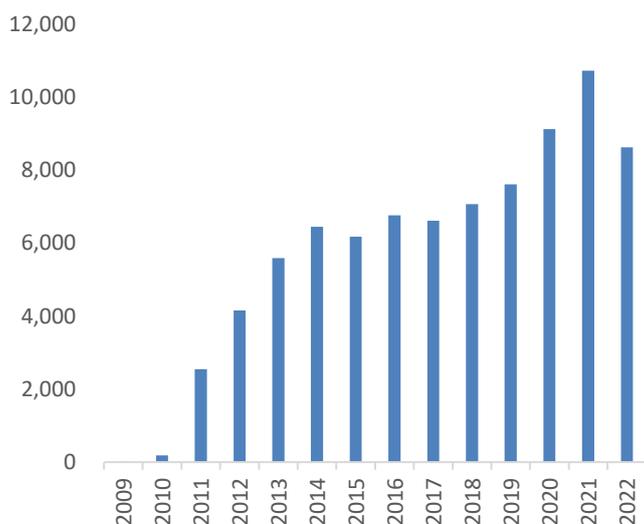
图表 36: 重庆人口外流数量及流失率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

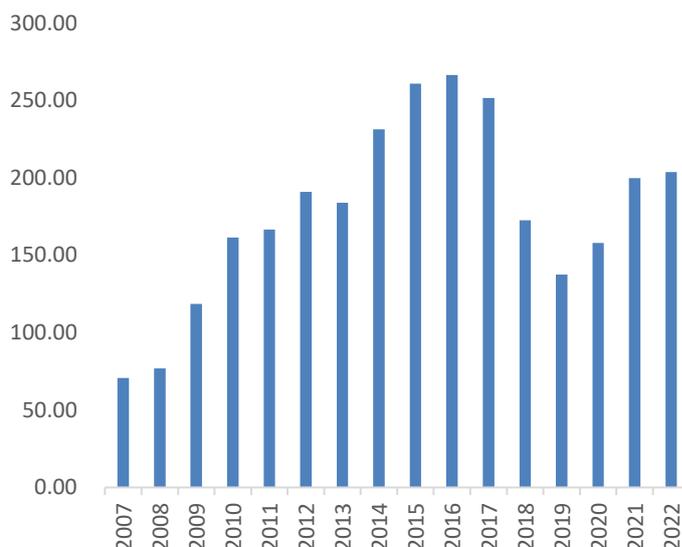
- 3、产业基础: 电子信息与汽车摩配双支柱。**重庆市通过招商引资引进了电子信息集群, 与重庆传统优势的汽车摩配行业形成了重庆产业的双支柱, 有较好的工业基础。这两大行业长期以来一直是重庆的支柱产业, 规模以上工业总产值占整个重庆的 40%左右。重庆的汽车产业有最早军转民的工业基础, 后来以长安铃木、东方小康为代表的微车快速发展, 2016年重庆成为全国唯一汽车年产量超过 300 万辆的省市, 连续三年继续保持全国第一。而重庆电子信息产业的引入是在 2008 年金融危机之下沿海城市的很多产业遭遇压缩, 这时候重庆利用自己土地、人口、运输上的优势, 抓住机会大力进行了招商引资, 2010 年, 重庆电子信息产业起步, 当年微型计算机设备产量 189.19 万台, 到 2011 年就直接翻了 13 倍达到了 2547.80 万台, 此后产量不断提高, 并在 2021 年达到最高峰 1.073 亿台, 全球每生产 3 台笔记本电脑, 重庆就占了 1 台。

图表 37: 重庆微型电子计算机产量 (万台)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 38: 重庆汽车产量 (万辆)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 4、政策：自上而下全方位的产业配套政策。**重庆市还针对“33618”出台了一系列产业政策，有以下几个特点：
 - 1) 自上而下的特点比较明显，统一规划和方向，明确目标 and 责任。**例如《重庆市先进制造业发展“渝西跨越计划”（2023—2027年）》规定渝西地区每区确立不超过2个主导产业，市级统筹重点推进。比如江津区优先发展智能网联新能源汽车整车与零部件（电驱、电转向、智能座舱等），到2027年，规模以上工业企业实现营业收入3000亿元。
 - 2) 真金白银支持，包括贷款贴息和产业母基金等。**比如《重庆市支持食品及农产品加工产业高质量发展十条政策》规定对食品及农产品加工产业100家领军企业、100家高成长性企业新增贷款，按贷款市场报价利率的60%，给予最高不超过1000万元的贴息支持。目前，市财政已下达1亿元贴息资金，各区县正在抓紧兑付。另外，《十条政策》还提出：设立100亿元食品及农产品加工产业生态基金，目前已由市国资委牵头设立，这支基金是母基金，由区县和开发区、社会投资机构联合设立子基金，投资粮油、肉蛋奶、果蔬、休闲食品、预制菜、火锅食材、中药材7大产业领域。
 - 3) 量化指标明确，行动路线明确。**例如《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）》明确到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。而且给出了重庆智能网联新能源汽车零部件产业集群发展重点和很详细的产品清单。

- **5、资金：“赛马榜制”下的大规模招商引资与项目落地。**重庆市的招商引资采用的是“赛马榜制”，自上而下推动各区县找项目，拉投资。2023年2月，重庆市招商投资促进局按照市委市政府要求，发布重庆各区县2023年度招商引资“赛马榜”，通过一个总榜、五个分榜，对各区县招商引资成效进行分类排名，此后又发布2023年一季度、二季度“赛马榜”，市委领导班子带头进行了密集的招商引资活动。这种高频度榜单在某种程度上也是对各区县主官的“KPI考核”，进而形成了一条由主事官员到中基层公务员的压力传导链条，也促进了产业资本进入重庆。**除此以外，重庆市还积极引入来自全国的产业与资本。**2023年，重庆与国务院国资委共同举办了央地合作座谈会，与36家央企签署战略合作协议，形成254个在谈项目、120个储备合作项目。重庆还与21家金融机构集中签署共建西部金融中心战略合作协议，8家金融机构将在渝设立一批功能性中心和分支机构。

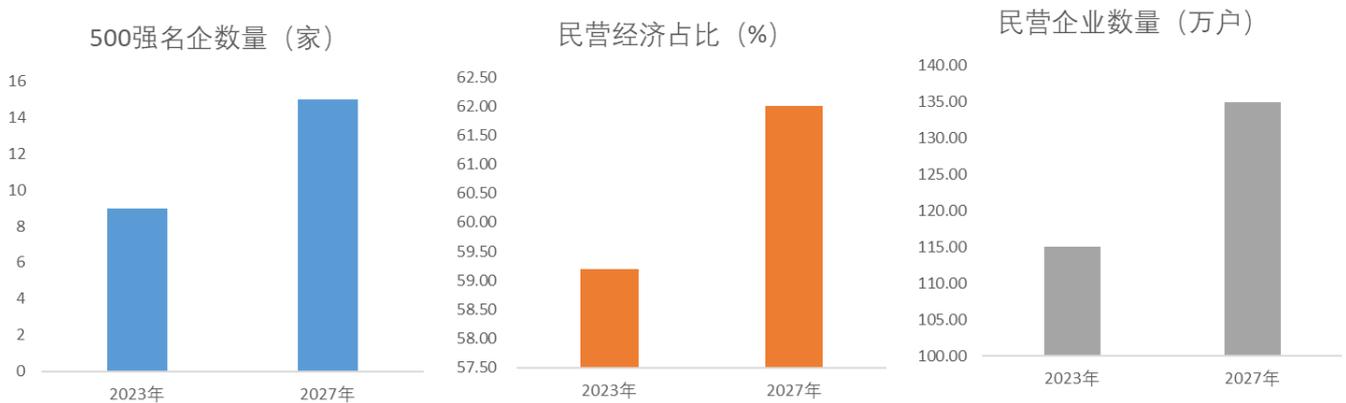
图表 40：2023 年重庆市部分招商引资活动

时间	会议/活动	涉及领域	具体内容
1月7日至14日	马来西亚、泰国市场开拓	五金工具、通用机械等	市商务委率团赴马来西亚和泰国开展“百团千企”国际市场开拓计划首站活动，累计签约金额3088万美元。
3月6日至14日	粤港澳投资促进活动	多个行业	为推动重庆外资外贸高质量发展，3月6日—14日，重庆市商务委将组织渝中区、沙坪坝区、九龙坡区、西部科学城重庆高新区、重庆对外经贸集团，赴深圳、香港、澳门开展为期9天的投资促进活动
2023/3/28	巴南软件园开园，举办一季度重点招商项目集中签约活动	软信产业等	现场签约重点项目43个、合同金额193亿元，
2023/4/6	投资重庆“2023年招商引资一季度开门红”集中签约活动	工业项目	签约重大招商项目70个，合同金额2086.77亿元
2023/4/12	成渝地区先进制造业协同发展示范区走进大湾区峰会	新能源汽车、先进材料	签约重点项目16个，合同引资额超310亿元。项目聚焦新能源汽车、先进材料、现代家居、集成电路、智能制造等产业。
2023/4/21	第五届中新金融峰会	金融业	中新金融峰会是中新（重庆）战略性互联互通示范项目的标志性项目，现已连续举办五届，推动了重庆与新加坡“点对点”金融合作，带动了中国西部地区与东盟国家“面对面”互联互通。
2023/5/18	第五届中国西部国际投资贸易洽谈会央地合作暨重点项目签约活动	制造业	本次签约活动重庆现场签约项目共84个，合同投资额2854.15亿元，其中重庆市人民政府与中国兵器装备集团有限公司、中国远洋海运集团有限公司、中国节能环保集团有限公司、中国物流集团有限公司4家央企签署战略合作协议。此外，四川、湖南等省也有4个项目在第五届西洽会现场签约，合同投资额53.2亿元。
2023/5/21	第二届中国(重庆)跨境电商交易会	跨境电商	集结22个国家、22个省市代表团、28家全球知名跨境电商平台、27个产业带，共计500余家企业参展参会，参展参会人员超6万人次；线下重点对接会签约项目金额达20亿元。
2023/5/25	会见欧盟国家驻华使节团	陆海新通道	使节团愿积极推动与重庆的地方合作，建立完善沟通机制，持续推动与重庆在经贸、科技、教育、文化等各领域交流合作
2023/6/8	会见意法半导体集团总裁	半导体	希望企业抢抓发展新机遇，加大在渝投资力度，不断延伸产业链，积极探索更宽领域合作，推动更多项目落地重庆
2023/6/14	会见中国电子科技集团	数字化等	希望企业把握现代化新重庆建设机遇，深耕重点领域，加大投资和产业布局力度，加快推进项目建设，在硅基光电子、芯片研发、数字重庆建设等领域与重庆深化合作。
2023/6/20	第三届中国工业软件大会	软件	本届大会围绕全市制造业高质量发展要求，尤其是智能网联新能源汽车万亿级产业发展需求，以“软件创新制造，智能网联未来”为主题，设置“工业软件与制造业融合发展”“工业软件赋能汽车企业数智化转型”等主题论坛。现场签约12个重点项目，涉及质量云平台、智慧商圈、互联装备等领域，签约金额77.2亿元
2023/6/20	陆海新通道助力民营经济高质量发展专项活动	新能源汽车、电子信息等	活动现场签约10个项目，合同投资金额97亿元。本次签约的10个项目，大多以陆海新通道为依托，涉及智能网联新能源汽车、电子信息、智能装备及智能制造、食品及农产品加工、新能源及新型储能等产业，涵盖多个区县。
2023/7/19	新加坡推广活动	陆海新通道	重庆将积极落实两国领导人重要共识，同新方一道推进中新（重庆）战略性互联互通示范项目合作，加强陆海新通道建设。
2023/8/30	支持重庆打造西部金融中心助力现代化新重庆建设金融系统座谈会	金融业	重庆市人民政府在北京与21家金融机构集中签署共建西部金融中心战略合作协议，重点围绕落实国家战略部署、参与“智融惠畅”工程实施、重庆特色金融体系建设等领域深化务实合作，8家金融机构将在渝设立一批功能性中心和分支机构，加快打造一批西部金融中心建设具有影响力、辨识度的标志性成果，助力现代化新重庆建设。
2023/9/20	涪陵区2023年三季度招商引资重点项目签约活动	先进材料	签约落地两大新材料项目，将助力涪陵打造千亿级先进材料产业集群。杭州领核科技有限公司拟投资1.5亿元，建设一条高性能、全自动、数字化的超导生产线，生产第二代高温超导新材料。该材料具有高电流密度等特点，可用于医学、军工、船舶等各领域，填补市场空白。重庆聚购科技发展有限公司拟投资10亿元，建设年产2万吨水热法纳米钛酸钽电子陶瓷材料，副产15万吨重晶石粉、6万吨无水氯化钙生产基地。
2023/10/9	九龙坡区第三季度重点招商项目集中签约活动	智能网联新能源汽车等	13个签约项目总投资318.78亿元
2023/11/20	2023中国产业转移发展对接活动	电子、汽车、材料等	本次产业转移共签约120个合作项目、总投资2012.17亿元，其中开幕式现场签约项目30个。120个项目中，电子行业16个项目，合同金额共计780.12亿元；装备行业52个项目，合同金额共计376.95亿元；汽车行业24个项目，合同金额共计310.7亿元；材料行业7个项目，合同金额共计287亿元；消费品行业11个项目，合同金额共计130.2亿元；医药行业10个项目，合同金额共计127.2亿元。

资料来源：重庆市政府等，中泰证券研究所

- 6、民营企业：大力发展民营经济。**2023年6月19日，重庆市推动民营经济高质量发展大会召开；2023年6月20日，市委、市政府《关于促进民营经济高质量发展的实施意见》，明确力争到2027年，全市民营经济增加值占地区生产总值比重达到62%，民营经济经营主体430万户以上，其中民营企业135万户以上、中国民营企业500强15户以上。截止到2023年末重庆民营经济占比为59.5%，民营企业115万户，500强企业9家来看，未来每年民营企业占比约要提升0.6%，增长5万户，500强企业1.5家，可见重庆市激活民营企业的决心。

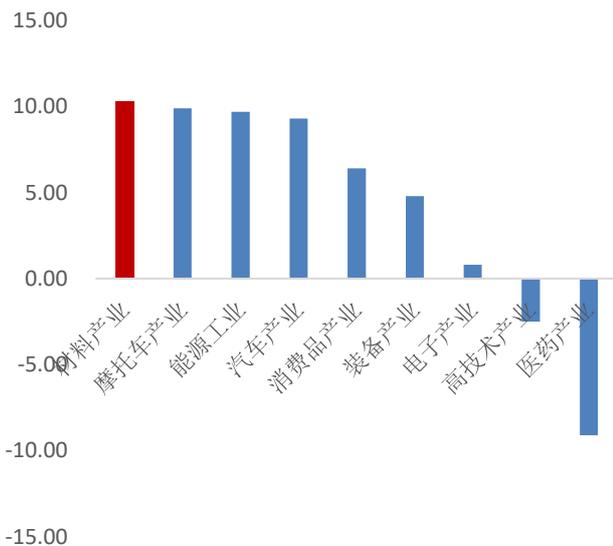
图表 41: 重庆《关于促进民营经济高质量发展的实施意见》设定目标



资料来源: 重庆市政府, 中泰证券研究所

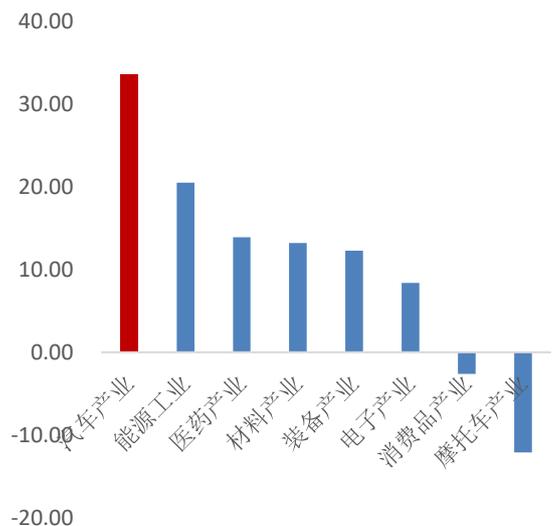
- 7、2023 年以来的成效: 重庆市 2023 年以来打造“33618”产业集群也取得了丰硕的成果。在工业生产方面, 2023 年材料和汽摩产业引领全市工业增长, 分别增长 10.3%和 9.9%; 在固定资产投资方面, 汽车制造业投资增长 33.6%; 全年全市高技术产业投资比上年增长 12.7%。分行业看, 高技术制造业投资增长 11.3%, 其中航空航天器及设备制造业、医药制造业、信息化学品制造业投资分别增长 32.9%、28.4%、49.3%。在具体产业表现上, 新能源汽车业表现尤为突出, 长安、赛力斯分别与华为合作推出的阿维塔 12、问界 M7 都引起了市场几大的关注。全市新能源汽车市场占有率不断提高, 新能源汽车零售额增长 67.7%, 占全市限上汽车类商品的比重为 31.2%, 较上年提高 11.0 个百分点。

图表 42: 重庆 2023 年规模以上工业增加值同比 (%)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 43: 重庆 2023 年固定资产投资累计完成额同比 (%)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 零售小微客群：渝农的护城河优势

- 渝农商行普惠小微贷款在重庆当地优势明显，而且增速也远高于全行贷款平均水平。**截至 2023 年末，渝农商行普惠小微贷款余额达 1285.16 亿元，普惠小微贷款户数达 19.73 万户，不仅是重庆市首家普惠小微贷款余额突破千亿的银行，普惠型小微企业贷款增量、存量也是连续多年保持全市第一。结合重庆市政府发布的数据可以计算出渝农商行普惠小微贷款余额和授信户数在全市的占比分别为 23.46%(2023 年末)和 18.01% (1H23)，小微金融在本地优势显著。而且普惠小微贷款的增速(12%+)要明显快于全行贷款的平均增速(7%)，2023 年在全行贷款的占比也已经提升到了 19%。

图表 44：渝农商行普惠小微贷款余额及增速

图表 45：渝农商行普惠小微贷款户数及增速


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 普惠小微贷款不仅在规模上增速很快，因为客群足够下沉，服务足够到位，因此在定价上也很具有竞争力。**近三年公司普惠小微户均规模平均为 64 万元，远低于除邮储和农业银行以外的其他可比同业。从平均贷款利率来看，渝农商行 2023 年新发放普惠型小微企业贷款平均利率为 4.75%，是可比同业中最高的，议价能力较强。

图表 46：普惠小微情况渝农商行 vs 可比同业

	普惠型小微贷款余额 (亿元)			普惠小微户数 (万户)			普惠小微户均余额 (万元/户)			普惠型小微贷款利率		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
渝农商行	961.72	1,130.00	1,285.16	15.24	17.60	19.73	63.10	64.20	65.14	5.85%	5.35%	4.75%
工商银行	10,990.12	15,503.16	22,277.52	79.50	101.60	146.70	138.24	152.59	151.86	4.10%	3.84%	3.55%
建设银行	18,700.00	23,500.00	30,400.00	193.67	253.00	317.00	96.56	92.89	95.90	4.16%	4.00%	3.75%
农业银行	13,219.62	17,689.94	24,583.22	191.55	252.86	353.80	69.01	69.96	69.48	4.10%	3.90%	3.67%
中国银行	8,815.00	12,283.00	17,585.43	62.00	75.00	107.00	142.18	163.77	164.35	3.96%	3.81%	3.54%
交通银行	3,388.19	4,562.39	5,902.79	21.22	29.31	34.15	159.67	155.66	172.85	4.00%	3.75%	3.43%
邮储银行	9,606.02	11,800.00	14,600.00	171.00	193.44	216.54	56.18	61.00	67.42	5.19%	4.85%	4.61%
沪农商行	552.67	641.13	779.28	2.36	3.41	5.03	234.14	187.95	154.93	4.51%	4.35%	4.04%
广州农商行	372.23	431.07	454.73	3.23	4.83	3.68	115.27	89.34	123.50	4.90%	4.45%	4.33%
北京农商行	72.25	102.02	142.07	0.28	0.49	0.88	262.63	209.19	161.84	4.00%		
东莞农商行	310.01	329.73	404.74	2.13	2.15	2.15	145.23	153.70	188.66	5.66%	4.75%	4.23%
重庆银行	397.83	436.19	502.46	5.40	5.44	5.79	73.74	80.18	86.80	5.49%	4.62%	4.26%
三峡银行	150.00	178.98	206.72	1.37	1.43	1.47	109.84	125.16	141.05	5.13%	5.06%	4.51%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 渝农商行这些小微业务上的优势除了来自于 1700 个网点数带来的客群覆盖率高、客群下沉程度深以外，还和自身不断升级完善的体制机制密不可分。小微客户之所以有时候对利率并不是很敏感是因为他们真正重视的是办贷的便利性和放贷的快捷性，因此渝农商行一方面非常重视金融科技对线上业务的赋能；另一方面根据不同分支行的情况在审慎的基础上适当下放审批权限，给客户经理更大的空间，加快业务审批流程。

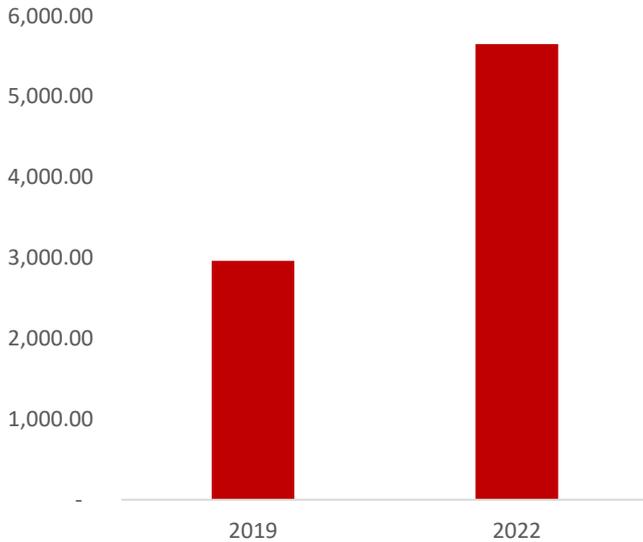
- 1) 渝农商非常重视金融科技的应用与数字化转型。董事长谢文辉先生是科技背景出身，曾任工商银行重庆市分行科技处副科长，重庆农村信用联社科技处总经理助理、副总经理，重庆农村商业银行股份有限公司科技部副总经理（主持工作）、科技部总经理，因此渝农商行自上而下都重庆农商行致力将金融与科技深度融合，积极加强金融科技平台建设。2023 年 1 月渝农商行建立起了乡村振兴数字金融服务平台，构建了适应重庆乡村实际的数字化信用服务体系，涉农金融服务效率提升，从传统农户贷款办贷时效最快一周以上变为涉农信贷业务办理“足不出村”，客户经理上门 10 分钟完成单户信息采集，1 小时完成全村建档评级，7*24 小时全线上办贷，从授信到支用最快 1 分钟。2023 年西南地区首家银行系金融科技子公司——重庆渝银金融科技有限责任公司正式开业。公司构建形成“一会、一总部、一公司”的金融科技组织形态，也标志着渝农商行的金融科技对集团业务的赋能进入了新阶段。2023 年公司开发的智能数据决策平台总计提供决策服务 4.22 亿笔，日均 115.6 万笔，同比增长 1.56 倍，决策成功率达 99.9%；运营分析系统数据驱动的客户触达计划共 269 个，通过多渠道共计触达客户 2,400 万余次，同比增长 10 余倍。

图表 47: 渝农商行乡村振兴数字金融服务平台业务架构

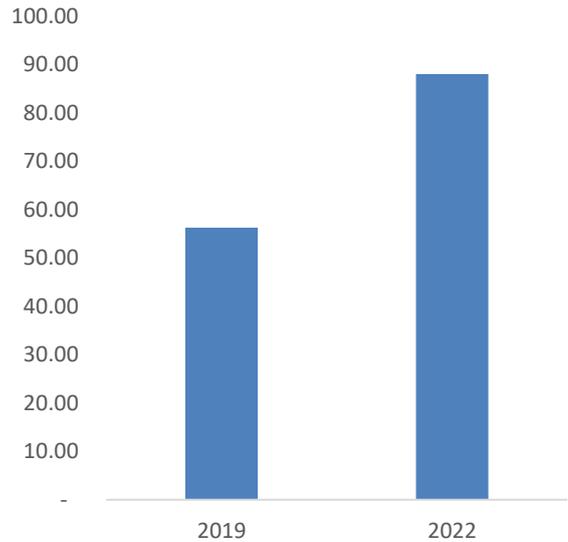


资料来源: 金科创新社, 中泰证券研究所

- 2) 从业务流程来看, 针对小微客户资质数据获取难的特点, 渝农商行一方面通过数字化转型提升了办贷效率和便利性, 另一方面根据不同分支行的情况在审慎的基础上适当下放审批权限, 给了小微客户经理更大的空间, 加快了审批流程。从 2019 年开始, 渝农商行的小微客户经理人数并没有明显增加, 但是人均管户余额和人均管户数从 2019 年的 2963 万/56 户提升到了 2022 年的 5652 万/88 户, 人均管户的提高也体现了金融科技的赋能和业务流程的优化作用。

图表 48: 渝农商行小微客户经理人均管户余额 (万元)


资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 49: 渝农商行小微客户经理人均管户数量 (户)


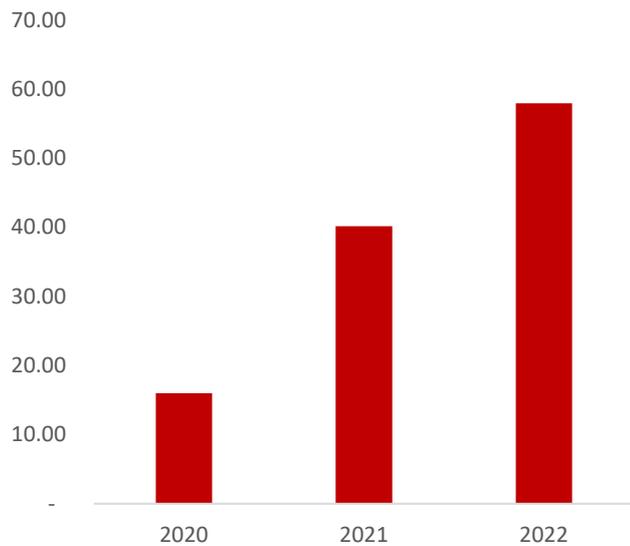
资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 3) 对于市场占有率已经很高的渝农商行来说, 接下来小微业务的成长点在于其打造有效的客户生态圈, 本质上就是加深与个体工商户的绑定, 同时通过与他们的合作建立消费场景, 将商户变为引流的平台来进一步获客, 将商户作为推动小微、个人业务联动发展的有效渠道。渝农商行通过从对公切入再绑定小微的方式发展客户生态圈, 即由传统的“银行—客户” (Bank to Customer) 向“银行—商户—客户” (Bank-Business-Customer) 转变。而这种转变以及转变带来的好处主要包括:

 - 1) 加大对小微个体工商户的拓展力度, 通过“渝快付”二维码为商户提供“收单+收银+营销”等一系列综合服务在中收和负债端获取支付结算和存款沉淀的收益。
 - 2) 在加深与商户绑定之后还可以利用商户为银行引流, 激活不活跃的零售客户, 提高“渝快贷”等拳头零售贷款产品的投放和信用卡贷款的增长。

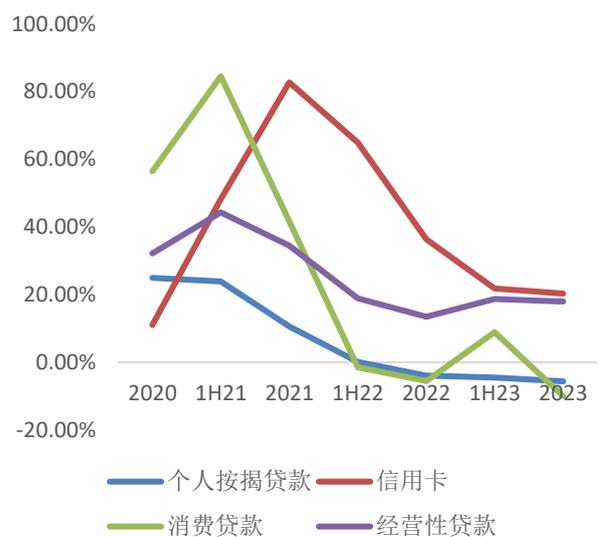
- 2023 年, 公司商户交易金额 1,871.27 亿元, 同比增加 226.94 亿元, 增幅 13.80%; 商户 AUM+LUM 日均余额 1,420.94 亿元, 较上年末净增 443.27 亿元, 增幅 45.36%。在商户的带动下 2023 年渝农商行的经营性贷款、信用卡贷款和消费贷同比增速为 17.9%、20.35%、-10%, 三者合计占总贷款比重也上升到了接近 30%。而截至 2023 年末, 重庆市个体工商户已达 249 万户, 根据重庆市民营经济规划提到 2027 年重庆市民营经济经营主体要达到 430 万户以上, 其中民营企业 135 万户以上, 假设剩下的 295 万户都是个体工商户, 则每年预计新增个体工商户 11 万户, 增长率 4.3% 左右。未来在商户这一端渝农商行还有比较大的增长潜力。

图表 50: 渝农商行有效商户数 (万户)



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 51: 渝农商行各类零售贷款同比增速



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

三、不良历史包袱出清, 未来风险可控

3.1 财务分析: 大额风险出清, 有望反哺利润

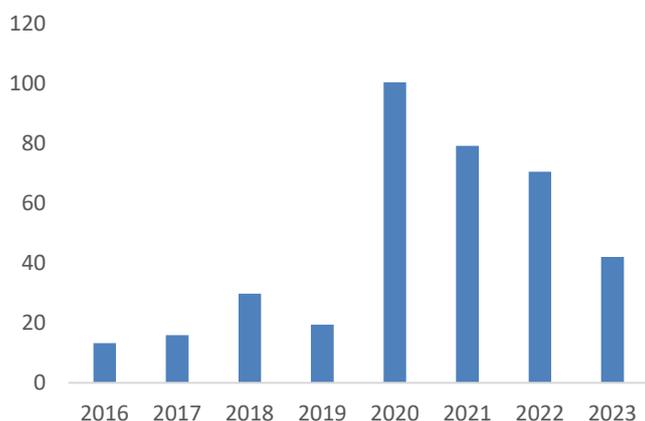
- 从渝农商行自身的各项风险指标来看, 其不良和关注率不断下降, 资产质量持续向好。多维度看: 1、**不良维度**——不良、不良生成、关注率持续下降。2020 年以来, 公司不良率持续下行, 2023 年末不良率 1.19%, 较前期高点 1.31%下降 12bps; 不良生成率也从 2020 年的 2.57%降至 2023 年的 0.72%。而且公司关注类贷款占比也是持续下降, 2023 年为 1.14%, 较 2017 年已经下降了一半, 未来的风险可控。2、**逾期维度**——不良认定趋严, 逾期率总体稳定。公司逾期 90 天以上贷款占比不良较 2017 年大幅下降, 逾期率总体保持稳定。3、**拨备维度**——风险抵补进一步增厚。2023 年拨备覆盖率为 365.23%, 拨贷比为 4.35%, 已经较 2020 年的低点开始逐步回升, 安全垫不断加厚。

图表 52: 渝农商行资产质量指标

	2017	1H18	2018	1H19	2019	1H20	2020	1H21	2021	1H22	2022	2023	趋势
不良维度													
不良率	0.98%	1.23%	1.29%	1.25%	1.25%	1.28%	1.31%	1.28%	1.25%	1.23%	1.22%	1.19%	
不良净生成率	0.67%	1.75%	1.36%	0.24%	0.65%	1.14%	2.57%	1.20%	1.69%	0.68%	1.29%	0.72%	
不良核销转出率	55.59%	108.99%	90.45%	9.02%	39.44%	68.75%	184.10%	76.27%	119.38%	46.16%	96.77%	54.55%	
关注类占比	2.50%	2.49%	1.93%	2.41%	2.32%	2.41%	2.36%	2.27%	1.92%	1.75%	1.29%	1.14%	
(关注+不良)/贷款总额	3.47%	3.72%	3.23%	3.66%	3.57%	3.70%	3.67%	3.55%	3.17%	2.98%	2.51%	2.33%	
逾期维度													
逾期率	1.48%	1.63%	1.45%	2.25%	1.16%	1.33%	1.10%	1.25%	1.18%	1.42%	1.33%	1.42%	
逾期/不良	151.50%	132.66%	112.04%	180.31%	92.71%	103.27%	84.03%	97.84%	94.40%	115.31%	109.04%	119.18%	
逾期90天以上/贷款总额	1.02%	0.99%	0.92%	0.98%	0.70%	0.69%	0.83%	0.74%	0.73%	0.74%	0.89%	0.93%	
逾期90天以上/不良贷款余额	104.79%	80.58%	70.89%	78.82%	55.88%	53.40%	63.28%	57.93%	58.55%	60.02%	73.03%	78.07%	
拨备维度													
信用成本 (累积)	1.15%	1.76%	2.31%	1.62%	1.59%	1.64%	2.16%	1.47%	1.95%	1.20%	1.27%	0.89%	
拨备覆盖率	431.16%	339.36%	347.27%	367.87%	379.93%	370.02%	314.85%	312.43%	340.12%	376.65%	357.55%	365.23%	
拨备/贷款总额	4.21%	4.18%	4.49%	4.58%	4.75%	4.75%	4.12%	3.99%	4.27%	4.64%	4.36%	4.35%	

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 渝农商行近年来加大核销力度，大额风险已经基本出清。**渝农商行扎根重庆多年，在重庆市经济结构转换的过程中也受到了冲击，资产质量恶化，不良率高企。不过公司近年来不断加大力度处置问题资产，大额不良风险已经基本出清。公司 2020 年当期核销规模大幅增长，当年核销高达 100.52 亿元，其中针对最大单一借款人隆鑫控股 2019 年末的 54.6 亿元风险敞口，公司于 2020 年、2021 年分别核销隆鑫控股贷款本金 38.06 亿元、13.92 亿元，已经基本核销完毕。根据公司公告，在隆鑫等十三家公司重整重公司合并申报债权 72.62 亿元，随着隆鑫重整的进行公司债权可能会有一部分回收。而在重庆能投的重整过程中也可以看到渝农商行获得了其子公司重庆燃气 5267 万股股份，占重庆燃气持股比例的 3.35%。公司 2021、2022、2023 年的核销规模为 79.33、70.65 和 42.1 亿元，已经在逐步下降，总体来说公司大额风险已经基本暴露，目前正在清收处置的过程之中。

图表 53：渝农商行贷款核销规模（亿元）


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 54：重庆燃气 1Q24 前十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例
华润燃气(中国)投资有限公司	350,000,000	22.27%
华润燃气投资(中国)有限公司	265,589,330	16.90%
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	132,260,000	8.42%
中国农业银行股份有限公司重庆市分行	110,129,799	7.01%
国家开发银行	78,566,929	5.00%
重庆市能源投资集团有限公司破产企业财产处置专用账户	57,464,483	3.66%
重庆农村商业银行股份有限公司	52,665,132	3.35%
工银金融资产投资有限公司	41,490,661	2.64%
重庆银行股份有限公司	35,938,168	2.29%
兴业银行股份有限公司重庆分行	33,526,823	2.13%
合计	1,157,631,325	73.67%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 从各行业风险来看，渝农商行不良率较高的房地产、批零售业在总贷款中的比重不大，贷款抵押担保率高，风险相对可控。**渝农商行不良率较高的行业主要是房地产业（9.28%）和批零售业（2.89%），其中房地产业不良大幅上升预计和当地个别民营房地产企业有关。不过这两个行业在渝农商行的贷款占比仅为 0.51%和 2.55%，因此风险相对可控。

图表 55: 渝农商行按行业不良率

	2018	2019	1H20	2020	1H21	2021	1H22	2022	2023
制造业	3.32%	2.78%	2.40%	4.85%	1.58%	1.42%	1.41%	1.19%	0.90%
建筑业	2.01%	1.87%	18.49%	0.71%	0.78%	0.39%	0.67%	0.54%	0.70%
房地产业	0.70%	8.61%	0.00%	0.00%	6.18%	0.00%	0.00%	7.29%	9.28%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.81%	1.10%	0.60%	2.61%	0.92%
批发和零售业	2.80%	1.19%	1.45%	8.02%	5.25%	9.86%	2.57%	5.45%	2.89%
租赁和商务服务业	0.02%	0.00%	0.01%	0.01%	0.95%	2.74%	2.46%	0.28%	0.36%
水利、环境和公共设施管理业	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.31%	0.31%	0.65%	0.54%
其它	5.02%	18.57%	15.61%	19.60%	17.74%	7.54%	9.61%	13.95%	10.16%
对公贷款	1.59%	1.69%	1.79%	1.94%	1.97%	1.95%	1.54%	1.47%	1.04%
个人按揭贷款	0.43%	0.33%	0.32%	0.31%	0.28%	0.46%	0.70%	0.77%	1.11%
消费贷款	1.79%	1.39%	1.48%	0.94%	0.82%	0.93%	1.41%	1.47%	1.83%
经营性贷款	1.37%	0.87%	0.80%	0.82%	0.76%	0.73%	1.47%	1.49%	2.05%
个人贷款	0.98%	0.71%	0.71%	0.61%	0.57%	0.66%	1.11%	1.17%	1.60%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 从渝农商行与上市城农商行的对比来看, 目前渝农商行处于行业中游水平。截止 1Q24, 渝农商行的不良率为 1.19%, 在上市城农商行中排名第 18, 高于平均水平 7bp。2023 年末的不良生成率为 0.72%, 排名第 12, 低于平均水平 18bp, 也说明渝农的资产质量整体逐渐企稳。

图表 56: 渝农商行不良率 vs 上市城农商行

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24
成都银行	2.21%	1.70%	1.54%	1.43%	1.37%	0.98%	0.78%	0.68%	0.66%
厦门/银行	1.51%	1.45%	1.33%	1.18%	0.98%	0.91%	0.86%	0.76%	0.74%
宁波银行	0.91%	0.82%	0.78%	0.78%	0.79%	0.77%	0.75%	0.76%	0.76%
杭州银行	1.62%	1.59%	1.45%	1.34%	1.07%	0.86%	0.77%	0.76%	0.76%
常熟银行	1.40%	1.14%	0.99%	0.96%	0.96%	0.81%	0.81%	0.75%	0.76%
无锡银行	1.39%	1.38%	1.24%	1.21%	1.10%	0.93%	0.81%	0.79%	0.79%
南京银行	0.87%	0.86%	0.89%	0.89%	0.92%	0.92%	0.90%	0.90%	0.83%
苏州银行	1.49%	1.43%	1.68%	1.53%	1.38%	1.11%	0.88%	0.84%	0.84%
苏农银行	1.78%	1.64%	1.31%	1.34%	1.28%	1.00%	0.95%	0.91%	0.91%
江苏银行	1.43%	1.41%	1.39%	1.38%	1.32%	1.08%	0.94%	0.91%	0.91%
张家港行	1.97%	1.78%	1.47%	1.38%	1.17%	0.94%	0.89%	0.94%	0.93%
江阴银行	2.41%	2.39%	2.15%	1.83%	1.79%	1.32%	0.98%	0.98%	0.97%
瑞丰银行	1.81%	1.56%	1.47%	1.35%	1.32%	1.25%	1.08%	0.97%	0.97%
沪农商行	1.08%	1.30%	1.13%	0.90%	0.99%	0.95%	0.94%	0.97%	0.99%
长沙银行	1.19%	1.24%	1.29%	1.22%	1.21%	1.20%	1.16%	1.15%	1.15%
紫金银行	1.98%	1.84%	1.69%	1.69%	1.68%	1.45%	1.20%	1.16%	1.16%
青岛银行	1.36%	1.69%	1.68%	1.65%	1.51%	1.34%	1.21%	1.18%	1.18%
渝农商行	0.96%	0.98%	1.29%	1.25%	1.31%	1.25%	1.22%	1.19%	1.19%
上海银行	1.17%	1.15%	1.14%	1.16%	1.22%	1.25%	1.25%	1.21%	1.21%
齐鲁银行	1.68%	1.54%	1.64%	1.49%	1.43%	1.35%	1.29%	1.26%	1.25%
北京银行	1.27%	1.24%	1.46%	1.40%	1.57%	1.44%	1.43%	1.32%	1.31%
重庆银行	0.96%	1.35%	1.36%	1.27%	1.27%	1.30%	1.38%	1.34%	1.33%
西安银行	1.27%	1.24%	1.20%	1.18%	1.18%	1.32%	1.25%	1.35%	1.43%
贵阳银行	1.42%	1.34%	1.59%	1.45%	1.53%	1.45%	1.45%	1.59%	1.63%
青农商行	2.01%	1.86%	1.57%	1.46%	1.44%	1.74%	2.19%	1.81%	1.80%
兰州银行	1.77%	2.09%	2.25%	2.44%	1.75%	1.73%	1.71%	1.73%	1.83%
郑州银行	1.31%	1.50%	2.47%	2.37%	2.08%	1.85%	1.88%	1.87%	1.87%
城农商行平均	1.49%	1.46%	1.46%	1.39%	1.32%	1.20%	1.15%	1.11%	1.12%
渝农商行-上市银行平均	-0.53%	-0.49%	-0.17%	-0.14%	-0.01%	0.05%	0.07%	0.08%	0.07%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 57: 渝农商行不良生成率 vs 上市城农商行

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
成都银行	1.90%	0.91%	1.30%	0.82%	0.52%	0.07%	0.05%	0.18%
苏州银行	2.03%	0.86%	1.34%	0.67%	0.71%	0.23%	0.05%	0.32%
无锡银行	0.89%	0.69%	0.60%	0.33%	0.59%	0.09%	0.36%	0.35%
紫金银行	0.68%	0.76%	0.62%	0.79%	1.21%	0.57%	0.23%	0.37%
杭州银行	1.81%	1.31%	1.21%	0.96%	0.30%	0.17%	0.26%	0.45%
瑞丰银行	0.15%	-0.09%	0.97%	0.81%	0.86%	0.66%	0.56%	0.48%
厦门/银行	1.72%	1.51%	1.10%	0.73%	0.38%	0.40%	0.53%	0.51%
重庆银行	0.63%	1.74%	2.44%	0.71%	1.05%	1.92%	1.82%	0.56%
沪农商行	0.25%	0.58%	0.27%	0.18%	0.57%	0.30%	0.32%	0.56%
青岛银行	1.56%	1.84%	2.27%	2.36%	1.53%	1.27%	0.83%	0.57%
苏农银行	1.52%	1.77%	1.62%	1.89%	1.20%	0.42%	0.55%	0.67%
渝农商行	0.58%	0.67%	1.36%	0.65%	2.57%	1.69%	1.29%	0.72%
北京银行	0.76%	0.81%	1.51%	0.94%	1.15%	1.02%	0.75%	0.79%
齐鲁银行	1.12%	0.99%	1.39%	1.33%	0.98%	0.95%	1.01%	0.81%
西安银行	0.36%	0.65%	0.53%	0.41%	0.79%	1.27%	1.46%	0.83%
常熟银行	1.81%	1.01%	0.73%	0.86%	0.85%	0.36%	0.59%	0.92%
宁波银行	1.27%	0.67%	0.48%	0.63%	0.79%	0.71%	1.00%	0.96%
南京银行	1.62%	0.70%	1.02%	1.24%	1.17%	0.82%	1.02%	0.97%
江苏银行	1.10%	1.03%	0.71%	0.68%	0.98%	0.80%	0.88%	1.10%
上海银行	0.69%	0.65%	0.95%	1.20%	1.51%	0.88%	0.97%	1.15%
贵阳银行	2.90%	1.38%	2.98%	-0.29%	2.12%	1.40%	1.11%	1.31%
长沙银行	0.95%	1.07%	0.99%	1.66%	1.43%	1.48%	1.27%	1.31%
江阴银行	1.31%	0.61%	1.72%	1.76%	2.71%	0.32%	0.43%	1.40%
张家港行	1.37%	1.37%	1.08%	2.23%	1.92%	0.44%	1.01%	1.49%
郑州银行	1.49%	1.64%	2.95%	2.39%	2.89%	1.71%	2.07%	1.60%
兰州银行	0.46%	0.73%	1.53%	2.15%	1.83%	1.93%	1.39%	1.76%
青农商行	0.28%	0.83%	1.23%	1.00%	1.83%	2.03%	2.22%	2.05%
城农商行平均	1.16%	0.99%	1.29%	1.08%	1.28%	0.89%	0.89%	0.90%
渝农商行-上市银行平均	-0.57%	-0.31%	0.07%	-0.43%	1.30%	0.81%	0.39%	-0.18%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

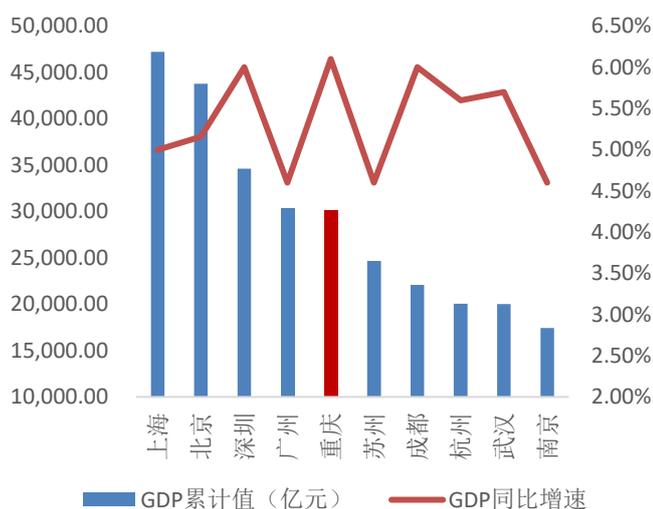
- 城农商行的经营与地方深度绑定，所以我们从重庆地区整体风险和城农商行个体风险两个层面去分析渝农商行的资产质量。对于重庆地区来说，其经济已经走出低谷开启向上周期，预计企业经营情况也将逐步好转，地区债务虽然较高，但是重庆地区较为强大的金融资源也让债务风险整体可控。而对于渝农商行个体来说，其历史不良包袱已经出清，政信合作平台层级高，小微抵质押充足，未来风险预计不大。

3.2 地域分析：重庆经济企稳向好带来区域β

- 1、重庆市经济发展状况：重庆市在经历了经济转型发展的阵痛期之后，近年来已经迎来了经济稳定增长，景气度不断提升的时期，经济的发展

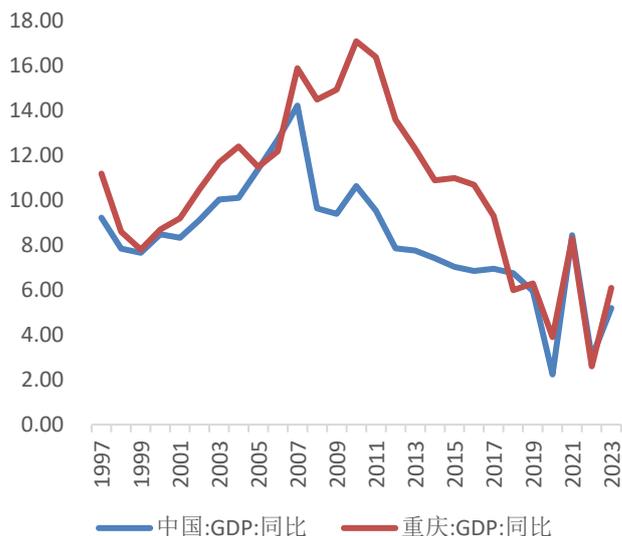
预计也将使得区域风险得到有效缓释。2022年重庆市GDP累计值为2.91万亿，首次超过广州成为了中国第四大城市，打破了“北上广深”的一线城市传统格局。2023年GDP累计值首次突破3万亿元，同比增速6.10%，超过全国平均水平，在十大城市中最高。2024年一季度GDP累计值7232亿元，同比增长6.2%，增速稳步提高。

图表 58: 2023 年全国十大城市 GDP



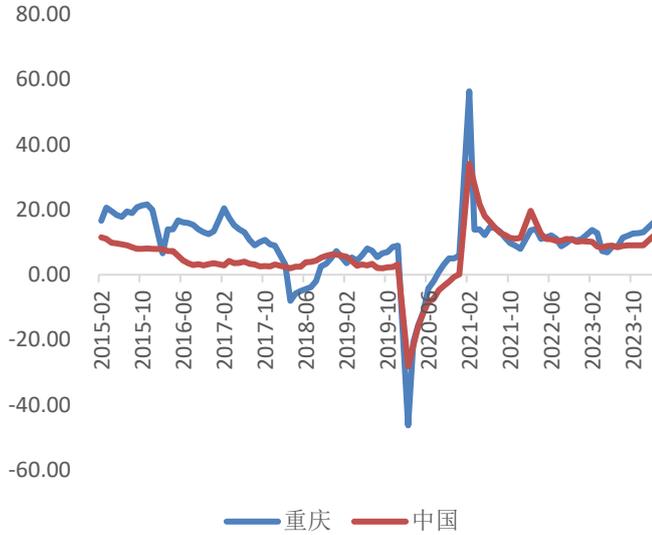
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 59: 重庆市与全国 GDP 累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在投资层面，在建设“33618”先进产业集群的带动下重庆市工业投资增速超过全国平均水平，成渝双城经济圈和西部陆海新通道两大重点工程也让基建类投资保持不弱的增速。截止到2024年2月，重庆市第二产业固定资产投资完成额同比增速为16%，连续7个月保持在10%以上，当月增速超过全国平均水平4%以上。而基建类投资增速为8.5%，与全国增速基本相当，保持不弱增长。

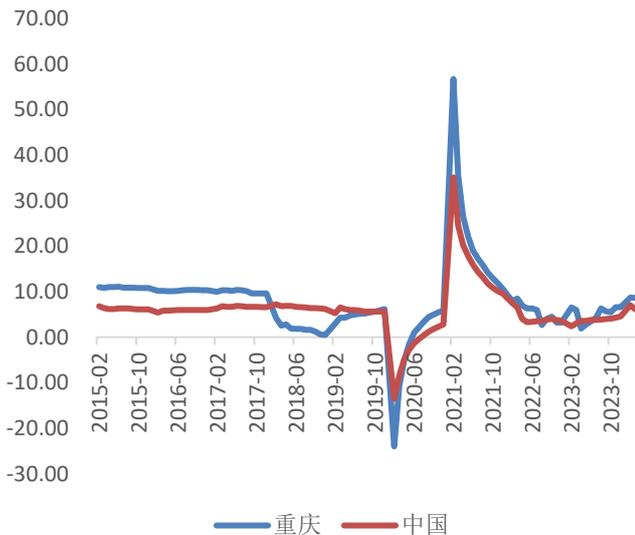
图表 60: 重庆市与全国第二产业固定资产投资完成额同比增速 (%)


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

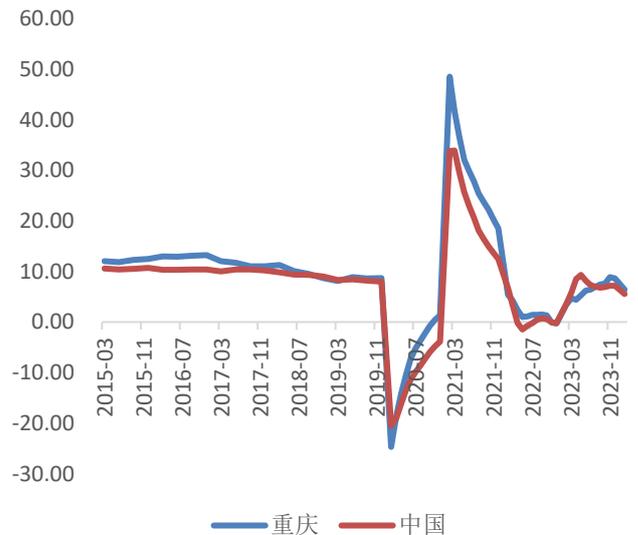
图表 61: 重庆市与全国基础设施建设固定资产投资完成额同比增速 (%)


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在生产和消费层面, 重庆市规上工业产值和社零消费总额增速均持续高于全国平均水平。2024 年一季度重庆市规上工业企业增加值累计同比增长 8.6%, 高于全国平均水平 2.5 个百分点, 自去年下半年以来一直保持领先。2024 年 2 月社会零售品消费总额增速为 6.4%, 连续第 5 个月增速超过全国平均水平。总体上来看, 大致从去年 3 季度开始, 重庆经济的景气度持续提升并一直领先全国平均水平。

图表 62: 重庆市与全国规模以上工业企业增加值同比增速 (%)


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 63: 重庆市与全国社会零售品消费总额同比增速 (%)


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2、重庆市城投债务压力: 从重庆地区城投公司的存量债务来看, 其压力

确实比较大。由于多省 2023 年转移性收入尚未披露，因此这里采用 2022 年数据进行分析。2022 年重庆市债务率为 254.53%，为全国第 6，而考虑城投平台 1.94 万亿有息债务后的宽口径债务率为 745.61%，位于全国第一，可见其城投平台债务压力相对较大。

图表 64：2022 年全国各省市债务负担情况

	GDP (亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	政府性基金收入 (亿元)	地方政府综合财力 (亿元)	地方政府债务余额 (亿元)	城投平台有息债务 (亿元)	负债率 (%)	负债率 (%) 宽口径	债务率 (%)	债务率 (%) 宽口径	财政自给率 (%)
重庆市	29129.03 (16)	2103.38 (19)	1753.95 (17)	8055.02 (14)	10071 (17)	19430.29 (10)	34.57 (15)	101.28 (6)	254.53 (6)	745.61 (1)	42.99 (13)
广东省	129,118.58	13,279.73	5,196.19	27,578.99	25,082.28	26,361.82	19.43	39.84	94.65	194.12	71.74
江苏省	122,875.60	9,258.88	11,478.58	28,542.32	20,694.05	83,469.52	16.84	84.77	72.62	365.53	62.13
山东省	87,435.10	7,104.04	6,080.41	20,443.61	23,588.02	40,291.97	26.98	73.06	115.61	313.10	58.56
浙江省	77,715.40	8,039.38	10,068.97	24,297.42	20,168.83	58,813.57	25.95	101.63	84.64	331.44	66.90
河南省	61,345.05	4,261.60	2,213.20	6,556.89	15,103.79	22,349.71	24.62	61.05	230.29	571.05	40.04
四川省	56,749.81	4,882.20	4,780.50	18,303.82	17,705.40	39,222.87	31.20	100.31	96.72	310.99	40.98
湖北省	53,734.90	3,280.73	2,870.84	6,272.47	13,900.11	25,331.02	25.87	73.01	221.62	625.49	38.03
福建省	53,109.85	3,339.06	2,631.32	9,614.99	11,901.72	13,217.83	22.41	47.30	144.80	305.60	58.55
湖南省	48,670.37	3,101.80	3,191.30	13,975.80	15,405.08	24,496.01	31.65	81.98	110.23	285.52	34.44
安徽省	45,045.00	3,589.05	3,091.03	10,963.16	13,304.10	20,392.00	29.54	74.81	121.35	307.36	42.83
上海市	44,652.80	7,608.19	4,041.50	15,125.50	8,538.60	10,857.94	19.12	43.44	56.45	128.24	81.00
河北省	42,370.40	4,083.98	2,016.10	9,384.71	15,749.09	10,966.14	37.17	63.05	167.36	283.89	43.74
北京市	41,610.90	5,714.36	2,227.46	9,091.93	10,565.33	18,884.70	25.39	70.77	116.21	323.91	76.51
陕西省	32,772.68	3,311.58	1,962.59	5,467.86	9,782.16	16,936.49	29.85	81.53	179.11	489.22	48.94
江西省	32,074.70	2,948.30	2,252.00	5,327.40	10,859.50	18,896.45	33.86	92.77	203.84	558.55	40.45
辽宁省	28,975.10	2,524.30	524.40	6,948.99	10,979.84	4,870.18	37.89	54.70	158.02	228.12	40.37
云南省	28,954.20	1,949.32	620.82	8,095.09	12,098.30	17,117.96	41.78	100.91	149.45	360.92	29.10
广西	26,300.87	1,687.72	1,111.27	8,286.47	9,714.16	14,132.17	36.93	90.67	117.23	287.78	28.64
山西省	25,642.59	3,453.89	628.97	6,886.47	6,285.79	8,077.05	24.51	56.01	91.28	208.57	58.81
内蒙古	23,158.70	2,824.40	407.70	3,280.57	9,339.69	2,714.53	40.33	52.05	284.69	367.44	47.99
贵州省	20,164.58	1,886.36	2,041.26	7,735.86	12,470.11	15,198.81	61.84	137.22	161.20	357.67	32.25
新疆	17,741.30	1,889.17	528.86	2,182.31	7,849.09	7,037.21	44.24	83.91	321.28	609.33	32.99
天津市	16,311.34	1,846.55	423.66	3,102.68	8,645.54	13,915.47	53.00	138.31	278.67	727.20	67.11
黑龙江省	15,901.00	1,290.60	152.90	1,478.82	7,290.93	2,430.77	45.85	61.14	493.06	657.45	23.67
吉林省	13,070.24	851.00	365.70	5,362.01	7,167.63	5,321.05	54.84	95.55	133.62	232.82	21.04
甘肃省	11,201.60	907.60	368.10	3,674.64	6,087.50	7,734.17	54.34	123.39	165.80	376.44	21.29
海南省	6,818.22	832.42	468.86	2,899.03	3,486.63	148.83	51.14	53.32	121.32	126.50	39.72
宁夏	5,069.57	460.14	129.24	1,777.10	1,996.30	1,030.98	39.38	59.71	112.33	170.35	29.06
青海省	3,610.07	329.10	92.58	1,732.60	3,044.28	774.13	84.33	105.77	175.71	220.39	16.66
西藏	2,132.60	179.60	34.80	221.97	567.93	693.78	26.63	59.16	264.89	588.49	6.92

资料来源：Wind，企业预警通，中泰证券研究所

注：括号内数据为重庆各项指标在全国从高到低的排名

各指标释义：地方政府综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+国有资本经营预算收入+转移性收入

负债率 = 地方政府债务余额/GDP*100%

债务率 = 地方政府债务余额/地方政府综合财力*100%

负债率(宽口径) = (地方政府债务余额+城投平台有息债务) /GDP*100%

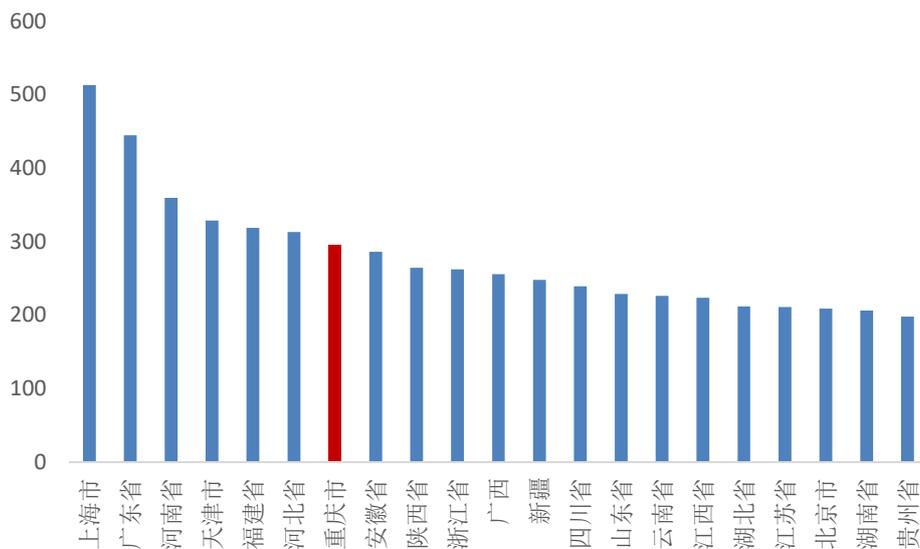
债务率(宽口径) = (地方政府债务余额+城投平台有息债务) /地方政府综合财力*100%

财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

- 不过相对来说重庆目前地方政府债务压力可控。首先，重庆市可以掌握并运用的金融资源较为丰富，其次重庆近年来不断推动城投平台重组，有效提高城投平台的融资能力并降低了融资成本。
- 第一，对于地区债务压力不能只从负债端来看债务有多少，还需要从资产端结合当地金融资源的支持能力来看，而重庆市的金融资源相对来说比较丰富。1) 从银行系统本身对重庆城投的覆盖程度上来说，重庆地区银行金融资源对城投的支持力度比较大。根据 DM 测算，2023 年末重庆市区域内所有银行贷款总量约为 5.55 万亿(其中根据最新公告三家地方法人银行贷款规模超过 1.2 万亿)，对地区城投平台有息债务的覆盖率接近 300%，在全国排名第 7，西部各省排名靠前。2) 重庆市近年来做了大量金融资源的整合，具有较强的金融资源调配能力。渝农商行的股

东渝富集团作为地方金控目前参控股三家地区城农商行+三峡担保+西南证券+华润渝康（地方 AMC）和安诚保险等 13 家地区金融机构，而另一家股东重庆城投参与组建了重庆国调企业管理有限公司，致力于配合市属国有企业提供阶段性“应急”和“增信”。3) 近年来较多区县建立了风险应急周转“资金池”。如合川区建立 2 亿元偿债周转金，巴南区建立 1 亿元风向防控保障专项基金。目前重庆市区县城投债务尚未发生实质性或技术性违约等负面舆情，也可以体现其较好的债务管控能力。

图表 65：2023 年末全国各省市银行-城投债务覆盖率 (%)

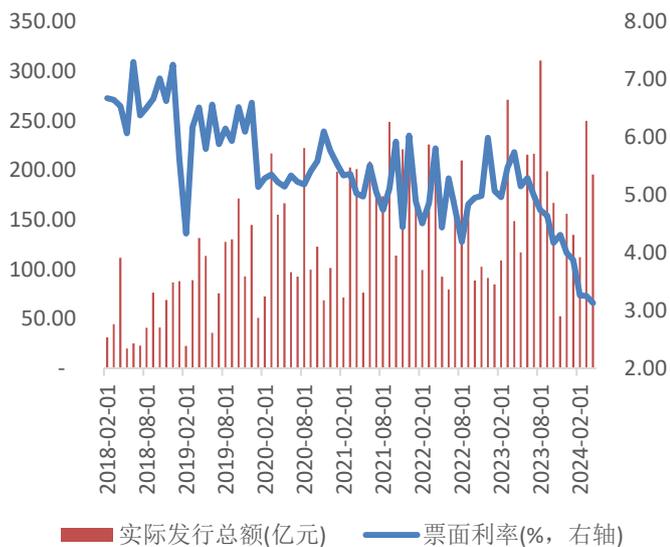


资料来源：DM，中泰证券研究所

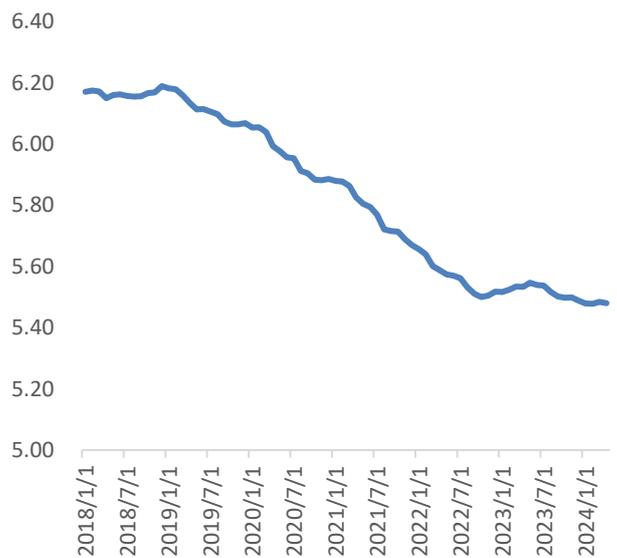
注：银行-城投债务覆盖率=区域内所有类型银行贷款估计值/区域内城投有息债务

- 第二，对于地区债务本身，重庆市近年来不断推动平台公司转型与重组，强化核心平台融资能力，降低其融资成本。2019 年 11 月，《重庆市人民政府办公厅关于深化区县国企国资改革的指导意见》提出推动区县投融资平台公司重组整合，每个区县确定的公益性项目建设单位最多不超过 3 家。近年重庆市较多区县已开展或计划开展区属平台公司重组工作，重组后的平台作为新的融资主体承接原有平台的投融资功能，往往具备更轻的历史包袱、更强的抗风险能力和更高的资本市场认可度，可在一定程度上降低区域整体融资成本。截至今年 4 月底，重庆市城投债新发放利率为 3.13%，较 2018 年初下降了 3.54 个百分点；发行总额总体上升，2023 年发行总额超过 2000 亿元，同比增长 20.6%。市场对重庆城投平台的认可程度总体较好。测算得出的存量城投债成本已经下降并维持在 5.5%左右，较 2018 年初下降了 65bp，存量负债成本压降效果显著。

图表 66: 重庆城投平台城投债新发放情况



图表 67: 重庆城投平台城投债存量利率 (%)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 经营分析: 低风险偏好资产带来个股 α

- 1、对于政信类贷款的资产质量, 渝农商行资产端的低风险偏好使其合作的城投授信平台层级相对较高。从公司股东层面来说, 渝农商行国资股东占比高, 而且渝农在整个重庆的国资体系中也十分重要, 地位较为突出。截止1Q24, 公司前十大股东中国企业有6家, 合计持股比例31.02%。2023年渝农商行的净利润占整个重庆国企总净利润的23.1%, 渝农对整个重庆国资的贡献较高。近期渝农还公告增加了对主要城投股东重庆城投、发投的授信, 重庆水投还增持公司股份至5%, 这些也都体现了公司合作平台层级较高。

图表 68: 1Q24 渝农商行十大股东

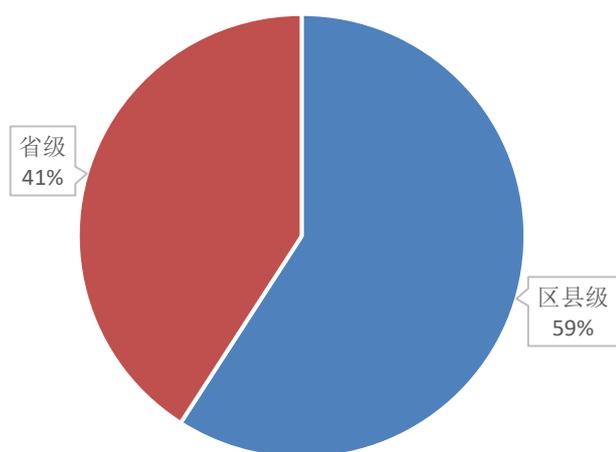
股东名称	持股数量(股)	持股比例	股东性质
香港中央结算(代理人)有限公司	2,505,787,531	22.06%	境外法人
重庆渝富资本运营集团有限公司	988,000,000	8.70%	国有法人
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	797,087,430	7.02%	国有法人
重庆发展置业管理有限公司	589,084,181	5.19%	国有法人
重庆市水利投资(集团)有限公司	566,714,256	4.99%	国有法人
重庆发展投资有限公司	457,035,289	4.02%	国有法人
香港中央结算有限公司	394,433,713	3.47%	境外法人
重庆财信企业集团有限公司	160,000,000	1.41%	境内非国有法人
隆鑫控股有限公司	136,778,711	1.20%	境内非国有法人
重庆水务集团股份有限公司	125,000,000	1.10%	国有法人
合计	6,719,921,111	59.16%	

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 从具体的平台层级分布来说, 渝农商行的区县级平台授信相对分布在债

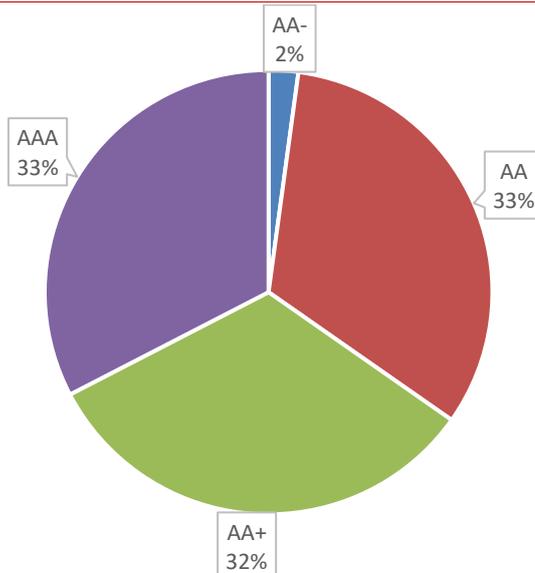
务压力较低的区县，整体受到化债的压力较小，风险可控。从渝农商行城投授信额度的整体分布来看，省级平台与区县级平台四六开，AA级以上平台占比超过95%。具体到各个区县级平台的授信分布来看，渝农商行在宽口径债务率500%以上的债务压力相对较大的区县授信为765.36亿元，占整个区县级城投授信的比重不到50%。而且2023年政信类贷款不良率为0.45%，远低于对公贷款1.04%的整体不良率，城投风险整体上来说风险可控。

图表 69：2023 年末渝农商行城投授信额度按层级占比



资料来源：企业预警通，中泰证券研究所

图表 70：2023 年末渝农商行城投授信额度按评级占比



资料来源：企业预警通，中泰证券研究所

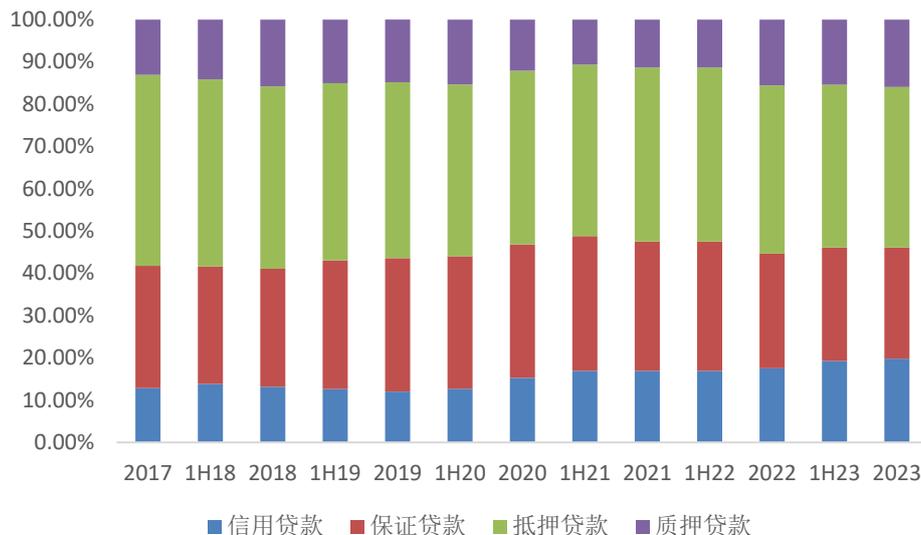
图表 71：2023 年末重庆市各区县负债情况以及渝农商行区县级平台授信金额（亿元）

	GDP (亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	政府性基金收入 (亿元)	地方政府综合财力 (亿元)	地方政府债务余额 (亿元)	城投平台有息债务 (亿元)	财政自给率 (%)	负债率 (%)	负债率 (%) 宽口径	债务率 (%)	债务率 (%) 宽口径	区县城投授信 (亿元)
主城都市区	22,352.42	905.15	569.01	2,621.24	3,862.90	8,931.89	49.06	19.15	65.14	155.26	513.30	1,290.12
中心城区	11,356.47	404.26	0.89	1,035.01	1,819.20	3,656.32	52.75	18.84	56.90	177.60	539.29	516.88
渝中区	1,560.91	40.76	N.A.	99.14	140.01	111.90	53.02	8.97	16.14	141.23	254.11	
大渡口区	338.89	18.41	N.A.	59.38	103.00	184.06	47.84	30.39	84.71	173.45	483.39	3.00
江北区	1,602.76	67.19	0.09	144.34	215.87	34.93	67.98	13.47	15.65	149.55	173.75	4.50
沙坪坝区	1,106.73	40.30	N.A.	111.81	274.82	844.12	44.42	24.83	101.10	245.78	1,000.71	77.50
九龙坡区	1,763.94	56.10	N.A.	127.59	271.03	645.07	58.86	15.37	51.93	212.42	718.00	36.57
南岸区	922.13	56.80	N.A.	134.80	253.14	368.80	62.41	27.45	67.45	187.80	461.39	23.70
北碚区	742.01	25.35	0.46	91.63	149.00	276.64	39.13	20.08	57.36	162.61	464.53	137.48
渝北区	2,297.11	58.96	0.09	163.23	208.30	511.62	51.60	9.07	31.34	127.61	441.04	68.20
巴南区	1,021.99	40.39	0.25	103.09	204.03	679.18	49.48	19.96	86.42	197.91	856.70	165.93
主城新区	10,995.95	500.89	568.12	1,586.23	2,043.70	5,275.57	46.29	19.38	71.32	138.51	493.81	773.24
涪陵区	1,504.37	60.03	72.90	133.11	233.52	395.55	49.75	15.52	41.82	175.43	472.59	85.95
綦江区	770.79	21.24	24.85	124.55	184.63	351.11	29.86	23.95	69.50	148.24	430.15	52.44
大足区	817.21	42.98	46.29	167.87	162.91	612.29	42.74	19.94	94.86	97.05	461.80	79.57
长寿区	918.63	50.45	37.14	103.66	166.83	647.54	55.32	18.16	88.65	160.93	785.59	153.01
江津区	1,330.02	67.64	50.34	204.77	246.73	744.20	58.29	18.55	74.50	120.49	483.91	92.35
合川区	1,000.28	53.17	43.29	183.90	178.39	621.72	57.85	17.83	79.99	97.00	435.08	84.71
永川区	1,202.84	42.06	58.61	103.43	171.70	553.99	39.90	14.27	60.33	166.00	701.59	104.69
南川区	421.42	22.72	21.57	101.47	115.25	535.46	35.97	27.35	154.41	113.58	641.25	68.31
璧山区	920.95	43.56	65.94	158.34	193.05	139.77	64.16	20.96	36.14	121.92	210.20	
铜梁区	733.63	40.17	74.01	173.90	141.31	210.43	49.23	19.26	47.94	81.26	202.26	4.45
潼南区	558.51	30.03	27.08	58.30	111.16	248.89	40.03	19.90	64.47	190.66	617.55	16.50
荣昌区	817.30	26.84	46.10	72.93	138.22	214.62	32.37	16.91	43.17	189.52	483.80	31.26
渝东北三峡库区城镇群	5,152.87	261.40	181.73	951.87	1,546.55	1,625.83	29.74	43.23	67.29	179.84	349.64	183.06
万州区	1,118.43	71.54	62.04	138.03	288.87	633.51	47.02	25.83	82.47	209.28	668.23	79.20
开州区	662.03	30.60	20.50	52.10	155.54	237.81	33.89	23.49	59.42	298.53	754.97	47.44
梁平区	577.16	30.11	22.45	115.15	160.51	121.64	43.27	27.81	48.89	139.39	245.03	10.93
城口县	66.31	6.20	3.05	59.64	98.47	7.06	16.88	148.51	159.15	165.09	176.93	
丰都县	391.17	25.19	7.86	89.05	125.87	152.21	38.62	32.18	71.09	141.36	312.29	11.48
垫江县	530.61	21.06	22.31	111.82	124.34	107.71	32.30	23.43	43.73	111.20	207.52	12.16
忠 县	508.10	22.57	8.69	31.35	121.90	94.77	31.59	23.99	42.64	388.80	691.06	
云阳县	557.69	18.14	14.78	117.85	179.49	82.63	21.90	32.18	47.00	152.30	222.41	7.35
奉节县	395.25	16.93	8.82	96.53	107.46	188.49	25.29	27.19	74.88	111.33	306.60	14.50
巫山县	222.24	10.22	6.10	75.58	105.45	N.A.	18.66	47.45	47.45	139.53	139.53	
巫溪县	123.88	8.84	5.13	64.77	78.65	N.A.	17.75	63.49	63.49	121.42	121.42	
渝东南武陵山区城镇群	1,628.68	108.05	55.61	477.92	682.01	742.57	30.30	42.95	87.96	158.42	322.32	101.18
黔江区	281.67	25.91	9.06	103.00	147.95	253.93	40.18	52.53	142.68	143.65	390.20	16.05
武隆区	265.94	20.32	6.13	79.11	75.33	154.30	43.48	28.33	86.35	95.23	290.28	28.74
石柱县	209.07	12.93	7.10	82.74	95.88	49.56	23.03	45.86	69.57	115.89	175.79	11.61
秀山县	358.21	17.05	16.47	35.48	110.93	93.05	27.60	30.97	56.94	312.70	575.00	16.21
酉阳县	231.66	15.09	4.89	92.09	139.00	54.92	23.65	60.00	83.71	150.94	210.57	5.15
彭水县	282.13	16.75	11.96	85.50	112.92	136.81	23.88	40.02	88.51	132.08	292.10	23.42

资料来源：企业预警通，中泰证券研究所

- 2、对于小微类贷款的资产质量，渝农在低风险偏好下更倾向于选择具有较强第二还款来源的优质客户，零售类不良贷款中有保贷款占比 80.46%，其中抵、质押贷款占零售不良贷款的 75.22%，押品价值对贷款本金覆盖倍数为 1.77 倍，具有良好的风险缓释能力。而重庆市房地产泡沫又相对较小，预计风险也相对可控。渝农商行同时采用独立的授信流程、产品体系、评审标准、贷后管理和风险防控措施，实现授信工作专业化，有效防范小微风险。目前渝农商行建立起了从总行小微金融业务部→经办行小微业务部门→经办行风险管理部门→各级内审部门的风控体系，基本实现了对小微企业信贷业务风险点的有效覆盖。

图表 72：渝农商行贷款按抵押方式分类



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 同时公司积极运用金融科技加强对小微风险的监控，打造了分析决策能力中台，支持全流程信贷风险控制。在数据应用层，搭建四个信贷风控数字化平台，支持从客户准入到贷后处置的闭环运行。反欺诈平台搭建行内风控知识图谱，阻断欺诈风险事件；智能决策平台，以自主模型为基础，实现模型自动化审批，改变传统人工授信方式，日均决策 10 万笔；贷后监测管理系统，对信贷资金流向和用途进行自动化有效监测，减少银行贷后核验的人力投入；在线仲裁系统，在保存的信贷全流程电子证据基础上，通过在线仲裁法律手段进行贷后处置。

图表 73：渝农商行金融科技赋能零售风险管理



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

四、盈利能力向上，高分红+高股息

4.1 盈利能力：不良包袱出清，营业费用节约，ROE 水平企稳回升

- 渝农商行负债端的低成本优势、资产端的低风险偏好都保证了其业绩的相对稳定，近年来其历史不良包袱出清，营业费用的控制力度也不断加强，盈利能力开始企稳回升。通过对渝农商行进行横向、纵向的杜邦分析比较，可以发现虽然渝农商行 ROE 水平低于可比同业（包括重庆、成都银行以及上市农商行），不过近年来随着其历史不良包袱出清并有效控制营业费用，资产减值损失和营业费用的负向贡献不断降低，其 ROE 水平开始逐步提高。2023 年渝农商行 ROE 水平为 9.72%，从横向同业比较来看相对较低，不过纵向来看，公司历史不良包袱出清，资产减值损失的负向贡献从 2020 年高点的-0.94%下降到 2023 年末的-0.43%，也从超出同业平均水平 0.13%下降到了和同业基本持平。公司在营业费用上的控制力度也在不断加强，营业费用负向贡献从 2014 年的-1.5%持续下降到了去年末的-0.7%，从劣于同业转变为优于同业。两者共同作用之下渝农 ROE 水平整体不断提高，与同业差距逐渐缩小。

图表 74：渝农商行历史杜邦分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	趋势
净利息收入	3.27%	3.02%	2.55%	2.52%	2.16%	2.36%	2.24%	2.18%	1.94%	1.68%	
利息收入	5.91%	5.27%	4.33%	4.60%	4.28%	4.56%	4.23%	4.31%	3.92%	3.57%	
利息支出	-2.63%	-2.25%	-1.77%	-2.08%	-2.12%	-2.20%	-2.00%	-2.12%	-1.98%	-1.89%	
净非利息收入	0.24%	0.24%	0.30%	0.29%	0.66%	0.33%	0.36%	0.38%	0.27%	0.32%	
净手续费收入	0.19%	0.22%	0.28%	0.27%	0.22%	0.23%	0.27%	0.23%	0.15%	0.13%	
净其他非息收入	0.05%	0.02%	0.02%	0.02%	0.44%	0.10%	0.10%	0.16%	0.13%	0.19%	
营业收入	3.52%	3.26%	2.86%	2.81%	2.82%	2.69%	2.60%	2.57%	2.21%	2.00%	
营业费用	-1.50%	-1.36%	-1.11%	-0.98%	-0.88%	-0.79%	-0.73%	-0.73%	-0.73%	-0.70%	
拨备前利润	2.04%	1.92%	1.75%	1.83%	1.94%	1.90%	1.87%	1.84%	1.48%	1.30%	
资产减值损失	-0.41%	-0.48%	-0.35%	-0.43%	-0.67%	-0.66%	-0.94%	-0.90%	-0.60%	-0.43%	
税前利润	1.63%	1.44%	1.40%	1.40%	1.27%	1.24%	0.93%	0.93%	0.88%	0.87%	
ROA	1.18%	1.08%	1.05%	1.06%	1.00%	0.99%	0.79%	0.80%	0.80%	0.78%	
权益乘数	14.58	14.97	14.93	13.97	13.25	11.52	12.00	11.94	11.75	11.67	
ROE	17.63%	16.42%	15.99%	15.53%	13.62%	12.84%	9.22%	9.81%	9.69%	9.72%	

资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 75：2023 渝农商行杜邦分析 vs 可比同业

	利息收入	利息支出	净利息收入	净手续费收入	净其他非息收入	净非利息收入	营业收入	营业费用	拨备前利润	资产减值损失	税前利润	ROA	权益乘数	ROE
渝农商行	3.57%	-1.89%	1.68%	0.13%	0.19%	0.32%	2.00%	-0.70%	1.30%	-0.43%	0.87%	0.78%	11.67	9.72%
成都银行	3.86%	-2.13%	1.74%	0.07%	0.33%	0.40%	2.13%	-0.56%	1.57%	-0.21%	1.37%	1.15%	15.30	19.29%
重庆银行	3.90%	-2.46%	1.44%	0.06%	0.32%	0.38%	1.82%	-0.52%	1.29%	-0.45%	0.84%	0.72%	12.81	10.38%
江阴银行	3.53%	-1.84%	1.69%	0.05%	0.45%	0.49%	2.18%	-0.69%	1.62%	-0.44%	1.18%	1.14%	11.57	12.71%
无锡银行	3.62%	-2.10%	1.53%	0.06%	0.42%	0.47%	2.00%	-0.66%	1.34%	-0.29%	1.05%	0.97%	11.08	11.99%
常熟银行	4.75%	-2.07%	2.68%	0.01%	0.42%	0.43%	3.11%	-1.16%	1.95%	-0.67%	1.28%	1.11%	12.33	13.74%
苏农银行	3.42%	-1.90%	1.52%	0.05%	0.51%	0.55%	2.08%	-0.74%	1.34%	-0.36%	0.98%	0.90%	12.82	11.59%
张家港行	4.11%	-2.17%	1.95%	0.01%	0.33%	0.34%	2.29%	-0.86%	1.43%	-0.46%	0.97%	0.91%	12.03	12.49%
青农商行	3.58%	-1.98%	1.60%	0.13%	0.52%	0.65%	2.25%	-0.74%	1.51%	-1.02%	0.48%	0.57%	11.98	6.99%
紫金银行	3.74%	-2.12%	1.62%	0.05%	0.14%	0.19%	1.81%	-0.72%	1.09%	-0.27%	0.82%	0.66%	13.41	9.10%
瑞丰银行	3.75%	-2.09%	1.66%	-0.01%	0.41%	0.41%	2.07%	-0.74%	1.43%	-0.46%	0.97%	0.95%	11.67	11.01%
沪农商行	3.38%	-1.84%	1.54%	0.17%	0.25%	0.42%	1.96%	-0.66%	1.35%	-0.24%	1.11%	0.93%	11.96	11.31%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 76：渝农商行-可比同业杜邦分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	趋势
净利息收入	0.20%	0.28%	0.24%	0.30%	-0.02%	0.20%	0.11%	0.16%	0.03%	0.00%	
利息收入	0.43%	0.26%	0.12%	0.32%	0.06%	0.36%	0.13%	0.23%	0.04%	-0.04%	
利息支出	-0.23%	0.02%	0.12%	-0.01%	-0.08%	-0.16%	-0.02%	-0.07%	-0.01%	0.04%	
净非利息收入	-0.03%	-0.12%	-0.11%	-0.11%	0.13%	-0.15%	-0.02%	-0.03%	-0.10%	-0.09%	
净手续费收入	0.04%	0.04%	0.04%	0.01%	0.01%	0.04%	0.10%	0.07%	0.03%	0.02%	
净其他非息收入	-0.06%	-0.16%	-0.15%	-0.12%	0.13%	-0.19%	-0.12%	-0.10%	-0.12%	-0.11%	
营业收入	0.18%	0.16%	0.13%	0.20%	0.12%	0.05%	0.09%	0.13%	-0.06%	-0.09%	
营业费用	-0.10%	-0.11%	-0.07%	-0.05%	0.01%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	
拨备前利润	0.06%	0.05%	0.13%	0.19%	0.13%	0.09%	0.13%	0.17%	-0.04%	-0.08%	
资产减值损失	0.11%	0.07%	0.16%	0.10%	0.05%	0.03%	-0.13%	-0.20%	-0.04%	0.00%	
税前利润	0.17%	0.12%	0.29%	0.29%	0.18%	0.13%	0.00%	-0.03%	-0.08%	-0.08%	
ROA	-0.69%	-0.54%	-0.22%	-0.16%	-0.17%	-0.09%	-0.14%	-0.04%	-0.06%	-0.08%	
权益乘数	1.39	1.27	0.92	-0.10	0.27	-0.52	-0.55	0.03	-0.14	-0.26	
ROE	-7.97%	-6.31%	-2.18%	-1.69%	-2.46%	-1.00%	-2.34%	-0.67%	-0.84%	-0.87%	

资料来源：Wind，中泰证券研究所

4.2 分红与股息：分红率高而稳定，股息率排名上市银行第 3

- 渝农商行盈利能力逐渐提升，分红率高且稳定，让渝农商行的股息率在上市银行中位居前列。渝农商行过去三年每年分红率都为 30%，与国有大行在同一个水平。而且渝农商行股价较低，具备典型的低估值、高股息的特点。2023 年报告期股息率为 5.70%，在上市银行中排名第 3，农商行中排名第 1，比较适合作为低风险偏好下高股息策略的投资标的。从目前机构持仓角度来看，渝农商行 1Q24 机构持仓占比流通市值的比例为 0.64%，占比相对不大，股票流通性也相对较好。

图表 77: 上市银行分红率、PB、股息率 (股价截止到 2024/05/28)

	现金分红率			Pb估值			股息率		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
渝农商行	30.00%	30.00%	30.05%	0.50	0.47	0.45	4.99%	5.36%	5.70%
工商银行	30.01%	30.01%	30.00%	0.67	0.62	0.56	5.34%	5.53%	5.58%
建设银行	30.08%	30.03%	30.06%	0.72	0.66	0.60	5.12%	5.47%	5.63%
农业银行	30.01%	30.01%	30.00%	0.75	0.69	0.64	4.64%	4.98%	5.18%
中国银行	30.04%	30.03%	30.01%	0.71	0.66	0.61	4.93%	5.18%	5.28%
交通银行	30.10%	30.06%	30.03%	0.65	0.60	0.55	5.01%	5.26%	5.29%
邮储银行	30.01%	30.01%	30.00%	0.70	0.65	0.59	4.82%	5.03%	5.09%
招商银行	32.01%	31.76%	33.92%	1.18	1.05	0.93	4.37%	4.99%	5.66%
中信银行	26.56%	25.94%	26.01%	0.66	0.61	0.56	4.13%	4.50%	4.87%
浦发银行	22.71%	18.36%	25.67%	0.40	0.38	0.36	4.80%	3.75%	3.76%
民生/银行	27.12%	26.57%	26.40%	0.36	0.34	0.32	5.41%	5.43%	5.48%
兴业银行	26.01%	27.01%	28.02%	0.59	0.53	0.48	5.65%	6.48%	5.68%
光大银行	25.02%	25.05%	25.06%	0.45	0.42	0.39	6.17%	5.83%	5.31%
华夏银行	22.10%	24.35%	23.18%	0.43	0.41	0.38	4.84%	5.49%	5.50%
平安银行	12.18%	12.15%	30.04%	0.64	0.57	0.51	2.00%	2.50%	6.31%
浙商银行	0.00%	32.80%	29.93%	0.51	0.46	0.51	0.00%	6.91%	5.39%
北京银行	29.01%	26.47%	26.40%	0.54	0.51	0.47	5.19%	5.27%	5.44%
南京银行	30.00%	30.00%	30.00%	0.84	0.76	0.67	4.43%	5.12%	5.15%
宁波银行	16.89%	14.31%	15.52%	1.13	0.99	0.87	2.00%	2.00%	2.40%
江苏银行	30.00%	30.00%	30.00%	0.78	0.71	0.69	4.78%	5.87%	5.62%
贵阳银行	18.15%	17.96%	19.06%	0.44	0.40	0.36	5.08%	5.08%	4.92%
杭州银行	22.41%	20.31%	21.44%	1.05	0.94	0.83	2.51%	2.87%	3.74%
上海银行	25.78%	25.51%	28.99%	0.56	0.52	0.48	5.01%	5.01%	5.76%
成都银行	29.06%	29.16%	29.31%	1.16	1.00	0.86	3.95%	4.82%	5.63%
长沙银行	22.33%	20.66%	20.48%	0.67	0.60	0.54	4.05%	4.05%	4.40%
青岛银行	31.86%	30.21%	26.24%	0.63	0.69	0.62	4.28%	4.28%	4.28%
郑州银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.40	0.39	0.37	0.00%	0.00%	0.00%
西安银行	30.11%	30.25%	10.11%	0.58	0.54	0.51	5.23%	4.55%	1.54%
苏州银行	30.04%	30.88%	31.08%	0.77	0.78	0.64	3.44%	4.05%	4.79%
厦门/银行	30.42%	30.54%	30.71%	0.73	0.68	0.61	4.21%	4.88%	5.22%
齐鲁银行	27.77%	23.75%	25.12%	0.81	0.73	0.67	3.57%	3.61%	4.27%
重庆银行	29.06%	28.19%	28.76%	0.61	0.58	0.53	4.89%	4.95%	5.11%
兰州银行	36.37%	39.42%	30.56%	0.13	0.13	0.52	3.91%	4.69%	3.91%
江阴银行	30.70%	24.19%	24.77%	0.66	0.60	0.54	4.40%	4.40%	4.65%
无锡银行	21.21%	21.50%	19.95%	0.72	0.66	0.59	3.16%	3.51%	3.51%
常熟银行	25.05%	24.97%	20.88%	1.10	0.96	0.89	2.28%	2.84%	2.84%
苏农银行	24.86%	20.41%	18.62%	0.67	0.62	0.56	3.02%	3.21%	3.40%
张家港行	22.19%	25.80%	24.28%	0.63	0.69	0.62	3.60%	4.49%	4.49%
紫金银行	24.16%	22.88%	22.62%	0.61	0.57	0.53	3.66%	3.66%	3.66%
青农商行	18.12%	0.00%	21.64%	0.47	0.45	0.42	3.50%	0.00%	3.50%
瑞丰银行	21.37%	14.82%	20.45%	0.57	0.52	0.47	3.39%	2.82%	3.39%
沪农商行	55.69%	30.06%	30.10%	0.70	0.64	0.59	6.88%	4.20%	4.66%
上市银行	25.24%	25.04%	25.37%	0.67	0.62	0.57	4.06%	4.40%	4.60%
国有行	30.04%	30.02%	30.02%	0.70	0.64	0.59	4.98%	5.24%	5.34%
股份行	21.52%	24.89%	27.58%	0.58	0.53	0.49	4.15%	5.10%	5.33%
城商行	25.18%	24.26%	23.33%	0.73	0.68	0.61	3.91%	4.15%	4.27%
农商行	24.54%	21.22%	22.85%	0.67	0.63	0.58	3.58%	3.44%	3.97%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 78：1Q24 上市银行机构持仓占比流通市值

	4Q22	1Q23	1H23	3Q23	4Q23	1Q24
成都银行	9.00%	7.15%	7.76%	8.75%	7.61%	7.82%
常熟银行	9.83%	7.55%	8.63%	6.13%	6.00%	6.58%
建设银行	0.98%	0.96%	2.88%	3.17%	3.16%	3.64%
杭州银行	6.28%	4.12%	3.88%	2.75%	2.63%	2.96%
宁波银行	8.42%	5.80%	4.86%	4.95%	2.80%	2.62%
苏州银行	1.10%	0.62%	0.46%	0.54%	1.94%	2.54%
江苏银行	3.11%	2.87%	3.28%	3.71%	2.62%	2.36%
长沙银行	0.38%	4.83%	4.73%	2.29%	1.90%	1.93%
瑞丰银行	0.00%	0.14%	1.78%	0.23%	0.00%	1.82%
招商银行	1.88%	1.41%	1.38%	1.52%	1.29%	1.41%
沪农商行	0.05%	0.15%	0.17%	0.34%	0.50%	1.00%
渝农商行	0.00%	0.00%	0.02%	0.10%	0.10%	0.64%
苏农银行	7.01%	2.01%	0.00%	0.03%	0.85%	0.46%
交通银行	0.09%	0.06%	0.27%	0.34%	0.34%	0.40%
邮储银行	3.09%	2.37%	0.42%	0.66%	0.32%	0.32%
南京银行	2.30%	1.16%	0.76%	0.75%	0.26%	0.32%
平安银行	1.43%	0.80%	0.41%	0.35%	0.24%	0.26%
工商银行	0.19%	0.15%	0.19%	0.21%	0.22%	0.24%
农业银行	0.05%	0.04%	0.14%	0.14%	0.18%	0.19%
浙商银行	0.00%	0.01%	0.25%	0.28%	0.14%	0.16%
北京银行	0.07%	0.00%	0.05%	0.07%	0.03%	0.12%
中国银行	0.02%	0.01%	0.08%	0.10%	0.07%	0.08%
华夏银行	0.00%	0.00%	0.03%	0.02%	0.00%	0.08%
民生/银行	0.00%	0.00%	0.01%	0.04%	0.03%	0.07%
兴业银行	0.72%	0.41%	0.14%	0.18%	0.14%	0.04%
江阴银行	0.18%	0.01%	0.00%	0.01%	0.02%	0.04%
上海银行	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.04%
无锡银行	0.00%	0.01%	0.03%	0.00%	0.00%	0.03%
光大银行	0.23%	0.12%	0.18%	0.19%	0.06%	0.02%
中信银行	0.02%	0.02%	0.04%	0.14%	0.03%	0.01%

资料来源：Wind，中泰证券研究所，

注：未显示占比为零的公司

五、盈利预测

5.1 各类贷款增速预测

- 从公司经营层面来说，高分红持续的前提是利润稳定，进一步是收入稳定，渝农商行在地区发展以及自身优势以及客群基础上收入具有稳健性。我们将贷款类型拆分为政信类、制造业类、小微、住房按揭、消费贷+信用卡类和其他类贷款，各类贷款的增速假设及理由如下：
 - 1) 政信类贷款在成渝双城经济圈 1 号工程的大规模投资支持下有望取得高增。2024 年双城经济圈建设总投资约 3.6 万亿元、年度计划投资约 4221 亿元（重庆市项目占一半），考虑到渝农商行在重庆市 11.41% 的贷

款市占率，预计渝农商行可以取得的份额为 241 亿元，预计基本能够覆盖 2024 年渝农政信类贷款的增量。而未来预计成渝双城经济圈的投资额仍将继续提高，再加上渝农商行近年来更加重视加大政信类贷款投放，其占总贷款比重也在逐渐提高，预计 2024/2025/2026 年增速分别为 12%/13%/14%。

- 2) 制造业贷款随着“33618”产业集群的打造预计增速会逐渐提高，不过考虑到大规模招商引资之后的跟进情况还无法完全确定，新兴先进产业集群的形成也需要一定时间，因此预计 2024/2025/2026 年增速为 8%/9%/10%。
- 3) 小微贷款随着有效生态圈的打造会使得有效商户进一步提高，而且预计重庆民营经济会有一定恢复，再加上国家对小微贷款的持续重视，预计小微贷款的增速仍将继续保持。不过考虑到渝农在小微领域已经很高的占比，市场可能会有一定饱和，因此预计渝农商行小微贷款增速与全市基本保持一致。考虑到一定的基数作用，预计 2024/2025/2026 年增速分别为 14%/13%/12%。
- 4) 住房按揭贷款随着存量房贷利率的下调，提前还款有望得到有效压制，预计 2024/2025/2026 年增速分别为-1%/0%/0%。
- 5) 信用卡和消费贷类贷款随着有效生态圈的扩展有望进一步提高，不过考虑到目前居民收入预期较低，消费降级的背景下居民从收入预期改善到消费逐步提高也需要较长时间，因此预计 2024/2025/2026 年增速分别为-4%/-3%/-2%。

我们预计 2024 年各类贷款的利率，政信类、制造业类、小微、住房按揭、消费贷+信用卡类贷款的利率为 4.0%、4.0%、5.0%、3.8%、4.8%。按照以上假设测算，预计到 2026 年政信/小微对利息收入的贡献能够稳步提升到 20.8%和 15.9%。

图表 79: 渝农商行贷款端主要假设

规模同比增速假设		2021	2022	2023A	2024E	2025E	2026E
	总贷款	14.6%	8.7%	7.0%	8.0%	8.3%	8.9%
	基建类贷款	8.7%	8.7%	11.5%	12.0%	13.0%	14.0%
	制造业类贷款	-7.1%	4.7%	8.0%	8.0%	9.0%	10.0%
	小微贷款	22.6%	17.5%	13.7%	14.0%	13.0%	12.0%
	住房按揭	10.6%	-4.0%	-5.6%	-1.0%	0.0%	0.0%
	消费贷+信用卡	45.2%	-1.0%	-5.5%	-4.0%	-3.0%	-2.0%
	其他		38.7%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
利率假设	总贷款	5.20%	4.83%	4.37%	4.19%	4.10%	4.01%
	基建类贷款		4.70%	4.25%	4.00%	3.90%	3.80%
	制造业贷款		4.70%	4.25%	4.00%	3.90%	3.80%
	小微贷款	5.85%	5.60%	5.10%	5.00%	4.90%	4.80%
	住房按揭		4.20%	3.90%	3.80%	3.80%	3.80%
	消费贷+信用卡		5.60%	5.00%	4.80%	4.70%	4.60%
	其他		4.00%	3.60%	3.40%	3.30%	3.20%
规模预测	总贷款 (百万元)	582,167	632,676	676,711	730,958	791,280	861,885
	基建类贷款	175,835	191,157	213,072	238,641	269,664	307,417
	制造业贷款	73,356	76,774	82,915	89,548	97,608	107,368
	小微贷款	96,172	113,038	128,516	146,508	165,554	185,421
	住房按揭	100,980	96,965	91,489	90,574	90,574	90,574
	消费贷+信用卡	84,780	83,925	79,312	76,140	73,855	72,378
	其他	51,044	70,817	81,407	89,548	94,025	98,726
贷款规模占比预测	总贷款	47.6%	48.9%	50.6%	52.2%	53.8%	55.6%
	基建类贷款	30.2%	30.2%	31.5%	32.6%	34.1%	35.7%
	制造业贷款	12.6%	12.1%	12.3%	12.3%	12.3%	12.5%
	小微贷款	16.5%	17.9%	19.0%	20.0%	20.9%	21.5%
	住房按揭	17.3%	15.3%	13.5%	12.4%	11.4%	10.5%
	消费贷+信用卡	14.6%	13.3%	11.7%	10.4%	9.3%	8.4%
	其他	8.8%	11.2%	12.0%	12.3%	11.9%	11.5%
利息收入预测	总贷款 (百万元)	28,893	29,328	28,639	29,455	31,203	33,172
	基建类贷款		8,624	8,590	9,034	9,912	10,965
	制造业贷款		3,528	3,393	3,449	3,650	3,895
	小微贷款		5,858	6,160	6,876	7,646	8,423
	住房按揭		4,157	3,675	3,459	3,442	3,442
	消费贷+信用卡		4,724	4,081	3,731	3,525	3,363
	其他		2,437	2,740	2,906	3,029	3,084
利息收入贡献占比预测	总贷款	55.8%	57.2%	58.9%	60.5%	61.6%	62.8%
	基建类贷款			17.7%	18.5%	19.6%	20.8%
	制造业贷款			7.0%	7.1%	7.2%	7.4%
	小微贷款			12.7%	14.1%	15.1%	15.9%
	住房按揭			7.6%	7.1%	6.8%	6.5%
	消费贷+信用卡			8.4%	7.7%	7.0%	6.4%
	其他			5.6%	6.0%	6.0%	5.8%
利息收入同比增速	总贷款			-2.4%	2.9%	5.9%	6.3%
	基建类贷款			-0.4%	5.2%	9.7%	10.6%
	制造业贷款			-3.8%	1.6%	5.8%	6.7%
	小微贷款			5.2%	11.6%	11.2%	10.2%
	住房按揭			-11.6%	-5.9%	-0.5%	0.0%
	消费贷+信用卡			-13.6%	-8.6%	-5.5%	-4.6%
	其他			12.4%	6.1%	4.2%	1.8%

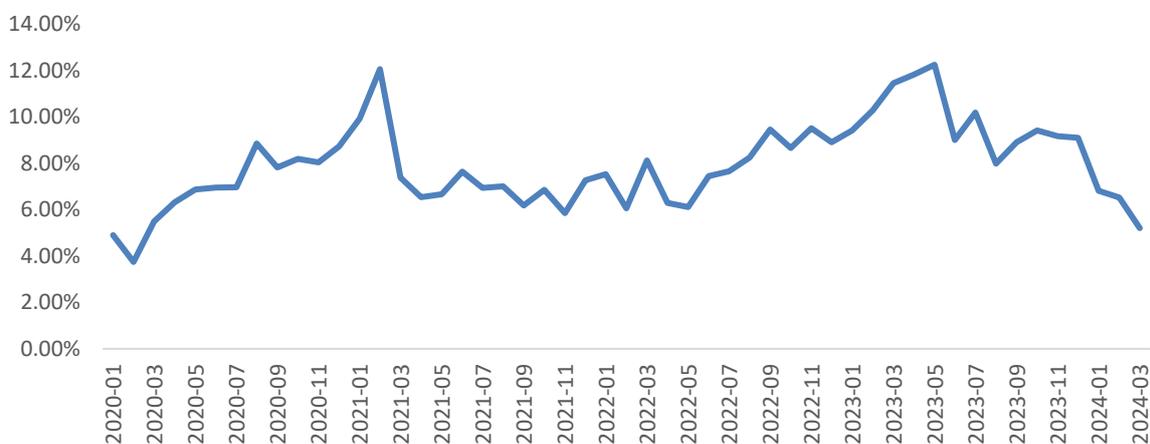
资料来源: 中泰证券研究所

注: 蓝色部分为主要假设数据

5.2 其他主要假设

- **负债端：**渝农商行存款在量、价和市场占有率上均有比较大的优势，因此渝农商行的存款增速和整个重庆市的存款增速应该比较相关。2024年以来存款增速整体有所回落，因此预计2024/2025/2026年增速均为8%。

图表 80：重庆人民币各项存款同比增速 (%)



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **中收假设：**渝农商行有多牌照运营的多元化经营优势，不过考虑到公司理财子和消金牌照取得的时间还不长，还需要一定的时间运营和发展，因此预计2024/2025/2026年中收占营收比重为6%/7%/8%。
- **资产质量假设：**渝农商行近年来大额风险基本出清，不良率持续下降，拨备覆盖率逐步上升，拨备会为利润带来反哺。因此预计2024/2025/2026年风险成本分别为0.84%、0.70%、0.63%。
- 根据以上假设，我们预计2024/2025/2026年公司营收同比增速分别为-3.06%、-0.86%、0.68%，归母净利润增速分别为5.37%、5.02%、4.63%。

图表 81: 渝农商行营收和净利润测算 (百万元)

规模同比增速假设		2021	2022	2023A	2024E	2025E	2026E
	总贷款	14.6%	8.7%	7.0%	8.0%	8.3%	8.9%
	债券投资		7.2%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	同业资产		-5.5%	16.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	存放央行		-14.8%	5.8%	5.0%	6.0%	6.0%
	生息资产		5.7%	3.5%	4.7%	5.0%	5.5%
	存款		8.6%	8.6%	8.0%	8.0%	8.0%
	同业负债		36.4%	24.9%	15.0%	15.0%	15.0%
	发债		-24.1%	-30.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	计息负债		6.2%	6.2%	8.9%	9.1%	9.2%
利率假设	总贷款	5.20%	4.83%	4.37%	4.19%	4.10%	4.01%
	债券投资		3.62%	3.34%	3.20%	3.20%	3.20%
	同业资产		3.18%	2.33%	2.30%	2.30%	2.30%
	存放央行		1.53%	1.55%	1.50%	1.50%	1.50%
	生息资产		4.08%	3.70%	3.56%	3.53%	3.50%
	存款		1.97%	1.88%	1.85%	1.83%	1.78%
	同业负债		2.55%	2.16%	2.00%	2.00%	2.00%
	发债		2.64%	2.52%	2.30%	2.30%	2.30%
	计息负债		2.18%	2.01%	1.92%	1.91%	1.87%
	净息差		2.03%	1.78%	1.66%	1.57%	1.50%
规模预测	总贷款 (百万元)	582,167	632,676	676,711	730,958	791,280	861,885
	债券投资	473,252	507,147	488,008	488,008	488,008	488,008
	同业资产	109,070	103,123	120,098	126,103	132,408	139,028
	存放央行	58,442	49,801	52,696	55,331	58,651	62,170
	生息资产	1,222,931	1,292,747	1,337,513	1,400,400	1,470,347	1,551,091
	存款	759,360	824,948	896,202	967,898	1,045,330	1,128,956
	同业负债	163,025	222,388	277,736	319,396	367,306	422,402
	发债	225,255	171,070	119,579	121,971	124,410	126,898
	计息负债	1,147,640	1,218,406	1,293,517	1,409,265	1,537,046	1,678,256
	归母净资产	100,514	107,286	115,736	123,776	132,220	141,054
利息收入预测	总贷款 (百万元)	28,893	29,328	28,639	29,455	31,203	33,172
	债券投资		17,745	16,619	15,616	15,616	15,616
	同业资产		3,374	2,601	2,831	2,973	3,122
	存放央行		828	794	810	855	906
	生息资产		51,275	48,653	48,713	50,647	52,816
利息支出							
	存款		15,605	16,179	17,243	18,421	19,351
	同业负债		4,914	5,401	5,971	6,867	7,897
	发债		5,231	3,662	2,778	2,833	2,890
	计息负债		25,751	25,242	25,992	28,121	30,138
净利息收入			25,524	23,410	22,721	22,525	22,677
中收		2,723	1,913	1,791	1,623	1,877	2,160
其他非息		1,862	1,639	2,618	2,705	2,413	2,160
营收		30,820	28,956	27,902	27,049	26,816	26,997
管理费		(8,488)	(9,231)	(9,490)	(8,115)	(7,857)	(7,559)
拨备前利润		22,332	19,725	18,412	18,934	18,959	19,438
资产减值损失		(10,853)	(7,841)	(5,943)	(5,912)	(5,328)	(5,207)
税前利润		11,479	11,884	12,469	13,022	13,631	14,230
所得税		(1,482)	(1,082)	(1,071)	(1,302)	(1,322)	(1,352)
归母净利润		9,560	10,276	10,902	11,485	12,063	12,621
营收同比			-6.0%	-3.6%	-3.1%	-0.9%	0.7%
利润同比			7.5%	6.1%	5.4%	5.0%	4.6%
ROE			9.9%	9.8%	9.6%	9.4%	9.2%
中收占比		8.8%	6.6%	6.4%	6.0%	7.0%	8.0%
其他非息收入占比		6.0%	5.7%	9.4%	10.0%	9.0%	8.0%
成本收入比		27.5%	31.9%	34.0%	30.0%	29.3%	28.0%
风险成本			1.29%	0.91%	0.84%	0.70%	0.63%
所得税率		12.9%	9.1%	8.6%	10.0%	9.7%	9.5%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

注: 蓝色部分为主要假设数据

六、投资建议

- 投资建议：高股息品种，重点推荐。**公司 2024E、2025E、2026E PB 0.46X/0.43X/0.40X;PE 5.00X/4.76X/4.55X;股息率 6.13%/6.44%/6.74%。渝农商行盈利能力开始企稳回升，历史分红稳定，股息率高。具有高分红+高股息的特点，稳健的资产质量，保障渝农商行中长期的高股息率的特质。我们上调公司至“买入”评级，建议积极关注。

图表 82：可比公司估值表（截至 2024/05/28）

股票代码	公司	市值（百万）	净利润（百万）				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
601825.SH	沪农商行	78,506	12,142	14,383	15,397	16,128	5.61	4.74	4.42	4.23
603323.SH	苏农银行	9,556	1,743	1,819	1,905	1,986	4.89	4.69	4.47	4.31
601860.SH	紫金银行	9,994	1,619	1,716	1,792	1,823	5.93	5.68	5.45	5.32
601528.SH	瑞丰银行	10,419	1,727	1,900	2,076	2,259	5.73	5.20	4.75	4.38
601128.SH	常熟银行	24,092	3,282	3,915	4,385	4,820	6.63	5.56	4.97	4.52
600908.SH	无锡银行	12,488	2,200	2,310	2,409	2,461	5.06	4.82	4.61	4.53
002839.SZ	张家港行	9,655	1,787	1,971	2,070	2,132	4.83	4.56	4.37	4.25
002807.SZ	江阴银行	10,067	1,888	2,127	2,334	2,546	4.51	4.00	3.66	3.35
	行业平均						5.40	4.91	4.59	4.36
601077.SH	渝农商行	53,530	10,902	11,485	12,063	12,621	5.27	5.00	4.76	4.55

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

注：可比公司是除渝农商行以外的其他 A 股上市农商行，同属区域性上市农商行，同一板块之间可比性较强

- 风险提示：一是经济下滑超预期风险：**银行经营与宏观经济高度相关，若经济下滑超预期，可能造成公司业绩不达预期。**二是研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**研究报告部分资料来源于公司定期报告以及其他公开资料，使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。**三是测算偏差风险：**本报告涉及的规模增长、盈利预测等测算均含有一定前提假设，存在一定的测算偏差风险。

图表 83: 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	5.27	5.00	4.76	4.55	净利息收入	23,493	22,721	22,525	22,677
PB	0.50	0.46	0.43	0.40	手续费净收入	1,791	1,623	1,877	2,160
EPS	0.96	1.01	1.06	1.11	营业收入	27,902	27,049	26,816	26,997
BVPS	10.19	10.92	11.70	12.51	业务及管理费	(9,490)	(8,115)	(7,857)	(7,559)
每股股利	0.29	0.31	0.33	0.34	拨备前利润	18,137	18,934	18,959	19,438
盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E	拨备	(5,943)	(5,912)	(5,328)	(5,207)
净息差	1.67%	1.54%	1.46%	1.40%	税前利润	12,194	13,022	13,631	14,230
贷款收益率	4.45%	4.19%	4.10%	4.01%	税后利润	11,123	11,720	12,309	12,878
生息资产收益率	3.55%	3.29%	3.27%	3.26%	归属母公司净利润	10,900	11,485	12,063	12,621
					资产负债表 (百万	2023A	2024E	2025E	2026E
存款付息率	1.93%	1.85%	1.83%	1.78%	元)				
计息负债成本率	2.10%	1.92%	1.91%	1.87%	贷款总额	676,711	730,958	791,280	861,885
ROAA	0.78%	0.77%	0.74%	0.71%	债券投资	598,783	598,783	598,783	598,783
ROAE	10.21%	10.16%	9.86%	9.62%	同业资产	120,098	126,103	133,669	141,689
成本收入比	34.01%	30.00%	29.30%	28.00%	生息资产	1,448,288	1,511,175	1,581,830	1,663,359
业绩与规模增长	2023A	2024E	2025E	2026E	资产总额	1,435,084	1,556,674	1,695,451	1,848,279
净利息收入	-7.52%	-3.29%	-0.86%	0.68%	存款	896,202	967,898	1,045,330	1,128,956
营业收入	-3.64%	-3.06%	-0.86%	0.68%	同业负债	277,736	319,396	367,306	422,402
拨备前利润	-6.52%	4.40%	0.13%	2.53%	发行债券	119,579	121,971	124,410	126,898
归属母公司净利润	6.07%	5.37%	5.02%	4.63%	计息负债	1,293,517	1,409,265	1,537,046	1,678,256
净手续费收入	-6.38%	-9.38%	15.66%	15.06%	负债总额	1,317,580	1,430,726	1,560,453	1,703,814
贷款余额	6.96%	8.02%	8.25%	8.92%	股本	11,357	11,357	11,357	11,357
生息资产	6.60%	4.34%	4.68%	5.15%	归属母公司股东权益	115,736	124,003	132,860	142,112
存款余额	8.64%	8.00%	8.00%	8.00%	所有者权益总额	117,504	125,948	134,999	144,465
计息负债	6.16%	8.95%	9.07%	9.19%	资本状况	2023A	2024E	2025E	2026E
资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E	资本充足率	15.99%	15.02%	14.11%	13.25%
不良率	1.17%	1.14%	1.11%	1.10%	核心资本充足率	13.53%	12.84%	12.19%	11.55%
拨备覆盖率	372.91%	329.82%	278.83%	220.04%	杠杆率	12.21	12.36	12.56	12.79
拨贷比	4.35%	3.76%	3.09%	2.42%	RORWA	1.32%	1.28%	1.19%	1.10%
不良净生成率	0.73%	1.23%	1.20%	1.20%	风险加权系数	59.99%	62.49%	64.84%	67.21%

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。