



## 负债成本优势突显，重庆经济强力赋能

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 在明年积极的宏观政策+成渝双城经济圈+地区产业转型的大背景下，重庆整体信贷需求有望提振，渝农商行扩表有望稳步推进，且24H1贷款占总资产比例仅46.8%，较对标行平均水平57.2%有较大差距，渝农商行存在通过优化资产结构来抵御降息给生息资产收益率带来负面效应的空间；2) 网点分布广泛，2023年县域存款内市占率达到32.2%，2024H1渝农商行存款利率仅1.8%，较对标行低18bp，具有较强且稳固的成本优势；3) 主动出清历史包袱，资产质量逐步改善，渝农商行不良率由2020年的1.3%下降至2024Q3的1.2%。
- 重庆区域经济向好，渝农商行信贷需求有望稳步增加。** 在成渝双城经济圈和“33618”现代制造业集群体系两大战略的支持下，重庆地区整体信贷需求有望提升，其中对公端将直接受益于更加积极的财政政策和“33618”等产业升级政策，重庆较大的人口基数也为零售端信贷需求提供充足潜能，因此渝农商行未来扩表有望稳健推进。
- 存款利率优势显著，净息差与同行差距有望缩小。** 渝农商行全重庆市有1741个网点，覆盖全面且深入。2020-2023年渝农商行县域存款市占率分别为33.8%、33.5%、32.9%、32.2%，在县域有着稳定的存款基础。依靠地区优势和用户粘性，渝农商行负债端成本优势明显，24H1已较对标行低18bp，未来有望维持低成本利率，且在2025年货币宽松的大背景下，有望较快释放利率下调红利。此外，随着重庆经济企稳，渝农商行可以在合理控制风险前提下，增加贷款占比，提高生息资产收益率，抵御降息对资产端造成的压力，或有望缩小净息差与同行差距。
- 主动大额核销不良贷款，资产质量逐步改善。** 渝农商行自2020年起主动清理历史包袱，进行大额核销，核销率在2020-2023年期间分别达到184.1%、119.4%、96.0%、54.1%。不良率以及关注率自2020年起均呈现下降趋势，2024H1渝农商行不良生成率为0.4%，较其他农商行平均低15bp。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2024-2026年BVPS分别为10.97/11.73/12.50元，对应的PB分别为0.54X/0.51X/0.48X。考虑到渝农商行资产质量持续改善，作为深耕重庆的地区农商行，有望受益于重庆地区经济企稳回升，扩表稳健推进，且股息率分红率保持在较高水平，我们给予公司2025年0.63X目标PB，目标价7.39元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 经济修复不及预期风险、资产质量恶化风险、存款成本上升超预期风险、利率波动超预期风险。

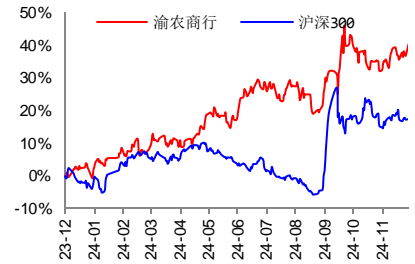
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2025E
营业收入(百万元)	27955.76	26914.16	27534.09	28617.17
增长率	-3.57%	-3.73%	2.30%	3.93%
归属母公司净利润(百万元)	10902.36	10882.90	11655.33	12374.99
增长率	6.10%	-0.18%	7.10%	6.17%
每股净资产(元)	10.19	10.97	11.73	12.50
净资产收益率 ROE	9.00%	8.64%	8.66%	8.62%
PE	6.21	6.22	5.81	5.47
PB	0.58	0.54	0.51	0.48

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 张银新  
执业证号: S1250524110001  
电话: 010-57758534  
邮箱: zhyx@swsc.com.cn  
联系人: 潘妍洁  
电话: 023-67791663  
邮箱: panyj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 同花顺 iFind

### 基础数据

总股本(亿股)	113.57
流通A股(亿股)	88.38
52周内股价区间(元)	4.06-6.15
总市值(亿元)	631.24
总资产(亿元)	15,174.67
每股净资产(元)	10.93

### 相关研究

## 目 录

<b>1 渝农商行概况：立足地区发展战略，规模稳步增长</b> .....	<b>1</b>
1.1 资产规模逐年增长，位居农商行之首 .....	1
1.2 股东背景强大，管理团队经验丰富 .....	2
1.3 综合化牌照丰富，助力多元经营 .....	2
1.4 核心指标.....	3
1.5 杜邦拆解.....	4
<b>2 资产规模：重庆区域经济复苏向好，渝农商行扩表步伐稳健迈进</b> .....	<b>4</b>
<b>3 负债规模：县域版图深耕细作，网点矩阵广覆深扎</b> .....	<b>10</b>
<b>4 价格端：息差稍缓，成本劲攀</b> .....	<b>11</b>
4.1 资产端 .....	11
4.2 负债端 .....	13
<b>5 资产质量：主动出清历史包袱，资产质量逐步改善</b> .....	<b>14</b>
<b>6 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
6.1 盈利预测.....	17
6.2 相对估值.....	17
<b>7 风险提示</b> .....	<b>18</b>
<b>8 附录</b> .....	<b>19</b>

## 图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 渝农商行资产规模及增速.....	1
图 3: 24Q3 主要农村商业银行资产规模 (千亿元).....	1
图 4: 渝农商行贷款增速及各行业增速贡献拆分.....	5
图 5: 2023 年西南地区 GDP.....	5
图 6: 2023 年西南地区人均 GDP 及人均可支配收入情况.....	6
图 7: 重庆市 2023 年 GDP 构成 (按产业).....	6
图 8: 重庆市 GDP 和人均可支配收入情况.....	6
图 9: 全国人口数和四大直辖市常住人口数.....	6
图 10: 渝农商行重庆主城/县域贷款规模及市占率.....	9
图 11: 重庆规上企业同比增速.....	9
图 12: 全国及重庆 GDP 累计同比.....	10
图 13: 全国、重庆和渝农商行的贷款同比增速.....	10
图 14: 重庆主要银行网点数.....	10
图 15: 渝农商行重庆主城/县域存款规模及市占率.....	10
图 16: 渝农商行贷款规模、总资产规模、贷款占总资产比例.....	12
图 17: 2024H1 银行贷款占总资产比例同行业对比.....	12
图 18: 渝农商行一般对公贷款利率和零售贷款利率.....	12
图 19: 渝农商行的对公贷款利率和零售贷款利率与对标行差值.....	12
图 20: 渝农商行存款规模、总负债规模、存款占总负债比例.....	13
图 21: 2024H1 个人存款占总负债比例同行业对比.....	13
图 22: 2024H1 个人活期占总负债比例同行业对比.....	14
图 23: 2024H1 个人定期占总负债比例同行业对比.....	14
图 24: 渝农商行不良贷款余额、核销不良贷款规模及不良率.....	14
图 25: 渝农商行与对标行不良率.....	14
图 26: 渝农商行、重庆银行与三峡银行不良率.....	15
图 27: 渝农商行与对标行不良生成率.....	15
图 28: 渝农商行与对标行关注率.....	15
图 29: 渝农商行与对标行逾期率.....	15
图 30: 渝农商行拨备覆盖率.....	16
图 31: 2024Q3 拨备覆盖率同行业对比.....	16
图 32: 渝农商行核心一级资本充足率.....	16
图 33: 2024Q3 核心一级资本充足率同行业对比.....	16

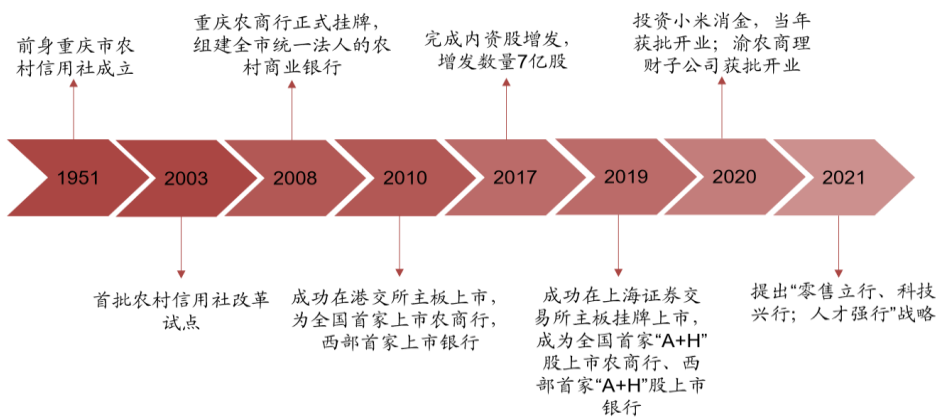
## 表 目 录

表 1: 渝农商行股权结构 (截至 2024/9/30)	2
表 2: 上市农商行子公司情况 (截至 2024/06/30)	3
表 3: 渝农商行核心指标一览 (亿元)	3
表 4: 渝农商行杜邦拆解	4
表 5: 24H1, 渝农商行与其他上市农商行的资产结构对比	4
表 6: 2024 年成渝地区双城经济圈建设工作重点	6
表 7: 2024 年重庆市构建现代化产业体系工作重点	7
表 8: 24H1 渝农商行、重庆银行和三峡银行在重庆的网点分布情况	10
表 9: 24H1, 渝农商行与其他上市农商行的负债结构对比	11
表 10: 渝农商行和对标行息差对比	11
表 11: 渝农商行和对标行资产收益率对比	12
表 12: 渝农商行和对标行负债成本率对比	13
表 13: 渝农商行和对标行活期、定期存款成本率对比	13
表 14: 渝农商行分行业不良贷款占比及不良率	16
表 15: 关键假设指标参数预测	17
表 16: 可比公司估值	18
表 17: 公司核心管理层	19
附表: 财务预测与估值	20

# 1 渝农商行概况：立足地区发展战略，规模稳步增长

**立足本地发展，多元化经营布局。**重庆农村商业银行（以下简称“渝农商行”）前身重庆市农村信用社成立于1951年，为2003年农村信用社改革首批试点单位，2008年渝农商行正式挂牌；2010年，渝农商行成功在港交所主板上市，成为全国首家上市农商行、西部首家上市银行；2019年，渝农商行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。渝农商行深入推进“零售立行、科技兴行、人才强行”发展战略，着力构建“一体四驱”发展体系。截至2024年6月末，渝农商行下辖7家分行、35家支行，共1743个营业机构，并发起设立了1家金融租赁公司、1家理财公司、12家村镇银行。

图 1：公司历史沿革

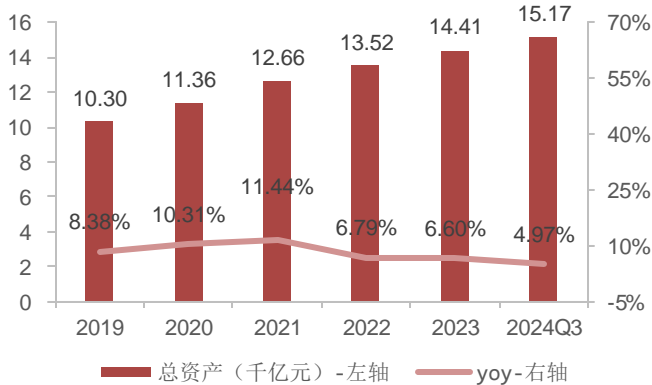


数据来源：公司公告，同花顺 iFind，西南证券整理

## 1.1 资产规模逐年增长，位居农商行之首

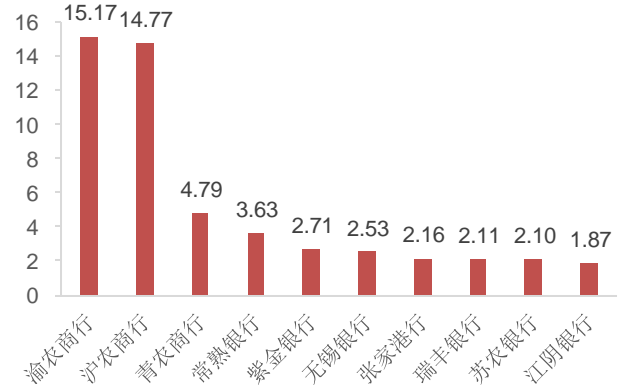
**渝农商行资产规模稳定增长，位列农商行第一。**2020-2024Q3 渝农商行资产规模分别达到 11.4/12.7/13.5/14.4/15.2 千亿元，2020 至 2023 年复合增长率为 8.8%。根据 2024Q3 披露的数据，渝农商行资产达到万亿规模，位居第一；10 家上市农商行中仅渝农商行与沪农商行达到万亿规模，渝农商行资产规模较位列第三的青农商行高出 1 万亿元。

图 2：渝农商行资产规模及增速



数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

图 3：24Q3 主要农村商业银行资产规模 (千亿元)



数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

## 1.2 股东背景强大，管理团队经验丰富

**重庆国资委持股约 31.0%。**截至 2024/9/30，重庆国资委下属的重庆渝富资本运营集团及关联方、重庆发展置业管理公司及关联方、重庆城市建设投资公司及关联方、重庆水务集团分别持有渝农商行 13.7%/9.2%/7.0%/1.1%的股权比例，共计持股比例达 31.0%，重庆国资委为渝农商行第一大股东。

表 1：渝农商行股权结构（截至 2024/9/30）

股东名称	股东性质	持股数（万股）	持股比例
<b>重庆国资委</b>	国有法人	339792	31.02%
重庆渝富资本运营集团有限公司	国有法人	98800	8.70%
重庆城市建设投资公司	国有法人	79709	7.02%
重庆发展置业管理公司	国有法人	58908	5.19%
重庆市水利投资(集团)有限公司	国有法人	56671	4.99%
重庆发展投资有限公司	国有法人	45704	4.02%
重庆水务集团	国有法人	12500	1.10%
<b>重庆财信集团</b>	境内非国有法人	16000	1.41%
<b>隆鑫控股</b>	境内非国有法人	13678	1.20%
<b>其他</b>		414602	66.37%

数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

**管理团队经验丰富，治理体系完善。**渝农商行行长兼代董事长隋军先生具备经济学博士学位且从业经验丰富，曾任中国建设银行南充市分行营业部总经理等多个职位，江津市农村信用合作联社党委书记、理事长，重庆农村商业银行股份有限公司江津支行党委书记及行长、总行营业部总经理、总行党委委员、副行长、执行董事、董事会秘书，重庆汽车金融有限公司党委书记、董事长，重庆银行股份有限公司党委委员、副行长。渝农商行治理体系完善，董事会下设战略发展委员会、风险管理委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬委员会、关联交易控制委员会、三农金融服务委员会及消费者权益保护委员会共计八个专门委员会，为银行的稳健运营和科学决策提供保障。

## 1.3 综合化牌照丰富，助力多元经营

**金融牌照丰富，助力综合服务发展。**渝农商行旗下目前有全资子公司渝农商理财有限责任公司、控股子公司渝农商金融租赁有限责任公司和参股企业重庆小米消费金融有限公司。全资子公司渝农商理财于 2020 年正式成立，系全国农商系统、西部地区首家理财子公司，管理理财产品规模超 1350 亿元，居全国农商系统前列；控股子公司渝农商金融租赁正式成立于 2014 年，由渝农商行控股 80%，系中西部首个国有控股、民营参股的混合所有制金融租赁公司，中西部首个同时具有银行和厂商背景的金融租赁公司；小米消金于 2020 年正式成立，由小米和渝农商行分别持股 50%和 30%，服务于消费金融细分领域。理财子、金融租赁和消费金融等金融牌照助力银行开展丰富的金融业务，实现多元化布局。

**表 2：上市农商行子公司情况（截至 2024/06/30）**

农商行	消费金融	金融租赁	理财子
渝农商行	重庆小米消费金融有限公司	渝农商金融租赁有限责任公司	渝农商理财有限责任公司
沪农商行	—	长江联合金融租赁有限公司	—
青农商行	—	—	—
常熟银行	—	—	—
紫金银行	—	—	—
无锡银行	—	—	—
苏农银行	—	—	—
张家港行	—	—	—
瑞丰银行	—	—	—
江阴银行	—	—	—

数据来源：各公司公告，同花顺 iFind，西南证券整理；注：“—”表示该行未有消费金融、金融租赁或理财子相关子公司

## 1.4 核心指标

**资产规模：**24Q3，渝农商行总资产规模 15174.7 亿元，资产规模位列上市农商行第一，但贷款占比较低，位于上市农商行末位。

**盈利能力：**24Q3，渝农商行 ROE 8.3%、ROA 0.7%、净息差 1.6%，均排名上市农商行中游水平，净息差水平略低于同行。

**资产质量：**24Q3，渝农商行不良率 1.2%，排名上市农商行第二名，高于平均水平 1.0%；拨备覆盖率 358.6%，排名上市农商行第七名，低于平均水平。

**资本水平：**24Q3，渝农商行核心一级资本充足率 13.8%，排名上市农商行第三名，资本水平充足。

**表 3：渝农商行核心指标一览（亿元）**

	2024/09/30	渝农商行	A 股农商行平均	排名
规模指标	资产规模	15174.67	4073.71	1
	贷款规模	6854.81	2249.79	2
	占比	45.17%	58.90%	10
	负债规模	13853.90	3730.70	1
	存款规模	9398.88	3082.51	2
	占比	67.84%	85.06%	10
盈利指标	ROE	8.31%	8.61%	6
	ROA	0.71%	0.72%	7
	净息差	1.61%	1.73%	5
资产质量	不良率	1.17%	1.03%	2
	拨备覆盖率	358.59%	390.54%	7
资本指标	核心一级资本充足率	13.83%	11.46%	3

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理



## 1.5 杜邦拆解

截面数据来看，渝农商行盈利能力处于上市农商行平均水平，主要优势来自于利息支出较小，减值损失优于行业平均，主要劣势来自于利息收入与其他非息收入弱于行业平均。时间序列来看，渝农商行盈利能力较对标行差距于 2024 年开始有所缩窄，主要原因来自负债端成本控制能力较强、其他非息收入增加、减值损失明显降低。

表 4：渝农商行杜邦拆解

	渝农商行				上市农商行平均			
	2021	2022	2023	2024Q3	2021	2022	2023	2024Q3
ROE	9.69%	9.48%	9.33%	8.31%	-0.65%	-1.22%	-1.61%	-0.30%
杠杆	11.97	11.84	11.71	11.65	-0.16	0.02	-0.27	-0.36
ROA	0.81%	0.80%	0.80%	0.71%	-0.05%	-0.11%	-0.12%	0.00%
营业收入/平均净资产	2.57%	2.21%	2.00%	1.45%	0.04%	-0.21%	-0.23%	-0.23%
利息净收入/平均净资产	2.18%	1.94%	1.68%	1.13%	0.08%	-0.07%	-0.10%	-0.09%
利息收入/平均净资产	4.31%	3.92%	3.57%	2.39%	0.13%	-0.14%	-0.25%	-0.27%
利息支出/平均净资产	-2.12%	-1.98%	-1.89%	-1.26%	-0.04%	0.06%	0.15%	0.18%
手续费及佣金净收入/平均净资产	0.23%	0.15%	0.13%	0.09%	0.14%	0.08%	0.07%	0.03%
其他非息收入/平均净资产	0.16%	0.13%	0.19%	0.24%	-0.18%	-0.21%	-0.20%	-0.17%
营业支出/平均净资产	-1.64%	-1.33%	-1.13%	-0.66%	-0.06%	0.10%	0.14%	0.23%
业务管理费/平均净资产	-0.71%	-0.71%	-0.68%	-0.39%	0.13%	0.11%	0.09%	0.11%
信用及资产减值损失/平均净资产	-0.90%	-0.60%	-0.43%	-0.25%	-0.18%	0.00%	0.05%	0.12%

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理；注：底纹越红，指标越优

## 2 资产规模：重庆区域经济复苏向好，渝农商行扩表步伐稳健迈进

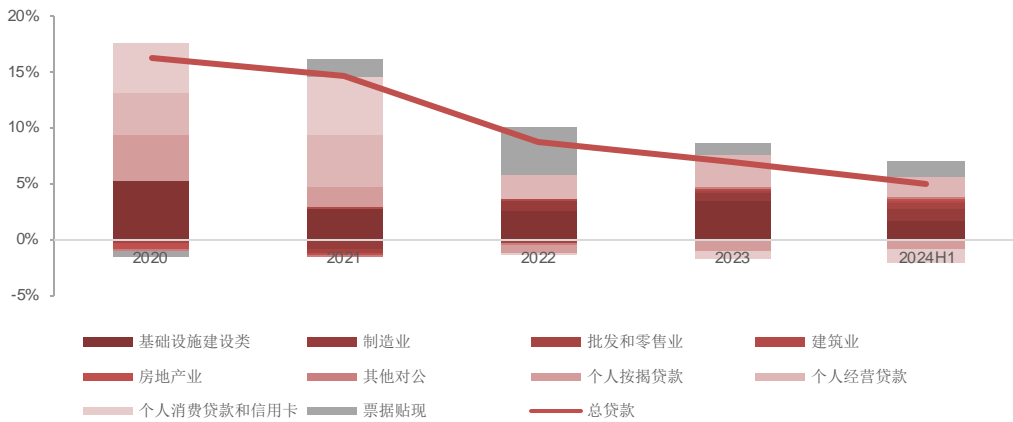
渝农商行的资产结构特点为：1) 整体贷款占比较低，24H1 渝农商行贷款占总资产比例为 46.8%，较对标行平均水平 57.2% 有较大差距；2) 公司贷款占比较低，24H1 渝农商行公司贷款占总资产比例为 23.4%，位列上市农商行末位；3) 公司贷款风险偏好较低，公司偏好向风险较低的基建类行业（包含“租赁和商务服务业”、“水利、环境和公共设施管理业”、“交通运输、仓储和邮政业”和“电力、热力、燃气及水生产和供应业”）投放贷款，2020-2024H1 基建类贡献 32.5%、19.0%、30.3%、49.8%、32.2% 的贷款增速；4) 个人贷款占比较高，24H1 渝农商行个人贷款占总资产比例为 19.4%，高于对标行平均水平 17.5%；5) 个人经营贷款贡献增速较大，2020-2024H1 个人经营贷款贡献 23.0%、30.9%、24.0%、41.4%、33.9% 的贷款增速，这或与公司聚焦“支农支小、服务实体经济”主责主业有关。

表 5：24H1，渝农商行与其他上市农商行的资产结构对比

	渝农商行	江阴银行	张家港行	青农商行	无锡银行	常熟银行	瑞丰银行	沪农商行	紫金银行	苏农银行	对标行
公司贷款	23.35%	43.65%	32.45%	34.56%	41.78%	24.14%	29.14%	29.38%	46.03%	39.35%	33.10%
制造业	4.80%	18.25%	10.34%	5.10%	11.86%	10.92%	11.65%	5.65%	3.49%	17.36%	8.34%
房地产	0.31%	0.59%	0.66%	3.07%	0.58%	0.49%	1.10%	7.48%	3.24%	1.26%	3.92%
批发零售	1.32%	8.05%	7.55%	7.41%	6.97%	2.84%	7.01%	2.52%	7.43%	5.53%	4.88%
其他	16.92%	16.76%	13.90%	18.98%	22.36%	9.88%	9.38%	13.73%	31.87%	15.20%	15.96%
票据贴现	4.10%	10.51%	8.43%	3.78%	9.16%	3.85%	3.60%	7.01%	7.21%	7.40%	6.52%
个人贷款	19.37%	11.60%	21.81%	16.52%	10.09%	37.06%	25.10%	14.19%	15.73%	13.42%	17.53%
个人经营贷款	8.19%	4.87%	12.96%	9.41%	2.55%	25.61%	15.47%	3.96%	4.34%	9.80%	8.37%
个人按揭贷款	5.94%	4.34%	4.57%	6.04%	4.94%	3.41%	5.00%	7.10%	5.95%	3.47%	5.73%
其他贷款	5.24%	2.40%	4.28%	1.07%	2.59%	8.05%	4.62%	3.13%	5.44%	0.15%	3.43%
总贷款	46.82%	65.76%	62.68%	54.87%	61.03%	65.05%	57.84%	50.58%	68.96%	60.17%	57.15%
金融投资	41.00%	28.93%	30.61%	36.06%	28.91%	26.87%	33.12%	35.63%	18.39%	31.27%	32.02%
同业资产	7.08%	0.86%	1.46%	3.90%	2.39%	2.24%	3.76%	5.11%	1.47%	2.77%	3.55%
存放央行	3.53%	4.69%	4.52%	4.79%	4.42%	6.10%	5.34%	4.66%	4.67%	5.46%	4.89%

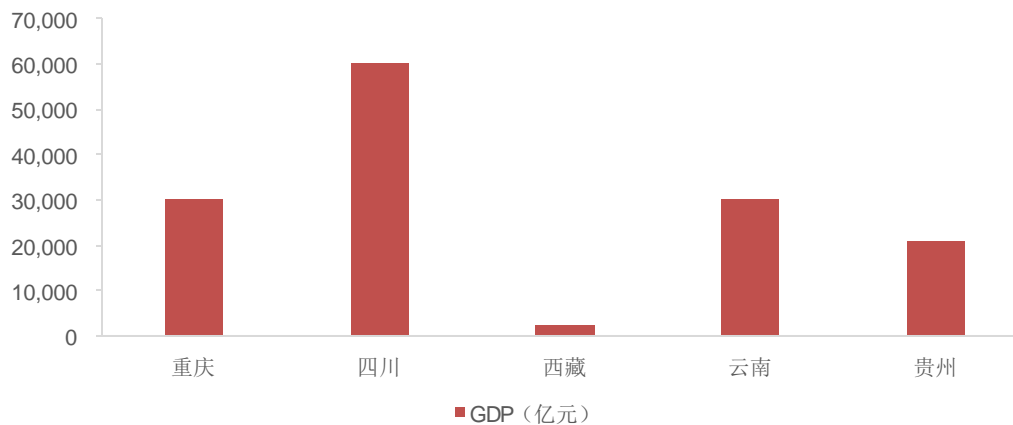
数据来源：Wind，西南证券整理；注：对标行为除渝农商行外的所有 A 股上市农商行，对标行统计方式为加权平均，底纹越红，占比越大



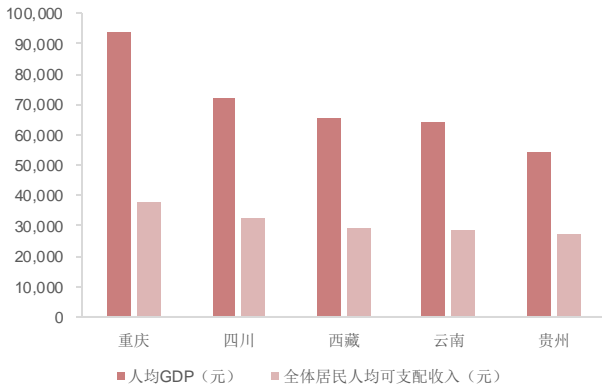
**图 4：渝农商行贷款增速及各行业增速贡献拆分**


数据来源：Wind, 西南证券整理

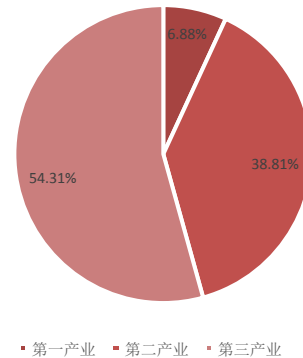
渝农商行所在地重庆市为全国西南地区经济中心，人均 GDP 及全体居民人均可支配收入位列西南第一。2023 年重庆市实现 GDP 共 30145.8 亿元，西南地区第二；其中第一产业占比 6.9%，第二产业占比 38.8%，第三产业占比 54.3%。同年，重庆市人均 GDP 达 94135 元/人，全体居民人均可支配收入达 37595 元，二者均位列西南地区第一。从增速来看，重庆市 2019-2023 年 GDP 复合增速为 5.0%，人均 GDP 复合增速为 4.8%，人均可支配收入复合增速为 5.4%。重庆市良好的经济活力与稳定性为渝农商行的发展提供了重要保障，渝农商行也在通过自身专业服务能力和重庆市的高质量可持续发展贡献金融力量。此外，重庆的人口基数较大，2023 年常住人口达到 3191.4 万人，位列直辖市第一。较大的人口基数为经济发展提供了丰富的劳动力资源，同时也形成了有潜力的消费市场，在宏观经济复苏中有望为城市经济提供充足动能。

**图 5：2023 年西南地区 GDP**


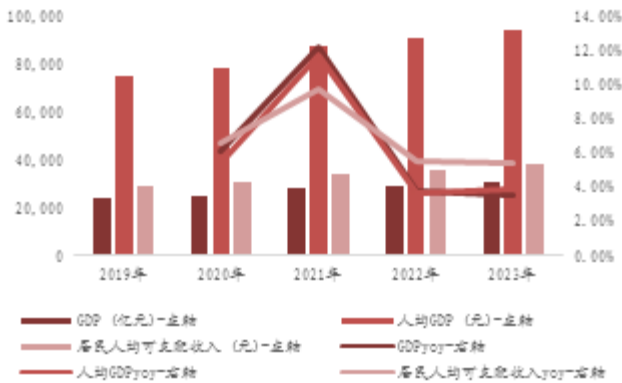
数据来源：国家统计局, 同花顺 iFinD, 西南证券整理

**图 6：2023 年西南地区人均 GDP 及人均可支配收入情况**


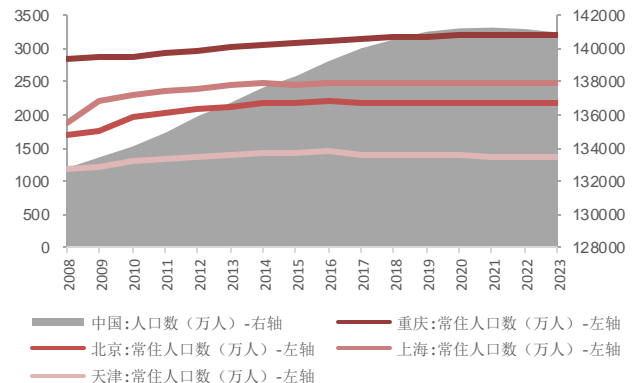
数据来源：国家统计局，同花顺 iFinD，西南证券整理

**图 7：重庆市 2023 年 GDP 构成（按产业）**


数据来源：国家统计局，同花顺 iFinD，西南证券整理

**图 8：重庆市 GDP 和人均可支配收入情况**


数据来源：国家统计局，同花顺 iFinD，西南证券整理

**图 9：全国人口数和四大直辖市常住人口数**


数据来源：Wind，西南证券整理

成渝双城经济圈建设稳步推进，基建需求促进信贷需求。成渝双城经济圈建设作为国家级战略，与陆海新通道建设一同写入党的二十大报告，前者为重庆市“一号工程”和全市工作总抓手总牵引备受重视，后者通过完善交通枢纽功能服务于成渝双城经济圈建设，二者协同发力带来广大的基建需求，2023 年 248 个共建重大项目完成年度投资 4138.4 亿元。重大项目建设的推进有望促进基建信贷需求。针对政策带来的需求，渝农商行积极完善服务机制，2023 年通过信贷、债券、投行、金租、理财等多元化服务，为成渝地区双城经济圈及重庆市级重大项目授信 1210.76 亿元、贷款余额 259.78 亿元；同时，创新运用“陆海链融”“通道铁融”等产品，落地全国首笔陆海新通道多式联运“一单制”数字提单动产质押融资业务，新发放西部陆海新通道贷款 243.5 亿元。

**表 6：2024 年成渝地区双城经济圈建设工作重点**

工作方向	具体措施
<b>强化双核联动共建</b>	
推进文旅融合发展	联合创建文化和旅游区域协同发展国家试验区，加快建设巴蜀文化旅游走廊，合作开发旅游线路，共同打造“宽洪大量”“点石成金”等文旅品牌组合，支持体育赛事、演艺活动异地联合举办
推进交通互联互通	启动渝宜高铁、黔江至吉首高铁、重庆站改造、成渝高速扩容、涪江航道整治等项目，加

工作方向	具体措施
	快建设重庆东站等项目, 建成渝昆高铁重庆段、渝武复线高速北碚至合川段等项目, 联合争取航权航班配额和国际航线
推进产业协同协作	主动服务国家战略性新兴产业基地、战略性物资储备基地和战略性基础设施建设, 加强两江新区与天府新区等平台合作, 共建成渝综合性科学中心, 争创国家级燃料电池汽车示范城市群, 深化能源共保互济, 加快建设成渝“氢走廊”“电走廊”
<b>促进成渝中部地区高质量一体化发展</b>	
依托渝西地区谋划建设国际开放合作平台	提高交通、能源、水利综合保障能力, 打造世界级智能网联新能源汽车零部件产业基地和现代农业融合发展示范区
提升涪陵、长寿、南川、綦江—万盛综合实力	支持承接中心城区非核心功能疏解, 加快人口和产业集聚, 打造新材料、新能源等产业集聚区, 建设产城融合、职住平衡、生态宜居、交通便利的现代化新城, 更好发挥战略支点作用
加强川渝毗邻地区合作	深化经济区与行政区适度分离、双城经济圈市场一体化等改革, 纵深推进毗邻地区合作平台建设, 加强产业合作示范园区协作, 持续优化成渝中部地区协同发展格局
<b>“一县一策”推动山区库区高质量发展</b>	
支持渝东北生态优先、绿色发展	持续推进万开云同城化, 因地制宜打造新材料、清洁能源等特色产业集群, 高水平建设长江三峡国际黄金旅游带, 做强三峡制造、三峡农家、大三峡旅游
支持渝东南文旅融合、城乡协同	培育壮大中药材、绿色食品等“武陵加工”特色产业集群, 打造乌江画廊生态文化旅游示范带和生态康养基地, 加快建设世界知名民俗生态旅游目的地
深化区县对口协同发展	建立健全成本共担、收益共享机制, 强化联合招商和产业协作, 拓展消费帮扶, 促进土地、资金、人才等要素协同高效配置, 在全面融入双城经济圈建设中互促共进、联动发展

数据来源: 2024年重庆市人民政府工作报告, 西南证券整理

**顺应国家产业转移规划, 构建现代化产业体系。**2020年起, 我国进入新一轮产业大迁移, 2021年国家发展改革委等部门提出促进制造业有序转移的指导意见, 指出要推进各类产业向能满足产业发展需求的中西部、东北地区实现梯度转移, 要引导各地发挥比较优势承接产业转移。重庆市在承接东部产业转移、招引龙头企业入渝的工作基础上, 进一步提出着力打造“33618”现代制造业集群体系, 其中涵盖3大万亿级产业集群、3个五千亿级支柱产业集群、6个千亿级特色优势产业集群以及18个“新星”产业集群。根据重庆市政府规划, 到2027年“33618”现代制造业集群体系将初步形成, 届时规模以上工业企业营业收入将迈上4万亿元台阶, 规模以上工业企业研发将投入超800亿元。渝农商行积极支持重庆“33618”现代制造业集群体系建设, 2023年制造业贷款余额656.72亿元, 市场份额居重庆第一。

**表 7: 2024 年重庆市构建现代化产业体系工作重点**

工作方向	具体措施
<b>壮大制造业集群</b>	
智能网联新能源汽车	按照整零协同、软硬结合、共建生态的思路, 以长安系、赛力斯等企业为重点加速整车产能释放, 推进孔辉空气弹簧、信质驱动电机、青山瑞浦兰钧动力电池等零部件配套项目建设, 加快氢燃料电池商用车推广应用, 促进新能源汽车与电网融合互动, 发展汽车后市场
新一代电子信息制造业	加快推动安意法、芯联等6个晶圆项目, 带动芯片设计、封装测试、半导体专用设备及材料等协同发展, 加大AI及机器人、算力设备等产业培育, 推进仁宝、萤石、三安衬底材料、台达电源转换器等项目建设, 拓展电子终端品类, 完善产业配套体系
先进材料	加快调结构、育新品, 新开工西南铝升级扩能、东方希望玻璃纤维、华峰新材料一体化、万凯新材料 PET

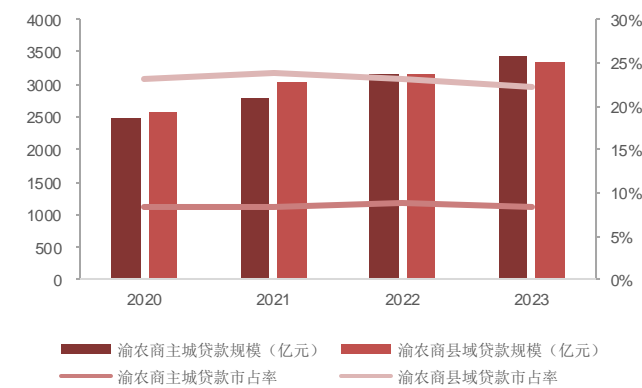
工作方向	具体措施
	四期扩能等重点项目，放大产业集群效应
智能装备及智能制造	加快无人机、高速高精工业机器人等项目建设，促进整机与零部件“双提升”
软件信息	深入实施“满天星”行动计划，加快“启明星”“北斗星”企业培育和软件人才“超级工厂”建设，持续抓好人才、场所、场景、企业、生态等关键环节，力争主营业务收入超过4000亿元
食品及农产品加工	聚焦7大主要品类，深入实施以“三百”企业为重点的“头羊计划”引育工程，加快推进重点加工园区、重点在建产业项目、重点招商引资项目建设，支持企业开展数字化、智能化改造，狠抓全链条质量安全提升
<b>深化科技赋能</b>	
建强战略科技创新人才队伍	深化“渝跃行动”和新重庆引才计划，建好“渝才荟”数字平台，加强科技人才和卓越工程师培育聚集，营造最优人才生态，让城市与人才双向奔赴
优化科技创新体系	集中力量加快建设西部（重庆）科学城、两江协同创新区、广阳湾智创生态城等科创核心承载区，争取国家实验室重庆基地建设，提质发展10个全国重点实验室，有序建设金凤、嘉陵江、明月湖、广阳湾4个重庆实验室，加快推进超瞬态实验装置、大规模分布孔径深空探测雷达、国家健康战略资源中心、碳基集成电路研究院等项目，提质发展重庆国际免疫研究院等新型研发机构，支持重点高校建设前沿技术交叉研究院
强化企业科技创新主体地位	实施核心软件、高端器件与芯片等5个重大专项和新能源、绿色低碳等8个重点专项，组织开展产学研协同攻关，深入推进“双倍增”行动，力争高新技术企业、科技型企业分别突破8500家和6万家
加快科技成果产业化商业化	升级打造重庆高新技术产业研究院，启动建设重庆市技术转移研究院，发挥重庆产业投资母基金和“产科金”平台作用，推广“产业研究院+产业基金+产业园区”科技成果转化路径，促进创新链产业链资金链人才链“四链”融合
<b>发展现代服务业</b>	
做强生产性服务业	加快建设西部金融中心，深入实施“智融惠畅”工程，推进绿色金融改革创新试验区建设，一体推动中新互联互通、自贸试验区、西部陆海新通道和渝港金融开放合作，建好西部金融中央法务区，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，提高金融服务重大战略和实体经济质效；完善“五型”国家物流枢纽功能，增强物流协同服务能力；加快全球设计之都建设，强化巴渝特色文化、工业遗产遗存、传统工艺美术保护利用，大力发展工业设计，壮大全链条设计产业集群；大力发展咨询评估、法律服务、检验检测、会计审计、科技服务、税务服务、工程设计等服务业态，推动生产性服务业品质化升级
做优生活性服务业	出台推进高品质生活城市建设政策措施，提质发展餐饮、物业、健康、家政等社区便民服务，以“数字+”“智能+”赋能教育、医疗、文娱、商贸等业态升级，塑造“重庆服务”品牌
培育服务业新业态新模式	推进先进制造业和现代服务业融合发展试点，支持组建跨界融合产业集团和产业联盟，推动制造业企业向“产品+服务”解决方案提供商转型，培育个性化定制、共享制造、供应链管理、总集成总承包等新业态，建设高水平服务业创新集聚示范区
<b>推进数字化转型发展</b>	
加快全国一体化算力网络（成渝）国家枢纽节点建设	争取国家支持建设先进制造智能计算重点实验室，打造全市统一算力调度平台，提升信息基础设施能级。加强生成式人工智能等研发，建设开源社区，推动新一代信息技术在生产生活各领域深度植入渗透，拓展数字产业化新空间
健全工业互联网标识解析体系	深化数字化装备、信息系统集成应用，实施“机器人+”行动，扩大“一链一网一平台”试点示范，启动5个行业产业大脑建设，新建5个未来工厂、10个智能工厂和100个数字化车间，加快构建“产业大脑+未来工厂”产业数字化新生态

数据来源：2024年重庆市人民政府工作报告，西南证券整理

**全国经济回稳向上，重庆经济协同发展。**12月召开的中央经济工作会议指出“明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步”。重庆的经济与全国经济紧密相关，在全国经济回稳向上的趋势下，受益于中央提出的“加大区域战略实施力度”、“建设现代化产业体系”等2025年工作重点，重庆将能更好地实现自身高质量可持续发展。

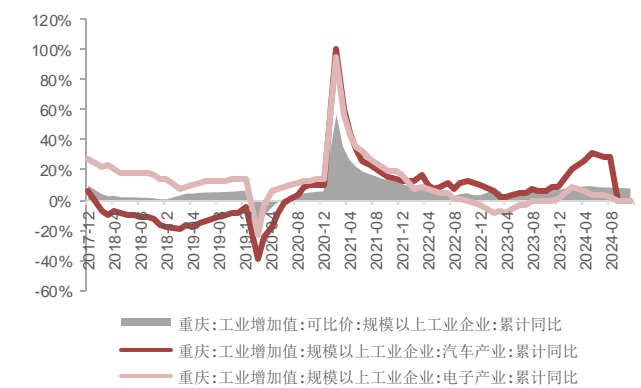
**重庆区域经济向好，渝农商行信贷需求有望稳步增加。**渝农商行作为深耕重庆区域的农商行，重庆区域市占率常年保持在较高水平，2023年渝农商行的主城/县域贷款市占率分别达到8.5%和22.1%。较高水平的区域市占率也使渝农商行的贷款规模一定程度受到重庆经济和政策影响。回顾2017至今的重庆经济表现，1)2017-2019年，重庆规上企业累计同比快速下滑，汽车与电子两大支柱产业面临显著放缓，汽车产业工业增加值累计同比在2018-2019年期间出现负增长；2)2020年疫情对全国经济造成较大负面影响，同时高温限电使得重庆工业数据再次雪上加霜，2020年上半年重庆规上企业累计同比开始呈现负增长，重庆GDP累计同比也在2020年6月下至0.8%。面临大环境挑战，重庆地区的信贷同比增速在2019-2021年内年间保持在较高水平，以帮助企业缓解资金压力，并助力重庆市进行多个市集重大项目实施以及赋能重庆市产业升级与转型。渝农商行的贷款规模也在此期间有较快增长，2020渝农商行的贷款同比增速达到17.0%，高于重庆金融机构贷款同比增速13.2%，这或部分得益于渝农商行在2020年发布重庆重大基建项目专项支持方案，加大对铁路、高速、机场、能源、水利、生态环保等基础设施领域重点项目的资源倾斜力度；3)2022年开始重庆贷款同比增速明显放缓，这或因为宏观经济复苏较为缓慢，企业对资金需求减弱，导致信贷需求增长乏力，并且金融机构从风险防控和资产质量的角度考虑，对贷款投放也更加谨慎。渝农商行的贷款增速也在此期间明显放缓，并且因为零售端抵御宏观风险能力更弱，渝农商行的信贷投放自2022年起表现更为谨慎。结合以上复盘，我们预计随着重庆经济逐企稳，在成渝双城经济圈和“33618”现代制造业集群体系两大战略的支持下，重庆地区整体信贷需求有望提升，其中对公端将直接受益于更加积极的财政政策和“33618”等产业升级政策，重庆较大的人口基数也为零售端信贷需求提供充足潜能，因此渝农商行未来扩表有望稳健推进。

图 10：渝农商行重庆主城/县域贷款规模及市占率



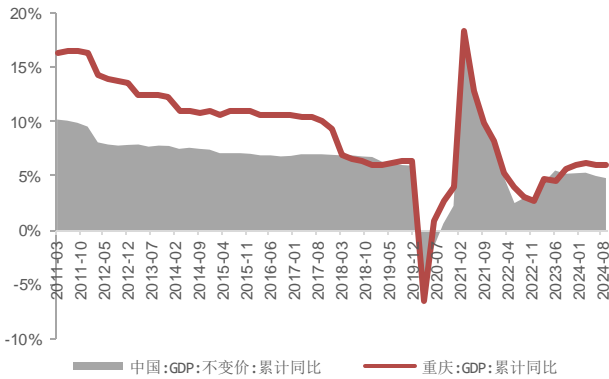
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：重庆规上企业同比增速

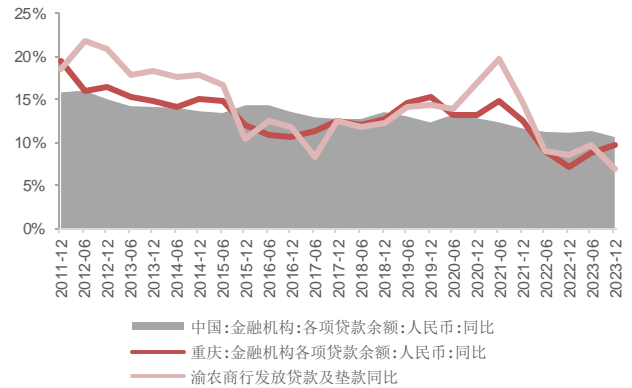


数据来源：Wind，西南证券整理



**图 12: 全国及重庆 GDP 累计同比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 13: 全国、重庆和渝农商行的贷款同比增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

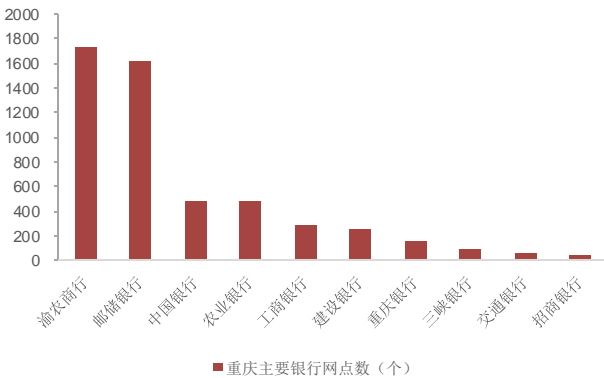
### 3 负债规模：县域版图深耕细作，网点矩阵广覆深扎

渝农商行网点分布广泛，县域存款市占率高。全重庆市有 1741 个网点，其中在中心城区有 302 个网点，主城新区有 649 个网点，渝东南地区有 228 个网点，渝东北地区有 562 个网点。相比同总部位于重庆的重庆银行和三峡银行，渝农商行在重庆区域的网点覆盖要更加全面和深入。从市占率来看，2020-2023 年渝农商行主城存款市占率分别为 8.4%、8.1%、7.8%、7.8%；县域存款市占率分别为 33.8%、33.5%、32.9%、32.2%，可见依托网点优势，渝农商行在县域有着稳定的存款基础，具备地区优势。

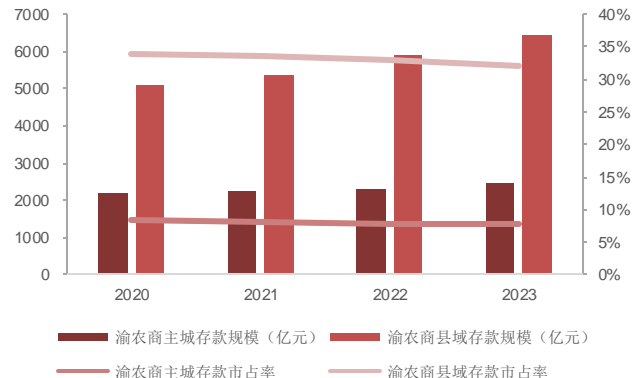
**表 8: 24H1 渝农商行、重庆银行和三峡银行在重庆的网点分布情况**

网点分布	渝农商行	重庆银行	三峡银行
中心城区	302	81	39
主城新区	649	42	21
渝东南	228	16	6
渝东北	562	24	27

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 14: 重庆主要银行网点数**


数据来源: 银行官网, 西南证券整理 (截至 2024/12/20)

**图 15: 渝农商行重庆主城/县域存款规模及市占率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

从负债结构来看，1) 零售端优势较为明显，个人存款占比较高，24H1 公司个人存款占总负债比例为 58.5%，高于行业平均水平 49.0%，排名上市农商行第二；2) 成本较低的个人活期占比较高，24H1 公司个人活期存款占总负债比例为 10.3%，高于行业平均水平 6.9%，排名上市农商行第一。总体来说，渝农商行存款市占率较高且稳定，负债端优势较为明显且相对稳固。

表 9：24H1，渝农商行与其他上市农商行的负债结构对比

	渝农商行	江阴银行	张家港行	青农商行	无锡银行	常熟银行	瑞丰银行	沪农商行	紫金银行	苏农商行	对标行
公司存款	9.15%	25.76%	23.63%	18.24%	28.96%	16.24%	22.56%	31.54%	32.56%	28.17%	26.68%
公司活期	6.41%	15.06%	9.55%	10.74%	16.30%	8.83%	16.94%	17.90%	15.13%	18.08%	15.05%
公司定期	2.74%	10.69%	14.08%	7.50%	12.66%	7.41%	5.62%	13.64%	17.43%	10.08%	11.63%
个人存款	58.50%	52.56%	51.40%	51.65%	56.24%	59.19%	57.85%	41.85%	50.37%	49.26%	48.97%
个人活期	10.30%	9.17%	6.83%	9.09%	7.95%	6.63%	8.53%	5.76%	6.04%	7.22%	6.94%
个人定期	48.20%	43.39%	44.57%	42.56%	48.28%	52.56%	49.32%	36.09%	44.34%	42.04%	42.03%
其他存款	0.55%	9.12%	8.79%	0.04%	7.22%	8.00%	2.17%	5.21%	3.08%	5.55%	5.06%
总存款	68.21%	88.98%	83.82%	71.49%	92.41%	83.43%	82.57%	78.60%	86.02%	82.97%	80.99%
向央行借款	7.67%	5.68%	2.39%	3.31%	3.02%	2.48%	5.72%	3.99%	3.10%	1.51%	3.56%
同业负债	11.58%	1.68%	5.57%	7.28%	0.95%	6.00%	5.77%	7.97%	4.96%	4.35%	6.17%
发行债券	10.81%	2.71%	4.97%	16.86%	1.24%	3.44%	3.32%	6.79%	3.75%	7.37%	6.68%
其他	1.72%	0.95%	3.25%	1.05%	2.37%	4.64%	2.61%	2.65%	2.18%	3.79%	2.60%

数据来源：Wind，西南证券整理；注：对标行为除渝农商行外的所有 A 股上市农商行，统计方式为加权平均，底纹越红，占比越大；其他贷款主要包括个人消费贷款、信用卡贷款等。

## 4 价格端：息差稍缓，成本劲攀

息差整体略弱于同行，负债端议价能力较强。整体来说，渝农商行息差表现弱于同业，24H1 渝农商行净息差为 1.6%，较同行业平均低 8bp，这主要是因为生息资产收益率较低。24H1 渝农商行生息资产收益率为 3.5%，低于同行业平均 6bp；24H1 渝农商行计息负债成本率为 2.0%，低于同行业平均 25bp。

表 10：渝农商行和对标行息差对比

	净息差		生息资产收益率		计息负债成本率	
	渝农商行	渝农商行-对标行	渝农商行	渝农商行-对标行	渝农商行	渝农商行-对标行
2021	2.17%	0.07%	4.27%	0.22%	2.26%	0.01%
2022	1.97%	-0.06%	3.97%	0.07%	2.13%	-0.07%
2023	1.73%	-0.11%	3.67%	-0.01%	2.03%	-0.14%
2024H1	1.63%	-0.08%	3.49%	-0.06%	1.95%	-0.25%

数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理；注：净息差对标行为除渝农商行外的所有 A 股上市农商行，统计方式均为加权平均。生息资产收益率较对标行越大，越有优势；计息负债成本率较对标行越小，越有优势。

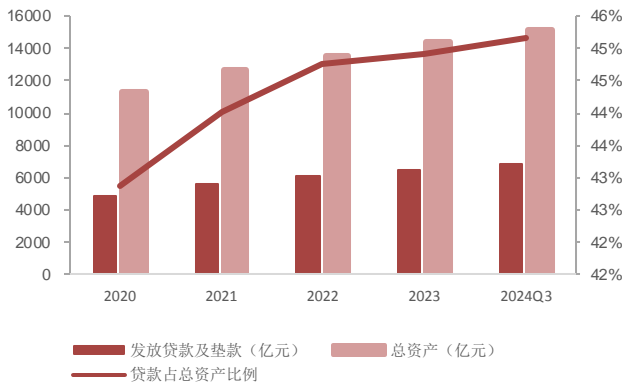
### 4.1 资产端

资产端，24H1 渝农商行生息资产收益率与同行业平均水平差距走扩，主要因为 1) 收益率较高的贷款占总资产比例较低，24H1 渝农商行贷款占总资产比例为 44.8%，位列上市农商行末位，低于行业平均水平 58.5%；2) 贷款利率低于行业平均水平，24H1 渝农商行贷款收益率位 4.1%，低于行业平均水平 44bp；3) 占比较高的金融投资收益收窄，渝农商行的金融投资占总资产比例为 41.0%，高于行业平均水平 32.0%，其收益率曾在 2021 年较可比对标行高 32bp，但 24H1 收益率优势收窄到 1bp。

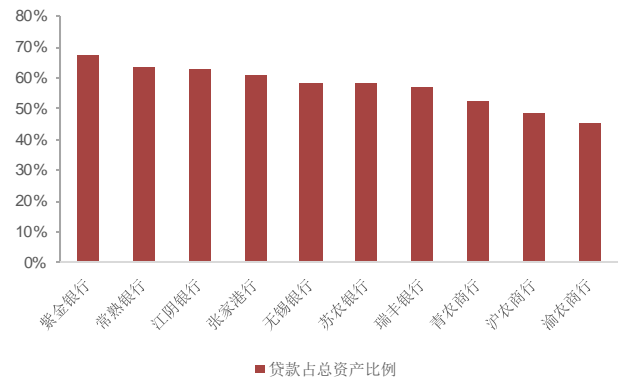
**表 11: 渝农商和对标行资产收益率对比**

	渝农商行				渝农商行-对标行			
	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1
发放贷款	5.20%	4.82%	4.37%	4.07%	0.23%	0.01%	-0.13%	-0.44%
金融投资	3.87%	3.62%	3.34%	3.18%	0.32%	0.29%	0.17%	0.01%
现金及存放央行	1.54%	1.53%	1.55%	1.56%	0.04%	0.05%	0.05%	0.06%
同业资产	3.17%	2.41%	2.33%	2.40%	1.31%	0.68%	0.39%	0.50%

数据来源: 同花顺 iFind, 西南证券整理; 注: 因数据可及性, 对标行样本为青农商行、无锡银行、常熟银行、沪农商行、紫金银行及苏农银行, 统计方式为加权平均, 底纹越红, 越有优势

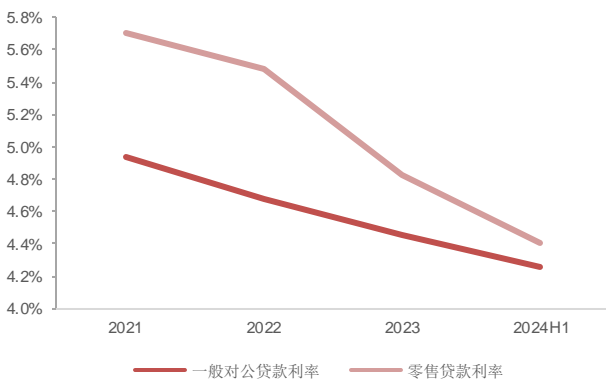
**图 16: 渝农商行贷款规模、总资产规模、贷款占总资产比例**


数据来源: Wind, 西南证券整理

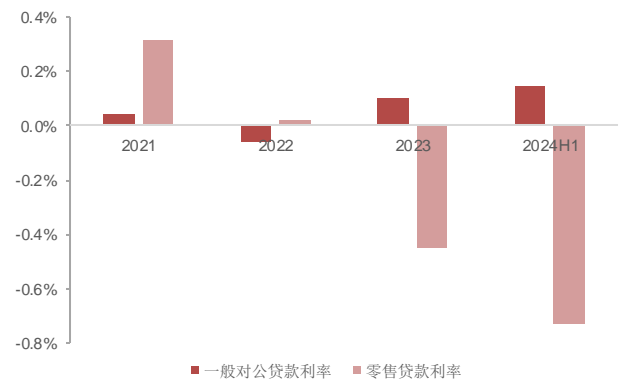
**图 17: 2024H1 银行贷款占总资产比例同行业对比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

具体来看, 渝农商行零售贷款下滑明显且与对标行差距拉大, 24H1 渝农商行对公/零售贷款利率为 4.3%/4.4%, 较 23 年年末下降 20bp/43bp, 零售贷款利率下滑明显。此外, 零售贷款利率与对标行差距在 2023-2024H1 期间明显拉大, 这说明渝农商行的零售贷款利率除了受到 LPR 下降的影响外, 也受到了行业竞争加剧的影响。

**图 18: 渝农商行一般对公贷款利率和零售贷款利率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 19: 渝农商行的对公贷款利率和零售贷款利率与对标行差值**


数据来源: Wind, 西南证券整理; 注: 因数据可及性, 对标行样本为青农商行、无锡银行、常熟银行、沪农商行、紫金银行及苏农银行。

## 4.2 负债端

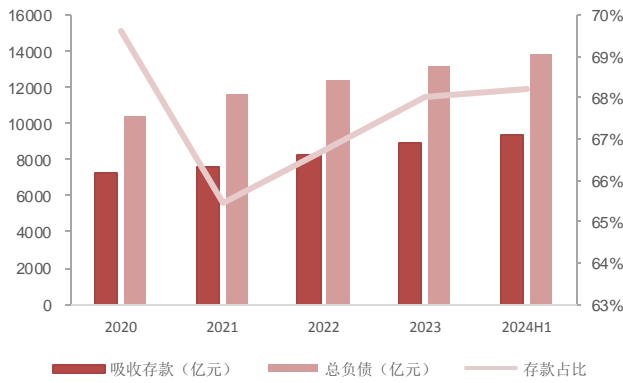
负债端，渝农商行具有较强的成本优势，主要因为存款利率优势显著且逐年增强，2021-2024H1，渝农商行存款利率分别为 2.0%、2.0%、1.9%、1.8%，且与对标行差距逐年变大，2021 年较对标行低 12bp，24H1 已较对标行低 18bp，优势逐年增强。

表 12：渝农商行和对标行负债成本率对比

	渝农商行				渝农商行-对标行			
	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1
存款	1.98%	1.97%	1.88%	1.79%	-0.12%	-0.13%	-0.18%	-0.18%
发放债券	2.97%	2.64%	2.52%	2.56%	-0.24%	-0.33%	-0.35%	-0.33%
同业负债	2.63%	2.18%	2.16%	2.22%	0.28%	-0.15%	-0.34%	-0.15%

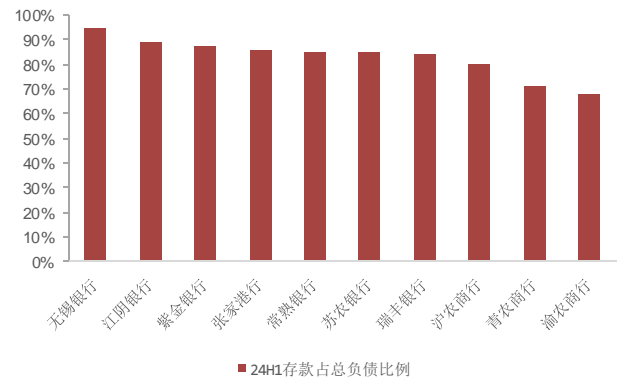
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理；注：因数据可及性，对标行样本为青农商行、无锡银行、常熟银行、沪农商行、紫金银行及苏农银行，统计方式为加权平均，底纹越红，越有优势。

图 20：渝农商行存款规模、总负债规模、存款占总负债比例



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：2024H1 个人存款占总负债比例同行业对比



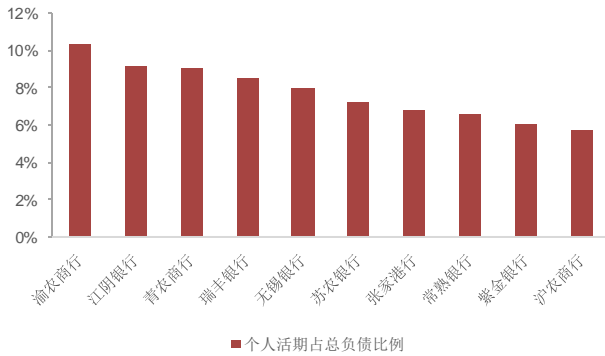
数据来源：Wind，西南证券整理

具体来看，渝农商行个人存款占比较高，且个人定期存款利率优势稳固。如 2.4 所述，渝农商行负债端中个人存款占比较高，24H1 个人存款占总负债比例达到 58.5%，较行业平均高 9.5%，其中个人定期存款占比达到 48.2%，较行业平均高 6.2%。与此同时，渝农商行还拥有较好的零售贷款端议价能力，24H1 个人定期存款利率为 2.2%，低于对标行平均水平 42bp，成本优势明显。此外，渝农商个人活期存款占比排名上市农商行第一，这也让渝农商行在本已具备优势的零售端拥有了更快的重定价能力。在 2025 年整体宽松的货币政策大背景下，渝农商有望较快在负债端释放利率下调红利。

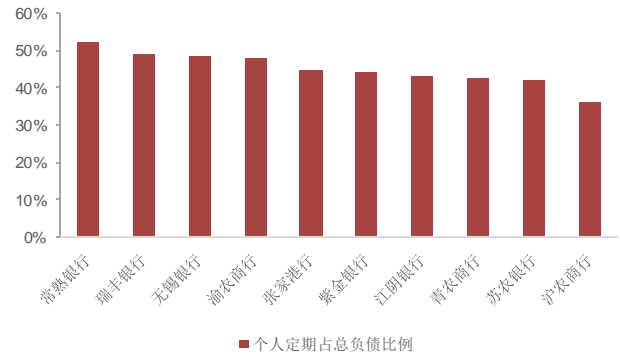
表 13：渝农商行和对标行活期、定期存款成本率对比

	渝农商行				对标行差值			
	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1
个人活期	0.32%	0.29%	0.21%	0.20%	-0.02%	0.00%	-0.01%	0.00%
个人定期	2.63%	2.57%	2.39%	2.23%	-0.55%	-0.51%	-0.48%	-0.42%
对公活期	0.64%	0.65%	0.71%	0.68%	-0.09%	-0.08%	-0.06%	-0.07%
对公定期	2.89%	2.96%	2.80%	2.70%	0.24%	0.38%	0.28%	0.25%

数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理；注：因数据可及性，对标行样本为青农商行、无锡银行、常熟银行、沪农商行、瑞丰银行及苏农银行，统计方式为加权平均，底纹越红，越有优势

**图 22：2024H1 个人活期占总负债比例同行业对比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

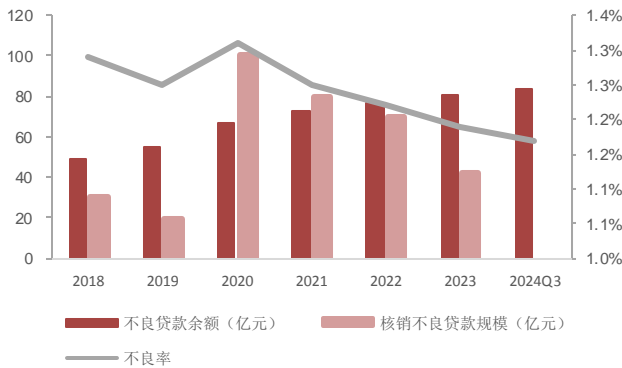
**图 23：2024H1 个人定期占总负债比例同行业对比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

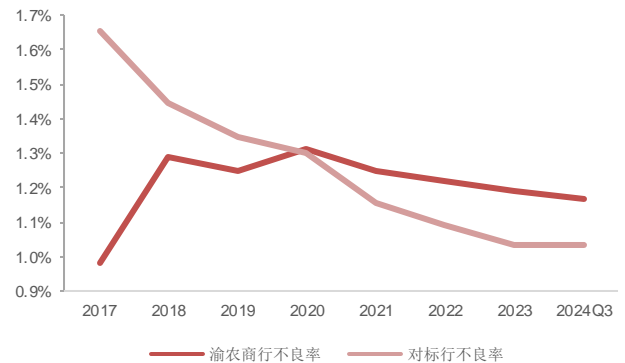
整体来说，渝农商行目前息差水平略弱于同行，但在未来有望改善。1) 资产端，随着重庆经济企稳，渝农商行可以在合理控制风险前提下，优化资产结构，增加贷款占比，提高生息资产收益率；2) 负债端，依靠零售端优势，渝农商行有望维持低成本利率，且在 2025 年货币宽松的大背景下，有望较快释放利率下调红利。

## 5 资产质量：主动出清历史包袱，资产质量逐步改善

主动大额核销不良贷款，资产质量逐步改善。渝农商行的不良率自 2020 年有较明显提升，24Q3 不良率为 1.2%，较其他农商行平均高 13bp。然而，与重庆地区的其他银行相比，渝农商行的不良率处于较低水平，2023 年渝农商行不良率为 1.2%，重庆银行和三峡银行的不不良率分别为 1.3% 和 1.6%。重庆地区银行不良率普遍偏高，这或因 2017 年起重庆支柱产业面临转型困局。渝农商行自 2020 年起不良率开始呈现下降趋势，这主要是因为渝农商主动清理历史包袱，进行大额核销，2020-2023 年核销规模分别为 100.5 亿元、79.3 亿元、70.1 亿元和 41.9 亿元，核销率(核销不良贷款规模/期初不良贷款余额)在 2020-2023 年期间分别达到 184.1%、119.4%、96.0%、54.1%。在大额风险出清后，公司的不良生成率也明显走低，2024H1 渝农商行不良生成率为 0.4%，较其他农商行平均低 15bp。此外，渝农商行关注率在 2020-2023 年期间也呈现下降趋势，2024H1 虽有小幅上升，但仍较其他农商行平均低 25bp；逾期率虽然在 2020-2024H1 呈现上升趋势，但基本与其他农商行平均水平保持一致。

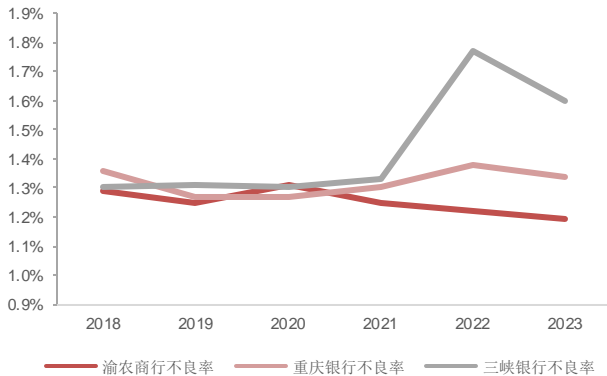
**图 24：渝农商行不良贷款余额、核销不良贷款规模及不良率**


数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

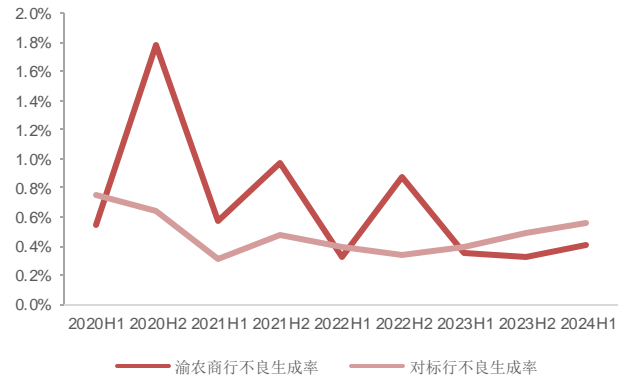
**图 25：渝农商行与对标行不良率**


数据来源：Wind, 西南证券整理；注：对标行为除渝农商行外其他 A 股上市农商行

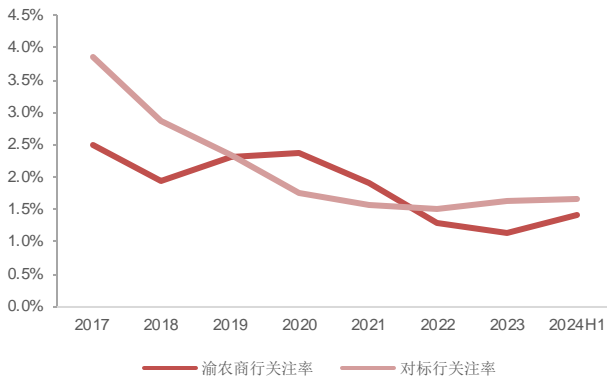


**图 26：渝农商行、重庆银行与三峡银行不良率**


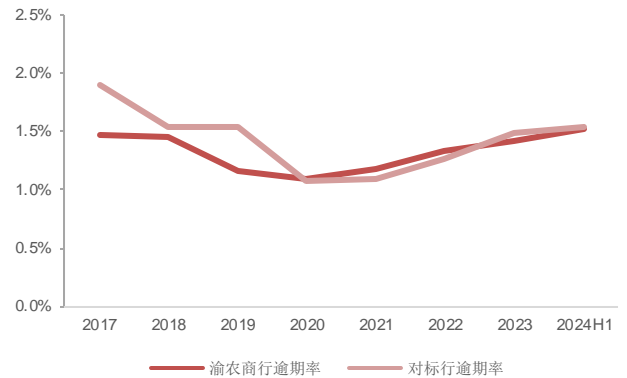
数据来源: Wind, 西南证券整理; 注: 考虑数据可及性, 仅比较 2018-2023 年期间不良率

**图 27：渝农商行与对标行不良生成率**


数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理; 注: 对标行为除渝农商行外其他 A 股上市农商行; 测算公式为: 不良生成率 = 不良贷款生成额 / 贷款总额均值, 其中不良贷款生成额 = 期末不良贷款 - 期初不良贷款 + 当期核销 + 当期转出

**图 28：渝农商行与对标行关注度**


数据来源: Wind, 西南证券整理; 注: 对标行为除渝农商行外其他 A 股上市农商行

**图 29：渝农商行与对标行逾期率**


数据来源: Wind, 西南证券整理; 注: 对标行为除渝农商行外其他 A 股上市农商行

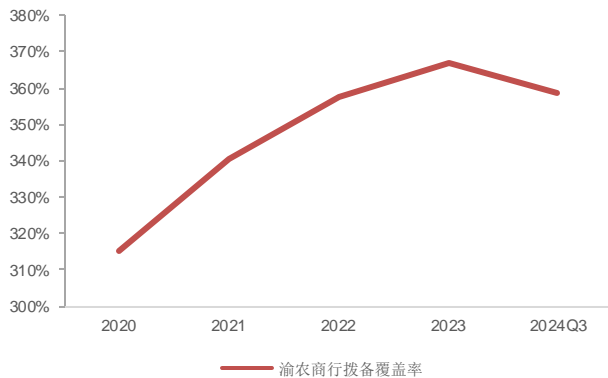
**控制重点行业不良率, 风险偏好整体偏低。**公司贷款方面, 分行业来看, 2018-2020 年期间, 制造业和批发零售业不良贷款占比较高、不良率较高, 制造业和批发零售业的不良率在 2020 年分别达到 4.9%和 8.0%。但从时间序列对比可以看出, 制造业和批发零售业的不良率在近两年有明显下降, 24H1 制造业不良率已下降至 0.8%, 批发零售业不良率已下降至 3.1%, 可见公司有积极降低高风险资产敞口, 控制重点行业不良率。同时, 由第 2 部分可知, 公司现在主要投放贷款至基建类行业 (包含“租赁和商务服务业”、“水利、环境和公共设施管理业”、“交通运输、仓储和邮政业”和“电力、热力、燃气及水生产和供应业”), 而这几个行业的不良率 2018-2024H1 基本保持在相对较低水平, 可见渝农商行当前在公司贷款方面的风险偏好较低, 重视风险管理。个人贷款方面, 公司主要投放的个人经营贷款不良率在 2022-2023 年有较明显提升, 虽然 2024H1 较 2023 年下降 27bp, 但仍处于历史相对高位。不过考虑到明年经济大环境回暖以及个人经营贷大多有抵质押物, 我们认为其风险仍然可控。

**表 14: 渝农商行分行业不良贷款占比及不良率**

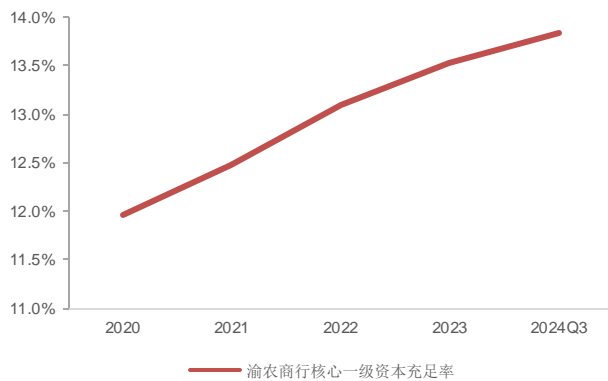
	不良贷款占比 (%)							不良率						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
总贷款	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	1.29%	1.25%	1.31%	1.25%	1.22%	1.19%	1.19%
公司贷款	73.44%	78.86%	80.00%	74.91%	57.02%	42.13%	44.81%	1.59%	1.69%	1.94%	1.95%	1.47%	1.04%	1.07%
制造业	44.41%	31.89%	44.57%	11.05%	9.52%	7.35%	7.11%	3.44%	2.85%	4.85%	1.42%	1.19%	0.90%	0.82%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	-	-	-	3.48%	7.49%	3.07%	0.17%	-	-	-	1.10%	2.61%	0.92%	0.05%
房地产业	1.18%	12.68%	-	-	4.15%	3.98%	3.82%	0.71%	8.62%	-	-	7.28%	9.27%	6.88%
租赁和商务服务业	0.12%	0.04%	0.11%	24.03%	2.62%	3.76%	5.82%	0.02%	0.00%	0.01%	2.74%	0.28%	0.36%	0.56%
水利、环境和公共设施管理业	-	0.08%	-	2.84%	5.95%	5.04%	4.84%	-	0.01%	-	0.31%	0.65%	0.54%	0.53%
建筑业	3.43%	2.62%	0.71%	0.39%	0.58%	0.82%	2.61%	2.14%	2.00%	0.72%	0.39%	0.54%	0.70%	1.99%
批发和零售业	16.48%	6.09%	21.68%	22.40%	10.66%	6.19%	7.35%	4.27%	1.77%	8.02%	9.86%	5.45%	2.89%	3.09%
其他	7.81%	25.45%	12.92%	10.72%	16.04%	11.93%	13.10%	1.12%	4.19%	2.21%	1.89%	2.85%	2.08%	2.10%
个人贷款	26.56%	21.12%	19.99%	25.07%	42.97%	57.85%	55.18%	0.98%	0.71%	0.61%	0.66%	1.17%	1.60%	1.58%
个人按揭贷款	5.26%	4.36%	4.21%	6.42%	9.73%	12.65%	11.19%	0.43%	0.33%	0.31%	0.46%	0.77%	1.11%	1.05%
个人经营贷款	11.91%	8.08%	8.20%	8.96%	19.61%	30.57%	26.18%	1.36%	0.87%	0.82%	0.73%	1.49%	2.05%	1.78%
其他贷款	9.39%	8.69%	7.58%	9.69%	13.64%	14.62%	17.81%	1.55%	1.23%	0.86%	0.83%	1.25%	1.49%	1.89%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理; 注: 底纹越红, 不良率越低

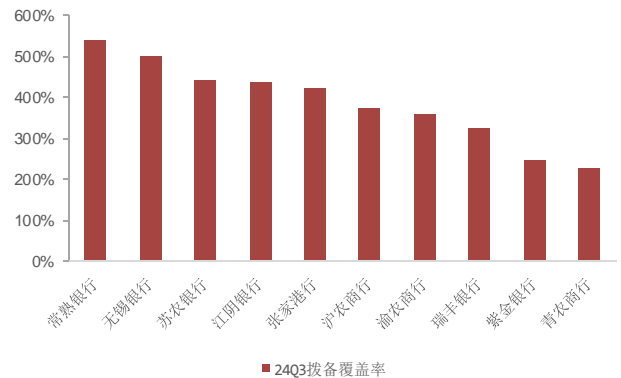
**风险抵御能力正逐步提升。**2020 至今, 渝农商行不断提升自身风险防控能力, 提高风险管理水平, 拨备覆盖率在 2020-2023 年期间呈现上升趋势。虽然与其他上市农商行相比, 渝农商行拨备覆盖率处在中下游水平, 但随着对风险管控重视度增加, 渝农商行的风险抵补能力正逐步增强。核心一级资本充足率自 2020 其稳步上升, 与其他上市农商行相比处于领先水平。

**图 30: 渝农商行拨备覆盖率**


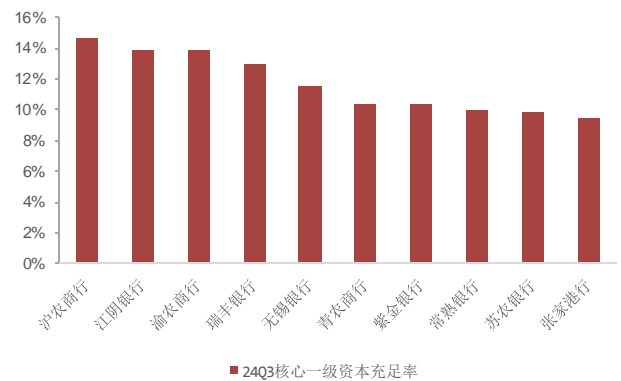
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 32: 渝农商行核心一级资本充足率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 31: 2024Q3 拨备覆盖率同行业对比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 33: 2024Q3 核心一级资本充足率同行业对比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：随着重庆经济逐步企稳，在成渝双城经济圈和“33618”现代制造业集群体系两大战略的支持下，重庆地区整体信贷需求有望提升。预计渝农商行 2024-2026 年贷款增速分别为 6.0%/7.0%/7.0%，生息资产增速分别为 5.5%/6.0%/5.5%。

假设 2：由于 12 月政治局会议提出将货币政策基调转变为“适度宽松”，这为 2025 年降息提供了政策基础与空间，因此渝农商行或在 2025 年仍面临降息所带来的净息差收窄压力。预计渝农商行 2024-2026 年净息差分别为 1.6%/1.46%/1.44%。

假设 3：随着渝农商行主动出清历史包袱，资产质量逐步改善，渝农商行的不良率和信用成本有望降低。预计 2024-2026 年不良率分别为 1.16%/1.14%/1.14%，信用成本分别为 0.97%/0.89%/0.83%。

基于以上假设，我们预测渝农商行 2024-2026 年利息净收入、非利息收入及营业收入如下表：

表 15：关键假设指标参数预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E	
利息净收入	利息净收入	23493.11	21834.09	22241.01	23130.65	
	生息资产规模	合计	1451373.89	1541771.83	1626488.82	1717097.44
		贷款总额	676710.64	717313.28	767525.21	821251.97
		存放央行及同业	175880.44	200526.87	207578.93	215148.48
		债券投资	598782.81	623931.68	651384.68	680696.99
	生息资产收益率	4.42%	3.42%	3.15%	3.11%	
	计息负债规模	合计	1186355.48	1263008.27	1337346.17	1417676.37
		存款规模	896202.23	951766.77	1012679.84	1079516.71
		同业负债	170573.86	171241.50	174666.33	178159.66
		债券发行	119579.39	140000.00	150000.00	160000.00
计息负债成本率	2.09%	1.95%	1.94%	1.91%		
非利息收入		4462.66	5080.07	5293.08	5486.53	
营业收入		27955.76	26914.16	27534.09	28617.17	

数据来源：公司公告，西南证券

### 6.2 相对估值

预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.96/1.03/1.09 元，BVPS 分别为 10.97/11.73/12.50 元，对应的 PE 分别为 6.22X/5.81X/5.47X，对应的 PB 分别为 0.54X/0.51X/0.48X。我们选取当前 A 股上市的农商行作为可比公司，可比公司 2024-2026 年一致预期 PB 分别为 0.64X/0.62X/0.56X，考虑到渝农商行资产质量持续改善，作为深耕重庆的地区农商行，有望受益于重庆地区经济企稳回升，扩表稳健推展，且渝农商行股息率为上市农商行第一，分红

率高于上市农商行平均水平，我们给予公司 2025 年 0.63X 目标 PB，目标价 7.39 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 16：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	每股净资产(元)				PB(倍)				分红率(%)	股息率(%)
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	23A
002839.SZ	张家港行	4.37	10.19	6.64	7.30	8.02	0.58	0.60	0.60	0.54	24.28%	4.58%
601825.SH	沪农商行	8.43	6.72	12.60	13.61	14.67	0.73	0.62	0.62	0.57	30.10%	4.50%
002807.SZ	江阴银行	4.29	5.87	7.10	7.84	8.64	0.53	0.60	0.55	0.50	24.77%	4.43%
601860.SH	紫金银行	2.89	11.66	5.34	5.69	6.06	0.72	0.51	0.51	0.48	22.62%	3.46%
600908.SH	无锡银行	5.85	8.67	-	-	-	0.62	-	-	-	19.95%	3.42%
603323.SH	苏农银行	5.27	0.00	9.47	10.43	11.55	0.92	0.51	0.51	0.46	18.64%	3.42%
601128.SH	常熟银行	7.53	8.47	9.35	10.60	12.02	0.67	0.71	0.71	0.63	20.88%	3.32%
002958.SZ	青农商行	3.10	4.96	-	-	-	0.58	-	-	-	21.64%	3.23%
601528.SH	瑞丰银行	5.66	8.63	9.30	10.21	11.21	0.69	0.93	0.85	0.77	20.45%	3.18%
可比公司平均值							0.76	0.64	0.62	0.56	22.59%	3.72%
601077.SH	渝农商行	5.96	10.19	10.97	11.73	12.50	0.58	0.54	0.51	0.48	23.40%	4.84%

数据来源：Wind，西南证券整理；注：除渝农商行外，其他可比行 24E-25E 每股净资产来自 Wind 一致预期，PB 根据股价和每股净资产测算；因无锡银行和青农商行没有一致预期，故未纳入可比公司平均值计算。

## 7 风险提示

经济修复不及预期风险、资产质量恶化风险、存款成本上升超预期风险、利率波动超预期风险。

## 8 附录

表 17: 公司核心管理层

姓名	职位	履历
隋军	行长兼代董事长	中共党员,研究生学历,经济学博士,高级经济师,2023年3月起任重庆农村商业银行股份有限公司党委副书记、行长,2023年7月起任重庆农村商业银行股份有限公司执行董事。隋军先生曾任中国建设银行南充市分行营业部总经理等多个职位,江津市农村信用合作联社党委书记、理事长,重庆农村商业银行股份有限公司江津支行党委书记及行长、总行营业部总经理、总行党委委员、副行长、执行董事、董事会秘书,重庆汽车金融有限公司党委书记、董事长,重庆银行股份有限公司党委委员、副行长。
周国华	副行长	农牧业经济管理专业本科学历,助理经济师,现任重庆农村商业银行股份有限公司党委委员、副行长。周先生历任四川省重庆市巴南区农业局计财科干部;中国农业银行重庆市分行长寿支行关口储蓄所储蓄会计员、资金组织科事后监督员、营业部主任;中国人民银行重庆营管部长寿支行金管科科品,副科长;重庆农村商业银行股份有限公司监事会办公室色责人;重庆农村商业银行股份有限公司渝北支行副行长、高新区支行行长、大礼堂支行行长、首席运营执行官。周先生目前无永久境外居留权。
张培宗	副行长兼董事会秘书	中共党员,本科学历,工程硕士,高级经济师,现任重庆农村商业银行股份有限公司党委委员、副行长、董事、董事会秘书。曾任重庆市农村信用社联合社办公室秘书、办公室副主任、理事会秘书(总经理级)、调查统计部总经理,重庆农村商业银行股份有限公司发展规划部总经理、发展研究部总经理、铜梁支行党委书记、铜梁支行主要负责人、铜梁支行行长、北碚支行党委书记、北碚支行主要负责人、北碚支行行长,渝农商金融租赁有限责任公司筹建工作组组长、总裁、党总支副书记、党委书记、董事长。
张进	副行长	中共党员,本科学历,硕士学位,经济师,现任重庆农村商业银行股份有限公司党委委员,曾任中信实业银行重庆分行国际业务部副科长,重庆市商业银行国际业务部主任助理及副主任、市场发展部副总经理(主持工作)及总经理、个人业务部总经理、个人银行部总经理,重庆银行股份有限公司董事会办公室主任、互联网金融部总经理、数字银行部总经理。
谭彬	副行长	中共党员,本科学历,学士学位,高级经济师,现任重庆农村商业银行党委委员。曾任重庆农村商业银行万州支行党委委员、副行长,重庆农村商业银行股份有限公司业务部副总经理,忠县支行党委书记、行长,个人业务部总经理,小微金融业务部总经理兼任村镇银行管理部总经理,三农业务管理部总经理,乡村振兴金融部总经理

数据来源:同花顺 iFinD,西南证券整理



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	23493.11	21834.09	22241.01	23130.65	ROAE	0.75%	0.73%	0.74%	0.75%
净手续费及佣金	1791.29	1630.07	1793.08	1936.53	ROAA	9.00%	8.64%	8.66%	8.62%
其他非息收入	2671.37	3450.00	3500.00	3550.00	RORWA	1.27%	1.26%	1.36%	1.44%
<b>营业收入</b>	<b>27955.76</b>	<b>26914.16</b>	<b>27534.09</b>	<b>28617.17</b>	生息率	4.42%	3.42%	3.15%	3.11%
税金及附加	-277.45	-468.26	-498.37	-519.02	付息率	2.09%	1.95%	1.94%	1.91%
业务及管理费	-9489.14	-7535.96	-7709.54	-8012.81	净息差	2.08%	1.60%	1.46%	1.44%
<b>拨备前利润</b>	<b>18137.16</b>	<b>18799.19</b>	<b>19328.17</b>	<b>20087.34</b>					
资产减值损失	-5941.28	-6728.54	-6608.18	-6581.95					
税前利润	12195.88	12070.65	12719.99	13505.39	<b>资产质量</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
所得税	-1070.72	-965.65	-826.80	-877.85	不良贷款率	1.19%	1.16%	1.14%	1.14%
<b>税后利润</b>	<b>11125.16</b>	<b>11105.00</b>	<b>11893.19</b>	<b>12627.54</b>	资本充足率	15.99%	15.71%	15.71%	15.71%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>10902.36</b>	<b>10882.90</b>	<b>11655.33</b>	<b>12374.99</b>	核心资本充足率	14.24%	14.53%	14.33%	14.13%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>流动性</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
存放央行	55782.70	76141.34	81014.39	86361.34	存贷比	75.51%	81.60%	81.60%	81.60%
同业资产	120097.74	124385.52	126564.54	128787.14	贷款/总资产	46.96%	46.95%	47.59%	48.21%
贷款总额	676710.64	717313.28	767525.21	821251.97	平均生息资产/平均总资产	100.72%	100.82%	100.89%	100.83%
贷款减值准备	29433.89	31026.20	32299.03	33596.96					
贷款净额	647276.75	686287.08	735226.18	787655.01					
证券投资	598782.81	623931.68	651384.68	680696.99	<b>每股指标 (元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他资产	19141.95	16921.55	18445.92	19823.29	EPS	0.96	0.96	1.03	1.09
<b>资产总计</b>	<b>1441081.94</b>	<b>1527667.18</b>	<b>1612635.71</b>	<b>1703323.77</b>	BVPS	10.19	10.97	11.73	12.50
向央行借款	107161.74	109304.97	110398.02	111502.00	每股股利	0.29	0.29	0.31	0.33
同业负债	170573.86	171241.50	174666.33	178159.66					
存款余额	896202.23	951766.77	1012679.84	1079516.71					
应付债券	119579.39	140000.00	150000.00	160000.00	<b>估值指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他负债	131224.84	132537.09	133862.46	135201.09	P/E	6.21	6.22	5.81	5.47
<b>负债合计</b>	<b>1317580.32</b>	<b>1395545.36</b>	<b>1471208.63</b>	<b>1552877.45</b>	P/B	0.58	0.54	0.51	0.48
总股本	11357.00	11357.00	11357.00	11357.00	P/POP	3.73	3.60	3.50	3.37
<b>股东权益合计</b>	<b>123501.62</b>	<b>132121.82</b>	<b>141427.07</b>	<b>150446.31</b>	股息收益率	4.84%	4.82%	5.17%	5.48%
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>1441081.94</b>	<b>1527667.18</b>	<b>1612635.71</b>	<b>1703323.77</b>					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---