

重庆农村商业银行 (3618)

县域基础牢，投资锦上添花

——重庆农村商业银行首次覆盖报告

	邱冠华 (分析师)	袁梓芳 (分析师)	郭昶皓 (研究助理)
	021-38676912	021-38676284	021-38031652
	qiuguanhua@gtjas.com	yuanzifang@gtjas.com	guochanghao@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880519060001	S0880118080077

评级: **增持**

当前价格 (港元): 3.77

2019.08.09

交易数据

52周内股价区间 (港元)

当前股本 (百万股)

当前市值 (百万港元)

本报告导读:

重庆农商行为全国农商行龙头，县域和零售基础扎实且金融资产投资能力行业内领先，首次覆盖给予目标价 7.02 港元，增持评级。

摘要:

- **投资建议:** 重庆农商行是县域和零售基础扎实且投资能力强的全国农商行龙头，预计 2019-2021 年净利润增速为 6.32%/5.77%/5.95%，对应 EPS0.96/1.02/1.08 元，BVPS7.84/8.52/9.24 元，现价对应 3.50/3.31/3.12 倍 PE，0.48/0.44/0.41 倍 PB。首次覆盖给予重庆农商行 2019 年 0.80 倍 PB，目标价 7.02 港元，增持评级。
- **核心优势: 县域客户基础牢固，投资能力锦上添花**
 1. **全国农商龙头，深耕重庆地区。** 重庆农商行是重庆地区最大的地方性金融机构和全国规模最大的农商行，但由于地处西南且在 H 股上市，其龙头地位还未被市场充分认识。作为重庆地区唯一的省级农商行，其投放于本地的贷款比例长年超过 90%，服务了重庆 80% 的人口。
 2. **渠道铺设下沉，县域基础牢固。** 渠道铺设广泛且下沉，分支机构+分理处数量 1767 个，为 A 股农商行近十倍，助其建立牢固的县域和零售基础。县域方面，2018 年 69% 的存款和 50% 的贷款来自县域。零售方面，个人存款占比 72%，可比同业第一高；个人定期存款利率 2.32%，显著低于可比同业；零售贷款占比 35%，可比同业第二高。
 3. **投资能力突出，风险适当下沉。** 规模方面，2018 年债券和同业资产共占总资产 46%，超过贷款 38% 的比例。收益率方面，两类资产收益率皆为可比同业第一高。高收益的原因来自风险适当下沉，其债券投资中企业债的占比和同业资产中非银机构拆出的占比皆高于可比同业。
 4. **盈利能力领先，业绩改善可期。** 2018 年 ROE 13.47%，为 A 股和 H 股上市农商行中第一高，归因于：负债端县域存款成本低，资产端金融市场业务性价比高，使得非息收入、营业费用和资产减值损失三方面较同业具有优势。展望未来，由于结构调整完成，资产增速将逐步回升；受益于线上消费贷款占比继续提升，息差将基本保持稳定；因此预计未来净利润增速将较 2018 年 1.37% 的低位大幅改善。
- **风险提示:** 宏观经济失速下行，信用风险反弹。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	21,889	21,662	23,970	26,092	28,934	31,203	33,580
(+/-)%	10.54%	(1.04%)	10.66%	8.85%	10.90%	7.84%	7.62%
净利润	7,223	7,945	8,936	9,058	9,631	10,187	10,793
(+/-)%	5.78%	9.99%	12.48%	1.37%	6.32%	5.77%	5.95%
PE	4.34	3.94	3.58	3.72	3.50	3.31	3.12
PB	0.67	0.60	0.53	0.48	0.48	0.44	0.41

注：财务摘要与公司财报单位统一，使用人民币。股价、市值使用模板默认的港币。人民币：港币汇率为 0.8932。

目录

1. 公司概况.....	3
2. 核心优势.....	4
2.1. 全国农商行龙头.....	4
2.2. 县域客户基础优.....	5
2.3. 金融市场业务强.....	7
2.4. ROE 领先于同业.....	8
3. 成长能力.....	9
3.1. 存量规模最大, 增速放缓.....	9
3.2. 资本充足, 保障未来扩张.....	10
4. 盈利能力.....	10
4.1. 盈利能力最强.....	10
4.2. 息差弱于同业.....	11
4.3. 中收占比最高.....	17
4.4. 成本收入比低.....	19
4.5. 信用成本最高.....	19
4.6. 有效税率较高.....	20
5. 资产质量.....	21
5.1. 存量资产质量优于同业.....	21
5.2. 2018 年不良生成率上升.....	22
5.3. 拨备水平同业排名第二.....	23
6. 预测估值.....	23
6.1. 关键假设.....	23
6.2. 绝对估值.....	24
6.3. 相对估值.....	25
6.4. 目标价格.....	26
6.5. 投资建议.....	26
7. 风险提示.....	26

1. 公司概况

最早一批开业的省级农商行。重庆农村商业银行（后简称为“重庆农商行”、“重农商”或“重农”）前身为重庆市农村信用社联合社及重庆市辖区内 39 个区县行社。经改制重组后，重庆农商行于 2008 年 6 月 29 日正式挂牌开业，成为继上海农商行和北京农商行之后的全国第三家省级农村商业银行。

最早上市的农商行，目前处于从 H 股回归 A 股的进程中。2010 年 12 月 16 日，重庆农商行成功在香港联交所 H 股上市，成为全国首家上市农村商业银行、首家境外上市地方银行、西部首家上市银行。2018 年 10 月 12 日，其更新了 A 股上市招股说明书，与首次披露间隔时间为 9 个月，下一步有望上会审核。

股权结构较分散，但较可比同业更稳定。截至 2018 年底，重庆农商行第一大股东为重庆市国资委控股的金融控股公司，持股比例为 9.98%，在 A 股上市农商行（后简称为“可比同业”）中最高。2015 年 6 月颁布的《中国银监会农村中小金融机构行政许可事项实施办法》中规定，境内企业入股农商行比例不能超过 10%，重庆农商行基本接近监管上限。

前三大股东的实际控制人皆为重庆市国资委，其间接持有重庆农商行共 24% 的股份，重庆农商行股权结构的稳定性进一步增强。

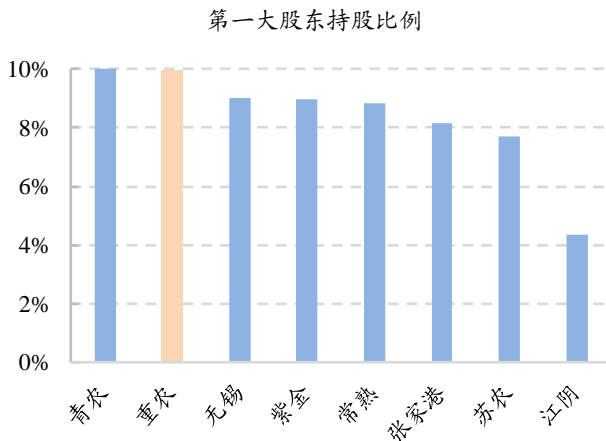
表 1: 2018 年末重庆农商行前十大股东持股比例

序号	股东名称	股东性质	持股总数 (股)	持股比例 (%)
1	重庆渝富资产经营管理集团有限公司	国有	998,000,000	9.98%
2	重庆市城市建设投资 (集团) 有限公司	国有	787,087,430	7.87%
3	重庆交通旅游投资集团有限公司	国有	589,084,181	5.89%
4	隆鑫控股有限公司	社会法人股	570,000,000	5.70%
5	重庆财信企业集团有限公司	社会法人股	443,100,000	4.43%
6	Black Rock, Inc.	H 股	347,893,976	3.48%
7	北京九鼎房地产开发有限责任公司	社会法人股	300,000,000	3.00%
8	厦门市高鑫泓股权投资有限公司	社会法人股	200,000,000	2.00%
9	郭广昌	H 股	176,048,000	1.76%
10	Black Rock Global Funds	H 股	175,440,000	1.75%
	合计		4,586,653,587	45.86%

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

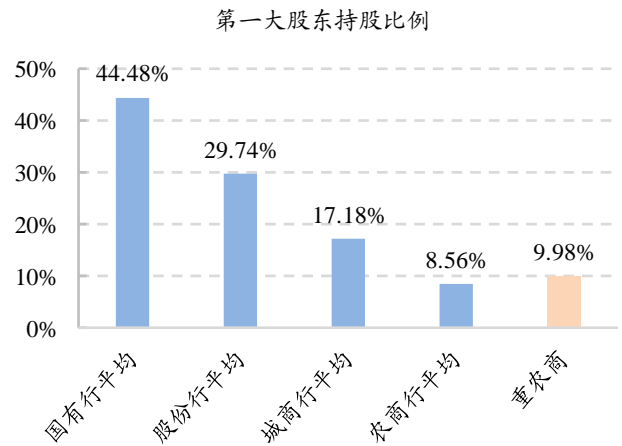
(3618)

图 1: 重庆农商第一大股东持股比例可比同业第二高



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

图 2: 农商行第一大股东持股比例低于其他银行



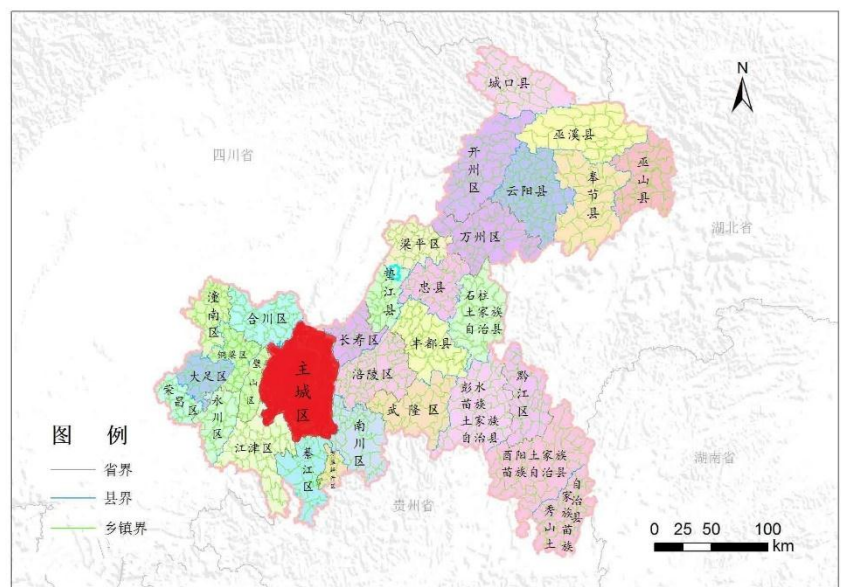
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

2. 核心优势

2.1. 全国农商行龙头

重庆农商行是重庆地区唯一的农商行。重庆农商行相较其他区域的农商行具有区位优势，重庆地区县域面积大、人口多，农商行服务县域经济的空间更大：①重庆市县域面积更多。行政区域总面积为 8.2 万平方，主城区面积仅有 5473 平方米，其余县域皆为农商行的“主战场”；相对其他农商行来说，县域面积更多；②重庆市人口更多。截至 2017 年，重庆市人口为 3075 万人，上海市为 2418 万人，北京市为 2171 万人。

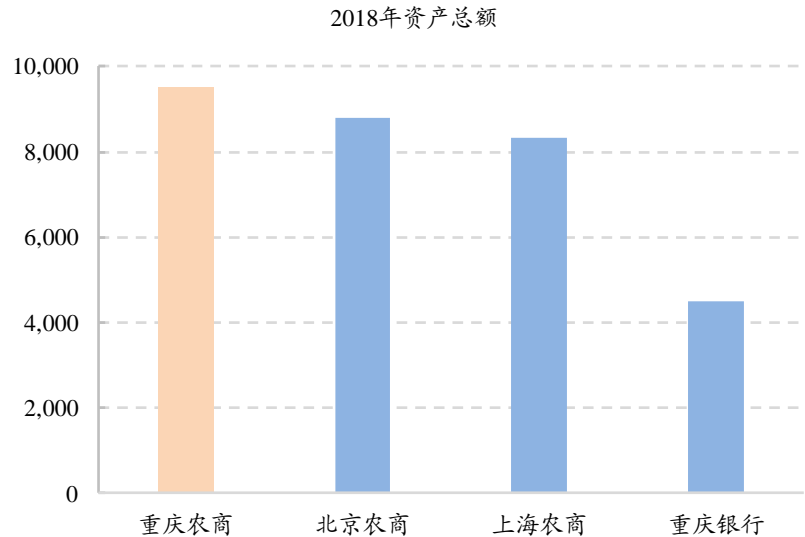
图 3: 重庆市县域面积大



数据来源: 百度地图, 国泰君安证券研究

重庆市最大的地方性金融机构，也是全国规模最大的农商行。重庆农商行的资产规模、存款规模及分支机构数量均稳居重庆市银行同业第一位，是重庆市目前资产规模最大、机构人员最多、服务地域最广的地方金融机构。截至 2018 年末，重庆银行资产规模近万亿，超过北京农商行和上海农商行，为全国农商行中最大。

图 4: 重庆农商行资产规模近万亿



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。注：单位亿元。

2.2. 县域客户基础优

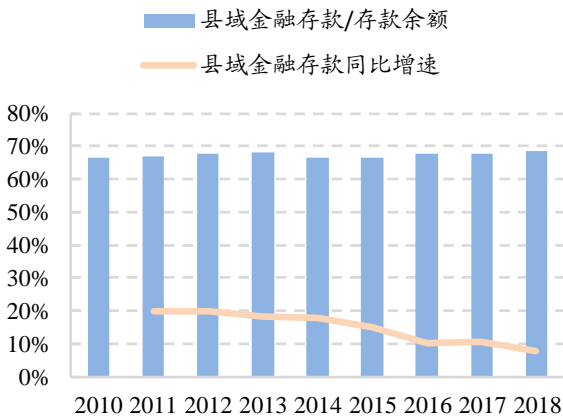
重庆农商行县域金融基础扎实，多数零售客户来自县域。重庆农商行深入服务当地区县、村镇，拥有长期稳固的县域客户基础和品牌效应。

资产端，重庆农商行县域贷款余额占总贷款余额 50%，其中县域个人贷款占个人贷款余额比例 75%，显示出零售客户绝大部分来自县域。强大的县域个人客户基础，使重庆农商行个人贷款占贷款总额比例 35%，在 A 股农商行中排名第二高，仅次于常熟银行，且个人贷款的占比自 2016 年开始持续提升。

负债端，截至 2018 年末，重庆农商行存款主要来自县域，其县域存款占总存款比例 69%，且多年维持 70% 左右的高水平。同时，其个人存款总额在重庆地区的占有率持续位居重庆市金融机构第一，截至 2018 年 6 月末，个人存款当地市占率高达 28.7%。县域客户理财观念较城域偏弱，是优质低成本负债来源。

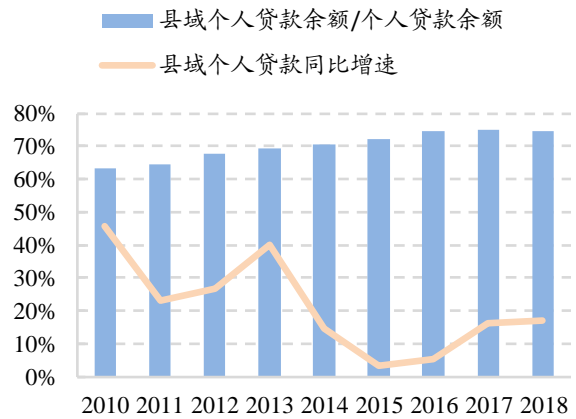
(3618)

图 5: 县域金融存款占比近 70%



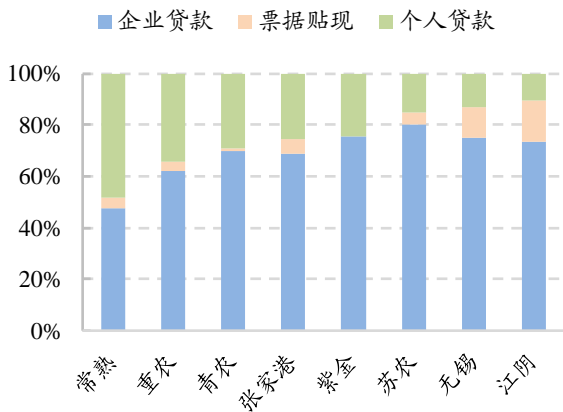
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 6: 县域个人贷款占全部个人贷款比例超 70%



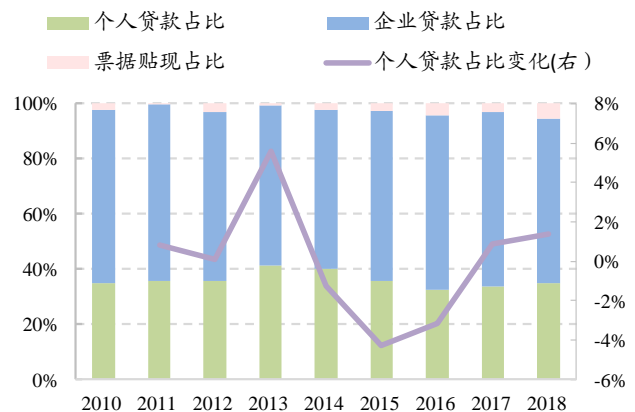
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 7: 重农商行个人贷款占比仅次于常熟银行



数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究

图 8: 重农商个人贷款占比自 2015 年持续提升



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

重庆农商行在县域金融的基础源自其分支机构数量最多、渠道下沉。重庆农商行的分支机构铺设有三个特点: 1、数量最多。重庆农商行的分支机构数量几乎是 A 股农商行的十倍。2、都在本地。除了一个开设在云南曲靖的外地支行外, 其他都在重庆本地。3、渠道下沉。绝大多数分支机构为分理处, 渠道下沉优势突出。以上三大特点使重庆农商行在本地的渗透率是其他区域农商行和当地其他金融机构难以企及的——截至 2018 年末, 重庆 80% 的人口为重庆农商行的客户。

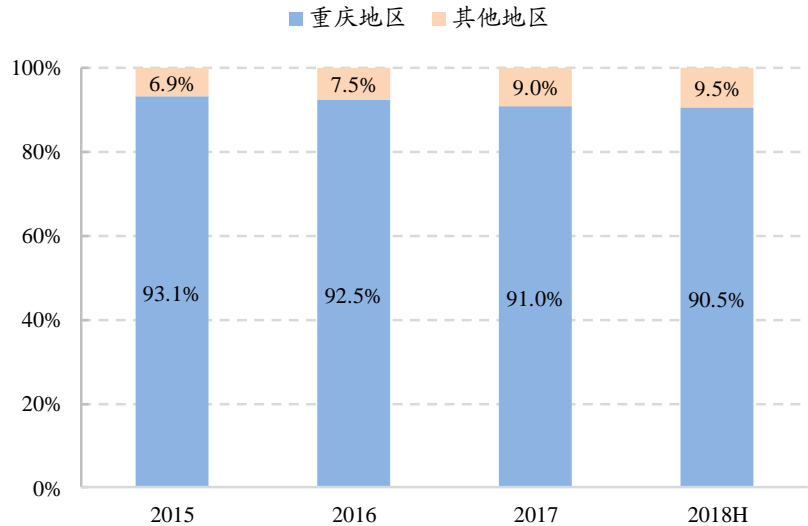
表 3: 重庆农商行分支机构数目最多

银行	支行数	分理处
重庆农商	145	1622
青岛农商	196	161
常熟银行	55	87
无锡银行	55	58
苏州农商	48	33
张家港行	44	54
江阴银行	34	54

数据来源: 银保监会官网, 国泰君安证券研究

目前重庆农商行超 90% 贷款的投放区域为重庆本地。2015 年末至 2018 年 6 月末，公司于重庆市内发放的贷款余额占全部贷款的比例分别为 93.1%、92.5%、91.0% 和 90.5%，贷款投放地域集中度高，但处于缓慢下降的趋势中。

图 9: 重庆农商行贷款投放地区拆分



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

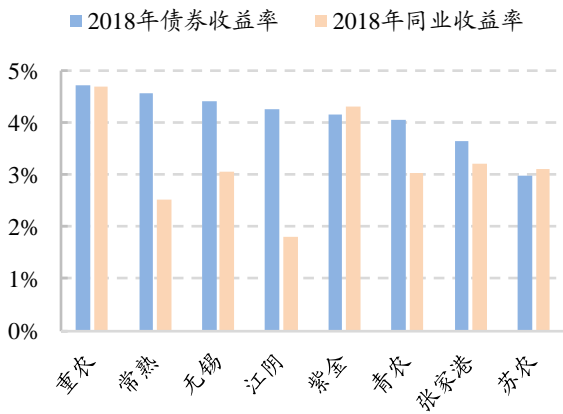
2.3. 金融市场业务强

重庆农商行投资类资产（债券投资与同业投资）占比接近总资产的一半，且收益率显著高于 A 股其他农商行。截至 2018 年末，重庆农商行债券投资和传统同业投资占总资产比重达到 46.2%，已超过贷款占比，其相关投资收益率也高于平均水平。

重庆农商行 2018 年债券和同业资产收益率分别为 4.73% 和 4.70%，与可同业相比皆排名第一，获得高收益的主要原因与其资产配置偏好相关。债券投资中，重庆农商行企业债投资占比 35%，为可比同业中最高；同业投资中，其投向非银机构的同业拆借最多，具体数据在盈利能力分析部分中详述。

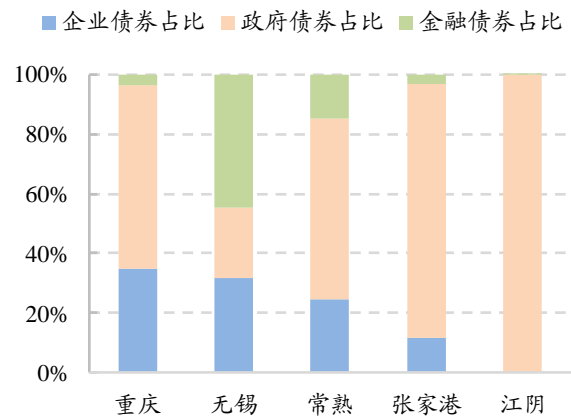
(3618)

图 10: 债券投资和同业投资收益率皆最高



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

图 11: 18A 持有至到期资产中企业债券占比最高



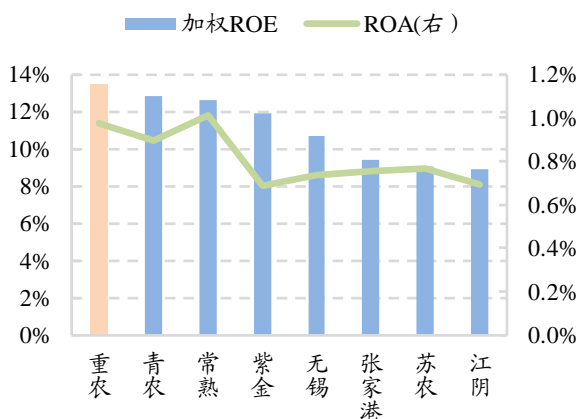
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

2.4. ROE 领先于同业

重庆农商行 2018 年 ROE 为 13.47%，高于所有 A 股农商行。重庆农商行 2018 年 ROA 为 0.98%，排名可比同业第二，略低于常熟银行，由于更高的权益乘数拉高 ROE 至可比同业最高。

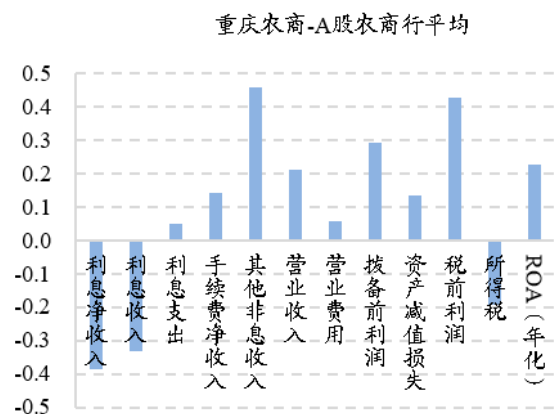
较高的 ROA 由低负债成本和突出的金融投资能力造就。从下图的杜邦分析可以看出，重庆农商行的利息支出、净手续费收入、其他非息收入、营业费用和资产减值损失这五项皆优于平均水平，尤以其他非息收入的优势更大。利息支出优势源自其县域的扎实负债基础；后四项优势主要源自其强大的金融市场投资能力：资管部门提供优质理财产品创造更多手续费净收入、表内投资高收益创造更多其他非息收入、金融市场业务更节约人力和运营成本、投资资产所需信用成本更低。

图 12: 2018 年 ROE 和 ROA 比较



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

图 13: 2018 年杜邦分析



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

3. 成长能力

3.1. 存量规模最大，增速放缓

存量上看，在 A 股上市农商行中，重庆农商行资产规模最大。截至 2018 年末，重庆农商行资产总额达到 9506 亿元。

表 5: A 股上市农商行历年资产总额。单位：百万元。

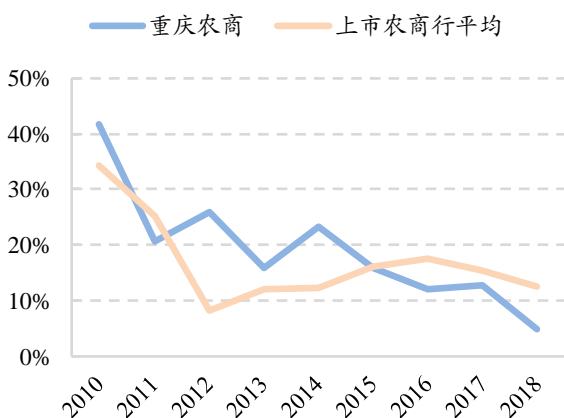
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
重庆农商	285,546	344,820	433,822	502,446	618,889	716,805	803,158	905,778	950,618
青岛农商			101,561	125,620	145,093	165,079	207,543	251,054	294,141
紫金银行	54,646	59,303	51,066	60,524	70,807	101,791	133,803	170,949	193,165
常熟银行	52,089	71,648	74,151	84,413	101,670	108,504	129,982	145,825	166,704
无锡银行	45,876	59,941	72,973	83,766	104,463	115,491	124,633	137,125	154,395
江阴银行	52,820	56,296	73,410	76,044	83,586	90,478	104,085	109,403	114,853
苏州农商	40,002	54,003	57,177	62,483	61,945	71,453	81,348	95,271	116,782
张家港行	52,690	70,246	71,528	72,570	71,970	82,354	90,178	103,173	113,446

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

就规模增速而言，重庆农商行有过快速增长，目前已经放缓。2011-2015 年，重庆农商总资产规模增速远超上市农商行平均；2015-2017 年增速基本稳定；2018 年迅速下降为 4.95%，低于上市农商行平均水平。

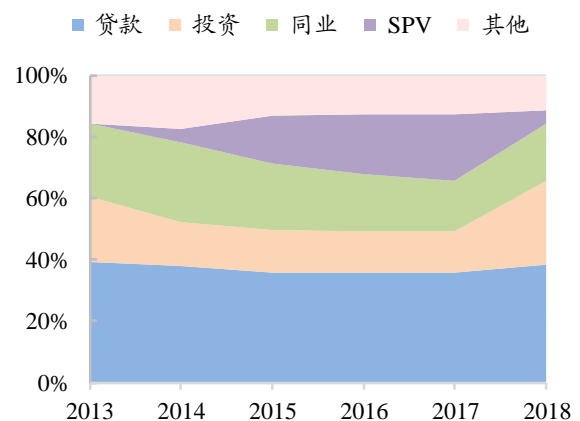
2018 年资产增速放缓的原因有二：1、2018 年重庆地区经济增速出现大幅下滑；2、由于金融监管对表内非标的限制，2018 年资产端结构大幅调整：大幅压降 SPV 资产，加大债券投资力度，SPV 占比由 2017 年的 22% 压降至 4%，债券投资占比由 13% 升至 28%。经此结构优化调整后，预计未来规模将恢复平稳增长。

图 14: 2018 年资产增速下行



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 15: 2018 年经历资产结构大幅调整

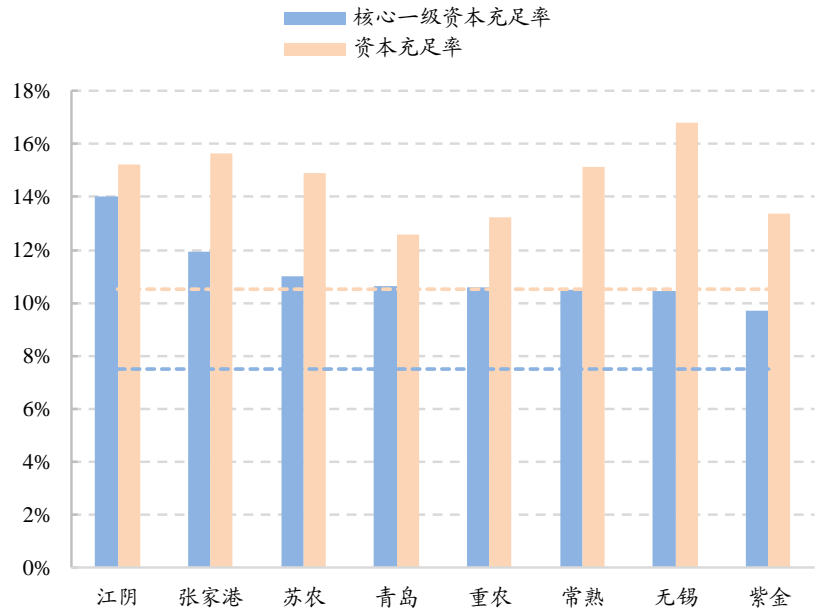


数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

3.2. 资本充足，保障未来扩张

资本水平充足，未来扩张无忧。截至 2018 年末，重庆农商行资本充足率、核心一级资本充足率分别为 13.2%、10.6%，远高于监管 10.5% 和 7.5% 的要求。所以，重庆农商行的规模扩张目前未受资本充足率的掣肘。

图 16: 上市农商行 2018 年资本充足率比较



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4. 盈利能力

4.1. 盈利能力最强

重庆农商行盈利能力可比同业最强。由杜邦分析可见，重庆农商行在净利息收入不占优势，通过较高的非息收入使营业收入基本等于平均水平，再由较低的营业费用和资产减值计提拉高了税前利润，尽管所得税最高，ROA 仍优于同业，由于权益乘数略高于平均，ROE 进一步提升。

表 6: 上市农商行 2018 年杜邦分解

	平均	重庆农商	青岛农商	常熟银行	紫金银行	无锡银行	苏州银行	张家港行	江阴银行
平均资产	149,335	907,208	260,059	154,557	180,214	138,532	99,759	102,076	110,148
净利息收入	2.36	1.97	2.43	3.05	2.00	2.11	2.56	2.49	1.86
利息收入	4.50	4.16	4.50	5.28	4.53	4.32	4.38	4.38	4.07
利息支出	2.14	2.19	2.07	2.23	2.54	2.21	1.82	1.89	2.21
净手续费收入	0.10	0.25	0.07	0.30	0.08	0.07	0.07	0.10	0.04
其他非息收入	0.25	0.70	0.07	0.21	0.10	0.10	0.41	0.23	0.62
营业收入	2.71	2.92	2.57	3.55	2.18	2.28	3.05	2.81	2.53
营业费用	(0.91)	(0.85)	(0.81)	(1.31)	(0.71)	(0.63)	(0.96)	(1.07)	(0.86)
拨备前利润	1.78	2.08	1.76	2.24	1.47	1.64	2.08	1.74	1.55

(3618)

资产减值损失	(0.81)	(0.68)	(0.50)	(1.00)	(0.67)	(0.62)	(0.92)	(0.91)	(1.07)
税前利润	0.97	1.40	1.26	1.23	0.80	1.02	1.16	0.83	0.49
所得税	(0.13)	(0.32)	(0.29)	(0.23)	(0.13)	(0.19)	(0.14)	(0.03)	0.11
ROA (年化)	0.84	1.07	0.96	0.92	0.67	0.84	1.01	0.81	0.67
权益乘数	13.68	13.94	14.49	13.98	17.77	14.21	11.68	11.98	11.63
ROE (年化)	11.41	14.86	13.98	12.86	11.91	11.87	11.83	9.66	7.76

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。单位: 百万元。

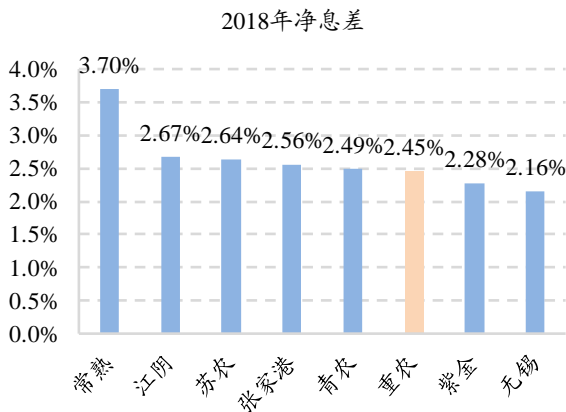
4.2. 息差弱于同业

4.2.1. 净息差排名靠后

净息差在可比同业中排名靠后, 主要由于资产收益率不高。横向比较, 截至 2018 年末, 重庆农商行净息差为 2.45%, 在可比同业中排名第六。资产端, 生息资产收益率不高, 主要由于贷款占比和收益率皆偏低。负债端, 计息负债成本率较低, 归因于县域布局广泛使低息的个人存款占比高。

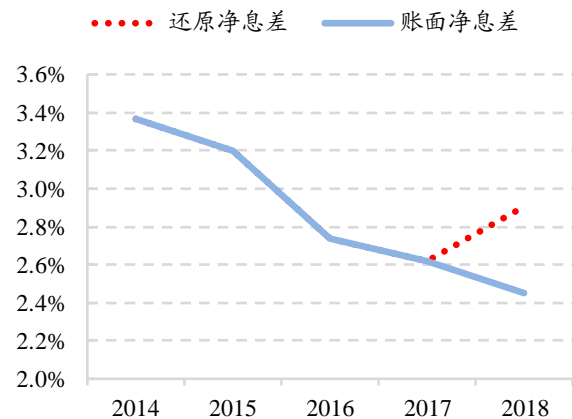
纵向比较, 重庆农商行净息差持续收窄。2014-2016 年主要受降息影响; 2017 年之后, 由于付息负债成本上行速度快于生息资产收益率, 以致净息差继续收窄。同时, 重庆农商行 2018 年实现大量投资收益, 但因开始实施 IFRS9, 投资收益算作非利息收入, 还原 I9 后, 2018 年净息差同比上升。

图 17: 2018 年净息差水平排名靠后



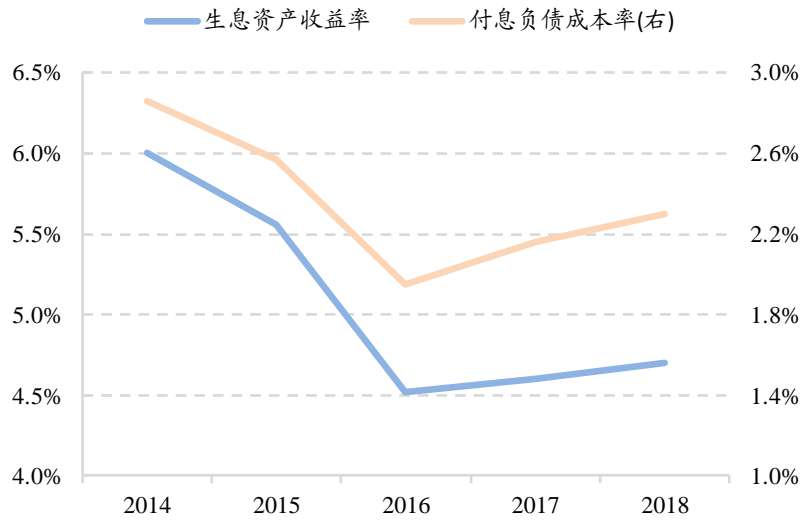
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 18: 2018 年还原 I9 后的净息差上升



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 19: 2017 年以来, 重农商付息负债成本率上行速度更快



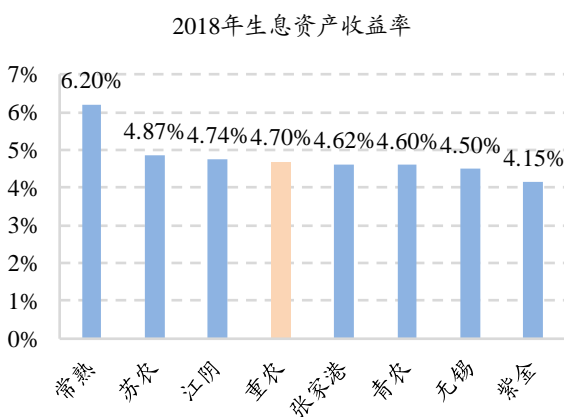
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4.2.2. 资产收益率居中

重庆农商行生息资产收益率可比同业排名第四, 金融市场业务有优势。截至 2018 年末, 重庆农商行生息资产收益率为 4.70%, 在可比同业中排名第四, 其贷款业务不占优, 优势主要来自于金融市场业务。

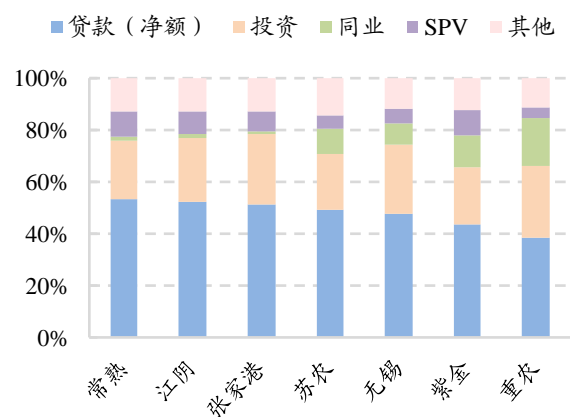
资产配置上看, 重庆农商行贷款占比最低。截至 2018 年末, 重庆农商行贷款占比为 38%, 为上市农商行最低水平。而同业和债券投资共占总资产 46%, 为可比同业最高。

图 20: 2018 年生息资产收益率排名第四



数据来源: wind, 公司财报, 国泰君安证券研究。

图 21: 重农商贷款占比最低

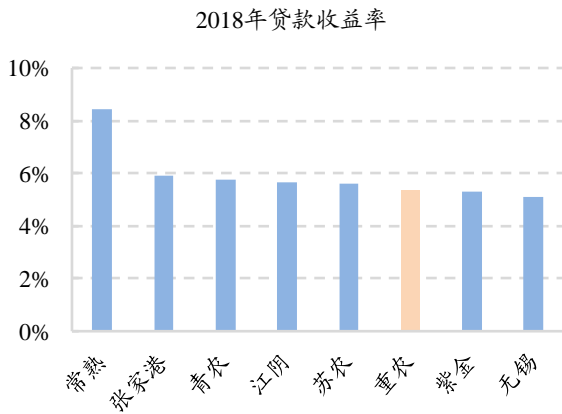


数据来源: wind, 公司财报, 国泰君安证券研究。

各类资产收益率上看, 重庆农商行贷款收益率不占优, 但债券和同业投资收益率显著优于可比同业。2018 年末重庆农商行贷款收益率为 5.38%, 在可比同业中排名倒数第三。债券和同业资产收益率分别为 4.73% 和 4.7%, 为上市农商行中最高, 尤其是同业资产收益率优势异常显著。

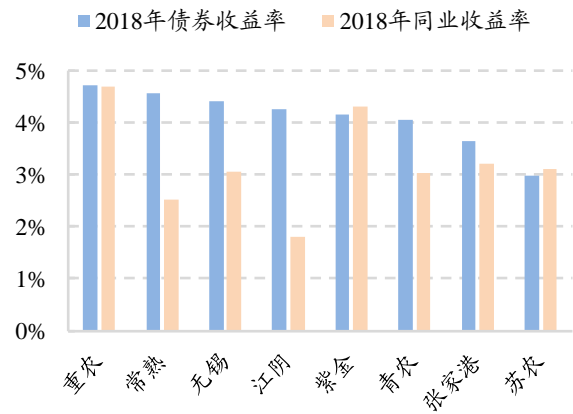
(3618)

图 22: 重农商贷款收益率不占优



数据来源: wind, 公司财报, 国泰君安证券研究。

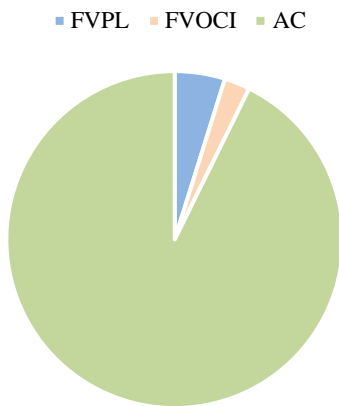
图 23: 重农商债券和同业资产收益率排名第一高



数据来源: wind, 公司财报, 国泰君安证券研究。

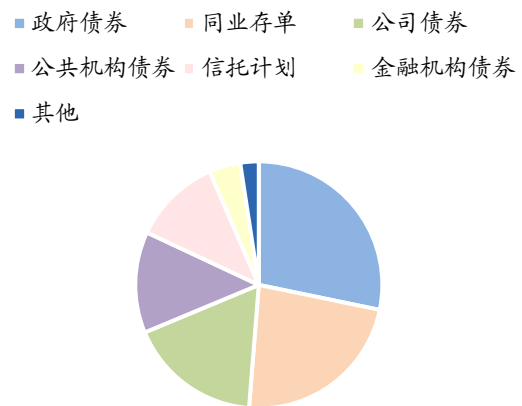
债券投资方面, 重庆农商行以摊余成本计量的金融资产为主, 投向比较分散, 公司债券占比高于其他银行。截至 2018 年末, 重庆农商行债券投资中 93%是以摊余成本计量的金融资产, 投资比例较多的为政府债券、同业存单和公司债券, 占比分别为 28%、23%和 18%。

图 24: 2018 年债券投资主要是摊余成本计量的资产



数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究。

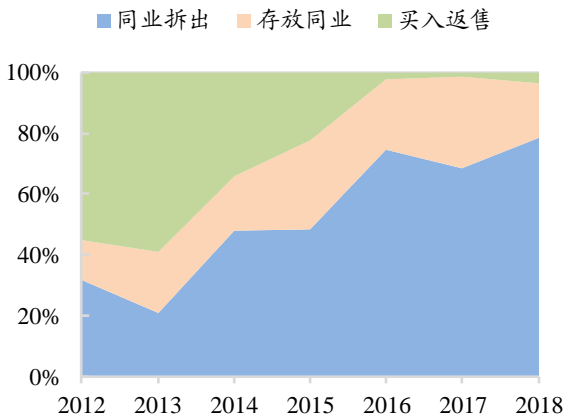
图 25: 2018 年以摊余成本计量的金融资产投向分布



数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究。

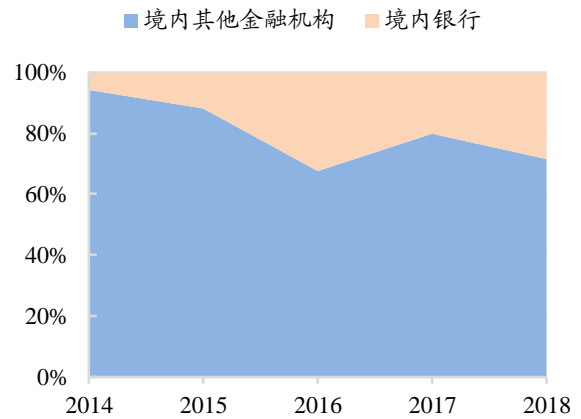
同业资产方面, 重庆农商行拆借能力更强, 投向主要为非银机构, 风险偏好较可比同业更高, 因此具有更高收益率。截至 2018 年末, 重庆农商行同业资产中 78%为拆出资金, 其次是占比 18%的同业存放。拆出资金中, 拆出对象主要是境内其他金融机构, 占比为 71%。因此, 重庆农商行在同业业务的风险偏好明显高于其他上市农商行, 但是由于拆借业务期限较短, 以适当的风险偏好提高收益率是较高投资能力的体现。历史上看, 重庆农商行同业资产中同业拆出的比例不断提升, 投向始终以非银金融机构为主。

图 26: 重庆农商行同业资产构成



数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究。

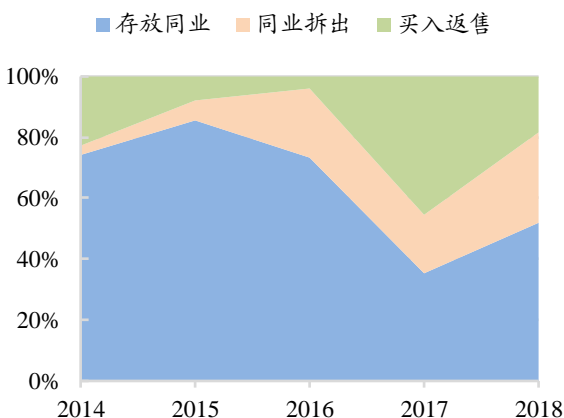
图 27: 重农商 2018 年拆出业务对象主要是非银机构



数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究。

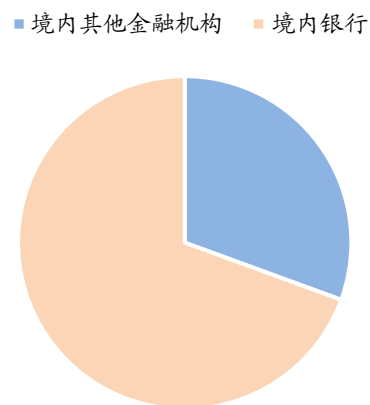
其他上市农商行, 同业资产中拆出资金占比较低, 且投向多为银行。上市农商行 2018 年末同业资产的构成中, 44%为存放同业、41%为拆出资金、15%为买入返售, 且拆出资金中, 对手方主要是银行业金融机构, 个别农商行甚至完全只拆借给银行, 显示出极低的风险偏好, 所以同业收益率低于重庆农商行。

图 28: A 股上市农商行 2018 年同业资产平均构成



数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究。取 A 股上市农商行算术平均数。

图 29: A 股上市农商行 2018 年拆出对象主要是银行

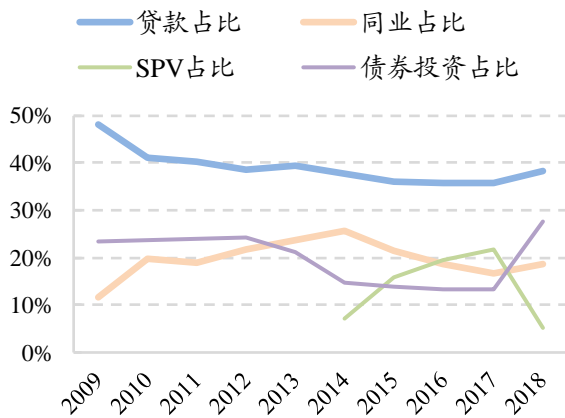


数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究。取 A 股上市农商行算术平均数。

纵向比较, 重庆农商行 2017-2018 年生息资产收益率上行主要受益于贷款和同业投资收益率上升。两年间, 重庆农商行 SPV 占比下降迅速, 一般债券投资占比大幅提升, 因此含 SPV 的债券投资收益率下降。贷款方面, 由于零售贷款占比提升和非标转贷款的共同作用下, 贷款收益率上升。同业投资方面, 提高了同业拆借比例, 拆借对象更倾向于非银机构, 提高了收益率。

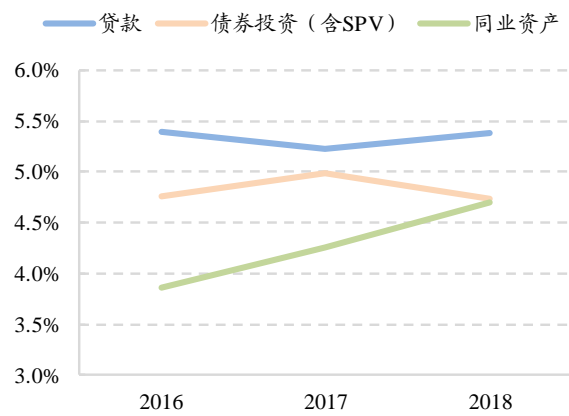
(3618)

图 30: 重农商 SPV 占比下降明显



数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究。

图 31: 重农商同业资产收益率上升迅速

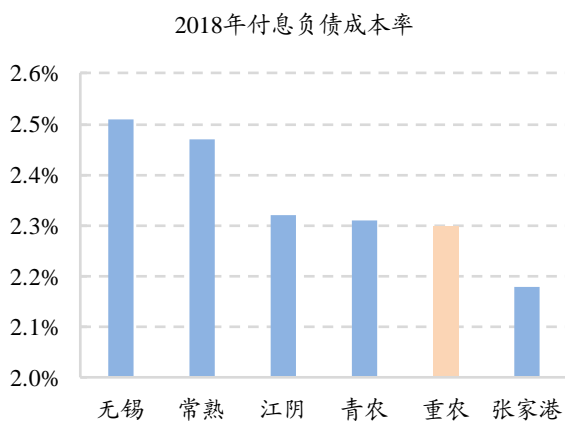


数据来源: 2018 年公司财报, 国泰君安证券研究。

4.2.3. 负债成本率较优

重庆农商行计息负债成本率低于可比同业, 但 2017 年开始上升。截至 2018 年末, 重庆农商行付息负债成本率为 2.30%, 在上市农商行中属于较低水平, 但 2016-2018 年, 由 1.95% 上升了 35bp 至 2.30%。

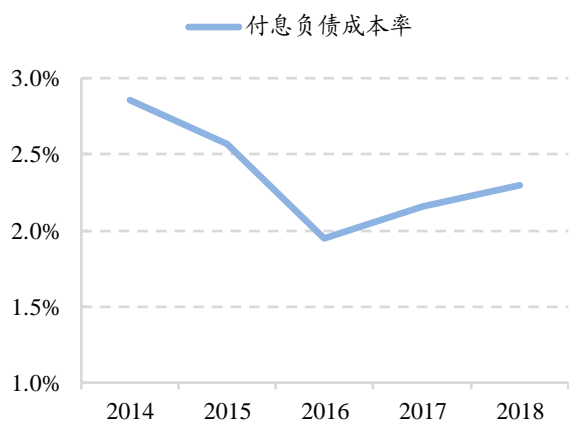
图 32: 重农商 2018 年计息负债成本率较低



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

注: 江阴和无锡银行付息负债平均余额披露不完全, 故计算所得付息负债成本率非精确值。

图 33: 重农商自 2017 年起负债成本开始上升

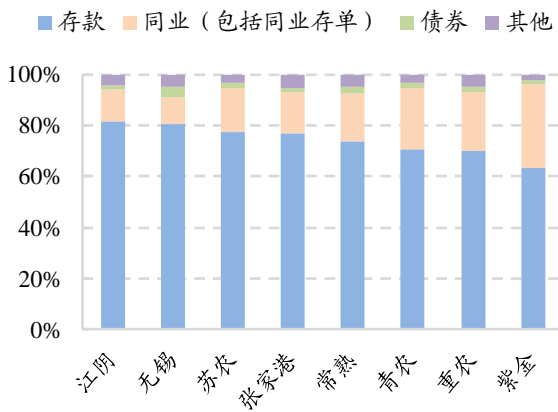


数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

重庆农商行整体存款占比虽低, 但结构和成本优势显著。计息负债成本率低主要得益于在重庆县域地区广泛的分销网络和领先的市场地位带来更多低成本个人存款: 截至 2018 年末, 重庆农商行 69% 的存款来自县域, 31% 来自城区。重庆农商行在存款占活期存款占比 (38%) 偏低的情况下, 整体存款成本仅为 1.65%, 排名第二低, 归因于: ①成本更低的个人存款占比 75%, 为同业最高; ②定期存款成本远低于同业。

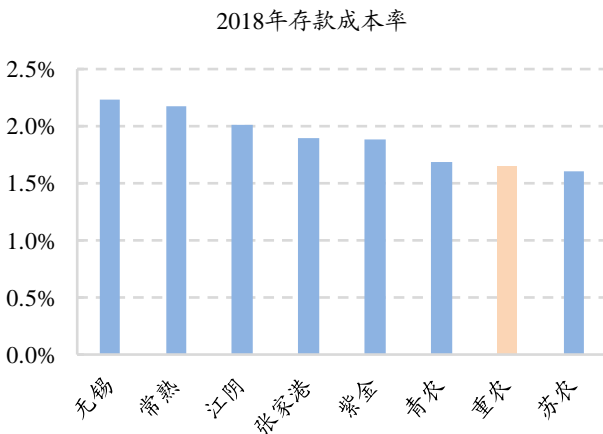
(3618)

图 34: 重农商 2018 年存款占比 70%，低于可比同业



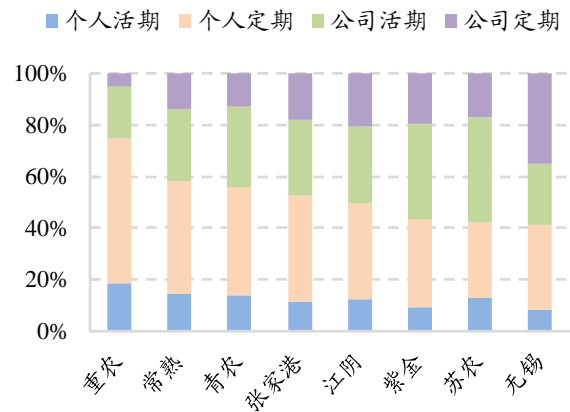
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 36: 重农商具有明显的存款成本优势



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 35: 重农商个人存款占比 75%，为可比同业最高



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 37: 重农商定期存款成本显著低于同业

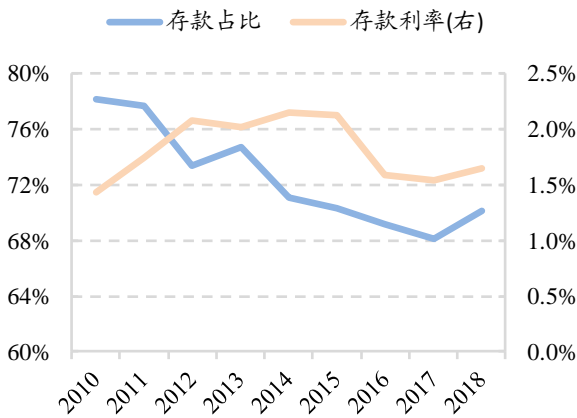
	企业活期	企业定期	个人活期	个人定期
苏州	0.36%	0.96%	0.19%	1.45%
重农	0.69%	2.33%	0.31%	2.32%
常熟	0.91%	2.47%	0.31%	3.25%
无锡	0.62%	3.16%	0.42%	2.96%

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

重庆农商行 2017 年负债成本上升主要原因为同业负债占比和利率上行，2018 年主要由价格因素影响。重庆农商行 2017 年负债成本上升的主要原因来自同业负债占比上升和金融监管带来成本上行。2018 年，虽存款占比提升，但存款和同业负债的成本皆上行，继续拉高整体负债成本。

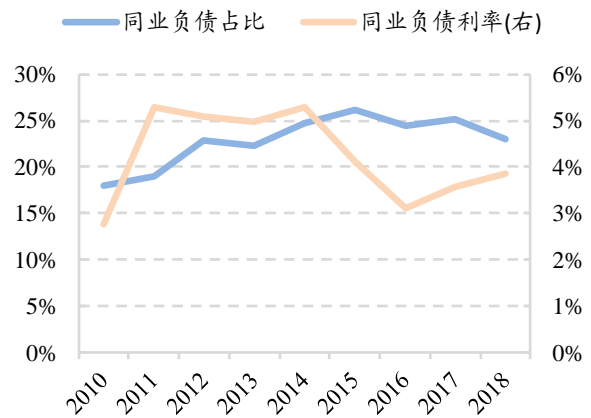
(3618)

图 38: 重农商存款占比和利率 2018 年皆开始回升



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 39: 重农商同业负债成本 2017 年开始上升

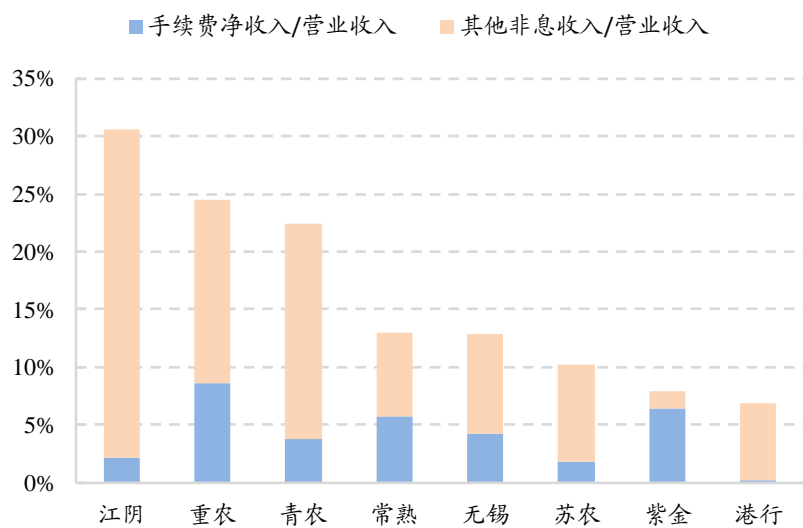


数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

4.3. 中收占比最高

非息净收入占营业收入排名第二。截至 2019 年一季度末, 重庆农商行非息净收入占营业收入比例排名第二, 体现其更多元化的发展; 同时, 其他非息收入占营业收入比例排名也为第二, 显示出较强的投资能力。

图 40: 2019Q1 非息净收入/营业收入比例排名第二

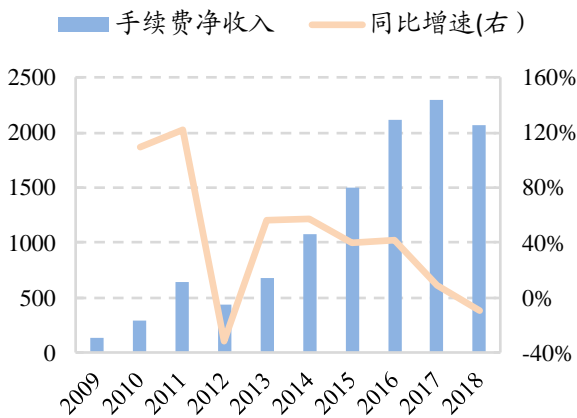


数据来源: wind, 国泰君安证券研究。注: 重庆农商行 2018 年实施 IFRS9, A 股上市农商行 2019 年开始实施, 为求统一, 采用 2019Q1 数据, 但重庆农商行未披露 2019Q1 财报, 以 2018 年年报代替。

重庆农商行手续费净收入占营业收入比重最高。虽然受资管新规影响, 2017 和 2018 年手续费净收入同比增速下降, 2018 年甚至为负, 但截至 2018 年末, 重庆农商行中收占营业收入比重 9%, 仍为可比同业最高。

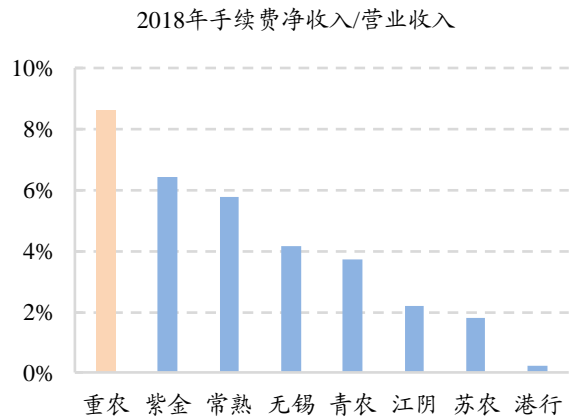
(3618)

图 41: 手续费净收入 2018 年下降



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

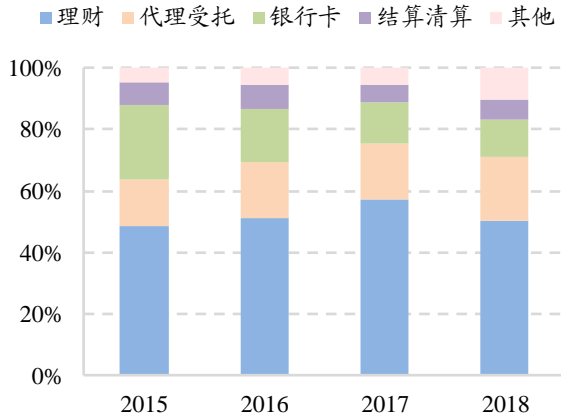
图 42: 中收占比同业最高



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

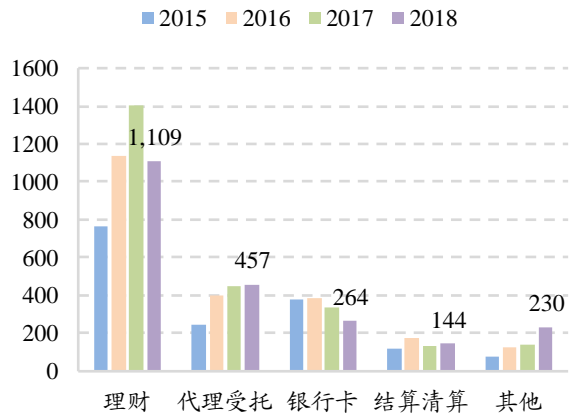
手续费收入中，理财业务占比最高。进一步拆分手续费收入发现，理财收入占比达 50% 以上，是其最主要的来源。2015 年以来，重庆农商行理财业务手续费收入增长较快，2015-2018 年均复合增长率达 13%。2018 年以来，理财业务收入出现轻微下滑，主要原因是推进理财业务净值化转型，主动压降保本和同业理财，导致理财产品整体规模出现下滑。

图 43: 重庆农商行手续费收入拆分



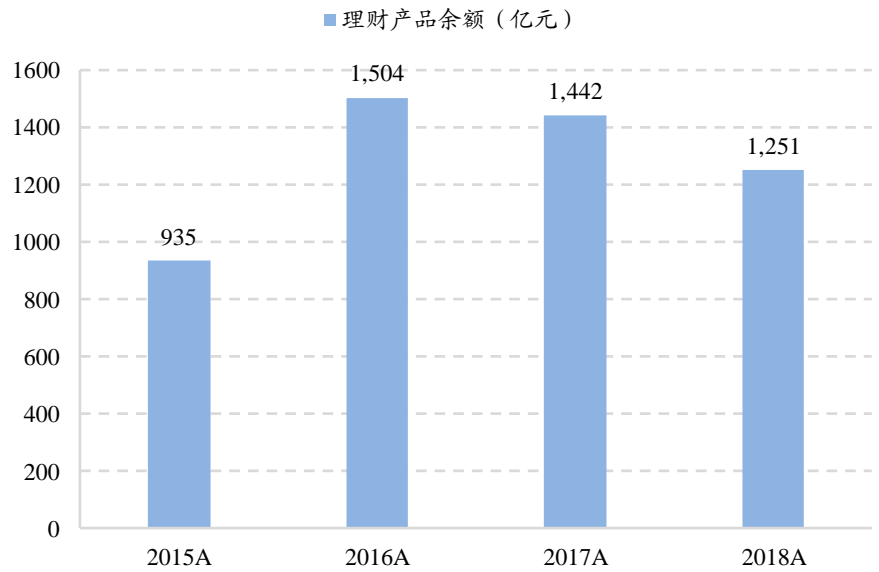
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 44: 重庆农商行手续费收入 (单位: 百万元)



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 45: 金融去杠杆开始后, 理财产品规模微降

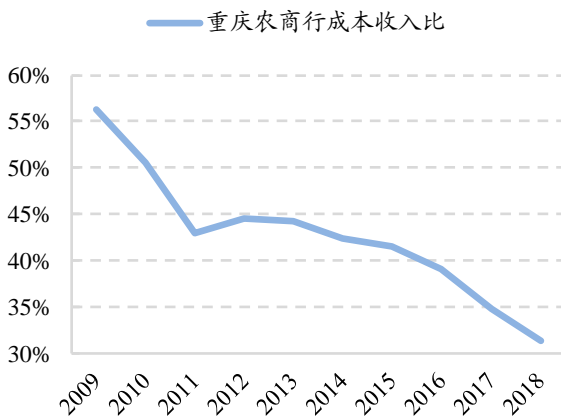


数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。选取港股披露数据

4.4. 成本收入比低

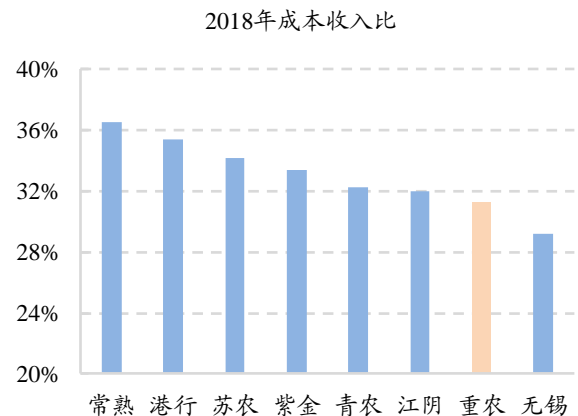
管理精细化卓有成效, 成本收入比连年下降, 目前接近同业最低水平。重庆农商行始终坚持管理精细化战略, 成本收入比从 2012 年的 44.5% 开始持续下降, 到 2018 年末降至 31.3%, 可比同业中仅略高于无锡银行。

图 46: 重农商成本收入比 2012 年后持续下降



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 47: 重庆农商行成本收入比仅高于无锡银行



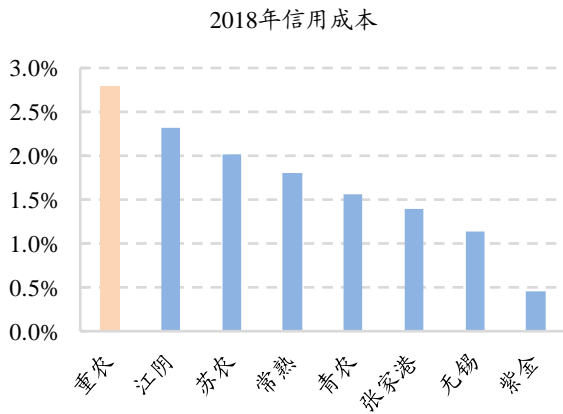
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

4.5. 信用成本最高

重庆农商行贷款信用成本最高。重庆农商行 2018 年贷款信用成本为 2.79%, 在八家农商行中最高, 较 2016 年 3.53% 的最高点下降了 74bp。但是因为重庆农商行贷款占比最低, 所以资产减值损失/平均生息资产的比例为同业偏低水平。

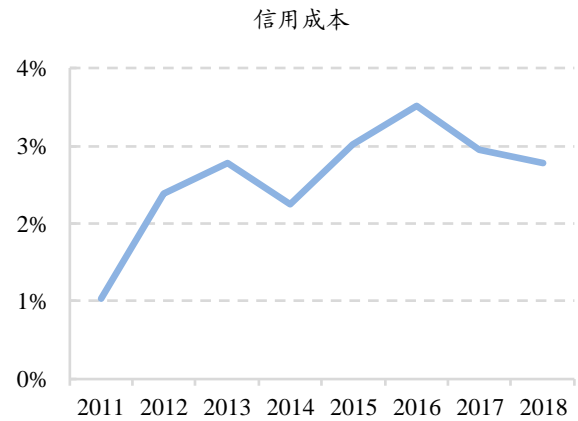
(3618)

图 48: 重农商 2018 年信用成本最高



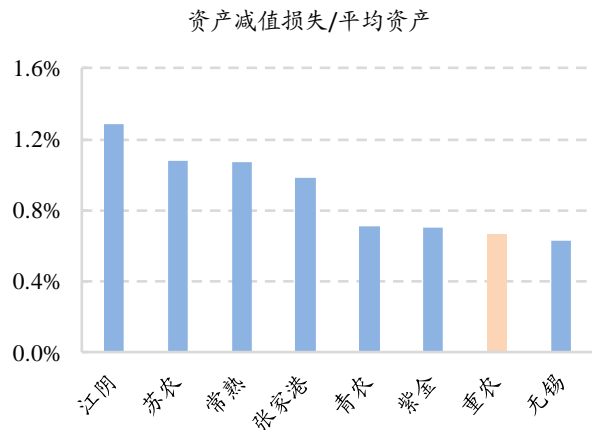
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 49: 重农商信用成本处于下降通道



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 50: 2018 年资产减值损失/平均生息资产比较

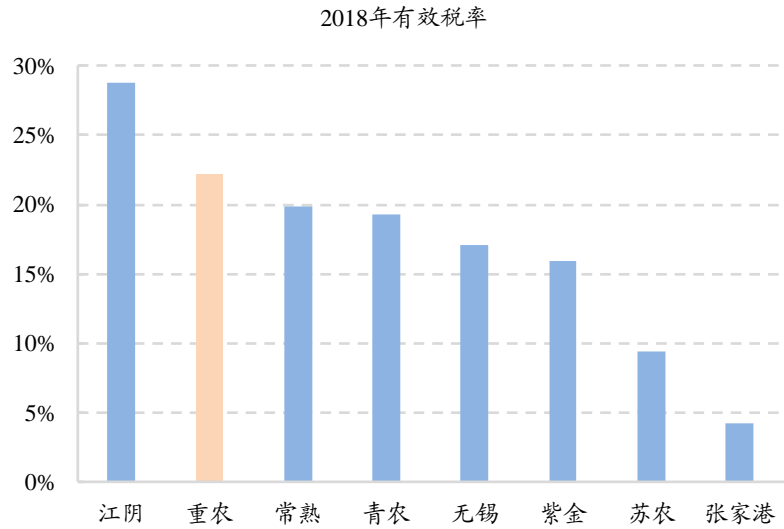


数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

4.6. 有效税率较高

重庆农商行 2018 年有效税率为 22.2%，在八家农商行中排名第二高。由此可与前文相互印证，重庆农商行的债券和同业投资中，免税的国债、地方债及货币基金的配置比例确实较少。

图 51: 有效税率为农商行第二高



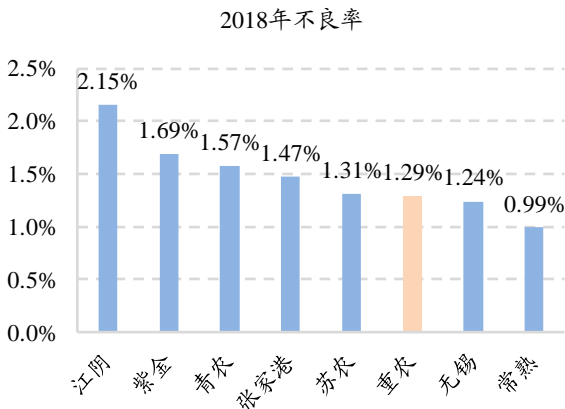
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5. 资产质量

5.1. 存量资产质量优于同业

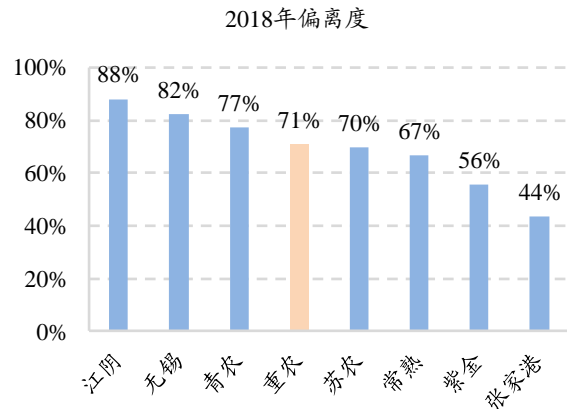
不良认定严格，不良率低于同业。存量上来看，截至 2018 年末，重庆农商行不良贷款率为 1.29%，在八家农商行中较低。同时，偏离度为 71%，对于不良的认定较为严格。

图 52: 重农商 2018 年不良率优于同业



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 53: 重农商 2018 年偏离度居于中位。

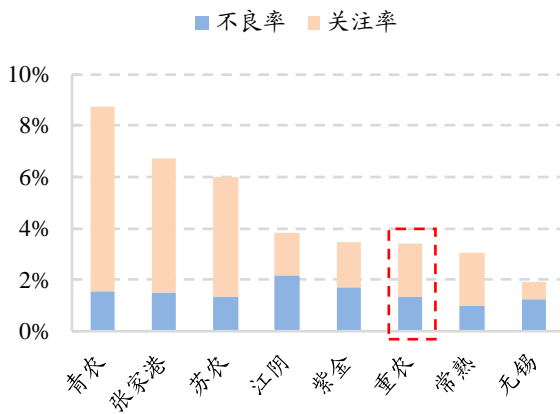


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

不良+关注率和逾期率也低于同业，存量资产质量较优。截至 2018 年末，重庆农商行不良+关注率 3.41%，逾期率 1.53%，在 A 股农商行中属较低水平，存量资产质量较优。

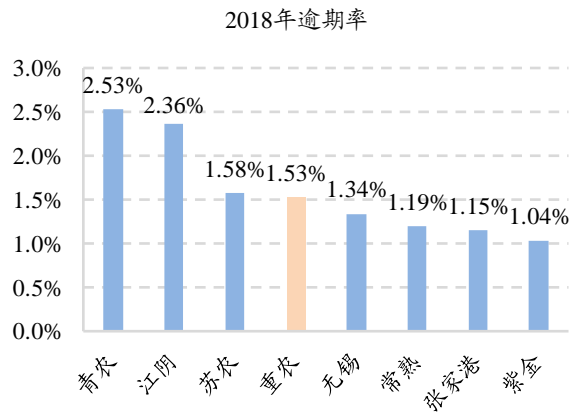
(3618)

图 54: 重农商 2018 年不良率+关注率优于同业



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 55: 重农商 2018 年逾期率居于中位。



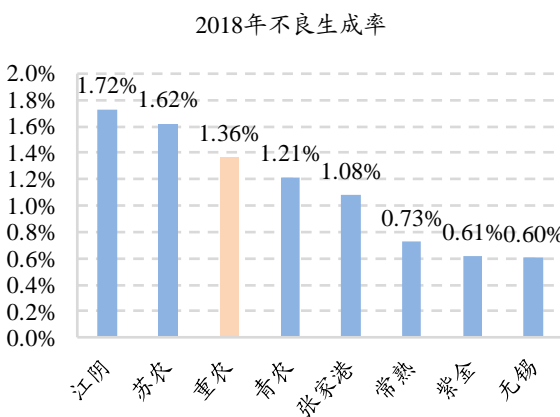
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5.2. 2018 年不良生成率上升

2018 年不良生成率大幅上升。重庆农商行 2018 年加大不良暴露与处置力度，不良偏离度快速下降，致不良率和不良生成率上升。监管要求商业银行 2018 年不良偏离度降至 100%以内，但重庆农商行从 2017 年的 105%压降到 71%，远低于监管要求，因此也有主动收紧不良认定的因素。

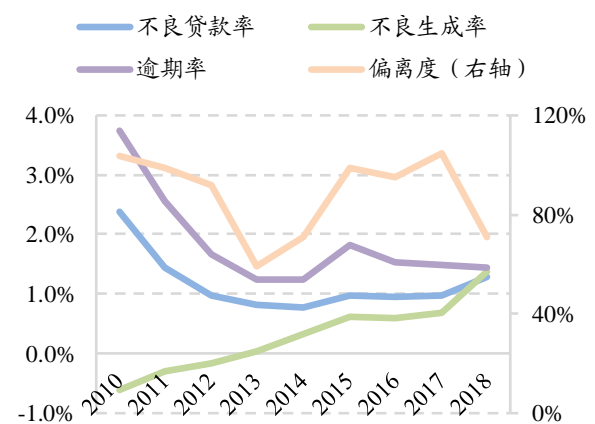
截至 2018 年末，重庆农商行不良生成率为 1.36%，较 2017 年+69bp，为可比同业第三高；同时，不良率上升 31bp 至 1.29%。纵向来看，重庆农商行不良率、逾期率、不良生成率和不良偏离度 2014 年皆开始上升；之后偏离度一直上升，而不良率和不良生成率却保持平稳，有隐藏不良贷款的嫌疑；直至 2018 年，大幅加大不良暴露力度。

图 56: 2018 年不良生成率为同业第三高



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

图 57: 各项资产质量指标历史变动情况

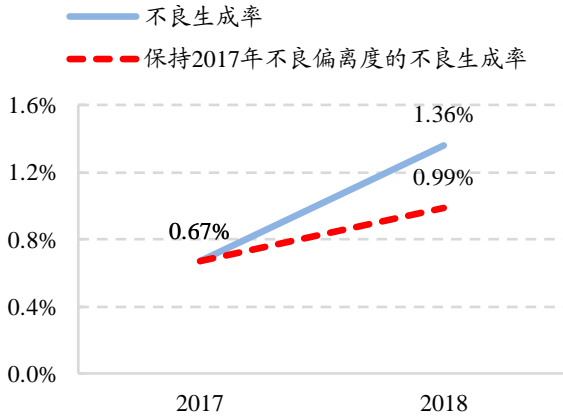


数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

2018 年不良生成率上升，第一个原因是压降不良偏离度，第二个原因是资产质量波动新增不良。下半年不良生成率已经开始下降，预计 2019 年或保持平稳。2018 年不良生成率快速上升的主要原因有二：①不良认定力度加大，大力压降不良偏离度；②自然新生成。经测算，如果重庆农商行 2018 年仍保持 2017 年 105%的不良偏离度，则 2018 年不良生成率

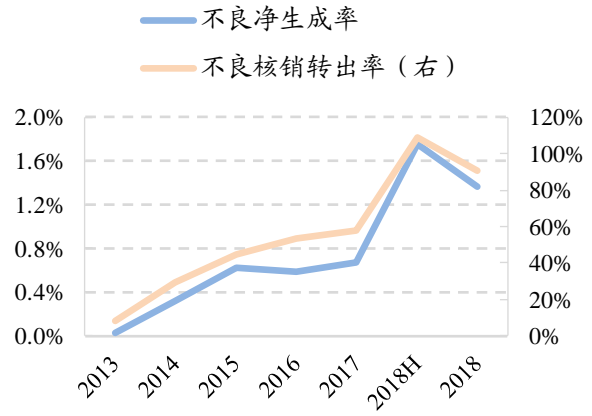
为 0.99%，较 2017 年上升 32bp，但是较现在的 1.36% 低 37bp；所以两个使不良生成率上升因素的影响基本各占一半。截至 2018 年末，重庆农商行不良生成率已由 2018 年中 1.75% 的高点下降至 1.36%，且不良偏离度已经远优于监管要求，预计 2019 年不良生成的压力较 2018 年大幅减轻，或会保持平稳。

图 58: 保持 2017 年偏离度的不良生成率测算



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

图 59: 重农商 2018H2 不良生成率已掉头向下

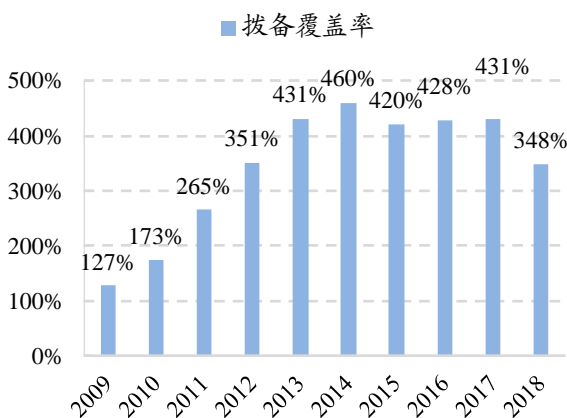


数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

5.3. 拨备水平同业排名第二

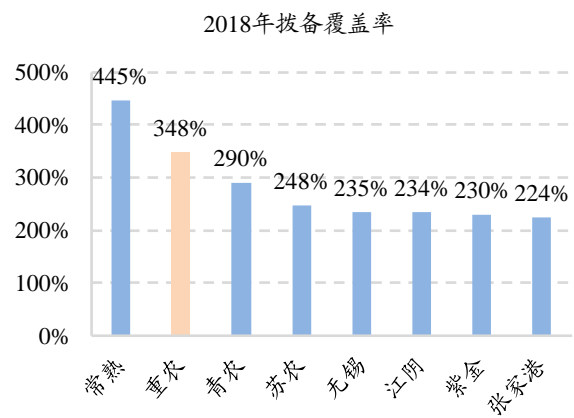
2018 年消耗拨备较多，但拨备覆盖率水平仍为同业第二高。由于 2018 年不良暴露和核销都较多，且信用成本并未显著上升，所以拨备覆盖率下降迅速：截至 2018 年末，拨备覆盖率由上年末下降 83pc 至 348%。但其拨备水平仍为同业第二高，安全垫充足。

图 60: 重农商 2018 年拨备覆盖率下降



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 61: 重农商 2018 年拨备覆盖率水平仍为第二高



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

6. 预测估值

6.1. 关键假设

未来两年，随着同业资产收益率下降，未来重庆农商行同业资产增速或会下降；受制于重庆地区宏观经济处于换挡期，贷款增速或会先降后升。因此，预计 2019-2021 年生息资产同比增速为 11.77%，8.76%，8.84%。

对于 2019 年的预判：负债端，存款成本提升缓慢，同业负债受益于流动性宽松，预计付息负债成本率微降；资产端，零售贷款占比将稳步提升，2018 年新上线的消费类贷款“渝快贷”将继续推进，带动资产端定价提升；因此，判断重庆农商行 2019 年净息差小幅走扩。长期来看，利率自由化和未来可能的降息会使重庆农商行息差收窄。因此预计 2019-2021 年净息差（期初期末计算口径）分别为 2.24%，2.21%，2.19%。

随着资管新规影响的减弱，未来手续费收入将缓慢恢复增长，预计 2019-2021 年手续费净收入同比增速分别为 8.0%，12.0%，15.0%。

随着管理精细化战略的推进，重庆农商行成本收入比有望进一步下降。但由于小微、零售和农村金融业务天然耗费更多业务费用，且重庆农商行已经达到较低水平；所以，判断未来成本收入比微降后企稳——2019-2021 年成本收入预计维持 30.0% 的水平。

当前资产质量整体略优于同业平均水平，且 2018 年不良生成上升为一次性大幅压降不良偏离度所致，预计 2019-2021 年不良生成率保持平稳，分别为 1.3%，1.4%，1.4%。重庆农商行拨备计提力度适中，存量安全垫充足，预计 2018-2020 信用成本保持在 2.0%。

当前重庆农商行有效税率高，在未来增配国债、地方债的趋势下，预计 2019-2021 有效税率下降至 20%。

6.2. 绝对估值

运用股利贴现法对重庆农商行进行估值，在模型中分为三个预测阶段：详细预测期、过渡增长期，永续增长期。根据最新市场数据，假设无风险利率为 10 年期国债收益率 3.3%，市场风险溢价为 7.7%，beta 为 1.18，因此权益成本为 12.4%。在以上假设下，合理价值为 6.69 元，对应 2019-2021 年 PB 为 0.85x、0.79x、0.72x。

表 8：重庆农商行绝对估值假设表

	详细预测期	过度增长期	永续增长期
	2019-2021	2022-2030	2031 及以后
净息差	2.21%	2.10%	2.00%
生息资产/总资产	98.99%	98.35%	95.00%
贷款总额/生息资产	40.07%	40.39%	40.00%
净非利息收入/营业收入	22.04%	21.24%	25.00%
成本收入比(含营业税)	30.27%	29.84%	30.00%
PPOP ROAA	1.94%	1.86%	2.00%
信用成本	2.00%	2.00%	2.00%
有效税率	20.00%	22.00%	24.00%

ROAA	0.91%	0.86%	0.96%
权益乘数	13.62	13.50	12.00
ROAE	12.45%	11.60%	11.48%
股利支付率	30.69%	40.00%	60.00%
增长率 g	8.63%	7.80%	4.59%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 9: 重庆农商行绝对估值结果

	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标				
ROAE	13.48%	12.92%	12.45%	12.15%
ROAA	0.98%	0.94%	0.90%	0.88%
股本	10,000	10,000	10,000	10,000
EPS	0.91	0.96	1.02	1.08
BVPS	7.07	7.84	8.52	9.24
股利支付率	2%	2%	2%	2%
每股股利	0.20	0.34	0.36	0.38
合理估值				
	6.69 元			
PE	7.38x	6.95x	6.57x	6.20x
PB	0.95x	0.85x	0.79x	0.72x

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

6.3. 相对估值

重庆农商行目前在 H 股上市, 目前拟回 A 股上市, 且 H 股可比标的较少, 所以将 H 股和 A 股上市农商行一起比较。

重庆农商行是农商行中 ROE 最高的龙头, 且资产质量较优, 目前估值却为可比同业最低, 有空间恢复到港股其他农商行平均水平。国内银行在 H 股估值低于 A 股, 因此, 重庆农商行 2019 年合理的 PB 估值范围应低于 A 股上市农商行, 高于 H 股其他国内农商行, 在 0.8-1.0PB 之间。

表 10: 可比标的 PB 估值情况

		现价	19E	20E	21E
601860.SH	紫金银行	1.91	1.81	1.69	
002958.SZ	青岛农商行	1.51	1.38	1.37	
601128.SH	常熟银行	1.42	1.45	1.30	1.16
002839.SZ	张家港行	1.04	0.96	0.89	0.83
601128.SH	无锡银行	1.01	0.89	0.82	0.75
002807.SZ	江阴银行	0.91	0.86	0.80	0.72
603323.SH	苏州农商行	0.87	0.93	0.86	0.78

6122.HK	九台农商行	0.87
1551.HK	广州农商行	0.68
3618.HK	重庆农商	0.48

数据来源: wind, 国泰君安证券研究, 数据为 2019 年 8 月 5 日的机构预测平均值。上述公司财报皆以人民币为单位, H 股公司计算 PB 时, 将分母 BVPS 以当日汇率转换成港元计算。

6.4. 目标价格

综合考虑绝对估值和相对估值结果, 给予重庆农商行 2019 年 0.80 倍 PB, 目标价 6.27 元。

6.5. 投资建议

重庆农商行是县域和零售基础扎实且投资能力强的全国农商行龙头, 预计 2019-2021 年净利润增速为 6.32%/5.77%/5.95%, 对应 EPS0.96/1.02/1.08 元, BVPS7.84/8.52/9.24 元, 现价对应 19/20/21 年 3.50/3.31/3.12 倍 PE, 0.48/0.44/0.41 倍 PB。首次覆盖给予重庆农商行 2019 年 0.80 倍 PB, 目标价 6.27 元/7.02 港元, 增持评级。

7. 风险提示

宏观经济不确定性增加的背景下, 银行不良压力可能加大。对于重庆农商行来说, 其不良压力或会略大于其他银行, 原因: ①贷款高度集中于重庆地区; ②重庆地区经济增速慢于全国水平; ③县域贷款较城域贷款普遍不良率更高。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		